

한국 금융감독체계에 대한 정치경제학적 연구

김재훈 편

KOREA DEVELOPMENT INSTITUTE



금융감독원



한국수출입은행



금융위원회

DSME



KDB Bank

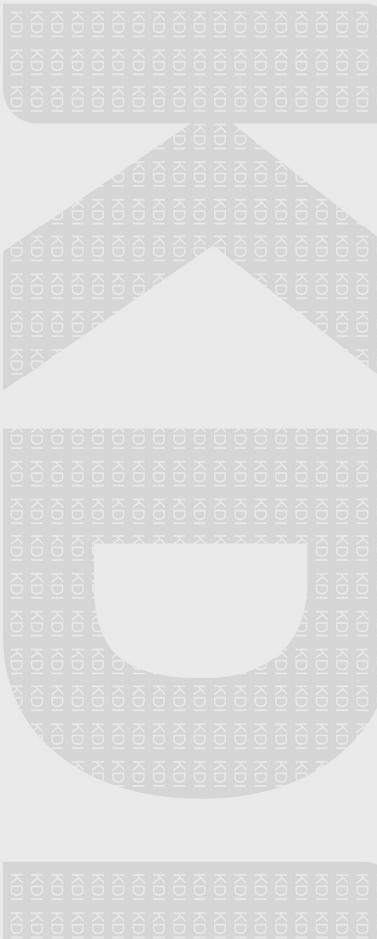


기획재정부

연구보고서 2017-09

한국 금융감독체계에 대한 정치경제학적 연구

김재훈 편



자유롭고 경쟁적인 금융시장은 돈의 가격인 금리를 매개로 한 효율적인 자원배분을 통하여 총생산, 투자, 고용을 확대할 뿐만 아니라, 비효율적인 기업을 폐업시키거나 구조조정을 하도록 한다. 이와 같이 잘 작동하는 금융시장은 금융자원의 배분을 통하여 지속적으로 새로운 기업을 발굴하여 효율적인 기업이 서로 경쟁할 수 있도록 하고 투자를 통하여 생산성을 증가시키고, 고용을 확대하며 경제가 성장할 수 있게 해준다. 그러나 민간 금융기관은 지나친 이윤추구로 감당할 수 없는 위험을 선택할 가능성이 있는데, 이러한 행태를 적절히 관리하지 않으면 금융시스템 전체를 위협할 수 있기 때문에 금융규제와 금융감독이 필요하다.

효율적이고 안정적인 금융시장에는 전제가 필요하다. 민간 금융시장의 발달에 더하여, 정부의 역할은 필요한 최소한으로 유지되고, 금융감독의 독립성이 보장되어야 한다는 것이다. 그럼에도 불구하고 정부는 민간 금융시장의 미발달, 이익집단 및 정치권의 압력, 산업 육성, 단기적인 경기 부양 등 다양한 이유로 금융시장에 개입하려는 유혹을 갖게 된다. 정보 비대칭성이 높은 금융시장에 정부가 실제로 개입할 경우 금융시장은 신용을 가장 효율적으로 사용할 곳으로 배분하지 못하게 되고 그 효율성을 상실하게 된다. 이럴 경우에도 정부가 규제권한만 행사한다면 독립된 감독기능이 어느 정도 선에서 정부개입에 제동을 걸 수 있겠지만, 정부가 감독권한까지 행사한다면 금융시장에 대한 정부개입은 사실상 제동력을

발간사

상실할 수 있다.

본 연구는 이익집단 및 정치권의 압력, 산업 육성, 단기적인 경기부양 등과 같은 이해상충이 상존하는 금융시장의 구조적 문제를 다양한 측면에서 살펴본다. 더불어 금융시장에서 정부의 역할을 재조명하고, 이해상충의 문제를 최소화할 방안을 제시하고 있다.

본 연구는 먼저, 금융시장에 대한 국가의 개입이 경제에 어떠한 영향을 주는지와 금융에 대한 국가개입을 결정하는 요인이 무엇인지를 살펴보고, 금융발전 정도에 따라 구제금융 보증의 효과가 어떻게 달라지는지를 살펴보고 금융시스템이 충분히 발전한 한국의 경우 어떤 함의를 지니는지 논의한다. 미시건전성 감독업무를 수행하는 기관 종사자들의 사적 유인으로 인해 금융감독 실패가 발생할 여지가 있는지 살펴보고, 이를 최소화할 금융감독체계 개편방향을 논의한다. 정치권의 단기적인 경기대응 요구와 중장기적인 금융안정을 달성하려는 거시건전성 관리체계 간의 이해상충 문제를 살펴보고, 금융안정을 위한 제도적 기반의 강화방안을 논의한다. 마지막으로, 금융감독구조 설계에 이해상충의 문제가 고려되고 있는지 실증적으로 살펴보고, 심각한 이해상충의 문제를 안고 있는 것으로 나타난 한국에 대한 정책적 함의를 다루고 있다.

개발 연대에는 경제개발의 주역으로 여겨졌으나, 이제는 부정적인 영향이 강조되고 있는 관치금융의 뿌리에는 폐쇄적인 공직사회, 국가의 은행 소유, 공기업 등이 있다. 이러한 관치금융을 근절하고 경제의 활력을 살리기 위해서는 이들에 대한 제도적 교정이 가장 우선되어야 함을 저자들은 주장하고 있다.

본 연구는 본원의 김재훈 박사, 김영일 박사, 정대희 박사, 황순주 박사, 이기영 박사에 의해 수행되었다. 저자들은 연구과정에서 분석자료의 수집 및 정리에 많은 도움을 준 본원의 연구원들에게 깊은 감사를 표하고 있다. 또한 본 연구의 초고를 읽고 유익한 의견을 주신 익명의 검토자분들에게도 심심한 감사의 뜻을 전하고 있다.

끝으로 본 연구에서 제시된 내용은 저자 개인의 의견이며, 본원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둔다.

2017년 12월
한국개발연구원 원장

김 준 경

목 차

발간사

총론 및 요약	1
---------------	---

제1장 정부 금융시장 개입의 정치경제학 (김재훈)	9
--	----------

제1절 서 론	9
----------------------	----------

제2절 관련 문헌	11
------------------------	-----------

1. 개발경제학적 관점	11
--------------------	----

2. 정치경제학적 관점	12
--------------------	----

3. 논의의 종합	17
-----------------	----

제3절 연구 질문	18
------------------------	-----------

1. 대기업과 공기업에 의존적인 경제구조	19
------------------------------	----

2. 정치과정과 금융제한을 통한 기득권구조의 고착화	19
------------------------------------	----

3. 공기업 신용과 공직임용제도	20
-------------------------	----

4. 검증가설	21
---------------	----

제4절 분석자료	22
-----------------------	-----------

제5절 공기업 신용의 영향 분석	24
--------------------------------	-----------

1. 정태적 패널 분석: 고정효과	24
--------------------------	----

2. 동태적 패널 분석: Arellano-Bond DPD	26
---------------------------------------	----

제6절 공기업 신용의 결정요인 분석	32
----------------------------------	-----------

1. 공직폐쇄성	32
----------------	----

2. 국가소유은행 비율	35
--------------------	----

목차

제7절 결론 및 정책적 시사점	37
참고문헌	42
제2장 구제금융 보증을 통한 정부개입의 경제적 효과 (황순주)	46
제1절 서 론	46
제2절 구제금융 보증(bailout guaranteee)의 중요성과 베일인(bail-in) 체제 ..	55
제3절 구제금융 보증의 후생효과: 이론분석	63
1. 모형	63
2. 정부의 구제금융에 대한 보증	81
3. 구제금융에 대한 정부 보증의 효율성	86
4. 확장모형: 금융혁신과 정부 구제금융 보증의 효율성	96
5. 소결	103
제4절 분석 결과에 관한 논의	105
1. 금융-경제성장 관계에 대한 기준 실증연구와의 관련성	105
2. 우리나라 금융시스템의 양적 발전 정도	110
제5절 결론 및 정책적 시사점	118
참고문헌	122
제3장 금융관료 출신 임원의 고용이 금융회사 경영에 미치는 효과	
[이기영 · 황순주]	125
제1절 서 론	125
제2절 금융부문에서 회전문 인사 현상이 존재하는가?	133
1. 자료	133
2. 5대 기관 출신 회전문 인사 현황	135
3. 소결	157
제3절 회전문 인사는 사회적으로 바람직한가?	157

1. 자료	158
2. 전문성 가설의 설명력을 판단하기 위한 분석	160
3. 부당공동행위 가설의 설명력을 판단하기 위한 분석	165
제4절 결 론	173
참고문헌	176
제4장 금융 사이클에 대한 분석과 거시건전성 관리체계의 개선방향 (김영일)	
.....	178
제1절 서 론	178
제2절 금융 사이클과 거시건전성정책에 대한 논의	183
제3절 거시건전성 위험에 대한 분석: 금융 사이클을 중심으로	186
1. 분석방법 논의	186
2. 금융 사이클에 대한 분석	190
3. 거시건전성 평가를 위한 보완지표 분석	200
4. 소결	207
제4절 거시건전성 관리체계의 취약성	208
제5절 거시건전성 관리체계의 개선방향 논의	218
1. 이론적 논의	218
2. 해외 사례에 대한 검토와 시사점	230
3. 주요 개선방향 논의	236
제6절 결 론	242
참고문헌	244
제5장 정부소유은행과 금융감독 독립성의 관계 (정대희 · 김재훈)	250
제1절 서 론	250
제2절 기존 연구	255

목차

제3절 실증분석	260
1. 분석자료	260
2. 실증분석 방법론	266
3. 실증분석 결과	268
제4절 사례연구: 한국산업은행에 대한 자본확충	272
1. 산업은행의 역할 변화	273
2. 대우조선해양에 대한 부실경영	275
3. 산업은행에 대한 자본확충 과정 및 논란	276
제5절 정책적 시사점	277
제6절 결 론	282
참고문헌	284
부 록	287
ABSTRACT	289

◆ 표 목 차

<표 1- 1> 변수 설명	22
<표 1- 2> 변수 출처 및 자료의 범위	23
<표 1- 3> 공기업 신용의 영향 분석 결과: 고정효과	25
<표 1- 4> 공기업 신용의 신규기업등록에 대한 영향	26
<표 1- 5> 공기업 신용의 공공부채에 대한 영향	28
<표 1- 6> 공기업 신용의 경제성장률에 대한 영향	29
<표 1- 7> 공기업 신용의 실업률에 대한 영향	30
<표 1- 8> 공직폐쇄성의 공기업 신용에 대한 영향: Pooled OLS	34
<표 1- 9> 국가소유은행 비율의 공기업 신용에 대한 영향: Pooled OLS	36
<표 2- 1> 암목적 · 명시적 구제금융 보증의 장단점	56
<표 2- 2> 동아시아 외환위기 당시 국가별 피해 규모	57
<표 2- 3> 글로벌 금융위기 당시 국가별 피해 규모	57
<표 2- 4> 베일인 조치가 시스템 위기를 촉발하지 않도록 하는 보완장치	61
<표 2- 5> 1975년 은행대출에 대한 명시적 구제금융 보증	62
<표 2- 6> 금융발전과 경제성장 간 봉우리형 관계의 임계치	108
<표 2- 7> 우리나라의 금융발전 정도를 나타내는 보조지표	112
<표 3- 1> 업권별 표본 수	134
<표 3- 2> 연도별 공직자 출신 임원의 수	136
<표 3- 3> 최근 5년간 5대 금융당국 총인원	137
<표 3- 4> 최근 5년간 5대 금융당국 신규채용인원	140
<표 3- 5> 5대 금융당국 경력자 수의 추정치	141
<표 3- 6> 5대 금융당국 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치	142

표목차

<표 3- 7> 기초통계	159
<표 3- 8> 회전문 인사가 금융회사의 부실자산비율에 미치는 효과	163
<표 3- 9> 회전문 인사가 위험가중자산, 당기순이익, RORWA에 미치는 효과	164
<표 3-10> 제재 여부와 경영지표 간 관계	167
<표 3-11> 회전문 인사가 금융회사 제재에 미치는 효과	169
<표 3-12> 부실자산비율과 제재 간 관계에 회전문 인사가 미치는 효과	172
<표 4- 1> 가계신용 갭과 민간소비에 대한 그랜저 인과관계 검정	195
<표 4- 2> 가계신용 갭과 실질주택기격 갭에 대한 그랜저 인과관계 검정	198
<표 4- 3> 2014년 8월 LTV · DTI 규제 변화	206
<표 4- 4> 한국 금융시스템의 주요 리스크에 대한 서베이 결과	213
<표 4- 5> 주요 선거 일정	218
<표 4- 6> 과거 정권별 경제성장 목표	219
<표 5- 1> 분석자료의 기초통계량	264
<표 5- 2> 정부소유은행 비중과 금융감독기구의 독립성	265
<표 5- 3> 정부소유은행 비중에 대한 고정효과 패널회귀분석 결과	269
<표 5- 4> 금융감독 독립성에 대한 국가별 순차적 로짓회귀분석 결과	271
<부표 5-1> 변수의 정의 및 출처	287

◆ 그 림 목 차

[그림 2- 1] 금융제약하에서 최적 자금조달 수준 <i>I(A)</i>	76
[그림 2- 2] 과소투자 상황에서 구제금융 확률 증가의 효과	91
[그림 2- 3] 과잉투자 상황에서 구제금융 확률 증가의 효과	91
[그림 2- 4] 업리프트를 통해 측정한 구제금융 보증의 강도(2007~13년)	110
[그림 2- 5] 우리나라의 민간신용과 은행신용	111
[그림 2- 6] 우리나라의 총저축률, 국내총투자율, 투자재원자립도	114
[그림 2- 7] 우리나라 기업과 가계의 저축률	115
[그림 2- 8] 우리나라 회사채 수익률 추이	115
[그림 2- 9] 우리나라 기업의 직접금융, 간접금융 비중	116
 [그림 3- 1] 5대 기관 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치	143
[그림 3- 2] 강건성 분석: 금융위 출신자의 퇴직률을 33.3%로 기정한 경우	145
[그림 3- 3] 강건성 분석: 경력이 너무 적거나 너무 오래된 인원을 배제한 경우 ..	146
[그림 3- 4] (직위별) 5대 기관 출신 임원의 수	148
[그림 3- 5] (직위별) 5대 기관 출신 임원의 비중	149
[그림 3- 6] (직위별) 5대 기관 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치	150
[그림 3- 7] (업권별) 5대 기관 출신 임원의 수	152
[그림 3- 8] (업권별) 5대 기관 출신 임원의 비중	153
[그림 3- 9] (업권별) 5대 기관 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치	154
[그림 3-10] (상장 여부별) 5대 기관 출신 임원의 수	155
[그림 3-11] (상장 여부별) 5대 기관 출신 임원의 비중	156
[그림 3-12] (상장 여부별) 5대 기관 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치 ..	156

그림목차

[그림 4- 1] 주요 선진국의 경기침체 이후 1인당 실질GDP의 변화 패턴	184
[그림 4- 2] 민간부채와 실질GDP의 순환변동	190
[그림 4- 3] 가계신용과 실질GDP의 순환변동	192
[그림 4- 4] 은행 vs. 비은행 금융기관 간 가계대출 증가 추이 비교	192
[그림 4- 5] 가계신용과 민간소비의 순환변동	193
[그림 4- 6] 가계신용 갭과 민간소비 갭의 상관관계	194
[그림 4- 7] 가계신용과 실질주택가격의 순환변동	196
[그림 4- 8] 가계신용 갭과 실질주택가격(전국, 서울) 갭의 상관관계	197
[그림 4- 9] 기업신용과 실질GDP의 순환변동	198
[그림 4-10] 정부신용과 실질GDP의 순환변동	199
[그림 4-11] 정부신용과 실질GDP 갭의 상관관계	199
[그림 4-12] 가계부채/순처분가능소득 비율의 OECD 국가 간 비교	202
[그림 4-13] 글로벌 금융위기 전후 가계부채/GDP 비율 추이의 국가 간 비교	203
[그림 4-14] 연령대별 가계부채부담의 연도별 변화	205
[그림 4-15] 담보대출 중 부동산 구입 및 전(월)세 보증금 용도 차입 비중 (연령대별, 연도별)	206
[그림 4-16] LTV 구간별 주택담보대출 증가에 대한 기여율	207
[그림 4-17] 민간소비, GDP, 민간소비의 GDP 증가율 기여도(카드사태 전후)	210
[그림 4-18] 공적 금융기관 취급 주택담보대출 추이	215
[그림 4-19] 규제·감독 정책의 생성·집행 체계: 정치경제학적 관점	220
[그림 4-20] 사회후생과 금융정책 선택: 사회적 최적화 vs. 단기성과주의	222
[그림 4-21] 한국 거시건전성정책의 기관구조 및 협력체계	237
[그림 5- 1] 정부소유은행 비중과 금융감독의 독립성	279

총론 및 요약

자유롭고 경쟁적인 금융시장은 돈의 가격인 금리를 매개로 한 효율적 자원배분을 통하여 총생산, 투자, 고용을 확대할 뿐만 아니라, 비효율적인 기업을 폐업시키거나 구조조정을 하도록 한다. 이와 같이 잘 작동하는 금융시장은 금융자원의 배분을 통하여 지속적으로 새로운 기업을 발굴하여 효율적인 기업이 서로 경쟁할 수 있도록 하고 투자를 통하여 생산성을 증가시키고, 고용을 확대하며 경제가 성장할 수 있게 해준다. 그러나 민간 금융기관은 지나친 이윤추구로 감당할 수 없는 위험을 선택할 가능성이 있는데, 이러한 행태를 적절히 관리하지 않으면 금융시스템 전체를 위협할 수 있기 때문에 금융규제와 금융감독이 필요한 것이다.

이와 같이 효율적이고 안정적인 금융시장에는 전제가 필요하다. 민간 금융시장의 발달에 더하여 정부의 역할은 필요한 최소한으로 유지되고, 금융감독의 독립성이 보장되어야 한다는 것이다. 그럼에도 불구하고 정부는 민간금융시장의 미발달, 이익집단 및 정치권의 압력, 산업 육성, 단기적인 경기부양 등 다양한 이유로 금융시장에 개입하려는 유혹을 갖게 된다. 정보비대칭성이 높은 금융시장에 정부가 실제로 개입할 경우 금융 시장은 신용을 가장 효율적으로 사용할 곳으로 배분하지 못하게 되고 그 효율성을 상실하게 된다. 이럴 경우에도 정부가 규제권한만 행사한다면 독립된 감독기능이 어느 정도 선에서 정부개입에 제동을 걸 수 있겠지만, 정부가 감독권한까지 행사한다면 금융시장에 대한 정부개입은 사실상 제동력을 상실할 수 있다.

본 연구에서는 이익집단 및 정치권의 압력, 산업 육성, 단기적인 경기 부양 등과 같은 이해상충이 상존하는 금융시장의 구조적 문제를 다양한 측면에서 살펴보고자 한다. 더불어 금융시장에서 정부의 역할을 재조명하고, 이해상충의 문제를 최소화할 방안을 제시하는 데 궁극적인 목적이 있다. 이를 위해 본 연구에서는 다음과 같이 논의를 전개하고 있다.

먼저, 제1장에서는 금융시장에 대한 국가의 개입이 경제에 어떠한 영향을 주는지와 금융에 대한 국가개입을 결정하는 요인이 무엇인지를 살펴보고, 제2장에서는 금융발전 정도에 따라 구제금융 보증의 효과가 어떻게 달라지는지를 살펴보고 금융시스템이 충분히 발전한 한국의 경우 어떤 합의를 지니는지 논의한다. 제3장에서는 미시건전성 감독업무를 수행하는 기관 종사자들의 사적 유인으로 인해 금융감독 실패가 발생할 여지가 있는지 살펴보고, 이를 최소화할 금융감독체계 개편방향을 논의한다. 제4장에서는 정치권의 단기적인 경기대응 요구와 중장기적인 금융안정을 달성하려는 거시건전성 관리체계 간의 이해상충 문제를 살펴보고 금융안정을 위한 제도적 기반의 강화방안을 논의한다. 마지막으로, 제5장에서는 금융감독구조 설계에 이해상충의 문제가 고려되고 있는지 실증적으로 살펴보고, 심각한 이해상충의 문제를 안고 있는 것으로 나타난 한국에 대한 정책적 합의를 다루고 있다.

아래에서는 각 장에서 다루고 있는 주요 내용과 그 정책적 합의를 간략히 소개한다. 제1장에서는 금융시장이 왜 국가마다 다른 모습을 보이고 있는지, 그 기저에 있는 정치경제적 요인과 연결과정은 무엇인지, 금융시장에 대한 국가의 개입이 경제에 어떠한 영향을 주는지, 금융에 대한 국가개입을 결정하는 요인은 무엇인지에 대해 다루고 있다. 그 주요 결과는 다음과 같다. 금융에 대한 국가개입이 증가할 때, 시장에 새로이 진입하는 기업이 줄어드는 것으로 나타났다. 또한 금융에 대한 국가개입이 증가할 때 공공부채가 증가하고, 경제성장률이 낮아지는 것으로 분석되었다. 반면, 시장에 새로이 진입하는 기업이 늘어날 때, 경제성장률이 함께 높아지고 실업률도 감소했다. 한편, 노동시장의 유연성 증가는 실업률에 유의미한 영향을 미치지 않았다. 단기적 경기부양책으로 금융에 대

한 국가개입은 오히려 실업률의 상승을 초래하는 것으로 분석되었다.

금융에 대한 국가개입(관치금융)의 척도로 사용된 공기업에 대한 신용의 결정요인으로는 공직폐쇄성과 국가소유은행의 비율을 살펴보았다. 공직폐쇄성이 높아질 때 금융에 대한 국가개입이 증가했다. 한편, 실업률이 상승하면 금융에 대한 국가개입이 증가했는데, 이는 정부가 단기적 경기부양책으로 공기업에 대한 신용을 사용한다는 점을 짐작케 한다. 국유은행의 증가는 금융에 대한 국가개입으로 이어지는 것으로 나타났다.

제2장에서는 구제금융 보증을 통한 정부개입의 경제적 효과를 다루고 있다. 전통적으로 한국의 금융시스템은 정부의 구제금융 보증을 통해 보호되어 왔다. 대형 금융회사가 실패해도 정부가 구제해 줄 것이라고 믿기 때문에 채권자들은 낮은 이자수익에도 불구하고 금융회사에 자금을 제공했다. 이러한 구제금융 보증은 금융발전 초기에는 불가피한 측면이 있다. 구제금융 보증이 없는 경우 민간금융회사의 자체 신용만으로는 효과적인 자금조달이 어렵고, 이에 따라 실물경제에 자금을 중개하기도 어려워 사회후생이 낮아진다는 것이다. 반면, 금융시스템이 성숙한 경우에는 구제금융 보증은 금융기관의 도덕적 해이와 같은 비효율을 야기하는 측면이 있다. 금융발전 정도에 따라 구제금융 보증의 효과가 어떻게 달라지는지 이론적으로 살펴보았다.

금융시스템의 성숙도가 일정한 임계치보다 낮은 경우 구제금융 보증은 금융제약을 완화하여 생산적인 부문으로 자금이 중개되도록 함으로써 사회후생에 공헌한다. 반면, 금융시스템이 임계치 이상으로 발전한 경우 구제금융 보증은 도덕적 해이 등을 통해 과도한 금융중개를 초래하고 과당투자로 이어지는 등 사회후생을 저해하는 것으로 분석되었다. 민간신용 등 다양한 지표를 활용하여 한국 금융시스템의 발전 정도를 측정하였다. 그 결과, 한국의 금융시스템은 이미 충분히 발전하였고, 이는 구제금융 보증과 같은 정부개입이 정당화되기 어렵다는 것을 함의한다. 한편, 구제금융 보증은 금융중개의 비효율성을 야기할 뿐만 아니라 도덕적 해이, 재정불안, 납세자에 대한 불공정성 등과 같은 문제도 야기한다. 이러한 문제점과 금융중개의 비효율성에 미치는 효과를 종합적으로 고려하면 전

통적인 구제금융 위주의 금융회사 정리체제(베일아웃 체제)를 주주·채권자 손실부담형 정리체제(베일인 체제)로 전환해야 할 것이다.

제3장에서는 미시건전성 감독 업무를 수행하는 기관 및 그 종사자들의 사적 유인이 공공의 이익과 상충되는 문제로 인해 감독실패가 발생할 여지가 있는지를 실증적으로 분석하였다. 보다 구체적으로 금융감독원, 금융위원회, 한국은행 및 예금보험공사 등 금융감독 유관기관에 종사한 경력이 있는 사람들이 퇴직 이후 금융회사의 임원으로 채용되는 이른바 ‘회전문 인사’ 현상이 금융회사의 경영·재무 건전성에 미치는 영향을 분석하였다.

우선 미시건전성 감독 업무당국 종사자들이 금융회사의 임원으로 신규 취임하더라도 금융회사의 경영건전성에는 뚜렷한 개선효과가 나타나지 않았다. 그러나 금융감독당국의 제재를 받을 확률이 유의하게 감소한다는 것을 확인하였다. 이에 반해 미시건전성 감독기관이 아닌 공공기관에 종사한 사람들이 금융회사의 임원으로 채용되더라도 감독당국의 제재를 받을 확률에는 큰 변화가 없었다. 이와 같은 실증분석 결과는 회전문 인사를 통해 금융감독당국과 감독대상 금융회사 간에 유착관계가 형성되어 있을 가능성을 함의한다. 이러한 유착관계가 만연할 경우 금융감독당국 종사자들의 유인구조를 왜곡시켜 감독·감시 업무를 소홀히 하는 문제가 발생할 수 있다. 감독당국과 감독대상 간의 유착으로 발생하는 이해상충 문제를 해소하기 위해서는 금융감독 유관기관들이 서로 견제하고 감시할 수 있도록 금융감독체계를 개편할 필요성이 있다.

제4장에서는 금융안정을 달성하기 위한 거시건전성 관리체계의 개선 방향을 검토하고 있다. 금융부문의 불안과 안정이 반복되는 한국 금융 사이클의 특징을 분석하고, 이를 효과적으로 관리하기 위한 거시건전성 관리체계의 제도적 기반을 살펴보았다. 거시건전성정책은 금융안정을 통해 중·장기적인 국민후생 증진에 기여한다. 이러한 정책은 단기적으로는 과도한 신용 공급 및 주택가격 상승을 제한하기 때문에 단기적인 경기활성화와는 충돌한다. 이러한 경우, 선거에 민감한 현실정치구조에서는 단기성과가 큰 정책을 우선적으로 선택하는 경향이 있다. 이러한 문제로

인해 현행 거시건전성 관리체계의 제도적 기반이 취약할 수 있다. 다시 말해 정치권의 단기성과 선호가 강할수록 중·장기적인 금융안정 달성을 어려워진다. 한편, 거시건전성정책을 수행함에 있어 소관기관별로 각자 주어진 책무를 성실히 수행하더라도 정책수단의 상호 파급효과를 적절히 고려하지 못할 경우에는 정책효과가 반감될 수 있다. 따라서 유관기관 간 정보공유 등 상호협력이 중요하다. 이상의 분석 결과와 시사점을 토대로 한국 거시건전성 관리체계의 제도적 기반을 강화하기 위한 방안을 논의하고 있다.

제5장에서는 금융감독구조 설계에 있어 이해상충 문제가 중요하게 고려되고 있는지를 살펴보기 위해 정부소유은행 비중과 금융감독의 독립성 간 관계에 대한 실증분석을 시도하였다. 실증분석 결과, 정부소유은행 비중이 높은 국가에서 금융감독의 독립성이 낮은 것으로 나타났다. 이는 정부가 임의적으로 금융시장에 개입하는 성향이 강한 국가일수록 금융감독의 지배구조도 이해상충 문제의 해소보다는 금융정책 지원을 염두에 두고 설계되고 있음을 함의한다.

우리나라의 경우를 살펴보면, 정부소유은행 비중은 OECD 국가들과 비교할 경우 상대적으로 높은 수준이나, 금융감독의 독립성은 낮은 것으로 나타나기 때문에 금융정책이 금융감독에 비해 우선시되는 경향이 관측된다. 이와 같은 구조라면, 정부의 금융시장 개입은 금융시장의 발전을 지속적으로 저해할 가능성이 높으며, 경제역동성 및 생산성 등에도 부정적인 영향을 미칠 우려가 있다. 이는 금융정책을 우선시하는 감독구조가 그 편익(단기적 시장실패 보완)에 비해 비용(금융시장 발전 저하, 생산성 저하, 이해상충에 따른 사회적 손실 등)이 더 클 가능성이 있음을 시사한다. 따라서 정책적 신용공급을 줄이고 금융감독의 독립성을 높여 금융시장을 발전시키고 이해상충 문제를 해소할 필요가 있다. 이와 같은 금융개혁 과제들은 기업의 생산성 향상이 매우 절실한 우리나라의 경제상황을 고려할 때, 경제성장을 촉진시키는 데 있어서도 매우 중요한 영향을 미칠 것이라고 판단된다.

이상의 분석을 통한 정책적 시사점은 다음과 같다. 경제에 부정적인

영향을 미치는 관치금융의 뿌리에는 폐쇄적인 공직사회, 국가의 은행 소유, 공기업 등의 공공기관이 있다는 것을 알 수 있다. 관치금융을 근절하고 경제의 활력을 살리기 위해서는 이들에 대한 교정이 가장 우선되어야 한다.

먼저 폐쇄적인 공직체계는 중앙집권적 일괄적인 시험을 통한 중견관료 선발, 국가공무원법을 통한 정년보장, 공무원연금제도 등을 부처별 전문가 상시 선발, 일반노동법에 따른 고용보호, 공무원연금의 국민연금제도로의 통합으로 개방형 공직체계로 개혁해야 한다. 이를 통해 공직에서의 전임과 후임 간의 잠재적 공모관계를 대폭 약화시키고, 지나친 신분보장을 철폐하여 공직에 부적절한 인사를 퇴출시킬 수 있어야 할 것이다.

두 번째로 국가 소유의 은행지분을 적절한 가격에 민간으로 이전하여야 한다. 은행에 대한 국가지분이 있을 경우 손쉬운 수단으로 활용하려는 유인을 거부하기 어렵기 때문이다. 다만, 금산분리와 같은 문제와 맞물려 있는 부분에 대해서는 산업자본의 금융자본에 대한 지배력 제한을 원칙으로 산업자본과 금융자본의 이해상충을 해소하는 법률적 수단을 강구해야 할 것이다. 공기업 등에 대해서는 자연적 독점과 같이 공적 운영이 반드시 필요한 경우가 아니라면 시장경쟁체제를 구축해 민영화하고, 공적 운영이 반드시 필요한 경우에는 정부관료 중심의 현 지배구조를 개선해야 한다.

대부분의 경우 공공기관 운영에 관한 위원회 위원의 과반을 정부 관료로 구성(당연직)하도록 되어 있다. 이는 공공기관 운영에 대한 책임을 지지 않는 관료가 공공기관 운영에 관한 결정을 자신들의 이익을 위하여 결정할 수 있도록 허용하고 있는 것이다. 근본적으로 공공기관 운영에 국민의 이해가 최대한 반영되고, 투명성과 책임성이 담보되도록 하는 수단들을 강구하여야 할 것이다.

이러한 근본적인 구조가 개혁된 바탕 위에 금융의 자유화와 경쟁을 통한 금융 접근 강화가 이루어져야 할 것이다. 은행 등의 금융기관에 대한 진입규제가 완화되어 금융기관 간 경쟁이 강화되고 금융시장의 규모가 커지면 금융산업으로 많은 자본과 인재가 모이고, 이들이 시장의 미래를

예측하는 데 많은 노력을 하게 되고, 이러한 노력으로 인하여 투자의 배분이 개선된다고 한다(Rajan and Zingales, 1998; Wurgler, 2000; Fisman and Love, 2005). 금융기관 간 경쟁을 통한 풍부한 외부금융의 기회는 자금제약을 완화시켜 주고 기업 간 경쟁을 강화시켜 줄 것이다.

금융기관 간 경쟁의 촉진을 통한 외부금융기회의 확대를 위해서는 직접금융시장의 활성화가 필요하다. 산업자본의 은행에 대한 지배를 차단하기 위한 은산분리의 원칙은 철저하게 유지하더라도, 직접금융시장을 통해 산업자본을 금융자본으로 이용할 수 있는 건설적인 방법을 강구할 필요가 있다. 이를 통해 은행 등 금융기관 간 경쟁을 강화하고 금융을 자유화해 나가야 할 것이다. 금융당국은 금융의 가격에 개입하여 금융을 산업정책으로 사용하는 관치금융을 추구하지 말고, 오히려 이러한 금융자본과 산업자본 간의 이해상충 부분(특히 금융기관에 대한 지배권과 관련하여)에 대한 감독에 주력할 수 있도록 하여야 할 것이다.

금융자본과 산업자본 간의 이해상충과 관련하여 금융건전성 감독의 강화와 독립이 더욱 중요해질 것이다. 관치금융에서는 정부가 직접적으로 금융에 개입하여 기존 기업에 유리한 방식으로 금융자원이 배분되기 때문에 사실상 위험의 발생은 제한적일 수밖에 없고, 금융기관에 대한 건전성 감독의 필요성도 그만큼 떨어질 수밖에 없다. 금융이 자유화 또는 정상화되고 관치금융이 사라지면 금융기관은 자신의 책임으로 위험을 부담할 수밖에 없기 때문에 위험에 대한 노출은 관치금융과 달리 크게 증가할 수밖에 없을 것이다. 따라서 금융자유화에서는 관치금융에서 경시되어 오던 금융건전성 감독의 독립과 그 중요성이 무엇보다 확대될 것이다.

참고문헌

- Fisman, R. and I. Love, "Patterns of Industrial Development Revisited: The Role of Finance," World Bank Policy Research Working Paper No. 2877, 2005.
- Rajan, R. G. and L. Zingales, "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, 88(3), 1998, pp.559~586.
- Wurgler, J., "Financial Markets and the Allocation of Capital," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 2000, pp.187~214.

제1장

정부 금융시장 개입의 정치경제학

김 재 훈 (한국개발연구원)

제1절 서 론

자유롭고 경쟁적인 금융시장은 자원을 효율적으로 배분한다. 금융시장은 효율적 자원배분을 통하여 총생산, 투자, 고용을 확대할 뿐만 아니라, 비효율적인 기업을 폐업시키거나 구조조정을 하도록 한다. 이렇게 잘 작동하는 금융시장은 금융자원의 배분을 통하여 지속적으로 새로운 기업을 발굴하여 효율적인 기업이 서로 경쟁할 수 있도록 하고 투자를 통하여 생산성을 증가시키고, 고용을 확대하며 경제가 성장할 수 있도록 해준다. 하지만 국가마다 금융시장은 다른 모습을 보이고 있다. 본 연구는 왜 그러한 차이가 발생하는지, 그 기저에 있는 정치경제적 요인과 연결과정은 무엇인지, 금융시장에 대한 국가의 개입이 경제에 어떠한 영향을 주는지, 금융에 대한 국가개입을 결정하는 요인은 무엇인지에 대해 살펴보고자 한다.

금융시장에 대한 국가의 개입, 소위 관치금융은 학자에 따라 다양하게 정의되고 있다. 예컨대 김대식·윤석현(2005)은 ‘금융감독기능이 거시경제 정책기능의 하위 수단으로 전락하여 독립적인 본연의 기능을 수행하지 못하는 상황’으로 정의한다. 이러한 정의는 금융정책과 금융감독 간의 분리가 제대로 이루어지지 않고 금융정책이 금융감독을 지배하고 있는

한국적 상황을 반영한 정의라고 볼 수 있다. 다른 관점에서 보면 관치금융하에서는 일반적으로 금융감독기능이 제 역할을 하지 못할 것이라는 명제를 동시에 담고 있다는 측면에서 매우 합리적인 정의라고 할 수 있다. 하지만 다른 측면에서는 이러한 명제는 금융에 대한 정부의 개입으로 발생할 수 있는 금융감독과 금융정책 간의 관계에 대한 가설로 학문적으로 검증되어야 할 대상이지, 그 자체로 관치금융의 정의라고 보기是很 어려운 점이 있다.

한편, Shaw(1973)는 관치금융을 ‘금융시장이 국가로부터 억압된(repressed) 상태에서 국가가 설정한 산업분야나 경제활동 그리고 특정 기업에 특정 규모의 자금이 장기간 저리로 지원되는 현상’으로 정의하고 있다. 이러한 정의는 관치금융에서는 금융에 대한 접근이 어렵고 불평등하다는 일반적인 인식을 반영하고, 국가지배형(state-dominated model) 개발도상국의 금융구조를 반영하고 있다. 과거 개발 연대에 대기업집단들에 장기 저리의 조건으로 대규모 자금을 지원하던 관치금융을 연상시키는 것이라고 할 수 있다.

본 연구에서는 이러한 관치금융에 대한 학자들의 정의를 바탕으로 “금융시장에 대한 건전성감독의 목적이 아닌 국가의 공식·비공식적 개입(금융기관의 진입 및 영업 규제 또는 금융기관의 직간접적 소유 등)으로 공기업, 특정 산업분야, 경제활동 등에 신용이 배분되는 현상”으로 관치금융을 정의하고자 한다. 이러한 관치금융의 정의를 바탕으로 국가별 데이터를 분석하기 위해, 관치금융의 상당 부분을 포괄하지는 못하지만 ‘국가의 은행 소유 비율(자산 기준)’과 ‘공기업에 대한 신용’으로 조작적으로 정의(operationally define)하고자 한다. 따라서 이러한 조작적 정의는 관치금융의 일부분임에 유의할 필요가 있다.

1980년대 초까지 한국의 군사독재 정부는 기업집단에 특혜를 주면서 신용배분을 통제하였다. 이 기간 동안 대기업집단은 최고의 상대가치를 갖고 있었고, 국가소유은행의 대출을 가장 손쉽게 얻을 수 있었다(Lee, Peng, and Lee, 2001). 1987년부터 시작된 민주화 초기에 폭넓은 금융 접근(은행의 민영화, 자유로운 진입, 금리자유화)에 초점을 맞추었던 금융

개혁은 결국 기득권 세력에 의해 왜곡되었고, 그 결과 대부분의 기업집단들은 관치금융의 특혜를 유지했다(Lee, 2005). 1997년 아시아 금융위기로 드러난 기업집단의 과도한 금융부채와 특혜대출(Campbell and Keys, 2002)에 대해 여론은 강력한 규제와 정부의 엄격한 기준을 요구했고, 그 결과 한국경제는 빠르게 회복했고 금융체계의 확대가 이루어졌다는 평가를 받고 있다. 그럼에도 불구하고 한국은 금융의 산업집중도가 높은 상황에서 상당한 규모의 국가소유은행이 있고, 산업은행 등의 정책금융기관을 유지하고 있다. 또한 정부는 공식적이든 비공식적이든 다양한 경로를 통하여 금융권 인사에 개입하고 있다.

이러한 사실에 비추어 볼 때, 한국의 금융은 여전히 관치의 그늘에서 벗어나지 못하고 있다고 판단할 수 있는바, 본 연구에서는 국유은행 비율과 공기업 신용으로 측정되는 금융의 관치가 신규등록기업, 공공부채, 경제성장률, 실업률 등에 미치는 영향과 관치금융의 결정요인을 살펴보고 그 정책적 함의를 논의하고자 한다.

제2절 관련 문헌

1. 개발경제학적 관점

경제개발 초기에는 투자자보호나 재산권보호와 같은 제도적 기반이 갖추어지지 않아 대체로 민간에서 자본이 형성되기 어렵다. 사회기반시설이나 수출을 위한 대규모 투자자본이 형성되지 않은 상태에서는 경제개발이 지지부진할 수밖에 없다. 이러한 악순환의 문제를 해결하기 위한 방법으로 정부의 금융시장에 대한 직접적 개입의 필요성을 강조하는 입장이 개발경제학의 관점이다. 이러한 관점은 Gerschenkron(1962)에서 시작되었는데, 그는 민간금융시장이 일찍 발전한 국가들, 19세기 후반에 산업화된 국가들, 특히 독일에서는 민간소유 상업은행들이 저축을 통해 모은 자본을 산업으로 연결시켜 주는 중요한 수단이 되었지만, 러시아와

같이 강력한 군주권력으로 민간금융시장이 발전하지 못한 국가에서는 민간은행들이 개발자금 모집과 공급의 역할을 할 수 없었음을 강조한다. 그러한 국가에서는 정부가 나서서 정부소유의 금융기관들을 통해 금융발전과 경제발전을 동시에 이룰 수 있었다고 주장한다.

이러한 관점은 전략적인 부문에서 정부의 기업 소유를 지지하는 다른 학자들의 주장에서도 찾을 수 있다. 예컨대 Hawtrey(1926)는 전기, 수도 등의 공기업, 석탄광산, 교육과 은행의 국유화를 주장하였고, Lewis(1950)는 전략산업들을 개발하는 ‘지휘통제소(commanding heights)’로서 정부의 은행 소유를 주장하였으며, Myrdal(1968)은 인도 등 아시아 국가에서 정부의 은행 소유를 주장했다. 이러한 개발경제학의 관점은 제2차 세계대전을 겪고 전쟁의 잔해에서 경제개발을 이루려던 많은 국가와 개발독재 국가의 길로 접어드는 국가들이 60~70년대에 기존 은행들을 국유화하거나 신규 국유은행을 개설하면서 전 세계로 확산되었다. 그러한 흐름에서 한국도 예외는 아니었고 이러한 국유은행을 통한 경제개발의 성과를 거둘 수 있었음을 부인하기 어렵다. 하지만 그로 인한 부작용이 있었고, 아직도 지속될 수 있음에 유의할 필요가 있다.

2. 정치경제학적 관점

반면, 이러한 개발경제학의 관점과는 달리 정치경제학적 관점은 정치인들이 기업의 투자를 사회적 목적이 아니라 정치적 목적으로 통제하고자 하는 요구를 강조한다. Kornai(1979)와 Shleifer and Vishny(1994)는 정부가 투표, 정치기부, 뇌물의 형태로 정치적 지지를 보낸 지지자들에게 취업, 보조금 또는 기타 혜택을 주기 위해 기업과 은행에 대한 통제권을 확보한다고 본다. 정부가 자금의 원천이 되면, 정부는 금융에 대한 규제를 할 권한과 감독을 할 권한을 갖고 있기 때문에, 민간부문의 은행은 경쟁상대가 될 수 없다. 그 이유는 정부가 은행 설립과 영업에 대한 막강한 규제권한을 갖고 있는 동시에 국유은행을 소유하고 있기 때문이다. 정부의 은행 소유는 금융시장에서 경쟁을 사라지게 하고, 결국 경쟁을 통한

생산성 향상 가능성이 소멸된다. 이러한 관점은 공기업의 비효율성, 서비스의 공적 제공 뒤에 있는 정치적 의도, 민영화의 장점 등에 대한 다양한 증거로 뒷받침된다(Megginson, Nash, and Randenborgh, 1994; Barberis *et al.*, 1996; Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 1997; Frydman *et al.*, 1999; La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1999).

사실 은행의 직접적인 소유 외에도 정부는 다양한 방식으로 기업의 자금조달에 관여할 수 있다. 첫째, 정부는 기업에 직접 보조금을 제공할 수 있고, 둘째, 규제나 설득을 통해 민간은행으로 하여금 정치적으로 바람직한 사업에 자금을 공여하도록 할 수도 있다. 보조금을 제공할 경우에는 정부가 그 사업을 소유하게 되고 국회의 감사 등을 통해 그에 대한 책임을 져야 한다. 정부의 구성원인 공무원들은 이러한 책임을 싫어한다. 규제나 설득을 통해 민간은행을 압박할 경우 개별 사업마다 일일이 규제나 설득을 해야 하고, 민간은행에 적절한 수익을 보장해 주기 위한 다른 정책적 수단도 동원해야 한다는 번거로움이 있다. 하지만 정부가 은행을 소유하고 있다면 이러한 사업의 집행은 민간부문에 일임할 수 있고, 정부는 국회의 통제 밖에서 금융에 대한 광범위한 규제권한과 감독권한을 바탕으로 자금이 공여될 사업을 선택만 하면 된다. 따라서 정부의 은행 소유로 정부는 정치적으로 민감할 수 있는 사업에 대해 책임을 회피할 수 있고, 민간은행을 설득하거나 압박해야 할 번거로움도 회피할 수 있게 된다. 정부의 은행 소유로 정부는 권한만 행사하면 되는 구조가 형성되는 것이다.

가. 규제포획과 약한 투자자보호

이러한 정치경제학적 관점은 더 나아가 낮은 투자자보호 수준이나 규제왜곡과 같은 좀 더 미시적인 수준으로 분석을 옮겨간다. 대부분의 개발도상국의 경우 낮은 투자자보호로 인해서 소규모 자금을 동원하여 대규모 자금을 조성하기 어렵다. 이 때문에 정부가 나서서 은행을 소유하고, 동원한 저축으로 대규모 장기투자를 할 수 있도록 함으로써 경제개

발을 해야 한다는 것이 개발경제학의 입장이다. 하지만 정부는 경제적 관점에서 비효율적인 사업에 투자할 가능성이 높고 그러한 잘못된 투자에 대한 책임을 지지도 않는다. 문제가 생길 경우 국민의 세금으로 국가 소유은행을 구제하면 그만이기 때문이다. 국가소유은행은 이러한 도덕적 해이문제에서 벗어나기 어렵다. 이러한 이유로 민주화가 어느 정도 진전되면서 금융의 자유화에 대한 논의가 이루어지기 시작하는데, 이제는 과연 누구에게 민간은행을 맡길 것인지가 문제가 된다.

정부의 도움으로 대규모 자본을 마련한 투자자들은 잘못된 결정으로 위험에 처하는 것이 자신의 책임이기 때문에 정부보다는 더 나은 결정을 할 것이고, 이들에게 은행의 통제를 맡기면 은행의 도덕적 해이를 낮출 수 있을 것이라 기대할 수도 있다. 하지만 많은 국가에서 상호출자 혹은 순환출자와 특혜조건으로 제공된 대규모 차입을 통해 소규모 자본만으로 대규모 회사를 지배할 수 있다. 이에 대한 실증으로 회사로부터의 정당한 소득보다 많은 지배권을 가진 내부 자본가는 회사의 장기적인 발전보다는 자신이 온전히 소유한 회사로 회사의 자원을 빼돌릴 유인이 크다는 것을 들 수 있다. 따라서 자본의 책임성 확보를 위해 민간 대규모 투자자에게 맡기면 해결될 것이라는 주장은 순환출자를 통한 지배권 확보의 경우 잘못된 것일 수 있다.

Claessens, Djankov, and Lang(2000)은 동아시아 기업의 3분의 2 이상이 소규모 자기자본만을 가진 주주들에 의해 통제되고 있고, Morck, Wolfenzon, and Yeung(2006)은 금융에 대한 소수의 통제는 자원의 잘못된 배분을 초래한다고 한다. 이는 국유은행이나 금융집중과 같은 금융에 대한 집중된 소유구조는 규제포획과 금융에 대한 특권적 접근(특혜적 신용대출, 공기업 신용 등)과 연관된다는 것을 의미한다. 그렇다면 강화된 금융규제가 이에 대한 해결책인가? Barth, Caprio, and Levine(2006)에 따르면 독재국가는 은행 진입과 영업을 강하게 규제하고 있지만 은행의 안정성은 낮고, 대출과 관련한 부패는 만연하여 신용시장의 미성숙으로 이어지고 있다고 한다. 금융시장으로의 진입제한은 지대를 창출하지만 금융시장의 불안정성을 해소하지는 못한다.

기득권 세력은 금융의 자유화 요구에 금융규제를 약화시킬 수 있지만, 여전히 경쟁자들의 금융접근을 제한할 수 있다. Rajan and Zingales(2003)는 그러한 금융접근에 관한 규제가 눈에 띄진 않지만 효과적인 진입규제가 될 수 있다고 한다. 최근의 연구들은 정치적 커넥션이 있는 기업이 국가소유은행에 대한 특권적 접근을 갖는데, 이들은 비슷한 이자율을 부담 하더라도 더 많은 대출을 받고, 갚지 않을 가능성이 높다고 한다(Faccio, 2006; Khwaja and Mian, 2005; Chiu and Joh, 2004).

다른 한편, Claessens, Djankov, and Lang(2000)이 지적하고 있는 개발도상국의 소규모 자기자본이 통제하고 있는 기업들은 정치적 커넥션이 있는 가족기업집단들이고, 이들은 대부분 상속의 문제를 갖고 있다. Morck, Wolfenzon, and Yeung(2006)은 가족기업집단의 상속자들은 다른 경영인에 비해 재능이 부족하기 때문에 세습경영은 기업의 가치를 원래 보다 감소시킨다고 한다. Caselli and Gennaioli(2005)는 기업을 처분하려는 기업집단이 더 나은 금융접근을 위해 로비할 유인이 있음을 주장한다. 소유권 이전을 촉진하기 위해 금융접근을 개선하려는 법적 개혁은 상품 시장에서의 진입규제 완화보다 특수이익의 저항을 덜 받는데, 그 이유는 다음과 같다. 금융접근 완화를 통해서는 자신의 회사를 높은 가격에 다른 자에게 넘길 수 있지만, 진입규제 완화는 경쟁자의 진입을 가능하게 하고 이로 인해 기업가치가 감소할 수 있기 때문이다.

많은 연구 결과들이 새로운 기업의 진입은 경제혁신의 중요한 형태이고 경제성장에 기여한다고 한다(Hause and Du Rietz, 1984; Johnson, McMillan, and Woodruff, 2002; Klapper, Laeven, and Rajan, 2006). 하지만 포획된 규제완화는 시장에서의 경쟁을 억압한다고 지적한다. Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer(2002)는 개발도상국에서 진입비용(기업진입비용)이 매우 높고, 부패한 국가에서 더욱 그러하다는 것을 보여준다. 특히 Shleifer and Vishny(1993)는 복잡한 규제(높은 기업진입비용)는 더 많은 농물을 끌어낼 뿐만 아니라 다른 기업의 진입을 막아 높은 지대를 유지한다고 한다. Fisman and Sarria-Allende(2004)와 Klapper, Laeven, and Rajan(2004)은 복잡한 진입장벽이 산업에의 진입을 감소시키고, 이에

따라 경제성장을 둔화시키기 때문에 공공복리라는 관점에서 정당화되기 어렵다고 한다.

포획된 금융규제에 대해 Perotti and Volpin(2007; 2012)은 부유한 사람들은 외부금융을 필요로 하지 않지만 시장에서 잠재적 경쟁자의 자금 접근을 제한하기 위해 투자자보호(집단소송 등)의 약화를 정부에 요구한다고 한다. 정부의 정책에 대한 책임성 강화는 시민들로 하여금 소수의 생산자에게만 혜택을 주는 포획된 정책을 처벌할 수 있도록 한다고 한다. Perotti and Volpin(2007)은 이러한 주장의 실증적 검증을 위해 국가와 산업의 효과를 통제한 상태에서, 투자자보호가 약할 때 외부자금 의존성이 높은 부문에서 진입률과 생산자 수가 낮다는 것을 보였다.

나. 강한 노동보호

지금까지는 국가소유은행과 금융집중으로 인한 소수에 의한 금융통제가 규제포획으로 투자자보호가 약화될 수 있다는 연구 결과를 소개했다. 그렇다면 이러한 상황에서 ‘노동보호는 어떻게 되는가?’라는 질문을 할 수 있다. 이에 대한 답은 Pagano and Volpin(2005)에서 살펴볼 수 있다. 이들은 민주주의에서의 다수는 다양한 사회집단의 연합을 필요로 한다는 점에 착안하여 그들의 모형에서의 정치적 균형은 내부 자본가(지배력을 갖고 있는 주주), 외부 자본가(소액주주), 내부 노동자(임금근로자)로 구성된 세 집단 간의 연합 형성으로 도출된다. 약한 투자자보호는 외부 자본가(소액주주)에 대항하여 자신들의 지대추구(순환출자, 자신 소유 기업으로의 기업자산 전환 등)에 대해 노동자의 묵인을 받고자 노동자를 보호하는 내부 자본가와 내부 노동자 연합의 결과이다. 이들은 투자자보호와 노동보호 간의 음(−)의 상관관계를 보여준다.

3. 논의의 종합

이상의 논의를 종합하면, 개발경제학의 관점에서 정부의 은행 소유는 정부가 저축을 모집하여 전략적·장기적인 개발사업에 투자할 수 있도록 해준다고 본다. 이를 통해 정부는 민간자본시장의 발전을 가로막고 있는 시장실패 문제를 극복하고, 경제성장을 유도하는 총수요와 기타 외부효과를 창출한다. 즉, 다른 조건이 동일할 때, 정부의 은행 소유는 다음 기의 금융과 경제 발전, 요소축적, 특히 생산성 증가에 도움을 준다고 본다. 반면, 정치경제학의 관점에서 정부의 은행 소유는 정부가 비효율적이지만 정치적으로는 바람직한 사업에 투자할 수 있도록 해준다고 본다. 즉, 다른 조건이 동일할 때, 정부의 은행 소유는 민간기업의 자금조달을 구축한다고 본다. 하지만 정부의 은행 소유는 이러한 비효율적인 투자에 그치지 않고 경제 전반에 걸친 제도적 발전에 심대한 영향을 미치는데, 그 내용은 다음과 같다.

경제개발 초기에 정부는 민간금융시장의 미발달로 인한 문제를 극복하고자 국가소유은행을 통해 저축을 모집하고, 이를 정부가 특정한 민간기업들에 장기간 투자할 수 있도록 하여 대규모 자본가를 형성한다. 이들은 상품시장에서의 지배력을 확대하거나 비용을 절감하기 위해 전후방 연관기업들을 매입하거나 설립하여 대기업집단을 이룬다. 또한 이들 기업들에 대한 지배력을 최소의 자금으로 확보하기 위해 순환출자의 방식을 채택하게 된다. 이러한 과정에서 대기업집단은 정부에 대한 로비를 통하여 정부의 금융 등 각종 규제에 영향을 미치게 되는데 새로운 기업의 진입을 차단하기 위해 외부금융에 필요한 투자자보호를 약화시키고, 신규은행의 진입을 가로막아 금융발전을 저해하여 새로운 기업의 진입비용을 증가시킨다. 대기업집단은 정치과정에서의 승리를 위해 대기업집단의 내부 정보를 잘 아는 내부 노동자와의 연합을 이를 수밖에 없는데, 이를 통해 강한 노동보호가 이루어진다. 강한 노동보호는 새로운 기업의 진출이 어려워지는 또 하나의 요인인 되는데, 결국 경제에 새로운 기업 진입이 희박하게 되고, 더 효율적이고 생산적인 기업의 진출이 없어 생

산성 증가는 미약할 수밖에 없게 된다.

이와 관련하여 Young(1995)은 몇몇 동아시아 국가들의 경제성장이 생산성 증가가 아니라 요소축적의 결과라는 것을 보이면서 이를 국가에서 금융자원의 배분이 심각하게 정치화되고 있음을 지적했다. 이는 앞서 언급한 대기업집단의 진입장벽으로 새로운 기업의 진입이 가로막혀 생산성 성장이 저하되는 부분을 생산요소의 집적을 통해 일정 부분 극복해 왔다는 것이다. 이는 다양한 형태의 하청관계에 의해 해소될 수밖에 없는데, 이러한 구조는 과다 투입된 생산요소에 대한 낮은 소득분배율로 귀결될 수밖에 없다.

강한 노동보호는 낮은 임금상승을 받아들이지 못하기 때문에 과전 등과 같은 비정규직 노동을 통하여 일정 부분 흡수할 수밖에 없다. 이러한 과정에서 특히 중소기업이 한계기업으로 떨어질 수 있는데, 실업률 상승의 정치적 부담 때문에 정부는 직접 보조금이나 국가소유은행을 통하여 대출을 하거나 연장하지 않을 수 없게 된다. 이러한 이유로 지속적인 적자임에도 정부보조금으로 생존하고 있는 좀비기업이 탄생하고 지속되는 것이다. 일본, 한국을 비롯한 동아시아 국가에서 생산성 증가가 저하되고 있는 문제는 정부가 자본의 흐름을 통제하는 한 지속될 것이라는 것이다. 또한 Sapienza(1999)는 이탈리아의 국가소유은행들이 정치적으로 대출을 통제해 왔다는 것을 보였다. 더 나아가 Barth, Caprio, and Levine(1999)은 정부의 은행 소유 비율이 금융체계가 덜 발전된 국가에서 높다는 것을 보였다.

제3절 연구 질문

이상의 기존 문헌의 논의에서 명시적으로 다루어지지 않은 부분이 있는데, 그것이 공기업이다. 공기업은 전력, 수도 등과 같이 정부가 출자하여 만든 기업으로 사실상 시장에서 독점적 지위를 누린다. 제2차 세계대전 후 급속한 경제성장을 이룬 국가들은 대부분 국가소유은행을 통해 동

원된 자금을 특정 민간기업과 공기업에 제공하였는데, 이들 국가에서 민간기업들은 수출을 위한 상품생산을 주로 담당하고, 공기업은 산업기반 마련을 위한 사회간접자본의 건설 등을 주로 담당하였다.

1. 대기업과 공기업에 의존적인 경제구조

개발경제학의 관점과 같이 국가소유은행은 민간자본을 동원하여 장기 투자를 가능하게 함으로써 국가에 따라 빠른 경제개발이 가능케도 했다. 하지만 이로 인해 산업구조는 국가소유은행으로부터 장기대출을 받을 수 있었던 소수의 민간 대기업들과 공기업들을 중심으로 하는 독과점구조가 형성되었다. 대부분의 노동력을 고용하고 있는 중소기업들은 대기업이나 공기업과의 관계에 의존적이다. 따라서 정부는 결과적으로 이를 대기업 집단과 공기업에 대한 통제만으로 경제를 통제할 수 있는 것이다. 앞서 언급한 바와 같이 많은 연구자들이 공기업의 비효율성, 민영화의 장점 등에 대해 논의하고 있다. 그러나 본 연구에서 다루고 있는 공기업에 대한 신용 제공으로 인한 다양한 효과는 다루고 있지 않다. 예컨대 은행의 민간대출 구축, 새로운 기업 진입의 감소, 경제의 생산성 감소, 경제성장을 저하, 실업률 증가 등이다.

2. 정치과정과 금융제한을 통한 기득권구조의 고착화

공기업은 전후방에 걸쳐 다양한 기업들과의 거래를 통해 재화와 서비스를 제공한다. 특히 많은 중소기업과 거래를 한다. 이는 대기업들도 마찬가지이다. 이들 중소기업들은 경제부문 내 고용 비중의 상당 부분을 담당하고 있는데, 금융발달이 미흡한 상황에서 경기나 공기업의 상황에 따라 어려움에 노출될 가능성이 높다. 이럴 경우 지역의 정치인을 통해 민원을 제기할 것이고 정치인들은 재선을 위해 정부에 압력을 행사하게 된다. 정부는 공기업이 파산위험에 처하지 않는 한 공기업에 예산을 지원할 수는 없기 때문에, 국가소유은행을 통해 신용을 제공하고 사업을

확대할 수 있도록 한다. 결과적으로 단기적 경기대응수단으로 국가소유 은행과 공기업을 사용하는 것이다. 민의를 대변하는 기관으로서 의회는 공기업을 감시해야 하지만 이해상충으로 인해 그 역할을 수행하지 못하는 결과를 초래하는 것이다.

일반적으로 공기업은 독점적 시장지배력으로 인해 생산성 향상을 위해 노력할 유인이 낮다. 이 때문에 공기업과 거래하는 기업들도 안정적인 거래관계로 인해 생산성 향상이나 제품 혁신을 위해 노력할 유인이 낮다. Perotti and Volpin(2007; 2012)이 논증한 바와 같이 대기업들은 잡재적 경쟁자들의 자금접근을 제한하기 위해 투자자보호(집단소송 등)의 약화, 신규은행 진입규제를 정부에 로비한다. 그 결과, 은행산업에 경쟁이 존재하지 않기 때문에 은행은 위험을 회피할 수 있는 담보대출을 주로 공급한다. 담보대출만이 공급될 경우 그 자체가 새로운 기업의 진입에 대한 장벽으로 작용한다. 대출을 위해 담보물을 요구하기 때문에 기존 사업자에게 유리한 구조가 될 수밖에 없다.

이상과 같이 공기업들과 그 거래관계에 있는 중소기업들은 생산성 향상이나 혁신을 위해 노력할 유인이 없고, 더 나아가 신규은행의 진입통제와 담보대출로 인해 새로운 기업의 진입을 통한 생산성 향상을 기대하기도 어렵다. 경제 내의 생산성 향상은 수출을 통해 경쟁에 노출되어 있는 민간 대기업들과 그 거래관계에 있는 중소기업들에서 이루어질 수밖에 없다. 하지만 이 기업들도 앞서 언급한 진입이 제한된 금융에 의해 기득권이 보호되고 있다는 점에 유의해야 한다. 시장과 산업의 변화에 따라 경쟁력 없는 기업들은 퇴출되고 새로운 기업들의 진입이 이루어져야 경제의 생산성이 높아지지만, 이러한 환경에서는 위기가 오기 전에는 산업과 기업의 구조조정이 이루어지기 어렵다. 이러한 구조조정의 지연, 연기는 경제의 생산성을 떨어뜨릴 수밖에 없다.

3. 공기업 신용과 공직임용제도

이제 공기업에 대한 신용공여의 이면에 존재하는 구조를 살펴보고 그

결정요인을 밝혀낼 필요가 있다. 대부분의 국가에서 공기업에 대한 일상적인 감독은 정부소관부처와 예산담당부처가 담당하고, 그에 더하여 의회가 행정부 견제의 측면에서 공기업을 감사하는 것이 일반적이다. 1차적으로는 행정부가 공기업을 지배하고 있는 것이다. 규범적으로는 행정부가 국민을 대리하여 세금으로 설립된 공기업을 감독하여야 하지만, 실질적으로 그러한 유인이 있느냐는 전혀 다른 차원의 문제이다. 본 연구에서는 김재훈·이호준(2012)과 김재훈 편(2016)의 논리를 따라 정부 구성의 방식에 따라 그 유인이 달라질 수 있음을 가정한다.

정부 구성의 방식, 특히 공직임용제도가 폐쇄적일수록 퇴직공무원이 공기업 등의 공공기관으로 이직할 가능성이 높고, 이를 공기업은 퇴직공무원들을 통하여 감독 및 운영 등에 관한 로비를 할 가능성이 높다. 공직임용제도가 폐쇄적일수록 공직 내부의 유대가 생겨나고 후임이 전임의 요구를 들어주고 전임은 후임을 끌어준다는 전임과 후임 간의 묵계(*implicit contract*)가 생겨날 가능성이 높아진다. 전임과 후임 간의 이러한 묵계는 공기업 또는 국가소유은행(물론 전임이 대기업에 진출한 경우에는 대기업)에 인허가 등의 규제, 금융기관을 통한 신용공급 등과 같은 각종 편의 제공 등을 증가시킬 가능성도 또한 높인다. 반대로 공직임용제도가 개방적인 경우에는 공직의 전임과 후임 간의 이러한 유대나 묵계가 발생할 가능성이 줄어든다. 따라서 공직임용제도가 폐쇄적일수록 은행을 통한 공기업에 대한 신용공여가 증가할 것이라고 볼 수 있다.

4. 검증가설

종합하면 공기업에 대한 신용 증가는, 다른 조건이 동일할 때, 은행의 민간대출을 구축하고, 새로운 기업의 시장진입을 감소시키며, 경제의 생산성 증가를 저하시키고, 즉 경제성장률을 저하시키며, 실업률을 증가시킬 가능성이 높다. 또한 공공부채의 증가를 가져올 가능성이 높다. 공기업에 대한 신용공급은, 다른 조건이 동일할 때, 공직폐쇄성이 높을수록, 국가소유은행의 비율이 높을수록 많아진다. 또한 다른 조건이 동일할 때,

공직임용제도가 폐쇄적일수록 은행을 통한 공기업에 대한 신용공여가 증가할 것이다. 이상의 가설을 국가수준의 패널자료를 이용하여 검증하고자 한다.

제4절 분석자료

본 연구는 World Bank와 QoG(Quality of Government)의 자료를 기반으로 분석하였다. 본 연구에서 활용한 자료의 설명과 출처 등은 <표 1-1>, <표 1-2>와 같다.

<표 1-1> 변수 설명

변수명	변수 설명
New_busi_den	생산가능인구 1,000명당 신규등록기업의 수
Busi_start_cost	1인당 GNI 대비 기업 창업절차에서의 비용이 차지하는 비중(%)
Credit_SOE	GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용의 규모(%)
Trade_open	GDP 대비 교역규모 비중(%)
Public_debt	GDP 대비 공공부채 비중(%)
Bank_con	상위 3개 상업은행의 자산집중도(%)
Gdp_growth	GDP 성장률(%)
In_GDP	1인당 GDP(PPP)의 로그값
Inflation	인플레이션(%)
Unemployment	실업률(%)
Closed	공직폐쇄성: 1~7(7: 폐쇄적)
Gov_bank	국가가 50% 이상의 소유권을 보유하고 있는 은행의 비중(%)
Legal_english	국가의 법체계가 영국법 체계이면 1
Legal_french	국가의 법체계가 프랑스법 체계이면 1
Legal_socialist	국가의 법체계가 공산/사회주의 법체계이면 1
Legal_german	국가의 법체계가 독일법 체계이면 1
Legal_scand	국가의 법체계가 스칸디나비아법 체계이면 1

<표 1-2> 변수 출처 및 자료의 범위

변수명	출처	자료 범위	
		연도	국가
New_busi_den	QoG	2004~2014	83~122개국
Busi_start_cost	World Bank	2003~2016	144~189개국
Credit_SOE	World Bank	2000~2014	159~173개국
Trade_open	World Bank	2000~2016	150~192개국
Public_debt	World Bank	2000~2014	31~53개국
Bank_con	World Bank	2000~2014	89~161개국
Gdp_growth	World Bank	2000~2015	183~199개국
In_GDP	World Bank	2000~2015	183~195개국
Inflation	World Bank	2000~2016	178~203개국
Unemployment	World Bank	2000~2016	186개국
Closed	QoG export survey	2011, 2014	135~158개국
Gov_bank	World Bank	2000, 2003, 2006, 2012	116~146개국
Legal_english	QoG	2000~2016	153~154개국
Legal_french	QoG	2000~2016	153~154개국
Legal_socialist	QoG	2000~2016	153~154개국
Legal_german	QoG	2000~2016	153~154개국
Legal_scand	QoG	2000~2016	153~154개국

위의 자료 중 QoG 자료는 QoG 웹사이트(http://qog.pol.gu.se/data/data_downloads)에서 QoG Standard Data(2017년 자료)와 QoG Expert Survey 자료를 활용하였으며, World Bank 자료의 경우 Wrold Bank database (<http://data.worldbank.org/indicator>)와 World Development Indicators(<http://wdi.worldbank.org/tables>) 자료를 활용하였다. Gov_bank 변수는 World Bank에서 은행 규제와 감독에 대한 설문조사 결과³로 제공된 자료에서 상업은행 시장구조 관련 질문⁴을 활용하여 구성하였다.

3 ‘은행 규제와 감독에 관한 설문조사(Bank Regulation and Supervision)’는 2000년, 2003년, 2006년, 2012년 4차례에 걸쳐 수행되었으며, 설문문항과 자료는 아래 사이트에서 얻을 수 있다. 해당 조사는 각국의 은행감독기관 담당자를 대상으로 직접 조사한 것이며(한국의 경우 2012년 응답기관은 금융위원회[Financial Services Commission]임), 조사대상은 상업은행이다.

<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20345037~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>

제5절 공기업 신용의 영향 분석

1. 정태적 패널 분석: 고정효과

공기업의 신용규모가 경제 전반에 미치는 영향의 분석은 공기업의 신용이 신규등록기업의 수, 공공부채, 경제성장률, 실업률에 미치는 영향으로 각각 나누어서 분석하였다. 먼저 <표 1-3>은 GDP 대비 교역규모 비중, 인플레이션 등 관련 변수들의 통제하에 GDP 대비 자국 내 민간은행이 공기업에 제공한 신용규모의 변화에 따라 신규등록기업의 수, 공공부채 등에 미치는 영향을 고정효과(fixed effect)모형을 사용하여 분석한 결과이다.

먼저 공기업에 대한 신용이 신규기업의 등록에 미치는 영향에 대한 분석 결과를 보면, GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용의 규모(Credit_SOE)가 1%p 증가할 때, 다른 조건이 동일할 때, 생산가능인구 1,000명당 신규등록기업의 수가 0.026개 줄어드는 것으로 나타났다. 이는 생산가능인구 4,000만명을 기준으로 볼 때, 공기업에 대한 신용규모가 GDP 대비 1%p 증가하면 신규등록기업의 수가 약 1,040개 줄어든다는 것을 의미한다.

다음으로 공기업 신용의 증가가 공공부채에 미치는 영향에 대한 분석 결과를 보면, GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용이 1%p 증가하면, 다른 조건이 동일할 때, GDP 대비 공공부채가 0.303%p 증가한다는 것을 알 수 있다. 이 외에도 공기업 신용이 1%p 증가하면 경제성장률을 0.082%p 낮추며, 실업률은 0.085%p 높이는 것으로 나타났다.

4 해당 질문의 2012년 조사 기준은 다음과 같다.

13.7.1 What percent of the banking system's assets was in banks that were government-controlled(e.g., where government owned 50% or more equity) at the end of 2010.

<표 1-3> 공기업 신용의 영향 분석 결과: 고정효과

	신규기업	공공부채	경제성장률	실업률
Credit_SOE	-0.026** (0.013)	0.303*** (0.048)	-0.082*** (0.023)	0.085*** (0.015)
L.Trade_open	0.003 (0.004)	0.010 (0.013)	0.012** (0.006)	0.001 (0.004)
L.Inflation	-0.003 (0.006)	0.131*** (0.041)	-0.002 (0.001)	0.005 (0.008)
L.New_busi_den	0.523*** (0.037)			
L.Busi_start_cost	-0.0003 (0.0005)			
L.Public_debt		0.813*** (0.020)		
L.Bank_con		0.007 (0.017)	0.003 (0.009)	
L.GDP_growth			0.210*** (0.026)	-0.095*** (0.016)
L.Unemployment				0.573*** (0.573)
New_busi_den				-0.107*** (0.034)
year dummy	○	○	○	○
_cons	1.412*** (0.392)	-0.344 (1.761)	2.049** (0.877)	3.520*** (0.439)
N	776	596	1,877	987
R-sq(within)	0.2879	0.8325	0.2362	0.5319
R-sq(overall)	0.9252	0.9597	0.2533	0.8657

주: () 안은 standard error. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1.

이상의 분석 결과는 정태적 분석방법을 적용한 결과임을 유의하여야 한다. 종속변수의 전기 값이 독립변수로 사용된 동태적 패널자료를 정태적 고정효과 분석을 적용하였기 때문에 독립변수와 오차항 간의 상관관계가 존재하여 계수추정값에 편의가 발생하고 일치성(consistency)이 결여될 수 있기 때문이다(Nickell, 1981). 이러한 문제를 해소하기 위해 동태

적 패널자료 분석방법인 Arellano-Bond 추정방법을 사용한 결과는 아래와 같다.

2. 동태적 패널 분석: Arellano-Bond DPD

가. 신규기업

<표 1-4>는 동태적 패널모형을 활용하여 공기업에 대한 신용이 신규기업의 등록에 미치는 영향에 대해 분석한 결과이다. 국가별 특수성을 통제한 분석 결과(Model 5 기준)는 GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용의 규모(Credit_SOE)가 1%p 증가할 때, 다른 조건이 동일할 때, 생산가능인구 1,000명당 신규등록기업의 수(New_busi_den)가 0.080개 줄어드는 것으로 나타났다. 이는 앞서 고정효과모형에서 분석한 결과(0.026)보다 약 3배 이상 커진 것이다. 생산가능인구 4,000만명을 기준으로

<표 1-4> 공기업 신용의 신규기업등록에 대한 영향

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
L.New_busi_den	0.433*** (0.072)	0.480*** (0.075)	0.445** (0.194)	0.450** (0.195)	0.450** (0.196)
Credit_SOE	-0.141** (0.059)	-0.129** (0.056)	-0.080*** (0.030)	-0.080*** (0.031)	-0.080*** (0.031)
L.Busi_start_cost			-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
L.Trade_open				-0.005 (0.007)	-0.005 (0.007)
L.Inflation					-0.0001 (0.003)
year dummy		○	○	○	○
N	690	690	668	657	657
Hansen test (Prob>chi ²)	0.009	0.000	0.000	0.000	0.000

주: () 안은 standard error. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1.

볼 때, 공기업에 대한 신용규모가 GDP 대비 1%p 증가하면 신규등록기업의 수가 약 3,200개 줄어든다는 것을 의미한다.

한국의 공기업 신용규모는 GDP 대비 약 5~7% 수준을 유지하고 있다는 점을 감안하면, 공기업 신용이 전혀 없다면 신규등록기업 수가 지금 보다 16,000~22,400개가 많아질 수 있다는 것을 의미한다. 전년도 생산가능인구 1,000명당 신규등록기업(L.New_bisi_den)이 1개 증가하면, 다른 조건이 동일할 때, 당기의 신규등록기업의 수(New_bisi_den)가 0.450개 증가하기 때문에 신규등록기업의 수에는 승수효과가 있음을 의미한다. 따라서 공기업 신용 증가로 인한 초기의 신규등록기업의 수 감소는 승수효과를 통해서도 상당 기간 감소효과를 가진다고 볼 수 있다.

한국의 신규등록기업 수는 생산가능인구 1,000명당 약 1.5~2개 수준을 보이는데 자료상의 세계 평균인 약 2.7~3.2개 수준에 비해서도 낮고 가장 높은 국가의 약 21~24개 수준에 비하면 10분의 1 수준임을 알 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이 공기업들과 그 거래관계에 있는 중소기업들은 생산성 향상이나 혁신을 위해 노력할 유인이 없고, 더 나아가 정치적 로비를 통해 신규은행의 진입통제와 은행 간 경쟁부재가 형성한 담보대출로 인해 새로운 기업의 진입을 기대하기 어렵다. 더욱이 공기업에 대한 신용은 신규기업에 필요한 민간신용을 감소시켜 신규기업의 수는 감소할 수밖에 없다.

나. 공공부채

공기업 신용의 증가는 공공부채의 증가로 연결된다는 것을 살펴보기 위한 분석 결과(표 1-5의 Model 5 기준)는 다음과 같다. GDP 대비 자국내 은행이 공기업에 제공한 신용(Credit_SOE)이 1%p 증가하면, 다른 조건이 동일할 때, GDP 대비 공공부채(Public_debt)가 0.313%p 증가한다는 것을 알 수 있다. 이는 앞서 고정효과모형 분석 결과의 계수추정치(0.303)보다 약간 커졌음을 알 수 있다.

<표 1-5> 공기업 신용의 공공부채에 대한 영향

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
L.Public_debt	0.634*** (0.063)	0.693*** (0.074)	0.682*** (0.071)	0.683*** (0.072)	0.688*** (0.064)
Credit_SOE	0.555*** (0.118)	0.337*** (0.100)	0.329*** (0.104)	0.308*** (0.106)	0.313*** (0.106)
L.Bank_con			-0.005 (0.023)	-0.005 (0.022)	-0.006 (0.022)
L.Trade_open				0.052* (0.030)	0.053* (0.030)
L.Inflation					0.045 (0.067)
year dummy		○	○	○	○
N	567	567	533	533	533
Hansen test (Prob>chi ²)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000

주: () 안은 standard error. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1.

한국의 공공부채는 2001년부터 2014년까지의 기간 동안 약 22~34% 수준으로 증가세에 있다. 같은 기간 동안의 공기업 신용 또한 약 3.6~7.6% 수준으로 증가세에 있다. 전기 GDP 대비 공공부채(L.Public_debt)가 1%p 증가하면, 다른 조건이 동일하다면, 당기 GDP 대비 공공부채(Public_debt)가 0.688%p 증가하기 때문에 공공부채의 증가는 승수효과가 발생함을 알 수 있다.

한편, 전기 GDP 대비 교역규모 비중(L.Trade_open)이 1%p 증가하면, 다른 조건이 동일할 때, GDP 대비 공공부채(Public_debt)는 0.053%p 증가함을 알 수 있다. 반면, 전기 인플레이션(L.Inflation)과 전기 상위 3개 상업은행의 자산집중도(L.Bank_con)는 공공부채의 규모(Public_debt)에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않음을 알 수 있다.

다. 경제성장률

<표 1-6>은 공기업에 대한 신용이 경제성장률에 미치는 영향을 살펴본 분석 결과(Model 5 기준)이다. GDP 대비 자국 내 은행이 공기업에 제공한 신용(Credit_SOE)이 1%p 증가하면, 다른 조건이 동일할 때, GDP 성장률(Gdp_growth)이 0.130%p 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 앞서 고정효과모형 분석 결과의 계수추정치(0.082)에 비해 상당히 높아진 것이다. 전기의 GDP 성장률(L.Gdp_growth)이 1%p 증가하면, 다른 조건이 동일할 때, 당기의 GDP 성장률(Gdp_growth)이 0.295%p 증가하는 것으로 분석되었다.

공기업들과 그 거래관계에 있는 중소기업들은 생산성 향상이나 혁신을 위해 노력할 유인이 없고, 더 나아가 신규은행의 진입통제와 담보대출로 인해 새로운 기업의 진입을 통한 생산성 향상을 기대하기도 어렵다. 경제 내의 생산성 향상은 수출을 통해 경쟁에 노출되어 있는 민간 대기업

<표 1-6> 공기업 신용의 경제성장률에 대한 영향

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
L.GDP_growth	0.276*** (0.042)	0.278*** (0.043)	0.303*** (0.057)	0.297*** (0.058)	0.295*** (0.057)
Credit_SOE	-0.108 (0.072)	-0.090 (0.059)	-0.139*** (0.047)	-0.131*** (0.046)	-0.130*** (0.046)
L.Bank_con			0.002 (0.019)	0.003 (0.019)	0.002 (0.019)
L.Trade_open				0.015 (0.018)	0.015 (0.018)
L.Inflation					-0.0002 (0.001)
year dummy		○	○	○	○
N	2175	2175	1724	1706	1706
Hansen test (Prob>chi ²)	0.015	0.137	0.127	0.083	0.082

주: () 안은 standard error. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1.

들과 그 거래관계에 있는 중소기업들에서 이루어질 수밖에 없다. 하지만 이 기업들도 앞서 언급한 진입이 제한된 금융에 의해 기득권이 보호되고 있다는 점에 유의해야 한다. 시장과 산업의 변화에 따라 경쟁력이 없는 기업들은 퇴출되고 새로운 기업들의 진입이 이루어져야 경제의 생산성이 높아지지만, 이러한 환경에서는 위기가 오기 전에는 산업과 기업의 구조 조정이 이루어지기 어렵다.

라. 실업률

<표 1-7>은 공기업에 대한 신용이 실업률에 미치는 영향을 알아보기 위한 동적패널 분석 결과(Model 5 기준)이다. 생산가능인구 1,000명당 신규등록기업의 수(New_busi_den)가 1개 늘어날 때(생산가능인구가 4천만 명이라고 하면 신규등록기업의 수가 4만개 늘어날 때), 다른 조건이 동일

<표 1-7> 공기업 신용의 실업률에 대한 영향

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
L.Unemployment	0.350*** (0.105)	0.346*** (0.121)	0.351*** (0.123)	0.405*** (0.112)	0.405*** (0.112)
Credit_SOE	0.118*** (0.031)	0.094*** (0.032)	0.072** (0.032)	0.074** (0.033)	0.073** (0.033)
New_busi_den	-0.224*** (0.079)	-0.118** (0.054)	-0.112** (0.049)	-0.113** (0.050)	-0.114** (0.050)
L.GDP_growth			-0.092** (0.043)	-0.055*** (0.021)	-0.055** (0.022)
L.Trade_open				-0.008 (0.011)	-0.008 (0.011)
L.Inflation					0.003 (0.014)
year dummy		○	○	○	○
N	804	804	802	789	789
Hansen test (Prob>chi ²)	0.141	0.212	0.121	0.224	0.226

주: () 안은 standard error. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.

할 경우, 실업률(Unemployment)이 0.114%p 감소하는 것으로 나타났다. 앞서의 가설 설정에서 예측된 바와 같이 GDP 대비 자국 내 은행이 공기업에 제공한 신용(Credit_SOE)이 1%p 증가하면, 다른 조건이 동일할 때, 실업률(Unemployment)이 0.073%p 증가하는 것으로 분석되었다.

금융시장은 자본을 효율적으로 배분함으로써 노동부문에 두 종류의 영향을 미친다. 한 측면에서는 생산성 증가를 통해 고용의 증가를 가져온다. 다른 측면에서는 손실을 보는 분야나 기업에서 이득을 보는 분야나 기업으로 자원을 재배분하여 새로운 벤처와 기업 진입을 촉진함과 동시에 기업의 폐쇄, 해고, 구조조정을 유도하여 산업과 기업 간 고용을 재배치한다. 따라서 금융은 고용증가를 가져올 뿐만 아니라 실업의 위험과 이동을 높인다. 이러한 두 가지 측면이 밀접하게 연결되어 있지만 정부에 이에 대한 결정을 맡길 경우 후자의 효과를 강조하고 구조조정을 지원하는 보수적인 결정을 할 가능성이 높다.

금융시장개혁은 몇 가지 방식으로 실제 경제활동에 영향을 미친다. 중개기관 간 경쟁을 증가시키고 예금자와 주주의 보호를 강화하여 보다 풍부하고 값싼 금융을 제공하도록 한다. 결과적으로 금융중개의 비용이 감소하고 투자로 연결되는 저축이 증가하여 재능 있고 열심히 일하는 개인들이 사업을 시작할 수 있거나 기존의 사업을 확장할 기회를 강화한다. 보다 심화되고 경쟁적인 금융시장은 자본을 보다 효율적으로 배분함으로써 경제성장에 기여할 수 있다. 또한 투자자로 하여금 금융이 발달하지 않았다면 자금이 공급되지 않았을 수익성이 높지만 위험이 높은 투자기회에 자금을 공급할 수 있게 한다. 더욱이 세련된 금융중개기관들이 좋은 사업계획과 나쁜 사업계획을 구분해 낼 수 있는 만큼 자금이 수익성이 더 높은 사업계획으로 공급되고 경제의 생산성은 증가한다. 금융이 경제 성장에 중요하다는 것은 많은 연구에서 실증적으로 검증되었고, 건강한 금융시장이 형성된 국가가 빠르게 성장한다는 것도 널리 알려져 있다.

이러한 가능성에도 불구하고 정부가 단기적인 고용감소를 우려하여 금융을 통한 구조개혁을 연기하고 기존 기업에 지속적으로 보조금이나 대출연장을 통한 연명, 특히 공기업에 대한 신용을 통한 고용유지정책을

펼치는 것은 실업률 감소에 도움이 되지 않고 오히려 실업률을 높이는 것으로 나타났다는 점에 유의하여야 한다.

제6절 공기업 신용의 결정요인 분석

1. 공직폐쇄성

이제까지 공기업에 대한 신용이 경제에 미치는 영향을 살펴보았다. 예상한 대로 공기업에 대한 신용공여는 신규기업의 발생을 줄이고, 공공부채를 늘리며, 경제의 생산성 향상을 감소시키고, 실업률을 높이는 등 경제에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그렇다면 ‘공기업에 대한 신용공여를 결정하는 요인은 무엇인가’라는 질문을 하지 않을 수 없다. 공기업에 대한 신용의 전제는 공기업의 존재이고, 그러한 공기업이 국가 소유은행이나 민간은행으로부터 신용을 공급받지 않으면 안 될 정도로 비효율적이어야 한다는 것이다. 물론 공기업을 통한 정치자금이나 각종 뇌물 등의 문제가 있을 수 있으나, 그러한 부분은 본 연구의 범위를 벗어나는 문제이다.

뇌물, 횡령, 배임과 같은 불법적인 문제의 이면에는 공기업의 지배구조가 있을 수 있다. 대부분의 국가에서 공기업에 대한 일상적인 감독은 정부소관부처와 예산담당부처가 담당하고, 그에 더하여 의회가 행정부 견제의 측면에서 공기업을 감사하는 것이 일반적이다. 1차적으로는 행정부가 공기업을 지배하고 있다고 볼 수 있다. 규범적으로는 행정부가 국민을 대리하여 세금으로 설립된 공기업을 감독하여야 하지만, 실질적으로 그러한 유인이 있느냐는 전혀 다른 차원의 문제이다. 본 연구에서는 김재훈·이호준(2012)과 김재훈 편(2016)의 논리를 따라 정부 구성의 방식에 따라 그 유인이 달라질 수 있음을 가정한다. 그 논리는 다음과 같다. 정부 구성의 방식, 특히 공직임용제도가 폐쇄적일수록 퇴직공무원이 공기업 등의 공공기관으로 이직할 가능성성이 높고, 이를 공기업은 퇴직공

무원들을 통하여 감독 및 운영 등에 관한 로비를 할 가능성이 높다. 공직 임용제도가 폐쇄적일수록 공직 내부의 유대가 생겨나고 후임이 전임의 요구를 들어주고 전임은 후임을 끌어준다는 전임과 후임 간의 묵계 (implicit contract)가 생겨날 가능성이 높아진다. 전임과 후임 간의 이러한 묵계는 공기업 또는 국가소유은행(물론 전임이 대기업에 진출한 경우에는 대기업)에 인허가 등의 규제, 금융기관을 통한 신용공급 등과 같은 각종 편의 제공 등을 증가시킬 가능성도 또한 높인다. 반대로 공직임용제도가 개방적인 경우에는 공직의 전임과 후임 간의 이러한 유대나 묵계가 발생할 가능성이 줄어든다. 따라서 공직임용제도가 폐쇄적일수록 은행을 통한 공기업에 대한 신용공여가 증가할 것이라고 볼 수 있다.

이러한 관계를 살펴보기 위한 pooled 회귀분석 결과(표 1-8의 Model 6 기준)는 다음과 같다. 먼저, 국가의 공직폐쇄성(Closed)이 한 단위 높아지면, GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용(Credit_SOE)이 2.665%p만큼 증가하는 것으로 나타났다. 공직폐쇄성의 범위가 1에서 7이기 때문에 최저 수준에서 최고 수준으로 높아질 경우 공기업 신용은 15.99%p 증가하는 것이다. 한국의 경우 2011년에는 공직폐쇄성이 6.067 이었다가 2014년에는 오히려 6.233으로 높아졌다. 뿐만 아니라 공기업에 대한 신용도 2011년에는 5.151%였다가 2014년에는 7.624%로 높아졌다.

한편, 전기의 실업률(L.Unemployment)이 1%p 증가하면 GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용(Credit_SOE)이 0.229%p 증가하는 것으로 분석되었다. 이는 정부가 단기적 경기부양책으로 공기업에 대한 신용을 사용하고 있다는 점을 방증하는 것으로 볼 수 있다. 반면, 전기의 1인당 GDP(L.In_GDP), 전기의 GDP 대비 교역규모 비중(L.Trade_open)과 전기 물가상승률(L.Inflation)은 GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용(Credit_SOE)에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

<표 1-8> 공직폐쇄성의 공기업 신용에 대한 영향: Pooled OLS

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Closed	3.158*** (0.751)	2.678*** (0.832)	2.792*** (0.849)	2.727*** (0.843)	2.726*** (0.844)	2.665*** (0.849)
Legal_english		-7.965* (4.221)	-9.007** (4.260)	-6.805 (4.355)	-7.416* (4.392)	-7.066 (4.422)
Legal_french		-10.139** (4.150)	-11.035*** (4.175)	-8.852** (4.271)	-9.220** (4.292)	-8.977** (4.309)
Legal_socialist		-9.017* (4.836)	-9.829** (4.854)	-8.031 (4.891)	-8.683* (4.935)	-8.389* (4.956)
Legal_scand		-13.061** (5.722)	-13.673** (5.731)	-13.728** (5.684)	-13.793** (5.693)	-13.753** (5.699)
L.Unemployment			0.236* (0.133)	0.221* (0.132)	0.237* (0.133)	0.229* (0.134)
L.In_GDP				1.414** (0.679)	1.157 (0.727)	1.119 (0.730)
L.Trade_open					0.016 (0.015)	0.015 (0.015)
L.Inflation						-0.062 (0.084)
year 2014	-0.023 (1.380)	-0.418 (1.562)	-0.331 (1.566)	-0.362 (1.553)	-0.482 (1.560)	-0.758 (1.606)
_cons	-4.891 (3.924)	7.305 (6.219)	5.593 (6.347)	-8.983 (9.414)	-7.723 (9.542)	-6.607 (9.671)
N	258	211	209	209	208	208
Adj R-sq	0.0587	0.0681	0.0766	0.0917	0.0933	0.0912

주: () 안은 standard error. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.

위에서의 분석은 횡단면 자료를 연도 더미와 법체계 더미 등의 각종 통제변수를 사용하여 분석한 결과이다. 이러한 분석의 근거는 다음과 같다. 금융 관련 문헌에서 어떤 제도가 금융의 규칙을 설정하는지에 대한 질문을 제기하고, 이에 대한 세 가지 잠재적 결정요인을 지적하고 있다. 법적, 문화적, 정치적 제도가 그것이다(La Porta *et al.*, 1998; Acemoglu and Johnson, 2005; Rajan and Zingales, 2003; Guiso, Sapienza, and Zingales, 2004). 제도가 어떻게 정의되느냐에 따라 금융이 달라질 수 있기 때문에 제도가 금융발전에 미치는 부분을 분리해 내기는 쉽지 않다. 투자자보호

에는 단순히 법률규정의 존재만이 아니라 그러한 법을 만들고 문제가 생기면 수정하고, 또한 효과적으로 집행하기 위한 행정조직의 구비 등과 같은 제반 정치적 제도가 요구된다. 따라서 La Porta *et al.*(1997; 1998)은 법체계가 투자자보호와 같은 사회적 요구를 얼마나 잘 수용하느냐가 금융발전의 주요 결정요인이라고 주장한다.

이러한 법적, 문화적 제도가 금융발전의 결정요인이라는 관점을 수용하여 본 연구의 자료가 가지는 한계를 일정 부분 극복하고자 각 국가별 법체계 더미를 사용하여 국가별 특수성(state heterogeneity)을 최대한 통제하려고 노력하였다. 하지만 획단면 자료를 분석하고 있다는 점에서 국가별 특수성에 대한 통제는 완벽할 수 없으며, 그러한 점에서 일정 부분 한계를 갖는 분석이라는 점에 유의할 필요가 있다.

2. 국가소유은행 비율

국가의 은행 소유는 공직임용제도의 폐쇄성과도 관련되는데, 그 이유는 다음과 같다. 앞서 언급한 바와 같이 공직제도가 폐쇄적일 경우 이해상충의 문제가 있음에도 불구하고 공기업뿐만 아니라 국가소유은행에 관료가 이직할 수 있다. 대부분의 국가에서 금융권의 임금이 타 부문에 비해 높은 것이 일반적이기 때문에 국가소유은행으로 이직하려는 관료가 많을 수 있다. 이들은 단기적 경기부양을 위해 공기업에 대한 신용공여를 요구하는 후임의 부탁을 들어줄 수밖에 없는데, 국가소유은행에 대한 각종 영업규제와 감독 권한이 후임에게 있기 때문이다.

물론 공직제도가 개방형인 경우에도 충분한 유인이 존재할 경우 전직 관료가 국가소유은행으로 이직할 가능성은 얼마든지 있다. 하지만 이 경우에는 폐쇄적인 경우와 달리 전임과 후임 간의 목계는 존재하기 어렵기 때문에 폐쇄적인 경우에 비해 후임의 요구를 통한 국가소유은행의 대출에 영향을 미치기는 쉽지 않다. 다만, 이 경우에도 관료가 갖고 있는 각종 영업규제와 감독 권한을 통한 창구지도(window guidance)는 얼마든지 가능할 수 있다. 따라서 다른 조건이 동일할 때, 국가소유은행의 비율이

<표 1-9> 국가소유은행 비율의 공기업 신용에 대한 영향: Pooled OLS

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Gov_bank	0.071*** (0.022)	0.068*** (0.025)	0.079*** (0.030)	0.087*** (0.030)	0.102*** (0.030)	0.108*** (0.031)
Legal_english		-5.822** (2.726)	-3.733 (3.157)	-0.891 (3.176)	-1.654 (3.199)	-1.075 (3.214)
Legal_french		-4.379 (2.696)	-3.755 (3.113)	-1.039 (3.127)	-1.607 (3.146)	-1.054 (3.160)
Legal_socialist		-5.511 (3.413)	-3.700 (4.014)	-1.842 (3.949)	-2.694 (3.976)	-2.370 (3.972)
Legal_scand		-9.772*** (3.487)	-7.504* (3.960)	-7.593** (3.864)	-7.340* (3.861)	-7.134* (3.854)
L.Unemployment			0.212** (0.104)	0.210** (0.101)	0.248** (0.110)	0.258** (0.110)
L.In_GDP				1.923*** (0.525)	1.594*** (0.565)	1.482*** (0.568)
L.Trade_open					0.023** (0.012)	0.022* (0.012)
L.Inflation						-0.124 (0.084)
year 2003	0.552 (1.321)	0.488 (1.525)				
year 2006	-1.110 (1.381)	-1.052 (1.583)	-1.941 (1.459)	-2.073 (1.424)	-2.205 (1.444)	-1.987 (1.448)
year 2012	-1.008 (1.356)	-1.409 (1.552)	-1.839 (1.412)	-1.622 (1.378)	-1.807 (1.385)	-1.694 (1.384)
_cons	8.880*** (1.099)	14.826*** (2.774)	12.054*** (3.118)	-8.365 (6.352)	-7.139 (6.471)	-5.948 (6.504)
N	421	331	254	254	250	250
Adj R-sq	0.0210	0.0353	0.0410	0.0872	0.1021	0.1066

주: () 안은 standard error. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.

높을수록 공기업에 대한 신용공여는 증가할 수 있다.

이러한 가설은 실증분석 결과(표 1-9의 Model 6 기준)에 의해 지지되는데, 국가가 50% 이상의 소유권을 보유하고 있는 은행의 비중(Gov_

bank)이 1%p 증가하면, 다른 조건이 동일할 때, GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용(Credit_SOE)이 0.108%p 증가하는 것으로 나타났다. 한편, 전기의 실업률(L.Unemployment), 전기 국가 교역규모(L.Trade_open)와 전기 1인당 GDP(L.In_GDP)가 각각 1%p 증가하면, 다른 조건이 동일할 경우, GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용(Credit_SOE)이 각각 0.258%p, 0.022%p, 1.482%p 증가하는 것으로 분석되었다. 통계적으로 유의한 실업률의 계수는 정부가 단기적 경기부양책으로 공기업에 대한 신용을 사용한다는 점을 방증하는 것으로 볼 수 있다. 반면, 전기의 물가상승률(L.Inflation)은 GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용(SOE_credit)에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

또한 앞서 언급한 바와 같이 법적, 문화적 제도가 금융발전의 결정요인이라는 관점을 수용하여 본 연구의 자료가 가지는 한계를 일정 부분 극복하고자 각 국가별 법체계 더미를 사용하여 국가별 특수성을 최대한 통제하였다. 근본적으로 횡단면 자료를 분석하고 있다는 점에서 국가별 특수성에 대한 통제는 완벽할 수 없고, 일정 부분 한계를 갖는 분석이라는 점에 유의할 필요가 있다.

제7절 결론 및 정책적 시사점

본 연구에서는 관치금융을 “금융시장에 대한 건전성감독의 목적이 아닌 국가의 공식·비공식적 개입(금융기관의 진입 및 영업 규제 또는 금융기관의 직간접적 소유 등)으로 공기업, 특정 산업분야, 경제활동 등에 신용이 배분되는 현상”으로 정의한다. 이러한 정의를 바탕으로, 관치금융의 많은 부분이 제외되지만 ‘공기업에 대한 신용’으로 관치금융의 정도를 측정한다. 매우 제한적인 척도임에도 불구하고 국가별 패널자료를 통한 분석 결과는 이론적 예측을 잘 지지하는 것으로 분석되었다. 그 결과를 요약하면 다음과 같다.

GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용의 규모가 증가할 때, 생산가능인구 1,000명당 신규등록기업의 수가 통계적으로 유의하게 줄어드는 것으로 나타났다. 또한 공기업에 대한 신용이 증가할 때, GDP 대비 공공부채가 통계적으로 유의하게 증가했다. 공기업에 대한 신용이 증가할 때, GDP 성장률이 통계적으로 유의하게 낮아졌다. 반면, 생산가능인구 1,000명당 신규등록기업의 수가 늘어날 때, GDP 성장률은 통계적으로 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 생산가능인구 1,000명당 신규등록기업의 수가 늘어날 때, 실업률이 통계적으로 유의하게 감소했다. 한편, 노동시장의 유연성 증가는 실업률에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않았다. 마지막으로, 공기업에 대한 신용이 증가하면 실업률이 통계적으로 유의하게 증가했다.

관치금융의 척도로 사용된 공기업에 대한 신용의 결정요인으로는 공직폐쇄성과 국가소유은행의 비율을 살펴보았다. 국가의 공직폐쇄성이 높아질 때, GDP 대비 자국 내 은행에서 공기업에 제공한 신용이 통계적으로 유의하게 증가했다. 한편, 전기의 실업률이 증가하면 공기업에 대한 신용이 통계적으로 유의하게 증가했는데, 이는 정부가 단기적 경기부양책으로 공기업에 대한 신용을 사용한다는 점을 짐작케 한다. 국가가 50% 이상의 소유권을 보유하고 있는 은행의 비중이 증가할 때, 공기업에 대한 신용이 통계적으로 유의하게 증가했다.

간략히 말해, 금융자원의 배분에 관한 정부의 개입을 의미하는 관치금융의 척도로 사용된 공기업에 대한 신용은 앞서 언급한 관치금융에 대한 정의의 일부분만을 포함한다는 점에 유의하여야 한다. 예컨대 공기업 외의 공사와 같은 공공기관과 산업은행, 수출입은행 등의 정책금융기관, 기술보증기금, 신용보증기금 등의 정부보증기관, 각종 정부보조금 등은 포함하지 못하고 있다는 점에서 매우 제한적이라 할 수 있다.

그럼에도 불구하고 분석 결과는 한국뿐만 아니라 국제적으로도 공기업에 대한 신용 증가는 새로운 기업의 감소, 공공부채의 증가, 경제성장률의 감소, 실업률의 증가와 관련이 있음을 나타낸다. 뿐만 아니라 이러한 공기업에 대한 신용은 그 국가의 공직폐쇄성과 국가소유은행의 비율과

관련이 있음을 알 수 있었다. 이러한 분석 결과는 공기업에 대한 신용으로 제한된 관치금융의 효과만을 나타내고 있다고 볼 때, 우리가 관치금융의 온전한 척도를 사용할 수 있었다면 관치금융의 경제에 대한 부정적 효과는 여기에 소개된 분석 결과보다 훨씬 커울 것으로 보는 것이 타당할 것이다.

이러한 결과에 대한 해석은 개발경제학적 관점에서 주장하는 경제발전의 초기 조건으로서 금융에 대한 정부개입의 효과를 부정하기는 어렵지만, 금융에 대한 국가개입, 특히 국가의 은행 소유로 인한 부정적 효과를 강조하는 정치경제학적 접근을 지지한다고 할 것이다. 폐쇄적인 공직체계와 국가의 은행 소유는 퇴직자의 공기업으로의 전직을 통해 공기업의 모럴해저드(특히 방만한 경영진과 이를 묵인하는 노조의 결탁을 통한 공기업 노동보호 강화와 불투명한 회계 및 부정 등)를 악화시키고, 공기업을 단기적인 경기부양을 위한 수단으로 사용한다는 것이다. 폐쇄적 공직체계의 관료들이 단기적 경기부양 목적이든, 방만한 경영으로 인한 손실보전의 목적이든 국가소유은행과 민간은행을 동원하여 공사 또는 공기업에 대한 신용을 증가시키면, 창의적인 민간에 배분되어야 할 신용을 구축하여 새로운 민간기업의 진입을 감소시켜 생산성 향상을 감소시키고 구조조정을 지연시킨다. 뿐만 아니라 기존의 기업들로 이루어진 산업구조를 공고화한다. 이에 따라 경제의 성장률은 감소하고 실업률은 증가한다는 것이다. 더 나아가 낮은 성장률과 높은 실업률 문제를 교정하기 위한 공기업 신용과 보조금 등의 관치금융은 기존 기업들의 기득권과 노동보호만을 강화시켜 악순환을 일으킬 뿐 근본적인 해결책이 되지 않는 것은 너무도 당연해 보인다.

이상의 분석을 통한 정책적 시사점은 다음과 같다. 분석에서 나타난 경제에 부정적인 영향을 미치는 관치금융의 뿌리에는 폐쇄적인 공직사회, 국가의 은행 소유, 공기업 등의 공공기관이 있다는 것을 알 수 있다. 이들의 연결고리를 끊지 않는 이상 관치금융은 언제든 재발할 수 있기 때문에 관치금융을 근절하고 경제의 활력을 살리기 위해서는 이들에 대한 교정이 가장 우선되어야 한다.

먼저 폐쇄적인 공직체계는 중앙집권적 일괄적인 시험을 통한 중견관료 선발, 국가공무원법을 통한 정년보장, 공무원연금제도 등을 부처별 전문가 상시 선발, 일반노동법에 따른 고용보호, 공무원연금의 국민연금제도로의 통합으로 개방형 공직체계로 개혁해야 한다. 이를 통해 공직에서의 전임과 후임 간의 잠재적 공모관계를 대폭 약화시키고, 지나친 신분보장을 철폐하여 공직에 부적절한 인사를 퇴출시킬 수 있어야 할 것이다.

두 번째로 국가 소유의 은행지분을 적절한 가격에 민간으로 이전하여야 한다. 은행에 대한 국가지분이 있을 경우 손쉬운 수단으로 활용하려는 유인을 거부하기 어렵기 때문이다. 다만, 금산분리와 같은 문제와 맞물려 있는 부분에 대해서는 산업자본의 금융자본에 대한 지배력 제한을 원칙으로 산업자본과 금융자본의 이해상충을 해소하는 법률적 수단을 강구해야 할 것이다. 공기업 등에 대해서는 자연적 독점과 같이 공적 운영이 반드시 필요한 경우가 아니라면 시장경쟁체제를 구축해 민영화하고, 공적 운영이 반드시 필요한 경우에는 정부관료 중심의 현 지배구조를 개선해야 한다.

대부분의 경우 공공기관 운영에 관한 위원회 위원의 과반을 정부 관료로 구성(당연직)하도록 되어 있다. 이는 공공기관 운영에 대한 책임을 지지 않는 관료가 공공기관 운영에 관한 결정을 자신들의 이익을 위하여 결정할 수 있도록 허용하고 있는 것이다. 근본적으로 공공기관 운영에 국민의 이해가 최대한 반영되고, 투명성과 책임성이 담보되도록 하는 수단들을 강구하여야 할 것이다.

이러한 근본적인 구조가 개혁된 바탕 위에 금융의 자유화와 경쟁을 통한 금융 접근 강화가 이루어져야 할 것이다. 은행 등의 금융기관에 대한 진입규제가 완화되어 금융기관 간 경쟁이 강화되고 금융시장의 규모가 커지면 금융산업으로 많은 자본과 인재가 모이고, 이들이 시장의 미래를 예측하는 데 많은 노력을 하게 되고, 이러한 노력으로 인하여 투자의 배분이 개선된다고 한다(Rajan and Zingales, 1998; Wurgler, 2000; Fisman and Love, 2005). 금융기관 간 경쟁을 통한 풍부한 외부금융의 기회는 자금제약을 완화시켜 주고 기업 간 경쟁을 강화시켜 줄 것이다.

금융기관 간 경쟁의 촉진을 통한 외부금융기회의 확대를 위해서는 직접금융시장의 활성화가 필요하다. 산업자본의 은행에 대한 지배를 차단하기 위한 은산분리의 원칙은 철저하게 유지하더라도, 직접금융시장을 통해 산업자본을 금융자본으로 이용할 수 있는 건설적인 방법을 강구할 필요가 있다. 이를 통해 은행 등 금융기관 간 경쟁을 강화하고 금융을 자유화해 나가야 할 것이다. 금융당국은 금융의 가격에 개입하여 금융을 산업정책으로 사용하는 관치금융을 추구하지 말고, 오히려 이러한 금융자본과 산업자본 간의 이해상충 부분(특히 금융기관에 대한 지배권과 관련하여)에 대한 감독에 주력할 수 있도록 하여야 할 것이다.

금융자본과 산업자본 간의 이해상충과 관련하여 금융건전성 감독의 강화와 독립이 더욱 중요해질 것이다. 관치금융에서는 정부가 직접적으로 금융에 개입하여 기존 기업에 유리한 방식으로 금융자원이 배분되기 때문에 사실상 위험의 발생은 제한적일 수밖에 없고, 금융기관에 대한 전전성 감독의 필요성도 그만큼 떨어질 수밖에 없다. 금융이 자유화 또는 정상화되고 관치금융이 사라지면 금융기관은 자신의 책임으로 위험을 부담할 수밖에 없기 때문에 위험에 대한 노출은 관치금융과 달리 크게 증가할 수밖에 없을 것이다. 따라서 금융자유화에서는 관치금융에서 경시되어 오던 금융건전성 감독의 독립과 그 중요성이 무엇보다 확대될 것이다.

참고문헌

- 김대식 · 윤석현, 「통합금융감독기구의 변천과 향후의 개편방향」, 『금융학회지』, 제10권 제1호, 2005, pp.201~239.
- 김재훈 · 이호준, 「공직임용제도와 공직부패」, 『경제학연구』, 제60권 제2호, 2012, pp.137~ 176.
- 김재훈 편, 『공직개혁방안 연구』, 연구보고서 2016-09, 한국개발연구원, 2016.
- Acemoglu, D. and S. Johnson, "Unbundling Institutions," *Journal of Political Economy*, 113, 2005, pp.949~995.
- Barberis, N., M. Boycko, A. Shleifer, and N. Tsukanova, "How does Privatization Work? Evidence from the Russian Shops," *Journal of Political Economy*, 104, 1996, pp.764~790.
- Barth, J. R., G. Caprio, and R. Levine, *Banking Systems around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Atability?* World Bank, 1999.
- _____, *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*, Cambridge University Press, 2006.
- Campbell, T. L. and P. Y. Keys, "Corporate Governance in South Korea: the Chaebol Experience," *Journal of Corporate Finance*, 8, 2002, pp.373~391.
- Caselli, F. and N. Gennaioli, "Dynastic Management," CEPR Paper, No. 3767, 2005.
- Chiu, M. M. and S. W. Joh, "Loans to Distressed Firms: Political Connections, Related Lending Business Group Affiliations and Bank Governance," mimeo, Chinese University of Hong Kong, 2004.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of financial Economics*, 58(1), 2000, pp.81~112.
- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "The Regulation of Entry," *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 2002, pp.1~37.
- Faccio, M., "Politically Connected Firms," *The American Economic Review*, 96(1),

- 2006, pp.369~386.
- Fisman, R. and I. Love, "Patterns of Industrial Development Revisited: The Role of Finance," World Bank Policy Research Working Paper No. 2877, 2005.
- Fisman, R. and V. Sarria-Allende, "Regulation of Entry and the Distortion of Industrial Organization," Working Paper No. 10929, National Bureau of Economic Research, 2004.
- Frydman, R., C. Gray, M. Hessel, and A. Rapaczynski, "Private Ownership and Corporate Performance: Evidence from the Transition Economies," *Quarterly Journal of Economics*, 114, 1999, pp.1153~1192.
- Gerschenkron, A., *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1962.
- Guiso L., P. Sapienza, and L. Zingales, "The Role of Social Capital in Financial Development," *American Economic Review*, 94(3), 2004, pp.526~556.
- Hause, J. C. and G. Du Rietz, "Entry, Industry Growth, and the Microdynamics of Industry Supply," *Journal of Political Economy*, 92(4), 1984, pp.773~757.
- Hawtrey, R. G., *The Economic Problem*, Longmans, Green and Co., London, 1926.
- Johnson, S., J. McMillan, and C. Woodruff, "Property Rights and Finance," *American Economic Review*, 92, 2002, pp.1335~1356.
- Khwaja, A. and A. Mian, "Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market," *Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 2005, pp.1371~1411.
- Klapper, L., L. Laeven, and R. Rajan, "Business Environment and Firm Entry: Evidence from International Data," NBER Working Papers Series, No. 10380, 2004.
- _____, "Entry Regulation as a Barrier to Entrepreneurship," *Journal of Financial Economics* 82(3), 2006, pp.591~629.
- Kornai, J., "Resource-constrained versus Demand-constrained Systems," *Econometrica*, 47, 1979, pp.801~819.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54(2), 1999, pp.471~517.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52(3), 1997, pp.1131~1150.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106(6), 1998, pp.1013~1155.
- Lee, Chung, "The Political Economy of Institutional Reform in Korea," *Journal of the Asia Pacific Economy*, 10(3), 2005, pp.257~277.
- Lee, Keun, M. Peng, and K. Lee, "Institutions and Changing Performance of Corporate Groups: The Case of the Chaebol in Korea," mimeo, Korea Institute of Finance, 2001.
- Lewis, W. A., *The Principles of Economic Planning*, G. Allen & Unwin, London, 1950.
- Lopez-de-Silanes, F., A. Shleifer, and R. Vishny, "Privatization in the United States," *RAND Journal of Economics*, 28, 1997, pp.447~471.
- Megginson, W. L., R. C. Nash, and M. Randenborgh, "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized firms: An International Empirical Analysis," *Journal of Finance*, 49, 1994, pp.403~452.
- Morck, R., D. Wolfenzon, and B. Yeung, "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth," *Journal of Economic Literature*, 43, 2006, pp.657~722.
- Myrdal, G., *Asian Drama*, Pantheon, New York, 1968.
- Nickell, Stephen, "Biases in Dynamic Models with Fixed Effects," *Econometrica*, 49, issue 6, 1981, pp.1417~1426.
- Pagano, M. and P. Volpin, "The Political Economy of Corporate Governance," *American Economic Review*, 95(4), 2005, pp.1005~1030.
- Perotti, E. and P. Volpin, "Investor Protection and Entry," Discussion Paper No. 07-006/2, Tinbergen Institute, 2007.
- _____, "Politics, Investor Protection and Competition," mimeo, London Business School, 2012.
- Rajan, R. G. and L. Zingales, "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, 88(3), 1998, pp.559~586.
- _____, "The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century," *Journal of Financial Economics*, 69(1), 2003, pp.5~50.
- Sapienza, P., "What Do State-owned Firms Maximize? Evidence from the Italian Banks," mimeo, Northwestern University, 1999.

- Shaw, E., *Financial Deeping in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "Corruption," *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 1993, pp.599~617.
- _____, "Politician and Firms," *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1994, pp.995~1025.
- Young, A., "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of East Asian Growth Experience," *Quarterly Journal of Economics*, 110, 1995, pp.641~680.
- Wurgler, J., "Financial Markets and the Allocation of Capital," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 2000, pp.187~214.

〈웹사이트〉

- QoG Standard Data(http://qog.pol.gu.se/data/_datadownloads, 접속일: 2017. 5. 18).
- World Bank database(<http://data.worldbank.org/indicator>, 접속일: 2017. 5. 18).
- World Development Indicators(<http://wdi.worldbank.org/tables>, 접속일: 2017. 5. 18).
- Bank Regulation and Supervision(http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20345037~pagePK:64214825~piP_K:64214943~theSitePK:469382,00.html, 접속일: 2017. 5. 18).

제2장

구제금융 보증을 통한 정부개입의 경제적 효과

황 순 주 (한국개발연구원)

제1절 서 론

금융산업은 대표적인 규제산업으로 비금융산업에 비해 다양한 방식으로 정부가 개입한다. 그중에서 건전성 규제나 금융소비자보호 규제와 같이 누구나 필요성을 공감하는 보편적인 정부개입도 있는가 하면 신용할당(credit rationing), 대형은행에 대한 구제금융 보증(bailout guarantee) 등 비금융산업에서 찾아보기 어려운 형태의 정부개입도 있다.

신용할당, 구제금융 보증 등 금융산업에 대한 보편적이지 않은 정부개입은 사회후생 측면에서 바람직한가? 우리나라에서는 소위 ‘관치금융’이라고 하여, 보편적이지 않은 형태의 정부개입이 구시대적이고 부정적인 것으로 인식되는 경우가 많다. 특히 이러한 정부개입이 경제주체가 자율적으로 의사를 결정하는 시장경제의 원리에 부합하지 않기 때문에 각종 비효율을 초래한다는 의견도 제시된다. 반면, 우리나라의 경제발전 과정을 돌아보면 때 실물경제의 성장을 위해 제한적인 금융자원을 효과적으로 사용하기 위해서는 정부개입이 불가피했다는 의견도 존재한다.

재무적 측면에서 금융회사의 경영은 크게 자금조달 측면과 자금운용 측면으로 나눌 수 있다. 투자자로부터 자금을 조달하여 대출, 증권매매 등에 투자(운용)하는 것은 금융회사 경영의 본질이라고 할 수 있을 것이

다. 자금운용 측면에서 보편적이지 않은 대표적인 정부개입으로는 주로 신용할당(credit rationing)제도가 거론되고 있다. 신용할당은 정부가 중점적인 대출대상을 지정하는 것으로 제도의 효과에 대한 논의 역시 활발하게 이루어지고 있다. 우리나라의 신용할당정책에 대한 평가는 Hong(1998), Cho and Kim(1997)과 Borensztein and Lee(1999)를 참고하기 바란다.

자금조달 측면에서 보편적이지 않은 대표적인 정부개입으로는 구제금융 보증이 있다. 시스템적으로 중요한 대형 금융회사나 수많은 관계사와 연결되어 있는 대기업이 실패했을 때, 국가경제에 미치는 부정적인 파급 효과를 고려하여 정부가 공적자금으로 구제하는 경우가 많다. 합리적인 투자자들은 유사시 정부의 구제금융이 있을 것을 사전에 예상할 수 있으므로 암묵적인 지급보증이 존재하는 셈이다. 지급보증은 또한 명시적으로 존재하기도 한다. 국책은행인 산업은행, 수출입은행, 기업은행은 관련 법에 따라 결손금이 발생하면 정부가 보전해야 한다. 매년 결손금을 보전하면 은행이 실패하지 않을 것이라는 점에서 이러한 결손금 보전 조항은 가장 강력한 형태의 구제금융 보증이라 할 수 있을 것이다.

흥미롭게도, 자금운용 측면의 보편적이지 않은 정부개입인 신용할당과는 달리, 자금조달 측면의 정부개입인 구제금융 보증은 특별히 후진적인 것이 아니라 오히려 불가피한 것으로 여겨지기도 하는 것 같다. 수출금융, 녹색금융, 기술금융, 창조금융 등 신용할당의 경우 금융자원을 집중적으로 투입할 대상을 시장이 아닌 정부가 결정하는 것이므로 시장경제의 원리에 반한다는 논리에서 매우 부정적으로 인식되고 있다. 반면, 정부의 암묵적·명시적 구제금융 보증은 그 또한 시장경제의 원리에 어긋나는 것이 분명함에도 불구하고 상대적으로 반감이 작은 것으로 보인다.

그러나 정부의 구제금융 보증은 도덕적 해이를 초래하고, 국가의 재정 건전성을 악화시킨다는 점에서 비효율적이다. 구제금융 보증이 존재하면 금융회사가 위험자산에 과도하게 투자할 유인이 증가한다. 과도한 위험추구행위(excessive risk-taking)는 금융회사의 실패확률을 높이는데, 금융회사들은 상호 밀접하게 연계되어 있어서 한 금융회사의 실패는 금융시스템 전반의 위기를 초래할 가능성이 크다. 이 외에도 정부지원을 기

대하여 내부경영의 혁신을 피하지 않고 안주하는 것 역시 도덕적 해이의 한 형태이다. 또한 구제금융 보증은 국가의 재정불안을 초래할 수도 있다. 1997년 외환위기 당시 우리나라는 금융시스템의 구조조정을 위해 GDP의 31.2%에 해당하는 공적자금을 지출했다(Laeven and Valencia, 2012). 2007년 글로벌 금융위기 때에도 세계 각국은 막대한 공적자금을 투입했고 정부부채가 크게 증가했다.

한편, 구제금융 보증은 납세자를 불공정하게 대우한다는 측면에서 분배의 정의를 심각하게 훼손할 뿐 아니라 시장경제의 원칙에도 어긋난다. 비금융기업이나 중소형 금융회사의 경우 채무를 이행하지 못하면 주주자본이 상각되고 채권자는 손실을 입는다. 즉, 기업의 주요 이해당사자인 주주와 채권자가 경영실패에 대한 책임을 지기 때문에 시장경제의 원칙에 부합한다고 할 수 있다. 반면, 대형 금융회사가 실패하면 정부의 공적 지원을 받기 때문에 이해당사자가 아닌 대다수의 국민이 실패에 대한 부담을 지게 된다. 이는 당사자 책임원칙에 반하므로 시장경제의 원칙에도 어긋난다.

물론 구제금융 보증은 위기가 발생했을 때 금융시스템의 안정성을 유지하기 위해 불가피한 선택이라는 주장도 있다. 예컨대 구제금융 보증이 없는 경우 부실은행에 대한 구조조정 과정에서 뱅크런이 발생하거나 은행 채권자들이 채무재조정에 반대함으로써 구조조정이 지연되고, 이 때문에 지급결제 등 핵심 금융기능까지 마비될 것이라는 우려가 있다. 또한 대형은행이 실패했을 때 구제금융이 이루어지지 않아서 파산할 경우 시스템적으로 연결된 다른 금융회사의 연쇄적 파산을 촉발할 것이라는 우려도 존재한다.

그런데 구제금융 보증이 없으면 금융안정이 저해될 것이라는 논리는 전통적인 금융회사 정리체제를 전제로 한다. 전통적인 정리체제는 일반적인 파산법에 근거하고 있어 금융회사가 파산할 경우 자산, 부채 처분에 관한 권한이 원칙적으로 주주에서 채권자로 이관된다. 채권자는 금융 안정에 대한 우려와 상관없이 원리금 회수를 주된 목적으로 처분권을 행사할 것이므로 지급결제 등 핵심 금융서비스가 정상적으로 작동하지 않

게 할 수 있다.¹

또한 전통적인 정리체제는 일반회사와는 달리 예금자가 주된 채권자인 금융회사의 특이성을 충분히 고려하지 못하는 문제도 있다. 예금자는 투자목적보다는 지급결제 등 금융서비스를 이용하려는 목적으로 예금채권을 구입하는 경우가 많다. 따라서 예금자를 일반 채권자로부터 분리해서 제도적으로 접근할 필요가 있으나, 전통적인 파산법 체제에 예금자보호 제도를 추가하는 방식으로는 금융회사 정리에 따른 뱅크런 등의 혼란에 충분히 대응하기 어렵다. 일례로 예금자는 일반 선순위 채권자와 채권변제순위에서 동 순위이므로, 정리과정에서 선순위 채권자의 손실부담이 요청되면 뱅크런이라는 커다란 혼란이 발생할 수 있다.

그러나 글로벌 금융위기 이후 최근 국제사회(G20, EU 등)는 새로운 금융회사 정리체제인 베일인(bail-in) 체제를 도입하기로 합의했다. 이 체제의 주요 목적은 구제금융 보증을 철폐하면서도 금융불안이 발생하지 않도록 하는 것이다. 우리나라도 2017~18년 중에 베일인 제도를 도입할 것으로 예상된다.² 베일인은 정부의 구제금융인 베일아웃(bail-out)에 대치되는 개념으로서, 금융회사가 실패했을 때 납세자 대신 이해당사자인 주주와 채권자가 손실을 부담하도록 하는 것이다. 이 과정에서 주주와 채권자가 갖는 일반적인 파산법상의 권리를 상당 부분 제한하고, 금융회사의 자산/부채 처분권과 경영권은 정리당국이 행사한다.

베일인 체제는 주주와 채권자에게 손실을 부담시키더라도 금융불안이

1 또한 예금자보호제도가 없는 경우 뱅크런을 통해 금융위기가 올 수 있다는 우려도 많다. 본 연구에서는 예금자보호제도를 가장 기본적인 금융제도로서 (보호한도를 적절하게 설정했을 경우) 당연히 존치되어야 할 대상으로 간주하고 있다. 따라서 본 연구에서 다른 구제금융 보증이란 예금자보호한도 이하 예금을 보유한 절대다수의 소액예금자가 아닌 기관투자자, 일반 채권자, 파생상품 거래상대방 등에 대한 암묵적, 명시적 구제금융 보증을 의미한다.

2 2014년 G20 산하 금융안정위원회(FSB)는 국제적인 베일인 규범인 ‘핵심준칙(Financial Stability Board, “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions,” 2014)’을 제정하고 각국이 핵심준칙에 따라 베일인 체제를 법제화하도록 요구하고 있다. 금융안정위원회는 각국이 베일인 체제를 제도 도입취지에 맞게 법제화하는지 점검하는데, 우리나라에 대한 점검은 2018년에 예정되어 있어서 그 전에 베일인 체제를 법제화 할 것으로 예상된다.

발생하지 않도록 하는 각종 보완장치를 포함하고 있다. 이러한 보완장치로는 예금자우선변제제도, 정리계획, 정리기금 조성, 조기종결권 일시 정지, 교차부도금지조항 등이 있다. 예컨대 정리계획은 시스템적 중요 금융회사(Systemically Important Financial Institutions)가 부실해졌을 때 신속하고 혼란 없이 정리할 수 있도록 하려면, 사전에 어떤 준비를 해야 하고 사후에 어떻게 정리과정을 진행해야 하는지 미리 세워두는 계획이다. 또한 정리기금은 실패한 금융회사를 공적자금의 투입 없이 정리하기 위해 (예금보험기금과는 별도로) 평상시 금융회사들이 미리 출연하여 조성하는 기금이다. 교차부도금지조항은 한 금융상품의 부도(default)가 다른 금융상품의 연쇄적 부도를 일으키지 않도록 하기 위해 마련되었다.

금융불안 문제와는 별개로 구제금융 보증은 금융회사의 투자를 촉진하기 때문에 여전히 불가피하다는 주장도 있다. 미국과 유럽의 대형은행들은 주로 이러한 논리에서 베일인 제도를 반대하였다. 구제금융 보증이 철폐되면 투자자들이 더 높은 위험 프리미엄을 요구하기 때문에 금융회사의 자금조달비용이 상승하고, 따라서 금융회사는 대출여력이 감소하여 실물부문의 투자가 줄어들 것이라는 논리이다.

그런데 구제금융 보증이 과연 투자를 활성화시키는가? 투자 활성화가 사회후생 측면에서 바람직한가? 고전적인 Modigliani-Miller 이론에 따르면 금융시장에 마찰요인(friction)이 존재하지 않을 경우 구제금융 보증이 금융회사의 대출/투자 의사결정에 아무런 영향을 미치지 않는다. 금융회사가 가진 대출/투자안의 순현재가치(net present value)가 양(positive)의 값을 가지면 대출/투자가 이루어지고, 음(negative)의 값을 가지면 대출/투자가 이루어지지 않을 뿐이다. 그럼에도 불구하고 어떠한 이유로 구제금융 보증이 투자를 활성화시킨다고 해도 투자의 증가는 사회후생 측면에서 바람직하지 않을 수도 있다. 투자가 증가하면 소득이 증가하여 사회후생에 기여하기도 하지만, 과도한 투자는 시스템리스크 등 사회적 비용을 초래할 수도 있기 때문이다.

또 다른 중요한 의문점은 구제금융 보증이 사회후생에 미치는 효과가 금융발전의 정도에 따라 어떻게 달라지느냐이다. 관치금융에 관한 실무

적인 논의에 따르면, 금융발전 초기에는 아직 미성숙한 시장을 대체하기 위해 관치금융이 불가피할 수도 있으나 충분한 금융발전이 이루어진 이후에는 금융자원 배분을 시장에 맡기는 것이 더 효율적이라는 의견이 제시되고 있다. 학술적인 논의에서도 경제발전 초기에는 정부의 구제금융 보증이 경제성장에 기여하나(Cho and Kim, 1997), 금융회사의 대출/투자 규모가 실물경제가 감당하기 어려운 수준까지 팽창한 경우 구제금융 보증이 금융위기를 초래할 수 있다(Corsetti *et al.*, 1999)는 의견이 있다.

구제금융 보증이 투자채널을 통해 사회후생에 미치는 이러한 효과를 명확하게 파악해야 구제금융 보증이 정말 불가피한 것인지 아니면 개선되어야 하는지를 판단할 수 있을 것이다.

이에 따라 본 연구는 구제금융 보증이 대출/투자에 어떠한 영향을 미치는지, 사회후생이 어떻게 변화하는지, 그 후생효과가 금융발전의 정도와 어떠한 관련이 있는지를 이론적으로 분석하였다. 구체적으로는 Tirole (2003)이 제시한 기업재무모형을 확장하여 어떠한 마찰요인(friction)이 금융계약을 초래하며, 금융계약이 투자와 어떻게 연결되는지, 또한 금융발전 정도가 금융계약과 투자에 어떠한 영향을 미치는지, 시스템 위기가 최적 투자와 어떻게 관련되는지를 분석하였다. 이론분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 금융회사와 투자자 간 정보의 비대칭성이 존재하는 경우 금융계약이 발생할 수 있다. 금융회사가 조달한 자금을 적절하게 사용하는지 아니면 사적으로 유용하거나 비효율적인 부문에 사용하는지를 투자자가 판찰할 수 없는 경우, 금융회사의 도덕적 해이가 발생할 수 있다. 도덕적 해이에 대한 우려로 자금제공을 꺼리는 투자자를 유치하기 위해 금융회사는 충분한 수준의 순자산(net worth)을 보유해야 한다. 금융회사가 내부 자금을 많이 사용하고 투자자로부터 보다 적은 자금을 빌릴수록 도덕적 해이의 유인이 감소하기 때문이다. 따라서 순자산이 충분하지 않다면 조달할 수 있는 자금의 규모가 축소된다. 즉, 마찰요인이 없는 이상적인 금융시장에서와는 달리 금융계약이 발생한다.

둘째, 정부가 구제금융에 대한 암묵적·명시적 보증을 제공하면 투자

가 증가한다. 구제금융 보증에 힘입어 금융회사는 더 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있게 되므로 투자여력이 증가하기 때문이다.

셋째, 금융회사들이 보유한 순자산의 규모로 금융시스템의 양적인 발전의 정도를 측정했을 때, 발전 정도가 낮은 경우 구제금융 보증은 사회후생을 증가시킨다. 발전 정도가 낮은 경우 투자안의 순현재가치가 높고 시스템리스크 등 투자의 사회적 비용은 낮지만 순자산이 적어 금융계약이 강하기 때문에 과소투자 문제가 발생한다. 이러한 상황에서 구제금융 보증은 금융계약을 완화시켜 사회적으로 바람직한 투자를 늘리기 때문에 사회후생을 증가시키는 것이다. 반대로 발전 정도가 높은 경우 투자안의 순현재가치가 낮고 사회적 비용은 높으나 순자산이 많아서 금융계약이 약하기 때문에 과잉투자 문제가 발생한다. 이러한 상황에서 구제금융 보증은 금융계약을 완화시켜 과잉투자 문제를 심화시키기 때문에 사회후생 측면에서 바람직하지 않다.

이러한 분석 결과는 구제금융 보증이 금융발전 초기에는 불가피할 수도 있으나, 금융발전 정도가 일정 수준을 넘어서면 지양해야 할 대상임을 시사한다. 구제금융 보증은 도덕적 해이를 초래하고 재정건전성을 악화시키며, 납세자에 대한 불공정성 측면에서 근본적인 문제를 안고 있다. 그러나 금융시스템의 양적 발전 정도가 일정 수준 이하인 경우에는 구제금융 보증이 과소투자 문제를 완화한다는 장점이 있으므로, 이상의 문제 점과의 비교형량(比較衡量)을 통해 사회적 가치를 판정할 수 있을 것이다. 반면, 금융발전이 충분한 수준으로 이루어진 경우, 구제금융 보증은 비교형량할 필요도 없이 지양해야 할 것이다.

추가적으로 본 연구는 금융시스템의 질적 발전이 구제금융 보증의 효율성에 어떠한 효과를 미치는지도 분석하고 있다. 최근 인터넷전문은행, P2P대출(혹은 대출형 크라우드펀딩) 등 금융과 ICT(정보통신기술)를 결합한 금융혁신이 이루어지고 있다. 본 연구의 이론모형에서는 특히 인터넷전문은행이 기존 은행에 비해 차별적인 금융서비스를 제공한다는 점, P2P 대출 플랫폼을 사용하는 투자자들이 집단지성효과(collective intelligence)를 발휘하여 정보의 비대칭성을 줄인다는 점에 주목한다. 이론분석 결과, 이

러한 차별적 금융서비스와 집단지성효과로 인해 투자자들은 상대적으로 낮은 이자에도 투자에 참여하기 때문에 금융회사가 직면하는 금융제약이 완화된다. 따라서 보다 적은 양의 순자산으로 보다 많은 투자가 성사될 수 있다. 이와 같이 금융의 질적 발전이 양적 발전을 대체하면 구제금융 보증은 기존에 비해 이른 시기에 효율성과 정당성을 상실하게 된다.

이러한 분석 결과는 자연스럽게 “우리나라의 금융시스템은 구제금융 보증을 지양해야 할 정도로 양적으로 충분히 발전했는가?”라는 질문으로 이어질 것이다. 이러한 질문에 대답하기 위해 본 연구에서는 금융과 장기 경제성장 간 관계를 연구한 다양한 실증분석 논문들을 검토한다. 이러한 실증연구의 공통적인 결론은 금융의 양적 발전 정도가 일정한 임계치를 넘어선 경우 추가적인 양적 발전은 장기 경제성장률을 감소시킨다는 것(too much finance is harmful)이다. 또한 이러한 실증연구들은 양적 발전을 측정하는 신뢰할 만한 지표들을 사용하고 있고 동 지표들의 임계치 수준을 제시하고 있다(Cecchetti and Kharroubi, 2012; Law and Singh, 2014; Cournède and Denk, 2015).

본 연구에서 검토한 결과, 우리나라의 금융시스템은 여러 실증분석 논문들이 공통적으로 제시하고 있는 임계치를 크게 상회할 정도로 양적으로 충분히 발전한 것으로 보인다. 따라서 자금조달비용을 낮춤으로써 투자를 활성화하기 위해 구제금융 보증이 필요하다는 논리는 정당화되기 어려운 것으로 판단된다.

연구방법 등에 있어 다소 차이는 있지만 기존 문헌들도 본 연구 결과와 유사한 결론을 도출하고 있다. 다시 말해 본 연구에서 도출한 정책적 시사점은 단지 본 연구에서 사용한 모형의 특수성에서 비롯된 것이 아니라 보다 폭넓은 학문적 지지를 기반으로 하고 있는 것으로 보인다. Corsetti *et al.*(1999)은 동아시아 외환위기 당시 우리나라를 비롯해 네 마리 용으로 불렸던 신흥경제국들이 금융위기에 빠진 이유가 과잉투자 문제 때문이었음을 보이고 있다. Schneider and Tornell(2005)은 중첩세대모형을 통해 순자산의 규모로 측정된 금융의 양적 발전 수준이 낮은 단계에서는 과소투자가 발생하고, 높은 단계에서는 과잉투자가 발생함을 보였다.

본 연구는 크게 세 가지 측면에서 기존의 연구 결과와 차별화된다. 첫째, 금융제약이 발생하는 메커니즘이 상이하다. Corsetti *et al.*(1999)은 금융제약이 외생적으로 주어졌다고 가정하고 있고, Schneider and Tornell (2005)은 은행이 전략적으로 고의부도를 낼 수 있다고 상정함으로써 금융제약을 내생적으로 도출할 수 있었다. 반면, 본 연구에서는 감독, 규제 하에 놓인 대형은행이 전략적으로 고의부도를 내는 것은 우리나라 현실에 크게 부합하지 않는다고 판단하였다. 이에 따라 본 연구에서는 은행이 조달한 자금을 사적으로 유용하거나 비효율적인 데 투자하는 것, 또는 내부 임직원에 과도한 보상을 제공하는 것 등의 도덕적 해이를 주된 마찰요인으로 보고 이를 통해 금융제약을 내생적으로 도출하였다. 둘째, 상기 논문들은 금융의 양적 발전이 지급보증의 효율성에 미치는 효과는 주안점으로 고려하지 않았으나, 본 연구는 금융시스템의 양적 발전 정도를 측정하는 양대 지표인 순자산과 민간신용(credit)을 모두 고려할 뿐 아니라 금융과 ICT의 결합에 따른 질적 발전이 양적 발전을 대체할 수 있는지 또한 분석하고 있다. 마지막으로, 본 연구는 상기 논문들과는 달리 베일인 체제의 도입, 인터넷전문은행의 출범, P2P대출의 확산, 가계부채를 포함한 민간신용의 양적 팽창이 중요한 이슈가 되고 있는 우리나라의 상황에 맞게 이론모형을 구성하고 분석 결과를 해석하고 있어, 우리나라에 대한 정책적 시사점을 도출하는 데 보다 용이할 것으로 사료된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2절에서는 구제금융 보증의 사회후생효과를 분석하는 것이 왜 중요한지, 구제금융 보증이 최근 국제적으로 도입되고 있는 베일인 체제와 어떠한 관련이 있는지를 논의한다. 제3절에서는 이론모형을 구축하여 구제금융 보증의 사회후생효과를 분석하여 금융시스템이 양적으로 일정 수준 이상 발전한 경우 구제금융 보증이 지양되어야 함을 밝힌다. 제4절에서는 관련된 실증분석 논문들이 공통적으로 제시하는 금융발전을 측정하는 지표와 지표별 임계치를 사용하여 우리나라 금융시스템의 양적 발전 정도를 판단한다. 제5절에서는 결론과 함께 본 연구의 정책적 시사점을 간략하게 논의한다.

제2절 구제금융 보증(bailout guarantee)의 중요성과 베일인(bail-in) 체제

우리나라에서 금융회사에 대한 보편적이지 않은 형태의 정부개입은 구시대적인 것으로 인식되고 있다. 그럼에도 불구하고 이러한 형태의 정부개입이 여전히 지속되고 있다는 의견도 제기되고 있다. 정부가 직접 금융회사에 특정 기업이나 산업에 대출할 것을 요구하는 신용할당이나, 정부가 민간금융회사의 인사를 결정하는 것, 금리 등 시장에서 결정되어야 할 가격을 직접 통제하는 것처럼 시장경제 원칙에 부합하지 않는 방식으로 정부가 개입하기 때문에 후진적이라는 인식이 팽배하다.

그런데 흥미롭게도 자금운용 측면의 보편적이지 않은 정부개입인 신용할당을 구시대적인 정부개입 방식으로 보는 인식과는 달리, 자금조달 측면의 정부개입인 암묵적·명시적 구제금융 보증은 오히려 불가피한 것으로 여겨지기도 한다. 비금융기업이나 중소형 금융회사의 경우 채무를 이행하지 못하면 주주자본이 상각되고 채권자는 손실을 입는다. 이는 기업의 주요 이해당사자인 주주와 채권자가 경영의 실패, 투자의 실패에 대한 책임을 지는 것이므로 시장경제의 원칙에 부합한다고 할 수 있다. 반면, 대형 금융회사가 재무적 위기로 인해 채무를 이행하기 어려운 상황이 되면 많은 경우 정부가 구제금융을 제공하여 주주와 채권자를 보호한다. 우리나라의 「금융산업구조개선에 관한 법률」(이하 금산법) 제12조 1항은 금융위원회가 부실금융기관에 대해 정부의 구제금융을 요청할 수 있도록 하고 있다.³ 이는 부실금융기관의 채권자에 대한 정부의 암묵적인 구제금융 보증이 존재함을 의미한다. 금융회사가 부실금융기관으로 지정되면 주주 지분이 상각되는 경우가 많으므로 주주는 보호받지 못할 수도 있다. 그러나 현실적으로는 주주도 이러한 암묵적 구제금융 보증을 통해

³ 본 연구에서는 금융회사를 금융기관이 아닌 금융회사로 표현하여 쓰고 있다. 다만, 금산법에서는 ‘부실금융기관’이라는 용어를 법적인 용어로 사용하고 있으므로, 금산법상 부실금융기관과 ‘부실한 금융회사’라는 표현을 맥락에 맞게 혼용하여 쓰기로 한다.

보호받는 경우가 많다. 예컨대 2008년 글로벌 금융위기 당시 우리나라는 금융위기에 선제적으로 대응한다는 목적으로 은행자본확충펀드를 조성하여 부실금융기관으로 지정되지 않은 은행에도 유동성을 공급한 바 있다. 이로써 주주자본이 상각되기 전에 금융회사가 공적금융을 통해 구제되었기 때문에 주주가 온전하게 책임을 지지 않게 되었다.

상기 예처럼 대형 금융회사는 정부가 구제할 것이라는 금융시장의 기대는 암묵적인 구제금융 보증으로 이어지고, 이는 이해당사자인 주주와 채권자 대신 납세자가 경영 및 투자 실패에 대한 책임을 부담하는 것이므로 불공정성의 문제를 야기한다.

납세자에 대한 불공정성 외에도 구제금융 보증은 금융회사의 도덕적 해이라는 중대한 문제를 초래할 수 있다(표 2-1 참조). 정부가 채무의 지급을 보증한다는 믿음이 있으면 금융회사는 위험자산에 과도하게 투자할 것이다. 과도한 위험추구행위는 금융회사의 실패확률을 높이고, 따라서 시스템위기 가능성을 높이게 된다.

또한 구제금융 보증은 국가의 재정불안을 초래할 수도 있다. 금융회사가 실제로 부실해진 경우 정부는 공적자금을 투입하여 구제하게 되는데, 이 과정에서 막대한 국가재정이 소요되기 때문이다(표 2-2, 2-3 참조). 1997년 외환위기 당시 우리나라는 금융시스템의 구조조정을 위해 GDP의 31.2%에 해당하는 공적자금을 지출하였고, 정부부채는 장기 추세에 비해 GDP 대비 9.9%만큼 증가하였다. 2007년 글로벌 금융위기 당시 영국은 GDP 대비 8.8%의 공적자금을 지출하였고 정부부채는 장기 추세에 비해 GDP 대비 무려 24.4%나 증가하였다. 이와 같은 재정불안 문제는 우리나라

<표 2-1> 암묵적·명시적 구제금융 보증의 장단점

장 점	단 점
<ul style="list-style-type: none">- 당면한 금융불안 요인의 봉합- 자금조달을 용이하게 하여 투자를 촉진	<ul style="list-style-type: none">- 납세자에 대한 불공정성- 금융회사의 도덕적 해이- 국가의 재정불안- 자금조달을 용이하게 하여 투자를 촉진

자료: 저자 작성.

<표 2-2> 동아시아 외환위기 당시 국가별 피해 규모

(단위: GDP 대비, %)

국가	위기시점	재정비용 규모 ¹⁾	정부부채의 비정상적인 증가폭 ²⁾
한국	1997	31.2	9.9
말레이시아	1997	16.4	0.2
인도네시아	1997	56.8	67.6
일본	1997	14.0	41.7
태국	1997	43.8	42.1

주: 1) 금융시스템 구조조정을 위해 지출(outlay)한 공적자금으로 은행 자본확충을 위해 소요된 자금을 포함하나, 자산 구입 및 유동성 공급을 위해 소요된 자금은 불포함함.

2) 위기시점을 T라고 할 때, T-1~T+3 기간 동안의 정부부채 추세를 이탈한 증가폭을 나타냄.

자료: Laeven and Valencia(2012).

<표 2-3> 글로벌 금융위기 당시 국가별 피해 규모

(단위: GDP 대비, %)

국가	위기시점	재정비용 발생폭 ¹⁾	정부부채의 비정상적인 증가폭 ²⁾
그리스	2008	27.3	44.5
네덜란드	2008	12.7	26.8
독일	2008	1.8	17.8
미국	2007	4.5	23.6
스페인	2008	3.8	30.7
아이슬란드	2008	44.2	72.2
영국	2007	8.8	24.4
이탈리아	2008	0.3	8.6
프랑스	2008	1.0	17.3

주: <표 2-2>의 주 참조.

자료: Laeven and Valencia(2012).

에서 특히 심각한 문제로 대두될 수 있는데, 이는 우리나라가 저출산, 고령화 추세하에 있어 미래세대의 재정기여도가 낮을 것으로 예상되기 때문이다. 뿐만 아니라 재정불안 문제는 또 다른 금융위기의 원인이 되기도 한다. 금융회사가 부실해져서 정부가 공적자금을 투입한 결과 국가재정이 불안해지면 국채의 부도확률이 상승한다. 그런데 국채의 주요 보유

자는 해당국에 본점을 두고 있는 금융회사이므로 금융권의 건전성이 저해되고 따라서 시스템위기를 촉발할 수 있다. 금융위기, 공적자금 투입, 국채위기, 금융회사의 자산건전성 악화, 금융위기로 이어지는 이러한 악순환은 글로벌 금융위기와 유럽의 국채위기를 통해 확인된 바 있다 (Acharya *et al.*, 2014).

물론 정부의 구제금융 보증은 시스템위기를 예방하기 위해 불가피하다는 주장도 존재한다(표 2-1 참조). 이해당사자인 주주, 채권자가 손실을 부담하도록 하면 위기 시 금융혼란이 발생하면서 금융위기로 확산될 수 있다는 것이다. 예컨대 구제금융 보증이 없는 경우 부실은행에 대한 구조조정 과정에서 은행채 채권자들이 채권의 만기연장 또는 원리금 일부 상각 등 채무재조정에 반대할 것이고, 이에 따라 구조조정이 지연되면서 은행의 지급, 결제 등 핵심 금융기능이 마비될 것이라는 우려가 존재한다. 글로벌 금융위기 당시 리먼 브라더스에 대한 무질서한 파산 처리로 인해 금융위기가 증폭되었다는 주장도 있다(*FDIC Quarterly*, 2011).

그런데 구제금융 보증이 없으면 금융안정이 저해될 것이라는 논리는 전통적인 금융회사 정리체제를 전제로 한다. 전통적인 정리체제는 일반적인 파산법에 근거하고 있어 금융회사가 파산을 신청할 경우 금융회사의 자산, 부채 처분에 관한 권한이 원칙적으로 주주에서 채권자로 이관된다. 따라서 채권자는 금융안정에 대한 우려와 상관없이 원리금 회수를 주목적으로 처분권을 행사할 수 있고, 이로 인해 핵심 금융서비스가 정상적으로 작동하지 못하는 문제가 발생할 수 있다.⁴

또한 전통적인 정리체제는 금융회사의 부채구조의 특이성을 충분히 고려하지 못하는 측면이 있다. 금융회사는 일반회사와는 달리 예금자가 주된 채권자이다. 예금자는 일반적인 채권자와는 달리 투자목적보다는 지급결제 등 핵심 금융서비스를 이용하려는 목적으로 예금채권을 구입하는

4. 파산과정에서 예금보험기구에 자산, 부채 처분 권한의 상당 부분을 부여하는 특별정리 제도를 도입한 국가도 있으나 이 경우에도 예금보험기구는 채권자 중 보호한도 이하 예금 가입자만을 대신하여 해당 권한을 행사할 수 있다. 대개의 경우 예금보험기구가 예금자보다 변제의 우선권을 갖는 담보부 채권자의 의사에 반하여 단독으로 의사결정을 내릴 수는 없다.

경우가 많다. 따라서 예금자와 일반 채권자를 분리해서 제도적으로 접근할 필요가 있으나 전통적인 파산법 체제에 예금자보호제도를 추가하는 방식으로는 금융회사 정리에 따른 뱅크런 등의 혼란에 충분히 대응하기 어렵다. 일례로 예금자는 일반 선순위 채권자와 채권변제순위에서 동 순위이므로, 정리과정에서 선순위 채권자의 손실부담이 요청되면 뱅크런이라는 커다란 혼란이 발생할 수 있다.

그러나 글로벌 금융위기 이후 국제사회는 구제금융 보증을 철폐하면서도 금융불안이 발생하지 않도록 하는 새로운 금융회사 정리체제인 베일인(bail-in) 체제를 도입하기로 합의하였다. 이와 관련하여 G20 산하 금융안정위원회(Financial Stability Board: 이하 FSB)는 베일인 체제에 대한 국제적인 가이드라인인 ‘핵심준칙’을 발표했는데, 핵심준칙에서 동 체제의 목표를 <Box 2-1>과 같이 명시하고 있다.⁵ 이에 따르면 베일인 체제의 근본적인 목표는 납세자가 손실을 부담하는 베일아웃(bail-out) 방식이 아닌 주주, 채권자가 손실을 부담하는 이른바 베일인(bail-in) 방식에 따라 부실금융회사를 정리하는 것이다(Box 2-1의 (1), (2)에 해당). 또한 베일인 과정에서 시스템적으로 중요한 금융기능이 마비되지 않도록 각종 보완장치를 미리 마련해 두는 것도 중요한 목표이다(Box 2-1의 (3)에 해당).

<Box 2-1> FSB ‘핵심준칙’에서 밝힌 새로운 금융회사 정리체제의 목표

- (1) 납세자에게 손실을 끼치지 않고,
- (2) 주주와 (담보 또는 구제금융 보증 프로그램에 의해 보호받지 않는) 채권자가 (미리 정해진 변제순위에 따라) 손실을 흡수하는 방식으로,
- (3) 은행을 정리하되 시스템적 중요 금융기능(지급, 결제 등)은 정상 작동하도록 함으로써 심각한 시스템위기가 발생하지 않도록 하는 것임.

자료: FSB(2014), p.3의 내용을 황순주(2016)가 발췌 후 정리한 것을 인용하였음.

⁵ Financial Stability Board(2014).

베일인 과정에서 금융불안이 발생하지 않도록 하는 보완장치로는 정리계획, 정리기금 조성, 조기종결권 일시 정지, 예금자우선변제제도, 교차부도금지조항 등이 있다. 예를 들어 정리계획은 시스템적 중요 금융회사가 부실해졌을 때 혼란 없이 신속하게 정리하려면 어떻게 해야 하는지 사전에 세워두는 계획이다. 정리과정에서 계열사 간 부실위험이 전이되지 않도록 금융그룹의 지배구조를 미리 개편하고 부실 이후에도 유지해야 할 핵심 금융기능을 지정하는 등의 방안을 포함한다. 또한 정리기금은 유사시 실패한 금융회사를 공적자금의 투입 없이 정리하기 위해 금융회사들이 평상시에 미리 출연하여 조성하는 기금이다. 이와 같은 보완장치들에 대한 보다 자세한 설명은 <표 2-4>를 참조하기 바란다.

금융불안 문제와는 별개로 구제금융 보증은 금융회사의 자금조달을 보다 용이하게 해줌으로써 투자를 촉진하기 때문에 불가피하다는 주장도 있다(표 2-1 참조). 기업이 투자를 늘리기 위해서는 투자자금을 조달해야 하는데 신용도가 낮은 경우 금융계약이 강하게 작용하여 자금을 조달하기 어렵다. 이때 정부가 채무에 대한 지급을 보증하면 기업은 정부의 신용에 힘입어 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있게 되고 따라서 투자를 촉진하는 효과가 있다. 실제로 1970년대 우리나라가 급속한 경제성장을 경험하던 시기, 정부는 수출기업 또는 수출기업에 대출하는 은행에 대한 구제금융 보증을 제공함으로써 시장가격보다 낮은 금리로 자금을 조달할 수 있도록 하였다. 국제금융시장에서 자체적인 신용도로는 자금을 조달하기 어려웠던 은행들도 정부의 명시적인 구제금융 보증을 통해 자금을 조달한 후 실물부문으로 중개할 수 있었다(Cho and Kim, 1997). 일례로 1975년 우리나라 은행대출 총액의 88%가 정부의 명시적 구제금융 보증이 있는 대출이었다(표 2-5 참조).

주목할 점은 자금조달을 용이하게 하여 투자를 촉진하는 것이 구제금융 보증의 장점이 될 수도 있고 단점이 될 수도 있다는 점이다. 기업이 순현재가치(net present value)가 높은 양질의 투자안을 갖고 있는 반면 강한 금융계약에 직면하는 경우 자금조달이 용이해지면 양질의 투자가 확대되어 경제성장에 기여하고 이는 사회후생 측면에서도 바람직하다 할

<표 2-4> 베일인 조치가 시스템 위기를 촉발하지 않도록 하는 보완장치

보완장치	설명	근거 규정 ¹⁾
정리계획 (Resolution Planning)	<ul style="list-style-type: none"> - 금융회사 또는 정리당국이 향후 금융회사가 부실해져서 정리가 필요하면 신속하고 질서정연하게 정리하기 위해서 어떻게 해야 할 것인지 평상시에 미리 계획하고 정기적으로 계획의 실행 가능성을 심사하는 제도 	FSB(2014), EC(2014)
정리기금 (Resolution fund)	<ul style="list-style-type: none"> - 예금보험기금과는 별도로 금융회사들이 평상시에 출연하여 조성한 기금 - 유사시 출연 금융회사가 실패한 경우 공적자금이 아닌 정리기금에서 정리에 필요한 자금을 충당함. 	FSB(2014), EC(2014)
조기종결권 일시정지 (Temporary Stay)	<ul style="list-style-type: none"> - 파생금융상품은 많은 경우, 두 거래상대방(A, B) 중 어느 한쪽(A)이 파산 또는 파산 직전 상황에 놓이면 다른 한쪽(B)이 계약을 조기종결하고 관련채무를 즉시 이행하도록 강제하는 권한을 부여 - 정리당국에 이러한 조기종결권을 일시정지시킬 수 있는 권한을 부여하여 조기종결권의 행사가 효과적인 금융회사 정리를 저해하지 않도록 하는 제도 	FSB(2014), EC(2014)
예금자보호제도 (Deposit insurance)	<ul style="list-style-type: none"> - 보호한도 이하 예금자는 베일인 대상에서 명시적으로 제외함으로써 절대다수의 소액예금자들을 보호하고 뱅크런을 방지함. 	FSB(2014), EC(2014)
예금자 우선변제제도 (Depositor Preference)	<ul style="list-style-type: none"> - 정리과정에서 채권자에게 손실을 분담시킬 때 보호한도 초과 예금자는 주주, 일반 채권자 다음 순서로 손실을 분담시킴으로써 보호한도 초과 예금자의 정치적 저항과 뱅크런을 방지하는 제도 	EC(2014)
교차부도 (Cross-default) 조항 폐지	<ul style="list-style-type: none"> - 교차부도조항이란 한 금융상품의 계약이 이행되지 못해 부도가 발생하면 다른 금융상품도 자동적으로 부도가 발생하도록 하는 조항으로, 이로 인해 금융회사가 적기에 정리절차에 진입하지 못하거나 진입하더라도 연쇄부도가 발생할 수 있음. - 교차부도조항을 금융상품 계약에 산입하지 못하도록 금지하는 제도 	

주: 1) EU는 역내 국가를 대상으로 FSB의 핵심준칙보다 구체적인 규범인 BRRD(Bank Recovery and Resolution Directive)를 2014년에 제정하여 2016년 1월부터 시행 중임.

자료: FSB(2014); EC(2014); 황순주(2016).

것이다. 반면, 보유한 투자안의 순현재가치가 낮고 금융계약이 크지 않은 경우 기업은 정부의 구제금융 보증이 없더라도 금융시장에서 자금을 쉽게 조달하여 순현재가치가 낮은 투자를 할 수 있다. 이러한 상황에서 정부가 구제금융 보증을 통해 자금조달을 더욱 용이하게 만들어 준다면 기업은

<표 2-5> 1975년 은행대출에 대한 명시적 구제금융 보증

은행	대출액 (백만USD)	구제금융 보증액 (백만USD)	대출액 대비 구제금융 보증액 비중(%)
상업은행	-	92	-
지방은행	-	12	-
외환은행	-	1,786	-
산업은행	-	303	-
총액	2,492	2,193	88.0

자료: Cho and Kim(1997), Table 12의 재인용.

과도한 수준으로 자금을 조달하여 과잉투자하게 될 것이다. 요컨대 전자의 경우 자금조달이 용이해지면 과소투자 문제가 완화되어 사회후생이 증가하지만, 후자의 경우 과잉투자 문제가 심화되어 사회후생이 감소한다는 것이다.

따라서 구제금융 보증에 따른 자금조달의 용이성이 어떠한 경우 어떠한 메커니즘을 통해 사회후생에 기여하는지 혹은 사회후생을 줄이는지를 엄밀하게 분석할 필요가 있다. 분석 결과 사회후생에 기여하는 것으로 나타나면 도덕적 해이, 국가 재정불안, 납세자에 대한 불공정성 문제 등 구제금융 보증의 단점들과 그 경중을 비교형량함으로써 구제금융 보증이 바람직한지 여부를 판단할 수 있을 것이다. 반면, 자금조달의 용이성이 사회후생을 저해한다는 분석 결과가 나타나면 구제금융 보증은 비교형량 할 필요도 없이 바람직하지 않다는 결론에 도달할 수 있을 것이다.

이어지는 제3절에서는 전통적인 기업재무 이론모형을 응용하여 구제금융 보증이 자금조달의 용이성에 어떠한 영향을 주는지, 또한 그에 따른 사회후생효과는 어떠한지를 분석한다.

제3절 구제금융 보증의 후생효과: 이론분석

본 절에서는 구제금융 보증이 자금조달의 용이성에 미치는 효과를 통해 최종적으로 사회후생에 어떠한 영향을 주는지 분석한다. 분석을 위해 Tirole(2003)이 고안한 기업재무 이론모형에 구제금융 보증 측면과 투자의 사회적 비용 측면을 새롭게 추가한 모형을 구성한다.

1. 모형

가. 금융경제 모형의 구성원: 투자자와 금융회사

본 절에서 고려하는 금융경제 모형의 구성원은 투자자와 금융회사이다. 투자자는 가계(household) 또는 기관투자자이거나 해외투자자일 수도 있다. 금융회사는 은행일 수도 있고 비은행 금융회사일 수도 있다. 예컨대 모형은 가계, 해외투자자 등으로 구성된 투자자들이 금융회사에 자금을 공급하면 금융회사가 동 자금을 실물에 투자하는 행태를 다루고 있다.

본 모형에서 고려하는 투자자는 지급결제가 아닌 투자이익을 주된 목적으로 투자에 참여하는 사람들이다. 예컨대 지급결제를 주된 목적으로 은행에 자금을 공급하는 소액예금자는 고려대상이 아니다. 반대로, 고액 예금자 중 개인, 중소기업이 아닌 예금자, 은행채 등 시장성 수신에 참여하는 비예금 일반채권자, 외국인 채권자 등이 주요 고려대상이다. 모형은 이러한 점을 감안하여 구성되었다.

나. 투자안

본 모형의 금융회사는 투자안(project)을 갖고 있다. 동 투자안에 자금을 I 만큼 공급하면, 투자가 성공했을 때 $f(I)$ 의 투자수익을 얻는다. 반면, 투자가 실패한 경우 투자수익은 존재하지 않는다. 투자가 성공할 확률은 p ,

실패할 확률은 $(1 - p)$ 이다. 투자수익 $f(I)$ 는 전형적인 한계생산체감의 법칙(law of diminishing marginal product)을 따른다고 가정한다. 즉, 투자금 I 가 증가할수록 투자수익의 총액(total product, $f(I)$)은 증가하지만, 투자수익의 증분(marginal product, $f'(I)$, f' 은 f 의 미분계수)은 감소한다.

상기 투자안은 하나의 금융회사가 가진 개별적인 투자안으로 해석해도 되지만 국가경제 전체 혹은 금융섹터/기업섹터 전체가 직면하는 투자기회로 해석할 수도 있다. 이 경우 투자안의 실패는 국가경제가 금융위기 상황에 빠진 것으로 해석할 수도 있을 것이다. 이 같은 해석에 따르면, 국가경제가 금융자원을 동원하여 I 만큼의 금액을 투자(aggregate investment)하면 금융위기가 발생하지 않는 경우 $f(I)$ 만큼의 투자성과를 얻는다. 반면, 금융위기가 발생하는 경우 투자성과가 존재하지 않는다. 한 나라가 직면한 전체 투자기회는 한계생산체감의 법칙을 따른다는 데 많은 경제학자들이 동의할 것이다. 개발도상국이 발전 초기에 노동, 자본 등 요소투입 방식으로 빠르게 성장하다가 발전의 정도가 일정 수준을 넘어서면 단순한 요소투입 방식으로는 더 이상 비슷한 속도로 성장하지 못하는 현상이 관측되고 있기 때문이다. 따라서 기술발전, 제도혁신 등을 통해 총요소생산성(total factor productivity)이 증가하지 않는 이상 요소투입에 따른 한계생산은 감소한다고 보는 것이 일반적인 견해일 것이다. 이러한 점을 반영하여 본 모형의 한계생산 $f'(I)$ 또한 자본 I 가 증가할수록 감소한다고 설정하였다.

다. 도덕적 해이(moral hazard)

투자의 성공 여부는 거시경제 상황, 외국 기업과의 경쟁 등 다양한 요소에 따라 달라질 것이나, 그중에서 특히 중요한 것은 투자를 수행하는 금융회사가 얼마나 열심히, 또한 효율적으로 투자자금을 집행하고 사업을 경영하느냐일 것이다. 금융회사가 자금 I 를 기업에 대출한 후 해당 기업을 효과적으로 감시(monitoring)한다면 기업 경영진이 투자자금을 방만하게 또는 비효율적으로 사용하는 것을 막음으로써 투자의 성공확률 p

를 높일 수 있을 것이다. 반면, 금융회사가 기업대출 이후 감시의 책임을 소홀히 하면 투자자금이 방만하게 운영되어 성공확률이 낮아질 것이다. 이러한 관점에서 본 모형에서는 투자안을 운영하는 금융회사의 도덕적 해이가 발생하지 않으면 성공확률이 p_h 로 높고, 도덕적 해이가 발생하면 성공확률이 p_l 로 낮아진다고 설정한다($0 < p_l < p_h < 1$).⁶

금융회사의 입장에서는 감시의 의무를 소홀히 하는 등 도덕적 해이를 일으킬 때 사적편익을 얻을 수 있을 것이다. 감시를 열심히 하지 않고 자금을 대출받은 기업의 도덕적 해이를 방치하면 그 대가로 기업으로부터 뇌물공여 등을 통해 부당한 편익을 얻을 수도 있기 때문이다. 또는 명백한 부패는 아닐지라도 자금을 대출받은 기업이 해당 자금을 비효율적으로 사용하는 것을 방치함으로써 합법과 불법의 경계에 있는 사적편익을 제공받을 수도 있을 것이다. 투자규모 I 가 클수록 자금의 비효율적 사용 또는 유용을 통해 얻을 수 있는 이 같은 사적편익의 크기는 증가할 것이다. 이에 따라 도덕적 해이에 따른 사적편익은 bI 로 설정한다($b > 0$).

본 모형에서는 도덕적 해이를 방지하는 경우에만 투자가 경제적 가치를 갖는다고 가정한다. 투자안의 경제적 가치는 순현재가치(net present value: NPV)로 평가될 수 있다. 도덕적 해이가 발생한 경우의 순현재가치는 $p_l f(I) - I + bI$ 이고, 도덕적 해이가 발생하지 않은 경우의 순현재가치는 $p_h f(I) - I$ 이다. 따라서 아래의 가정을 사용하기로 한다.

가정 1: $p_l f(I) - I + bI < 0 < p_h f(I) - I$ for all $I \geq 0$

⁶ 우리나라 은행의 경우 주택담보대출, 신기보의 보증대출 등 담보/보증 대출의 비중이 높으므로 차주에 대한 은행의 위험관리 노력의 중요성은 상대적으로 줄어들 수도 있다. 그러나 최근 가계대출의 빠른 증가세에도 불구하고 우리나라 은행권의 총대출 중 가계대출의 비중은 1960년대 이후 지금까지 지속적으로 기업대출 비중보다 낮았다. 기업대출도 신기보의 보증이 중요한 역할을 하는 대출은 업력이 긴 중소기업 대출이며, 업력이 짧은 중소기업이나 대기업에 대한 대출은 여전히 은행의 위험관리가 중요한 대출일 것이다. 또한 최근 금융회사의 경영/겸업 확대, 금융지주화, 금융/IT의 결합 등으로 대표되는 금융권의 발전 양상은 향후 은행의 위험관리가 보다 중요한 요소로 부각될 것임을 시사한다.

라. 사적으로 최선인 수준의 투자규모(privately first-best investment)

금융회사에 사적편익을 상회하는 인센티브가 주어져서 도덕적 해이가 발생하지 않는 경우 투자안의 기대수익(expected return)은 $p_h f(I)$ 가 된다. 따라서 자금 한 단위를 더 투자했을 때 얻을 수 있는 한계기대수익은 $p_h f'(I)$ 이다. 자금 한 단위를 더 투자했을 때 발생하는 한계비용은 1이다. 결과적으로 기대수익을 극대화하는 최적 투자규모 I^* 는 다음과 같이 투자안의 순현재가치를 극대화시키는 값이다.

$$p_h f'(I^*) = 1 \quad (1)$$

여기서 주목할 점은 I^* 의 규모는 ‘사적으로(privately)’ 최선이라는 점이다. 금융회사가 가계 등으로부터 자금을 조달하여 투자했으나 투자가 실패하여 금융위기가 발생하는 경우 재정비용, 시스템리스크 비용 등 사회적 비용이 발생할 것이다. 이러한 비용을 고려하면 ‘공적으로(socially)’ 최선인 수준의 투자규모를 도출할 수 있다. 일반적으로 공적으로 최선인 투자규모는 사적으로 최선인 투자규모와는 다를 것이다. 공적으로 최선인 투자규모에 대해서는 본 모형의 후반부에서 다시 논의하기로 한다.

마. 금융회사의 순자산(net worth)과 투자자의 의사결정

본 모형에는 수많은 동질적인(homogeneous) 투자자들이 존재한다. 투자자들이 동질적이므로 모든 투자자들이 동일한 투자결정을 내릴 것이다. 이에 따라 편의상 1명의 대표 투자자(representative investor)가 존재한다고 가정한다. 대표 투자자를 전체 투자자 집단으로 해석해도 무방하다. 본 모형에서 고려하는 투자자란 국내 투자자뿐 아니라 수많은 해외의 잠재적 투자자를 포함하고 있으므로 가용자금 자체는 충분히 크다고 가정해도 무방할 것이다. 이에 따라 편의상 대표 투자자의 가용자금은 무한하다고 가정한다.

본 모형에는 수많은 동질적인 금융회사들이 존재한다. 따라서 상기와 같은 논리로 대표 금융회사(representative financial company)가 1개 존재한다고 설정해도 무방할 것이다(이를 대표 금융회사가 아닌 대표 기업으로 해석해도 이후의 정성적인 발견에 근본적인 차이가 발생하지 않는다). 대표 금융회사는 순자산(net worth) 또는 자본으로 A 를 보유하고 있다. 따라서 투자안에 총 I 의 자금을 투자하기 위해서는 순자산을 제외한 나머지 자금인 $I - A$ 를 대표 투자자로부터 조달해야 한다. 이를 위해 대표 금융회사는 충분한 원리금(원금+이자)을 대표 투자자에게 제공해야 하는데 이러한 원리금을 $r(I)$ 라고 하겠다.

대표 투자자가 $I - A$ 의 자금을 대표 금융회사에 제공하면 투자가 성공했을 때에만 약속한 원리금 $r(I)$ 를 지급받을 수 있다. 이에 따라 대표 투자자의 기대투자수익(expected revenue)은 $p_h r(I)$ 이다. 자금을 금융회사에 투자하지 않고 대체수단에 투자하면 자금 한 단위당 1의 경제적 이익을 얻으므로, 대표 투자자가 $I - A$ 를 금융회사에 투자하면 그에 따른 기회비용은 $I - A$ 가 된다. 따라서 대표 투자자는 아래와 같이 기대투자수익이 기회비용을 상회할 경우에만 자금 $I - A$ 를 공급한다.

$$p_h r(I) \geq I - A \quad (2)$$

바. 금융회사의 자금조달 의사결정

대표 금융회사는 얼마나 많이 투자할지, 즉 투자규모 I 를 결정한다. 동 투자를 증권에 대한 직접투자로 볼 수도 있고 기업이나 가계에 대출하는 금액으로 볼 수도 있다. I 만큼 투자하기 위해서는 금융회사가 보유한 순자산 A 를 초과하는 $I - A$ 를 대표 투자자로부터 조달해야 한다. 자금조달을 위해 금융회사는 투자자에게 원리금 $r(I)$ 를 지불하기로 약속한다. 이에 따라 도덕적 해이가 발생하지 않는 경우 대표 금융회사의 이윤함수 π 는 다음과 같이 결정된다.

$$\pi \equiv p_h [f(I) - r(I)] - A \quad (3)$$

투자에 따른 순현재가치는 도덕적 해이가 발생할 경우 감소하므로(‘가정 1’ 참조) 금융회사에 위험관리, 기업감시 등의 유인을 부여하는 것이 필요하다. 파레토 효율성 관점에서도 도덕적 해이를 발생시키지 않는 방향으로 자금조달계약을 맺는 것이 효율적일 수 있는데, 이는 금융회사와 투자자가 투자의 순현재가치를 나누어 갖고 본 모형에서 금융회사가 협상력(bargaining power)을 갖기 때문이다.⁷ 금융회사의 도덕적 해이가 발생하지 않으려면 열심히 일하는 데 따른 유인이 사적이익보다 커야 한다. 위험관리를 열심히 하거나 감시의 임무를 충실히 할 경우 금융회사의 이윤은 $p_h [f(I) - r(I)] - A$ 이지만, 도덕적 해이가 발생할 경우 금융회사의 이윤은 $p_l [f(I) - r(I)] - A + bI$ 가 된다. 따라서 금융회사는 다음과 같은 ‘유인부합조건(incentive-compatibility constraint)’이 충족되어야 위험관리 또는 감시의 의무를 충실히 수행할 것이다.

$$(p_h - p_l) [f(I) - r(I)] \geq bI \quad (4)$$

즉, 금융회사의 도덕적 해이가 발생하지 않으려면 도덕적 해이 발생 시 성공확률이 충분히 감소하거나($p_h - p_l$ 이 충분히 큼), 투자수익이 충분히 크거나($f(I)$ 가 충분히 큼), 도덕적 해이에 따른 사적이익이 충분히 낮아야(b 가 충분히 낮음) 한다.

이상의 논의를 종합하면 대표 금융회사는 기대이윤을 극대화하는 방향으로 투자규모와 원리금 액수를 결정하되, 유인부합조건(식 4)과 투자자의 참여조건(식 2)을 충족시켜야 한다. 즉, 금융회사는 아래와 같은 자금 조달 문제(financing problem)를 풀게 된다.⁸

7 투자가 협상력을 갖는다고 가정해도 모형의 정성적인 결과에 변화가 없다.

8 주인-대리인 모형에서 주인의 효용함수가 최적화 대상 목적함수인 경우도 있지만, 대리인의 효용함수가 목적함수가 되는 경우도 있다. 관건은 누가 더 높은 협상력(bargaining power)을 가지고 선택변수인 계약(contract)을 결정하는가에 있다. 주주-경영진 구조에서는 주주(또는 대주주나 이사회)가 협상력을 갖고 경영진에 대한 보상계약(compensation contract)을 주도적으로 결정하므로 주주의 효용함수를 목적함수로 사용하는 경우가 많다. 반면, 기업가-투자자 구조에서는 기업가가 대출계약, 지분계약, 하이브리드 계약 등

$$\max_{I, r(I)} \pi = p_h [f(I) - r(I)] - A$$

subject to

$$(p_h - p_l)[f(I) - r(I)] \geq bI$$

$$p_h r(I) \geq I - A$$

사. 균형원리금(equilibrium principal and interest)

먼저 주어진 투자규모 I 하에서 금융회사의 균형원리금 $r(I)$ 는 다음과 같이 투자자의 기대수익 $p_h r$ 과 비용 $I - A$ 를 일치시키는 수준에서 결정 된다는 것을 알 수 있다.

$$r(I) \equiv \frac{I - A}{p_h} \quad (5)$$

이와는 달리 금융회사가 원리금을 높여서 기대수익이 비용보다 큰 경우(즉, 위 식 (5)가 등식이 아닌 부등식으로 성립하는 경우)를 고려하자. 이때 금융회사는 원리금을 소폭 감액함으로써 이윤을 증가시킬 수 있다. 원리금 감액폭이 소액이므로 투자자의 참여조건(식 2)은 여전히 성립한다. 또한 원리금을 감액하면 투자가 성공했을 때 얻는 마진(margin, $f(I) - r(I)$)이 증가하므로 금융회사가 위험관리와 감시의 의무를 충실히 수행할 유인은 여전히 성립한다. 따라서 모든 제약조건을 충족시키면서 이윤을 늘릴 수 있으므로 균형원리금은 반드시 기대수익과 비용이 일치 되는 수준에서 결정된다는 것을 알 수 있다.

여러 자금조달계약 중 어떤 방식으로 자금을 조달할지 정하는 경우가 많다. 따라서 기업부이론에서는 기업가의 효용함수를 목적함수로 사용하는 것이 적절할 것이다. 본 모형은 은행이 다수의 투자자로부터 자금을 조달하는 상황을 고려하는데, 은행이 자금 조달계약을 선택하여 다수의 투자자에게 제시하면 개별 투자는 목표수익률을 고려하여 수락 여부를 결정한다고 보는 것이 현실적일 것이다. 이에 따라 은행의 효용함수가 목적함수로 설정되었다.

아. 금융제약(financial constraint)과 순자산(net worth)

균형원리금하에서 금융회사의 유인부합조건은 다음과 같이 바뀌게 된다(기존의 유인부합조건(식 4)에서 원리금을 균형원리금 $r(I)$ 로 바꾼 뒤 식을 정리하면 아래의 식을 얻는다).

$$A \geq A(I) \equiv I \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l} \right) - p_h f(I) \quad (6)$$

상기의 부등식을 ‘금융제약식(financial constraint)’이라고 부르는데, 이는 본 모형에서 핵심적으로 중요한 식이다. 금융제약식은 금융회사의 순자산(net worth)인 A 가 충분히 크지 않으면 원하는 자금 I 를 조달할 수 없음을 의미한다. 다시 말하면, 투자자의 참여조건과 금융회사의 도덕적 해이를 방지하기 위한 유인부합조건을 모두 충족시키기 위해서는 일정 수준 이상의 순자산, 즉 요구순자산(required net worth) $A(I)$ 가 필요하다는 것이다. 여기서 요구순자산은 I 만큼 투자하기 위해 소요되는 실질적인 비용인 $I \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l} \right)$ 에서 투자의 기대수익인 $p_h f(I)$ 를 차감한 것이다.

여기서 실질적인 비용이란 물리적인 자금조달비용인 I 와 대리인 비용(agency cost)인 $I bp_h / (p_h - p_l)$ 를 합산한 것을 의미한다. 만약 정보의 비대칭성이 없는 경우 물리적인 비용만 발생하지만 정보가 비대칭적인 경우 금융회사의 도덕적 해이를 방지하기 위해서는 대리인 비용까지 발생한다. 이러한 실질적인 비용이 투자를 통한 기대수익을 초과하는 경우 그 차이만큼을 금융회사가 순자산으로 제공해야만 자금조달이 가능하다.

본 모형을 국가경제에 적용하면 국가경제가 보유한 순자산이 충분히 크지 않다면 금융제약이 발생하여 국내 가계 또는 해외 투자자들이 국내 실물부문에 자금을 공급하지 않을 것임을 의미한다. 이로 인해 충분한 투자가 이루어지지 못하여 경제성장을 저해하게 된다.

금융회사가 보유한 순자산이 부족해서 금융제약식을 충족시킬 수 없다고 하자. 즉, 정보의 비대칭성에 따른 대리인 비용이 충분히 커서 성공학

률 p_h 를 약속하더라도 투자자가 믿지 않는다면 금융회사는 차라리 낮은 성공률 p_l 을 약속하고 투자를 유치하려 할 수도 있다. 이 경우 균형 원리금은 투자의 기대수익과 비용을 일치시키는 수준인 $(I - A)/p_l$ 이다. 이러한 균형원리금하에서 투자는 자금을 공급하고 금융회사는 동 자금과 순자산을 합쳐서 I 만큼 투자한다. 투자 결과, 금융회사의 이윤은 $p_l f(I) - I + bI$ 가 되는데, ‘가정 1’에 따라 동 이윤은 음수이다. 따라서 자금조달이 가능하더라도 순현재가치가 음수이므로 금융회사는 자금조달을 포기한다. 요컨대 순자산이 충분하지 않아서 금융제약식을 충족시킬 수 없는 경우 투자가 이루어지지 않는다.

만약 투자규모 I 에 상관없이 투자의 기대수익 $p_h f(I)$ 가 투자의 실질적인 비용(=물리적 비용 + 대리인 비용) $I \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l}\right)$ 보다 항상 크다면 순자산의 규모와 상관없이 금융제약이 항상 존재하지 않는다(그림 2-1 참조). 이는 자연스러운 상황이 아니므로 본 모형에서 배제하기로 한다. 따라서 다음과 같은 가정을 사용한다.⁹

가정 2: 모든 $I > 0$ 에 대하여, $p_h f(I) < I \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l}\right)$

금융제약은 본 장의 논리전개에 있어 가장 핵심적인 부분이다. 따라서 이하에서는 금융제약에 대해 보다 자세하게 논의하기로 한다.

1) 정보가 대칭적인 경우: 금융제약이 발생하지 않음

금융제약이 발생하는 이유는 무엇인가? 만약 투자가 금융회사의 모든 상황에 대해서 정확하게 알고 있다면, 즉 정보가 대칭적이라면, 금융회사의 순자산이 0인 경우에도 금융회사에 투자할 것이다. 사적-최선수준

⁹ ‘가정 2’는 어떤 투자규모에 대해서는 금융제약이 성립한다는 자연스러운 상황을 상정하기 위해 도입되었다. 그런데 ‘가정 2’는 사실 필요한 수준보다 강한 가정이다. 예컨대 $I_0 \in (0, I^*)$ 에 대하여 $I > I_0$ 이면 $p_h f(I) < I \left(1 + bp_h / (p_h - p_l)\right)$ 이 성립한다고 가정해도 무방하다. 다만, 이 경우 이하의 논의내용에 정성적인 차이가 없으면서 수학적 표현이 복잡해지므로 설명의 단순화를 위해 ‘가정 2’를 사용하기로 한다.

인 I^* 까지 투자하면 순현재가치가 $p_h f(I^*) - I^*$ 로서 양수이기 때문이다. 양수인 순현재가치는 투자자와 금융회사가 적절히 나누면 모든 경제주체가 투자를 통해 이윤/효용이 증가하는 파레토 개선(Pareto improvement)을 얻을 수 있다. 본 모형을 국가경제에 적용하면, 국내가계와 해외투자들이 기업의 투자기회와 경영활동을 정확하게 관찰할 수 있다면, 그래서 도덕적 해이가 발생하지 않도록 완벽하게 감시할 수 있다면, 국가경제의 순자산이 0이더라도 실물부문에 자금을 충분히 공급할 것임을 알 수 있다.

2) 금융회사의 행동에 대한 정보가 비대칭적인 경우: 금융제약 발생

금융제약이 발생하는 이유는 비대칭적 정보(asymmetric information) 때문이다. 투자자가 금융회사의 행동을 관찰하지 못하기 때문에 금융회사가 적절한 위험관리를 하는지, 대출대상 기업을 제대로 감시하는지 여부를 알 수 없다. 이에 따라 금융회사가 열심히 일할 것이라고 주장하더라도(즉, 성공확률이 p_h 일 것이라고 주장하더라도) 금융회사에 충분한 인센티브를 부여하지 않는다면 금융회사가 열심히 일하지 않을 것을 합리적으로 예상할 수 있다. 한편, 금융회사가 보유한 순자산이 적을수록 투자자는 더 많은 자금을 제공해야 한다. 이에 따라 투자자를 유치하기 위해 금융회사는 투자자에게 더 많은 원리금을 제시해야 한다. 그런데 원리금이 높을수록 금융회사가 열심히 일할 유인은 감소한다. 결국 유인부합조건이 충족되지 않을 개연성이 높아지는 것이다. 이러한 이유로 인해 순자산이 충분히 높지 않으면 자금조달이 불가능해지는 것이다. 60년대에 급속히 성장한 경공업, 70~80년대 이후 세계적인 경쟁력을 보유하고 있는 조선, 철강 등 중화학공업과 반도체 등 첨단 제조업은 초기 투자 시점에서 국내외 해외 투자자로부터 자금을 유치하는 데 큰 어려움을 겪었다. 막대한 초기 투자가 필요한 상황에서 정보의 비대칭성으로 인해 투자자들이 수익성을 확신할 수 없었기 때문일 것이다.

3) 금융계약의 강도와 관련된 사항: 사적이익의 크기

한편, 금융계약은 순자산 외에도 사적이익의 크기 b 와 밀접한 관련이 있다. 금융회사가 위험관리나 감시에 주의를 기울이지 않을 때 얻게 되는 사적이익 b 가 클수록 도덕적 해이를 방지하기 위해 보다 많은 인센티브를 부여해야 한다. 이는 투자자에게 지급할 수 있는 원리금이 보다 적어지는 것을 의미하므로 금융계약이 더욱 강화된다. 따라서 투자안의 순현재가치가 양수임에도 불구하고 자금조달이 실패할 개연성이 높아지는 것이다.

사적이익의 크기는 금융회사와 대출을 받은 기업 간 유착관계가 강할수록 더욱 커질 것이다. 또한 대출을 받은 기업이 투자 관련 정보를 충분히 공시하지 않을수록 투자금을 유용할 기회가 증가할 것이므로 사적이익도 커질 것이다. 이를 국가경제에 적용하면 결국 정경유착의 정도가 클수록, 투명성이 낮을수록 사적이익이 커져서 금융계약이 강화될 것임을 예상할 수 있다.

4) 금융계약의 강도와 관련된 사항: 성과평가의 정확성

또한 금융계약은 성과평가의 정확성 $(p_h - p_l)/p_h$ 이 감소할수록 강화된다. 투자는 금융회사(또는 대출을 받는 기업 경영진)의 행동을 직접 관찰할 수는 없다. 그러나 투자의 성과는 관찰할 수 있다. 만약 투자성과와 금융회사의 행동이 밀접하게 관련된 경우, 투자성과를 통해 금융회사가 도덕적 해이를 저질렀는지 여부를 비교적 정확하게 유추해 낼 수 있다.

극단적으로 금융회사가 위험관리와 감시의 의무를 충실히 이행하면 투자는 확률 1로 성공하지만, 동 의무를 충실히 행하지 않아서 도덕적 해이가 발생하면 투자는 확률 1로 실패한다고 가정하자. 즉, $p_h = 1$, $p_l = 0$ 이다. 이 경우 투자안이 성공하면 도덕적 해이가 없었음을, 투자안이 실패하면 도덕적 해이가 있었음을 확실하게 알 수 있다. 이 경우 사실상 정보의 비대칭성이 존재하지 않는 것과 동일하다. 실제로 아래와 같이 확률 1로 성공하는 투자안의 순현재가치가 사적편익보다 크다는 자연스러

운 가정을 사용하면, 요구순자산 $A(I)$ 가 음수이다. 즉, 금융제약이 존재하지 않으므로(식 6 참조) 금융회사는 최적수준 I^* 까지 투자한다.

가정 3: $f(I) - I > bI$ for any I

반대의 극단적인 상황으로 금융회사의 행동과 투자성과 간 관련성이 전혀 없는 경우를 상정하자. 즉, 금융회사가 위험관리와 감시의 의무를 이행하든지 하지 않든지 투자의 성공확률이 동일한 경우($p_h = p_l$) 금융제약식은 순자산 A 의 규모와 상관없이 항상 성립하지 않는다. 금융회사의 행동이 투자성과에 영향을 미치지 않으므로 금융회사가 도덕적 해이를 일으키든 일으키지 않든 이윤은 동일하다. 따라서 투자자들은 도덕적 해이는 항상 발생한다는 것을 알고 있으므로 애당초 투자에 참여하지 않는다.

자. 금융제약과 투자규모

지금까지 투자규모 I 가 주어진 상황에서 금융회사가 자금을 어떻게 조달하는지 분석하였다. 즉, 금융회사의 양대 경영요소인 자금조달과 투자(자금운용) 중에서 투자는 고정되어 있다고 하고 자금조달 문제만을 분석한 것이다. 그런데 얼마나 투자할 것인지 또한 금융회사의 중요한 의사결정 사항이므로, 아래에서는 최적 투자규모를 도출하기로 한다.

금융회사의 이윤함수 π 에 균형원리금 $r(I) = (I - A)/p_h$ 를 대입하면 이윤함수는 아래와 같이 표현될 수 있다.

$$\begin{aligned}\pi &= p_h [f(I) - r(I)] - A = p_h \left[f(I) - \frac{I - A}{p_h} \right] - A \\ &= p_h f(I) - I\end{aligned}\tag{7}$$

즉, 금융회사의 이윤은 투자안의 순현재가치와 동일하다.

따라서 만약 금융제약이 존재하지 않는다면(즉, 금융제약식이 I^* 에서 등식으로서 성립하지 않는 경우) 금융회사는 사적으로 최선의 수준인 I^* 까지 자금을 조달하여 투자할 것이다. 이러한 내용을 보다 구체적으로 살펴보기 위해 A^* 를 다음과 같이 정의하자.

$$A^* \equiv I^* \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l} \right) - p_h f(I^*) \quad (8)$$

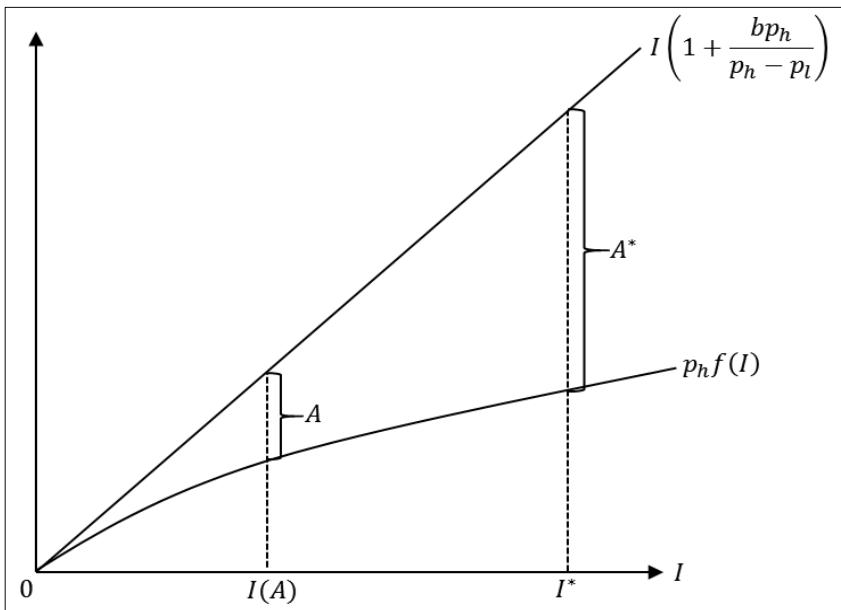
금융계약식(FC)에 따르면 금융회사가 보유한 순자산 A 가 경계값 A^* 보다 큰 경우 금융계약이 존재하지 않으므로 금융회사는 최적수준 I^* 까지 자금을 조달하여 투자한다.

반면, 금융계약이 존재하여 최적수준까지 자금을 조달하지 못할 경우 금융회사는 금융계약이 허용하는 최대 규모까지 자금을 조달하려 할 것이다. 구체적으로는 순자산 A 가 경계값 A^* 보다 낮은 경우 금융계약이 존재(binding)하고, 이 경우 최적수준보다 낮은 $I(A)$ 까지만 자금을 조달하여 투자한다. 여기서 $I(A)$ 는 금융계약식을 등식으로 성립하게 하는 투자의 수준이며 다음의 식을 충족시킨다.

$$A = I(A) \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l} \right) - p_h f(I(A)) \quad (9)$$

[그림 2-1]은 이상의 내용을 형상화하고 있다. 순자산 A 가 경계값 A^* 보다 작아서 금융계약이 존재하는 경우 최적 투자수준 $I(A)$ 는 투자의 실질적인 비용(물리적 비용 + 대리인 비용)에서 투자의 기대수익인 $p_h f(I)$ 를 차감한 나머지와 동일하다. 동 그림은 순자산 A 가 증가하여 금융계약이 약화될수록 금융회사가 조달하는 금액인 $I(A)$ 가 증가하다가 순자산이 경계값을 넘어가면 조달금액은 I^* 와 일치함을 보여주고 있다.

[그림 2-1] 금융제약하에서 최적 자금조달 수준 $I(A)$



이상의 분석내용을 통해 아래의 정리를 얻을 수 있다.

정리 1: 가정 1과 2가 성립한다고 하자. 금융회사가 보유한 순자산 A 가 충분하지 않아서 금융제약이 존재하는 경우($A < A^*$), 순자산이 증가할수록 투자 $I(A)$ 도 증가한다. 반면, 순자산이 충분하여 금융제약이 존재하지 않는 경우($A \geq A^*$), 금융회사는 사적으로 최선의 수준인 I^* 까지 투자한다.

증명: 금융제약이 존재하는 경우 최적 투자량 $I(A)$ 는 식 (9)에 의해 결정된다. 식 (9)를 재정리하면 다음과 같다.

$$M \equiv A - I \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l} \right) + p_h f(I) = 0$$

함수 M 을 A 와 I 에 대하여 편미분(partial derivative)한 것을 각각 M_A ,

M_I 라고 하자. 함수 M 에 음함수정리(implicit function theorem)를 적용하면 다음을 얻는다.

$$\frac{dI}{dA} = -\frac{M_A}{M_I} = -\frac{1}{p_h f'(I) - \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l}\right)} > 0$$

가정 2에 따라 M_I 는 음수임을 확인할 수 있다(그림 2-1 참조). 금융회사는 순현재가치를 극대화하므로 금융계약이 존재하지 않는 경우 사적으로 최선의 투자규모를 선택한다. 이로써 증명이 완료되었다. ■

‘정리 1’은 본 모형의 핵심 결과 중 하나이다. 순자산의 규모가 금융시스템의 양적 발전 정도를 나타낸다고 해석하면, ‘정리 1’은 양적 발전이 진행될수록 금융계약이 완화되면서 자금조달이 용이해지고 따라서 투자가 증가함을 보이고 있다. 즉, ‘정리 1’은 금융의 양적 발전 정도와 투자 규모 간 관계를 밝히고 있는 것이다. 이러한 발견을 토대로 향후 구제금융 보증이 사회후생에 미치는 효과가 금융의 양적 발전 정도에 따라 어떻게 달라지는지를 분석할 수 있게 된다.

차. 금융계약과 신용규모

본 연구에서는 국가경제가 보유한 순자산의 규모를 금융의 양적 발전 정도를 나타내는 지표로 해석하고 있다. 그런데 국가경제 내에서 창출된 여신의 규모, 즉 신용(credit)의 크기 또한 금융의 양적 발전을 측정하는 주요 지표이다. 특히 제4절에서 논의할 관련 실증논문들은 주로 신용의 크기에 주목하고 있다.

‘정리 1’에서는 순자산 A 가 증가할수록 금융계약이 완화되면서 투자 $I(A)$ 가 증가함을 확인했는데, 순자산이 증가할 때 신용 $I(A) - A$ 또한 반드시 증가하는 것은 아니다. 투자규모의 증분이 순자산의 증분보다 작으면 신용은 감소하기 때문이다.

그런데 현실에서는 순자산 또는 자본이 증가하면 레버리지 효과를 통해 더 많은 신용이 창출되는 경우가 많다. 이러한 레버리지 효과는 주어진 순자산으로 성사시킬 수 있는 투자규모가 클수록 더욱 강하게 발생한다. 이를 위해서는 성과평가의 정확성이 높거나 사적편익의 크기가 작아서 도덕적 해이의 심각성이 낮아야 할 것이다. 이러한 측면에서 다음의 가정을 고려하자.

$$\text{가정 4: } \frac{p_h - p_l}{p_h} > b$$

‘가정 4’와 같이 성과평가의 정확성이 사적편익의 크기보다 큰 경우 동일한 규모의 순자산으로 더 많은 투자를 성사시킬 수 있기 때문에 순자산이 증가하면 투자뿐 아니라 투자에 제공된 신용의 크기도 증가한다 (정리 2 참조). 따라서 금융발전의 지표로 순자산의 크기를 쓰는 것과 신용의 크기를 쓰는 것에 근본적인 차이는 존재하지 않는다. 본 연구의 이하의 내용에서는 다른 언급이 없는 경우 ‘가정 4’를 가정하기로 한다.

정리 2: 가정 1, 2, 4가 성립한다고 하자. 금융제약이 존재하는 경우 ($A < A^*$), 금융회사가 보유한 순자산 A 가 증가할수록 투자안에 투입되는 신용 $I(A) - A$ 도 증가한다.

증명: 순자산이 증가할 때 신용이 증가하기 위한 필요충분조건은 $I'(A) > 1$ 이다. 정리 1의 증명을 통해 다음을 알 수 있다.

$$I'(A) = \frac{1}{\left(1 + b \frac{p_h}{p_h - p_l}\right) - p_h f'(I)}$$

따라서 부등식 ‘ $I'(A) > 1$ ’은 다음과 동치이다.

$$f'(I) > \frac{b}{p_h - p_l} \text{ at } I = I(A) \quad (I2)$$

그런데 금융계약이 존재하므로 균형 투자규모 $I(A)$ 는 I^* 보다 작다. 따라서 다음의 관계가 성립한다.

$$f'(I) > 1/p_h \quad (I1)$$

가정 4에 따라 (I2)가 (I1)의 충분조건임을 알 수 있다. 이로써 증명이 완료되었다. ■

카. 사적편익의 크기, 성과측정의 정확성과 투자규모

앞서 도덕적 해이에 따른 사적편익의 크기와 성과측정의 정확성이 금융계약의 강도를 결정하는 주요 요인임을 밝힌 바 있다. 그런데 ‘정리 1’을 통해 금융계약이 강화될수록 투자가 줄어든다는 것을 확인했으므로, 사적편익의 크기가 크거나 성과측정의 정확성이 낮을수록 투자가 위축될 것임을 유추할 수 있다. 아래의 ‘정리 3’은 이러한 예측을 확인하고 있다.

정리 3: 금융계약이 존재하는 경우 사적편익 b 가 크거나 성과측정의 정확성 $(p_h - p_l)/p_h$ 이 낮을수록 투자 $I(A)$ 는 감소한다.

증명: 최적 투자량 $I(A)$ 는 다음의 식을 만족시키는 I 의 값이다.

$$M \equiv A - I \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l} \right) + p_h f(I) = 0$$

a 를 성과측정의 정확성의 역수 $p_h/(p_h - p_l)$ 라고 하자. 그리고 M_b 와 M_a 를 각각 함수 M 을 b 와 a 로 편미분한 계수라고 하자. 정리 1의 증명 과정을 통해 유추해 보면 M_b 가 음수인 경우 $I(A)$ 는 b 의 감소함수

이고, M_a 가 음수인 경우 $I(A)$ 는 a 의 감소함수, 즉 성과평가의 정확도의 증가함수임을 알 수 있다. 그런데 M_b 와 M_a 는 다음과 같이 모두 음수이다.

$$M_b = -Ia, \quad M_a = -Ib$$

이로써 증명이 완료되었다. ■

성과평가의 정확성이 금융제약을 완화시켜 투자를 활성화한다는 이론 분석 결과는 우리나라가 1970년대 수출기업에 대해서 취한 신용할당정책이 효과적이었음을 설명하는 이론적 근거가 될 수 있다. 우리나라는 1970년대 초반 수출 주도형 경제성장 전략을 취하였다. 이에 발맞추어 정책금융 또한 내수형 기업보다는 수출형 기업에 집중되었다. 그런데 수출형 기업은 국제적인 경쟁에 노출되어 있어 투자성과를 내수형 기업에 비해 보다 정확하게 측정할 수 있었다(Hong, 1998). 즉, 내수형 기업은 자금을 가장 효율적인 부분에 사용하지 않거나 다소간의 도덕적 해이를 저지르더라도 성과에 큰 차이가 없는 반면, 수출형 기업은 자금을 사적 편익을 추구하는 방향으로 사용할 경우 국제적 경쟁에서 실패하여 두드러지게 나쁜 성과를 내고 만다. 따라서 동일한 자금으로 도덕적 해이를 방지하면서 투자자들의 참여를 유도하는 것은 수출형 기업이 내수형 기업에 비해 더 용이하다. 다시 말해, 수출형 기업에 대한 금융제약은 내수형 기업에 비해 약하게 작용하므로 수출형 기업에 자금을 공급하면 더 많은 투자를 이끌어낼 수 있다는 것이다. 다만, 1970년대 중반 이후 정책 금융이 중화학공업에 집중되면서 수출형과 내수형을 단순 비교하는 것이 어려워졌다. 경공업 수출형 기업과 경공업 내수형 기업을 상기 이론모형을 통해 비교하는 것은 타당하나, 중화학공업 수출형 기업과 경공업 내수형 기업을 비교할 때에는 규모와 성과측정의 정확성이라는 두 요소를 동시에 고려해야 하기 때문이다.

2. 정부의 구제금융에 대한 보증

상기의 분석 결과는 금융회사의 순자산이 충분히 크지 않으면 순현재 가치가 양수인 투자안에 자금이 유입되지 않는 문제가 발생함을 보여주고 있다. 문제의 원인은 투자자들이 금융회사를 신뢰하지 못한다는 데 있다. 신뢰하지 못하는 이유는 금융회사가 투자안을 도덕적 해이 없이 효과적으로 운영하는지 관찰할 수 없는(또는 관찰비용이 매우 높은) 정도의 비대칭성에 기인한다.

순자산이 부족해서 금융계약이 발생하는 경우, 이를 완화하기 위해 고려할 수 있는 방안 중 주요한 것은 정부의 구제금융(bailouts)에 대한 보증이다. 만약 정부가 금융회사의 부채에 대해 지급을 보증(guarantees)한다면, 투자자들은 금융회사는 신뢰하지 않아도 정부를 신뢰하기 때문에 투자에 참여할 것이다. 투자의 원리금을 상환받을 가능성이 높아져서 안전하게 느끼고 이에 따라 상대적으로 낮은 원리금에도 투자에 임할 것이기 때문이다. 이 경우 금융회사의 실질적인 금융계약이 완화되기 때문에 순자산이 충분하지 않더라도 자금조달에 성공하게 된다.

이하의 내용에서는 앞서 구축한 모형에 구제금융에 대한 정부의 암묵적·명시적 보증을 추가하고, 이러한 구제금융 보증이 금융계약을 완화하여 투자를 촉진하는지 여부를 확인하고자 한다.

금융회사가 실패했을 때 정부가 g 의 확률로 투자자를 구제한다고 하자. 즉, 실패한 금융회사를 대신하여 정부가 투자자에게 원리금을 지급한다. $g = 1$ 이면 확실한 구제금융 보증이 제공되는 것이지만 $g \in (0, 1)$ 인 경우에도 확률적으로 구제금융 보증이 제공된다고 볼 수 있다. 이하의 내용에서는 편의상 $g > 0$ 이면 구제금융 보증이 존재한다고 쓰기로 한다.

구제금융 확률을 정부가 사전에 선택하는 것은 동태적 불일치 문제(dynamic inconsistency problem)로 인해 어려운 것일 수도 있다. 정부가 사전에 구제금융을 하지 않겠다고 선언하더라도 사후에 금융위기에 따른 사회적 비용을 고려하여 어쩔 수 없이 구제금융하는 상황이 발생할 수도 있기 때문이다. 그런데 정부가 사전에 구제금융을 금지하는 관련법을 제

정할 경우, 관련법이 공약기제(commitment device)로 작용하여 동태적 불일치 문제를 완화시킬 수 있을 것이다. 실제로 G20 금융안정위원회는 베일인 체제를 도입할 때 기존의 파산법, 예금자보호법 등을 개정하거나 새로운 법규를 만들어 동태적 불일치 문제를 해결하도록 하고 있다. 이러한 관점에서 본 모형에서의 구제금융 확률 g 는 사전에 법규로서 선택된다고 해석해도 무방하다.

투자자가 원리금을 상환받을 확률은 아래와 같이 p_g 이다.

$$p_g \equiv p_h + (1 - p_h)g \quad (10)$$

따라서 다음의 조건이 충족되면 투자자는 금융회사에 투자한다.

$$p_g r \geq I - A \quad (11)$$

금융회사는 투자를 유치(식 11이 성립)한다는 조건하에 가장 낮은 원리금을 지급하려 할 것이다. 따라서 정부의 구제금융 확률 g 하에서 균형원리금 $r_g(I)$ 는 다음과 같다.

$$r_g(I) \equiv \frac{I - A}{p_g} < r(I) \equiv \frac{I - A}{p_h} \quad (12)$$

상기의 원리금은 정부의 구제금융 보증이 없을 때($g = 0$)의 원리금보다 낮다. 투자가 상환받을 확률이 높아져서 낮은 원리금에도 투자에 참여하기 때문이다. 또한 구제금융 확률 g 가 높아질수록 원리금은 낮아진다. 이러한 사실은 본 모형에서 손쉽게 도출할 수 있지만 중요한 의미를 갖고 있기 때문에 다음과 같이 보조정리로 요약하기로 한다.

보조정리 1: 주어진 투자수준 I 하에서 원리금 $r_g(I) = \frac{I - A}{p_h + (1 - p_h)g}$

는 구제금융 확률 g 가 증가할수록 적어진다.

정부가 구제금융 확률을 0에서 (임의의) g 로 증가시키면 두 가지의 중

요한 변화가 생긴다. 첫째, 금융계약이 존재하지 않을 때 금융회사는 순현재가치를 극대화하는 수준인 I^* 보다 더 높은 수준까지 투자하고자 한다. 구제금융 확률이 '0'이었을 때 금융회사의 이윤은 순현재가치인 $p_h f(I) - I$ 와 동일하였다. 그러나 구제금융 확률이 증가하면 보다 적은 금액으로 투자자를 유치할 수 있기 때문에 금융회사의 이윤은 다음과 같이 증가한다.

$$\begin{aligned}\pi &= p_h [f(I) - r_g(I)] - A \\ &= p_h \left[f(I) - \frac{I - A}{p_h + (1 - p_h)g} \right] - A \\ &= [p_h f(I) - I] + \left(1 - \frac{p_h}{p_g}\right)(I - A)\end{aligned}\tag{13}$$

추가되는 이윤인 $(1 - p_h/p_g)(I - A)$ 는 투자규모 I 가 증가할수록 커지는데, 이는 정부가 지금을 보증하는 금액인 $r_g(I)$ 가 투자규모에 비례하기 때문이다. 이러한 이윤함수를 극대화하는 사적으로 최선인 투자수준 I_g^* 는 다음과 같이 결정된다.

$$p_g f'(I) = 1 \text{ at } I = I_g^* > I^* \tag{14}$$

둘째, 구제금융 확률이 증가하면 금융계약의 강도가 약화된다. 원리금 $r_g(I)$ 를 유인부합조건에 대입하면 다음과 같이 새로운 금융계약식을 얻게 된다.

$$A \geq A_g(I) \equiv I \left(1 + \frac{bp_g}{p_h - p_l}\right) - p_g f(I) \tag{15}$$

구제금융 보증이 존재하지 않을 때 I 만큼의 투자를 성사시키기 위해 서는 순자산의 크기가 최소한 $A(I) = I(1 + bp_h / (p_h - p_l)) - p_h f(I)$ 이상 이어야만 했다. 반면, 구제금융 보증이 존재할 경우, 이러한 요구순자산의 크기는 $A_g(I)$ 로 바뀌게 된다. 만약 사적으로 최선의 수준인 투자규모 I_g^* 를 유치하고자 한다면 순자산은 최소한 $A_g^* \equiv A_g(I_g^*)$ 이상이어야 한다.

요구순자산은 아래 보조정리가 보이는 바와 같이 정부개입 확률 g 가 증가할수록 감소한다.

보조정리 2: 가정 1이 성립한다고 하자. 금융계약이 존재하는 경우, 구제금융 확률 g 가 증가하면 요구순자산 $A_g(I)$ 는 감소한다.

증명: 가정 1에 따라 $f(I)(p_h - p_l) > bI$ 이다. 요구순자산 $A_g(I)$ 를 구제금융 확률 g 로 미분하고 식 (15)를 이용하면 다음의 부등식을 얻는다.

$$\frac{dA_g(I)}{dg} = -(1-p_h) \left(f(I) - \frac{bI}{p_h - p_l} \right) < 0$$

이에 따라 증명이 완료되었다. ■

‘보조정리 2’의 증명 부분을 살펴보면, 구제금융 확률이 증가할 때 요구순자산이 감소하는 양상을 파악할 수 있다. 정부의 구제금융 보증이 없는 경우 금융회사가 실패했을 때 투자자들은 손실을 입는다. 따라서 정부가 사전적으로 구제금융 확률을 높일 경우 이는 투자손실 위험에 대한 보험(insurance)으로 기능한다. 보험의 가치는 위험이 발생할 확률이 높을수록 크다. 투자손실 위험이 발생할 확률은 $(1-p_h)$ 이므로 동 위험이 클수록 구제금융 보증이라는 보험이 더 큰 가치를 가지고 요구순자산도 더 크게 감소한다.

이러한 두 가지 변화를 고려하면, 금융회사의 최적 의사결정은 다음과 같이 이루어진다.

정리 4: 가정 1과 2가 성립한다고 하자. 금융계약이 존재하지 않는 경우($A \geq A_g^*$), 금융회사는 사적으로 최선의 수준(privately first-best)인 I_g^* 까지 투자한다. 반면, 금융계약이 존재하는 경우($A < A_g^*$)의 최적

투자규모를 $I_g(A)$ 라고 하자. 이 경우 금융회사가 보유한 순자산 A 가 증가할수록 투자도 증가한다.

$$(lg) \quad I = \begin{cases} I_g^* > I^* & (A \geq A_g^*) \\ I_g(A) < I_g^* & (A < A_g^*) \end{cases}$$

증명: 정리 1의 증명과 실질적으로 동일하므로 생략하기로 한다.

다음의 정리는 금융제약이 존재할 때의 최적 투자규모 $I_g(A)$ 는 구제 금융 확률 g 가 증가할수록 커진다는 것을 보이고 있다.

정리 5: 가정 1과 2가 성립한다고 하자. 금융제약이 존재하는 경우, 구제금융 확률 g 가 증가하면 금융회사가 선택하는 투자규모 $I_g(A)$ 가 증가한다.

증명: $I_g(A)$ 는 아래의 식을 충족시키는 투자량이다.

$$J \equiv A - I \left(1 + \frac{bp_g}{p_h - p_l} \right) + p_g f(I) = 0, \quad I = I_g(A)$$

함수 J 를 g 와 I 에 대하여 편미분(partial derivative)한 것을 각각 J_g , J_I 라고 하자. 함수 J 에 음함수정리(implicit function theorem)를 적용하면 다음을 얻는다.

$$\frac{dI_g(A)}{dg} = -\frac{J_g}{J_I} = -\frac{(1-p_h)\left(f(I) - \frac{bI}{p_h - p_l}\right)}{p_g f'(I) - \left(1 + \frac{bp_g}{p_h - p_l}\right)} > 0$$

상기 부등식은 J_g 가 양수, J_I 가 음수일 경우 성립한다. 가정 2에 따라 J_I 는 음수이다. 또한 보조정리 2의 증명을 통해 J_g 는 양수임을 이미 밝힌 바 있다. 이로써 증명이 완료되었다. ■

‘정리 5’는 정부의 구제금융정책이 자금조달을 촉진하고 투자를 늘리는 효과가 있음을 보여준다. 금융회사 또는 국가경제가 보유한 순자산의 규모가 충분하지 않은 경우, 정보의 비대칭성으로 인해 금융시장이 불완전하여 투자안의 순현재가치가 충분히 큼에도 불구하고 자금이 지원되지 못하는 문제가 발생한다. 이러한 상황에서 정부가 유사시 투자자들을 구제금융할 것을 알리면, 금융계약이 완화되어 금융회사와 국가경제는 자금조달과 투자를 늘릴 수 있게 된다.

3. 구제금융에 대한 정부 보증의 효율성

앞서 금융회사의 순자산이 부족하여 금융계약에 직면할 때 정부의 구제금융 보증이 존재하는 경우 금융계약을 완화하고 투자를 증가시킬 수 있음을 보였다. 구제금융 보증이 과도한 위험추구, 방만한 경영 등 도덕적 해이를 초래한다는 우려에도 불구하고 아직도 많은 나라에서 여전히 유지되고 있는 주된 이유는 다름 아닌 이와 같은 투자촉진효과인 것으로 보인다.

그런데 과연 투자를 증가시키는 것이 사회후생 측면에서 바람직한가? 이하의 내용에서는 상기 모형을 확장하여 정부 구제금융정책의 효율성을 분석한다.

가. 사회후생 측면에서 최선인 투자규모

이하의 내용에서는 사회후생 측면에서 최선인 수준(socially first-best)의 투자규모를 도출하여 향후 논의를 위한 기준점(benchmark)으로 삼고자 한다.

금융회사는 자금조달과 투자에 있어 유한책임(limited liability)을 부담한다. 금융회사의 주주는 회사가 파산할 경우 지분가치만큼만 책임을 지기 때문이다. 즉, 금융회사가 $(1 - p_h)$ 의 확률로 실패한 경우 지분이 전액 상각되기는 하나 투자자에 대한 원리금 지급 책임은 더 이상 부담하지

않는다.

반면, 사회후생을 극대화하는 것이 목적인 선의의 계획자(benevolent social planner)는 자금조달과 투자에 있어 무한책임(unlimited liability)을 진다. 금융회사가 실패하여 금융위기가 발생한 경우 다양한 사회적 비용이 발생하기 때문이다. 동아시아 외환위기와 글로벌 금융위기에서 관찰된 바와 같이 시스템적으로 중요한 대형 금융회사가 실패한 경우 시스템 위기가 발생하여 GDP가 감소한다. 이때 위기를 진화하기 위해 정부가 대규모 공적자금을 투입하기도 한다. 따라서 실패한 금융회사의 자금조달규모 I 가 클수록 시스템위기의 강도와 GDP 감소폭, 정부재정 투입액이 늘어날 것이다. 즉, 금융회사의 자금조달 규모가 클수록 위기 발생 시 사회적 비용도 크다는 것은 자연스러운 가정일 것이다. 이러한 사회적 비용을 cI 라고 하자. 선의의 계획자는 아래의 사회후생을 극대화하는 투자규모를 선택한다.

$$W \equiv p_h f(I) - (1 - p_h)cI - I \quad (16)$$

사회후생을 극대화하기 위해 최선인 수준의 투자규모를 I^{**} 라고 하자. I^{**} 는 ‘사회적 최선(socially first-best)’으로서 ‘사적으로 최선(privately first-best)’인 I_g^* 과 구분된다(만약 구제금융 확률이 0이라면 사적으로 최선인 투자규모는 $I_{g=0}^* = I^*$ 이다). I^{**} 는 아래의 최적화식을 충족시키는 투자수준이다.¹⁰

$$p_h f'(I^{**}) = 1 + (1 - p_h)c \quad (17)$$

식 (14)와 식 (17)을 비교하면 사회적으로 최선의 투자규모 I^{**} 가 사적으로 최선의 투자규모 I_g^* 보다 작다는 것을 알 수 있다. 선의의 계획자는 금융위기에 따른 사회적 비용을 고려해야 한다. 투자를 늘릴수록 이러한

¹⁰ 생산함수 $f(I)$ 가 선형함수일 경우, I^{**} 는 0 또는 무한대의 값을 갖게 되므로 비현실적이 다. 따라서 $f(I)$ 가 비선형 오목증가함수인 것으로 가정해야 현실적인 결과가 도출될 수 있다. 예컨대 $f(I) = kI$ 인 경우 $W = [p_h k - (1 - p_h)c - 1]I$ 이므로 [] 안의 값이 양수이면 I^{**} 는 무한대이고, [] 안의 값이 음수이면 I^{**} 는 0이다.

사회적 비용도 증가하므로 과도한 투자를 지양할 필요가 있다. 반면, 금융회사는 유한책임에 따라 보호받기 때문에 이러한 사회적 비용을 부담하지 않는다. 따라서 아래와 같이 사회적으로 최선인 수준보다 더 많은 수준으로 투자를 할 유인이 존재한다.

$$I^{**} < I_g^* \quad (18)$$

식 (17)은 금융위기에 따른 사회적 비용 c 가 클수록, 금융위기가 발생할 가능성 $(1 - p_h)$ 가 클수록 사회적으로 최선의 투자수준 I^{**} 는 감소함을 보이고 있다. 만약 금융위기 발생확률이 0이거나 투자단위당 사회적 비용 c 의 크기가 0인 경우 사회적으로 최적인 투자수준과 사적으로 최적인 투자수준에 차이가 발생하지 않는다.

한편, 구제금융 보증이 없을 때 사회적으로 최선의 투자규모 I^{**} 는 금융회사가 선택하는 투자규모보다 많을 수도 있고 적을 수도 있다. 먼저 금융제약이 존재하지 않는 경우를 고려하자($A \geq A_{g=0}^*$). 이 경우 금융회사는 사적으로 최선의 투자규모 $I_{g=0}^*$ 를 선택하므로 식 (18)에 따라 사회적으로 최선인 수준보다 과도하게 많이 투자한다. 이러한 현상을 과잉 투자 문제(over-investment problem)라고 부를 수 있다. 두 번째로 금융제약이 존재하는 경우를 고려하자($A < A_{g=0}^*$). 이 경우 금융회사는 사적으로 최선의 투자규모보다 적은 수준의 투자 $I_{g=0}(A)$ 를 선택하지만, 그럼에도 불구하고 여전히 과잉투자 문제가 발생할 수도 있다. $I^{**} < I_{g=0}^*$ 인 상황에서 순자산 A 가 요구순자산 $A_{g=0}^*$ 보다 근소하게 작을 경우 금융제약의 정도가 미미하기 때문에 다음과 같은 상황이 발생할 수 있기 때문이다.

$$I^{**} < I_{g=0}(A) < I_{g=0}^* \quad (19)$$

반면, 순자산이 요구순자산보다 큰 차이로 적은 경우, 즉 금융제약이 강하게 작용하는 경우, 금융회사는 사적으로 최선인 수준의 투자규모보다 적게 투자할 뿐 아니라 사회적으로 최선인 수준의 투자규모보다도 적

게 투자한다. 즉, 다음과 같은 과소투자 문제(under-investment problem)가 발생한다.

$$I_{g=0}(A) < I^{**} < I^*_{g=0} \quad (20)$$

나. 정부의 최적 구제금융 확률

본 모형에서 사회후생함수 W 는 오직 투자규모 I 에 의해서만 결정된다. 따라서 투자규모를 직접 선택할 수 있는 가상의 선의의 계획자(social planner)는 사회적으로 최선의 투자규모 I^{**} 를 선택함으로써 사회후생을 극대화한다.

가상의 선의의 계획자와는 달리, 현실의 정부는 투자규모를 직접 선택하는 데 다양한 제약이 있다. 투자자나 사업가가 아닌 공무원들로 구성된 정부가 각 산업에서의 투자기회를 직접 관찰하기는 어렵고, 투자한 사업을 실제로 어떻게 수행해야 하는지 알기도 어렵다. 물론 투자를 직접 결정하는 것은 정부에 부여된 임무도 아니다. 이와 같은 다양한 이유를 반영하여 본 모형에서는 정부가 투자규모를 선택하지 못한다고 설정한다.

반면, 정부는 구제금융 확률 g 를 선택할 수 있다. 정부는 사회후생함수 W 를 극대화하는 구제금융 확률을 결정한다.

본 모형에서 구제금융 확률의 크기는 사회후생에 직접적인 영향을 미치지는 않으나 금융회사의 투자결정을 통해 간접적으로 영향을 미친다. 다시 말해 사회후생은 투자규모에 의해 결정되므로 구제금융 확률을 증가시킨다고 해도 사회후생에 직접적으로는 영향을 미치지 않는다(즉, W 를 g 로 편미분한 계수 W_g 는 0이다). 그러나 보조정리 1과 2에서 보인 바와 같이 구제금융 확률을 증가시키면 투자자에게 일종의 보험을 제공하기 때문에 금융회사는 보다 낮은 원리금을 약속하고도 자금을 조달할 수 있다. 이에 따라 금융회사의 투자가 증가하는데, 투자는 사회후생의 값을 결정하므로 구제금융 확률은 투자를 통해 간접적으로 사회후생에

영향을 미치는 것이다.

사회후생 W 를 투자규모 I 로 편미분한 계수를 W_I 라고 할 때, 구제금융 확률의 증가가 사회후생에 미치는 효과는 다음과 같다.

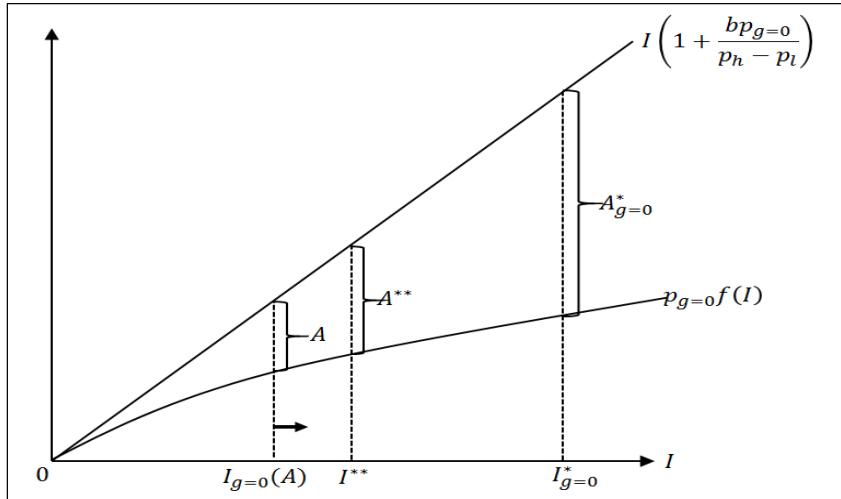
$$\frac{dW}{dg} = W_I I'(g) = [p_H f'(I) - 1 - (1 - p_H)c] I'(g) \quad (21)$$

첫 번째로 금융회사가 보유한 순자산이 충분히 많아서($A \geq A_{g=0}^*$) 금융계약이 존재하지 않는 경우를 고려하자. 이 경우 구제금융 확률의 변화는 금융회사의 투자 의사결정에 영향을 주지 않는다. 즉, 금융회사는 항상 사적으로 최선인 투자수준 $I_{g=0}^*$ 를 선택한다. 따라서 $I'(g) = 0$ 이므로 식 (21)의 우변 값은 0이다. 구제금융 확률의 변화, 즉 정부의 구제금융정책이 사회후생에 아무런 영향을 주지 않는다는 것이다.

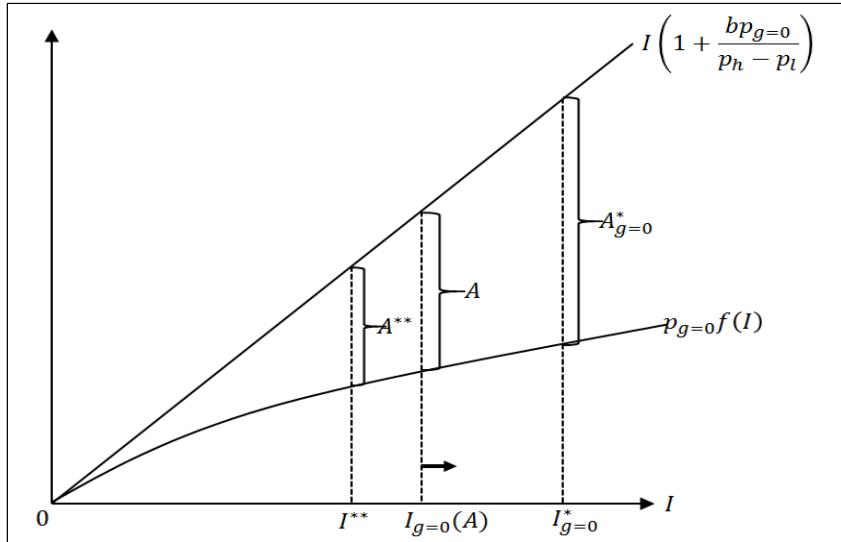
두 번째로 금융회사의 순자산이 부족하여($A < A_{g=0}^*$) 금융계약이 존재하는 경우를 고려하자. 이 경우 ‘정리 5’에 따라 구제금융 확률이 증가하면 금융회사가 선택하는 투자규모도 증가하므로 $I'(g) > 0$ 이다. 앞서 밝힌 바와 같이 금융계약의 강도에 따라 금융회사가 선택한 투자규모 $I_{g=0}(A)$ 는 사회적으로 최선인 수준 I^{**} 보다 낮을 수도 있고(=과소투자 문제, under-investment problem), I^{**} 보다 높을 수도 있다(=과잉투자 문제, over-investment problem).

먼저 금융회사의 순자산 A 가 요구순자산 $A_{g=0}^*$ 보다 ‘큰 폭으로 적어서’ 금융계약이 강하게 작용함으로써 과소투자가 발생하는 경우를 고려하자(그림 2-2 참조). 이 경우 금융회사가 선택한 수준보다 투자를 늘리면 사회후생이 증가한다(즉, $W_I > 0$). 그런데 정부가 구제금융 확률 g 를 증가시키면 투자가 늘어나므로($I'(g) > 0$), 결국 구제금융 확률의 증가는 사회후생을 높이는 데 기여하는 것이다.

[그림 2-2] 과소투자 상황에서 구제금융 확률 증가의 효과



[그림 2-3] 과잉투자 상황에서 구제금융 확률 증가의 효과



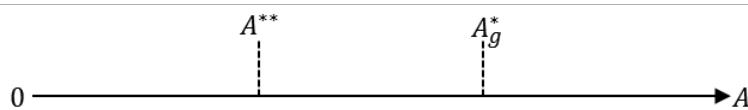
반대로 금융회사의 순자산 A 가 요구순자산 $A_{g=0}^*$ 에 비해 ‘근소하게 적어서’ 금융계약이 약하게 작용함으로써 과잉투자가 발생하는 경우를 고려하자(그림 2-3 참조). 이 경우 금융회사가 선택한 수준보다 투자를 늘리면 사회후생이 감소한다(즉, $W_I < 0$). 따라서 정부가 구제금융 확률을 증가시키면 투자가 늘어나면서 사회후생이 감소하는 결과가 초래된다.

상기의 논의를 요약한 아래의 정리는 본 모형의 핵심 결과이다.

정리 6: 가정 1과 3이 성립한다고 하자. 구제금융 보증이 없을 때 금융 계약하에서 금융회사가 선택하는 투자규모 $I_{g=0}(A)$ 와 사회적으로 최선인 투자규모 I^{**} 를 일치시키는 순자산규모를 $A^{**} \in (0, A_{g=0}^*)$ 라고 하자. 순자산의 크기에 따라 다음의 결과를 얻는다(그림 A 참조).

- (1) $A < A^{**}$ 인 경우, 정부의 개입이 없다면($g = 0$), 과소투자 문제 ($I_{g=0}(A) < I^{**}$)가 발생한다. 이 경우 정부가 구제금융 확률을 한 단위 증가시키면 과소투자 문제가 완화되면서 사회후생이 증가한다. 따라서 최적 구제금융 확률은 0보다 크다.
- (2) $A^{**} < A < A_g^*$ 인 경우, 정부의 개입이 없다면 과잉투자 문제 ($I_{g=0}(A) > I^{**}$)가 발생한다. 이 경우 정부가 구제금융 확률을 한 단위 증가시키면 과잉투자 문제가 심화되면서 사회후생이 감소한다. 따라서 최적 구제금융 확률은 0이다.
- (3) $A > A_g^*$ 인 경우, 정부의 개입 여부와 상관없이 금융회사는 사회적으로 최선의 수준인 $I_{g=0}^*$ 를 투자한다. 따라서 정부가 구제금융 확률을 소폭 변화시켜도 사회후생에 변화가 없다.

[그림 A]



‘정리 6’은 순자산의 규모로 측정된 금융의 양적 발전 정도가 임계치인 A^{**} 를 넘어서는 경우 구제금융 보증이 과잉투자 문제를 악화시켜 사회후생을 떨어뜨린다는 것을 밝히고 있다. 역으로 금융의 양적 발전 정도가 임계치 이하일 경우 구제금융 보증은 정당성을 확보할 가능성이 있음을 알 수 있다.

지금까지는 이러한 임계치 A^{**} 가 (내생적으로 결정되기는 하나) 금융 발전 정도와 상관없는 상황을 고려하였으나, 임계치는 금융시스템이 발전함에 따라 감소할 수도 있다. 금융시스템이 양적으로 발전하면서 업권 내 금융회사들 간 거래가 활발해질 뿐 아니라 은행, 보험, 증권 등 여러 업권 간 겸영, 겸업 또한 활성화되는 경향이 있다. 이 경우 한 금융회사의 실패가 업권 내 다른 금융회사 또는 타 업권에 위험을 전이시킬 가능성인 시스템리스크도 증가할 것이다. 즉, 상기 모형에서 금융위기 시 발생하는 사회적 비용인 c 가 증가하는 것이다. 모형에서 분석한 결과 c 가 증가할수록 사회적으로 최선인 수준의 투자규모인 I^{**} 는 감소하고, 따라서 금융발전의 임계치인 A^{**} 도 감소한다(식 17 참조). 요컨대 금융시스템의 발전이 시스템리스크의 확대를 동반할 경우에는 보다 적은 투자가 사회적으로 바람직하므로 정부의 구제금융 보증은 보다 이른 시기에 정당성을 상실하게 된다.

다. 분석 결과 해석에 관한 주의사항

본 모형은 금융회사에 대한 정부의 암묵적·명시적 구제금융 보증이 금융발전 단계에 따라 상이한 사회후생효과를 초래할 수 있음을 보이고 있다. 그런데 이러한 결과를 해석함에 있어 아래의 사항을 주의할 필요가 있다.

첫째, 본 모형의 투자자는 주로 지급결제 목적으로 은행거래에 참여하는 소액예금자가 아니라 주로 투자 목적으로 은행에 자금을 공급하는 고액예금자(개인, 중소기업 제외), 은행채 채권자, 파생상품 거래상대방, 외국인 채권자 등이다. 모형도 이러한 채권자의 특성을 감안하여 구성되었

으로 모형의 분석 결과를 예금자보호제도에 확대 적용하지 않도록 주의해야 할 것이다.

둘째, 본 모형이 다루는 주요 이슈는 유동성 문제(illiquidity)가 아니라 지급불능 문제(insolvency)이다. 모형에서 금융회사는 제1기에 투자하고 제2기에 투자의 성공 여부가 결정된다. 투자가 실패할 경우 금융회사는 정부개입이 없는 한 지급불능 상태에 빠진다. 만약 유동성 이슈를 분석 하려면 모형에 중간기(interim period, 1.5기)를 추가해야 할 것이다. 투자가 착수되었으나 성공 여부가 결정되기 이전에 채권자들이 갑자기 자금 상환을 요구했을 때 금융회사에 충분한 유동자금이 없다면 지급불능으로 이어질 수도 있다. 경제적 편더멘털과 상관없는 일시적 유동성 문제가 위기를 초래하지 않도록 각국 중앙은행은 최종대부자(lender of last resort) 기능을 활용하고 있다. 한편, 예금자보호제도는 수많은 서민으로 구성된 소액예금자를 보호하는 것 자체도 주요 목적이지만, 예금자들이 잘못된 소문(rumor) 등 편더멘털과 상관없는 요인으로 인해 갑자기 자금 인출을 요구할 때 유동성 위기가 발생하지 않도록 하는 것 또한 주요 목 적이다(Diamond and Dybvig, 1983). 본 모형은 유동성 문제를 다루지 않고 있으므로 모형의 결과를 최종대부자 기능이나 예금자보호제도에 적용하지 않도록 주의해야 할 것이다.

셋째, 본 모형은 ‘은행의 채권자’에 대한 정부의 구제금융 보증의 효과를 분석하고 있으나, ‘가계·중소기업의 채권자’에 대한 정부 보증의 효과는 분석대상이 아니다. 예컨대 주택금융보증, 서민금융보증, 중소기업대출에 대한 신보·기보의 보증 등은 각각 주택수요자, 서민, 중소기업이 채무자가 되어 은행으로부터 자금을 빌린 경우 채권자인 은행을 보호하는 제도이다. 반면, 본 연구에서 고려하는 구제금융 보증은 채무자인 은행이 고액예금자, 은행채 채권자, 파생상품 거래상대방, 해외 채권자 등 투자자(채권자)로부터 자금을 빌린 경우 투자자를 보호하는 제도이다. 따라서 본 모형의 분석 결과는 주택금융, 서민금융, 중소기업금융에서의 보증정책과 직접적인 관련성이 없다.

라. 과도한 위험추구행위와의 관련성

글로벌 금융위기 당시 금융회사의 과도한 위험추구행위는 금융위기의 주범으로 지목되었다. CDS(Credit Default Swap) 계약의 수요자가 보호 대상 기초자산을 보유하지 않은 채 CDS를 거래하는 행위(naked CDS trading), 자산담보부증권을 창출할 때 실물자산이 아닌 가상의 자산에 대해 자산담보부증권을 만들거나(synthetic CDO), 자산담보부증권에 대한 자산담보부증권을 만드는 등 실물과 금융거래가 괴리되도록 하는 금융기법이 사용되었다. 실물거래 규모에 제약을 받지 않으므로 금융거래량은 실물 대비 엄청난 규모로 증가하였다.

본 연구에서는 구제금융 보증의 다양한 효과 중 투자 활성화를 통해 사회후생에 미치는 효과에 집중하기 위해 과도한 위험추구행위에 미치는 효과는 고려하지 않았다. 구체적으로는 은행의 성공확률 p_h 를 투자규모 I 와 무관하게 상수로 설정함으로써 투자가 위험확률에 미치는 효과는 고려하지 않았다.

그런데 투자가 위험확률에 미치는 효과를 추가로 고려할 경우 구제금융 보증이 순자산이 충분히 높을 때 초래하는 과잉투자 문제는 질적으로 더욱 악화될 것으로 예상된다. 금융발전 수준이 낮은 경우 한계생산체감의 법칙에 따라 순현재가치(NPV)가 높은 투자대안이 많으므로 높은 위험을 부담하지 않더라도 고수익을 낼 수 있는 가능성이 높을 것이다. 반면, 금융발전 수준이 높은 경우 순현재가치가 높은 투자대안이 적을 것이므로 금융회사는 높은 위험을 부담할 필요성이 커질 것이다. 따라서 금융이 충분히 발전한 경제에서 구제금융 보증은 양적으로 과잉투자 문제를 심화시킬 뿐 아니라 질적으로 보다 위험한 투자를 초래함으로써 사회후생을 더 큰 폭으로 감소시킬 가능성이 있다.

4. 확장모형: 금융혁신과 정부 구제금융 보증의 효율성

지금까지는 순자산의 규모로 측정된 금융의 양적 발전이 정부의 구제금융 보증의 효율성에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 분석 결과, 금융의 양적 발전 정도가 일정 수준을 넘어서는 경우 구제금융 보증이 사회후생을 저해하는 요인이 된다는 것을 발견하였다.

그렇다면 금융시스템의 질적인 발전 정도와 구제금융의 효율성은 어떠한 관련이 있는가? 본 소절에서는 상기의 이론모형을 확장하여 금융의 질적 발전과 구제금융 보증의 효율성 간 관계를 분석하고자 한다.

금융의 질적 발전은 다양한 방식으로 이루어질 수 있는데, 이 중 최근에 특히 주목받고 있는 방식은 금융과 ICT(정보통신기술)의 융합을 통한 금융혁신일 것이다. 우리나라에서도 2017년부터 인터넷전문은행이 영업을 시작했고 인터넷 플랫폼을 통한 P2P대출도 빠른 속도로 확대되고 있다. 본 절에서는 인터넷전문은행과 P2P대출을 통한 금융혁신이 구제금융 보증의 효율성에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고자 한다.

가. 인터넷전문은행과 금융서비스의 품질 향상

은행은 다른 금융회사와는 달리 지급결제라는 핵심적인 금융서비스를 제공한다. 지급결제는 전기, 통신, 가스 등과 같이 일반 국민이 보편적으로 필요로 하는 핵심 서비스라고 해도 과언이 아닐 것이다. 따라서 대부분의 사람들은 은행에 요구불예금 계좌를 개설한다. 또한 외국인이 일정 기간 이상 체류를 목적으로 입국하면 가장 먼저 하는 일 중 하나가 요구불계좌 개설일 것이다.

인터넷전문은행은 ICT기술을 금융과 융합함으로써 일반은행보다 더 높은 가치의 금융서비스를 제공한다고 볼 수 있다. 인터넷전문은행은 지급결제 서비스를 제공할 뿐 아니라 동 서비스를 ICT와 융합하여 편의성을 높이고 다양한 부가혜택도 함께 제공하기 때문이다. 스마트폰을 통해 은행과 손쉽게 거래할 수 있도록 하고 일반은행과는 달리 24시간 은행

거래를 가능케도 한다. 물론 인터넷전문은행이 제공하는 금융서비스의 가치가 기존 은행에 비해 얼마나 더 높은지에 대해서는 논쟁이 진행 중이다. 특히 우리나라는 최초의 인터넷전문은행인 K-뱅크가 2017년에 처음 영업을 시작했기 때문에 향후 발전 추이를 지켜볼 필요가 있다.

금융서비스의 가치를 반영하여 기존의 이론모형을 확장하기로 한다. 이하의 모형에서 투자자는 보호한도인 5천만원 이상을 예금하고자 하는 예금자이고 투자주체는 은행이다(5천만원 이하 예금자는 예금보험공사의 구제금융 보증을 받으므로 무위험이자율하에서도 예금거래에 참여한다). 예금자가 은행에 자금을 공급하기 위해서는 아래의 참여조건(식 22)이 충족되어야 한다.

$$p_h r + S \geq I - A \quad (22)$$

여기서 S 는 은행이 제공하는 금융서비스의 가치를 나타낸다. 금융서비스의 가치는 비은행 금융회사보다는 은행이, 일반은행보다는 인터넷전문은행이 더 크다고 할 수 있을 것이다. 한 은행이 제공하는 금융서비스의 가치가 동 은행에 투자한 예금의 크기에 연동하는지 여부는 논쟁의 여지가 있을 것이다. 지급결제 서비스의 가치는 지급결제 대상 예금의 크기에 연동한다고 볼 수도 있으나, 예금의 크기에 비례하지 않게 고정적으로 발생하는 서비스도 있을 것이다. 본 모형에서는 분석을 단순화함으로써 이전 모형과의 차이를 명백하게 밝히기 위해 금융서비스의 가치가 투자 규모에 연동하지 않는다고 가정한다.

참여조건(식 22)을 변형하면 예금자가 은행에 투자하기 위해 요구하는 최저이자율 $r(I, S)$ 는 다음과 같다.

$$r(I, S) \equiv \frac{I - A - S}{p_h} < \frac{I - A}{p_h} \equiv r(I) \quad (23)$$

위 식과 같이 금융서비스의 가치가 높을수록 예금자는 보다 낮은 원리금에도 투자에 참여한다. 은행의 유인부합조건에 상기 최저이자율을 대입하면 새로운 금융계약식(식 24)이 아래와 같이 도출된다.

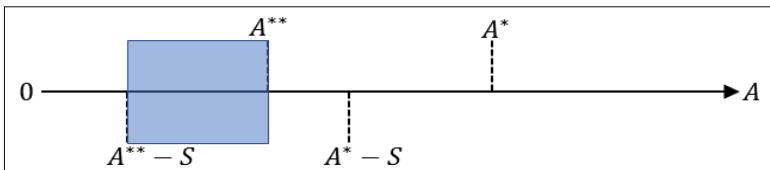
$$A + S \geq I \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l} \right) - p_h f(I) \equiv A(I) \quad (24)$$

상기 금융계약식은 금융서비스의 가치가 존재할 경우 금융계약이 약화됨을 보이고 있다. 금융서비스의 가치가 0인 경우, I 만큼의 투자를 성사시키기 위해서는 은행의 순자산이 최소한 $A(I)$ 여야 한다. 반면, 금융서비스의 가치 S 가 0보다 클 경우 순자산이 $A(I) - S$ 보다 크기만 하면 동일한 규모의 투자를 성사시킬 수 있다. 금융서비스가 제공됨에 따라 예금자들이 낮은 이자율에도 자금을 제공하기 때문에 금융계약이 완화된 것이다.

한편, 사적으로 최선인 수준의 투자규모는 금융서비스의 가치를 고려하더라도 여전히 I_g^* 이고, 사회후생 측면에서 최선인 투자규모 역시 이전 모형에서와 마찬가지로 I^{**} 이다. 따라서 양대 최적 투자규모에 대응되는 요구순자산의 크기는 각각 $A_g^* - S$, $A^{**} - S$ 이다(그림 B 참조). ‘정리 6’에 식 (24)를 적용하면 정부가 선택하는 최적의 구제금융 보증 확률은 순자산이 $A^{**} - S$ 보다 작은 경우 1, 순자산이 $A^{**} - S$ 와 $A_g^* - S$ 사이에 있을 경우 0이다. 따라서 이상의 논의와 ‘정리 6’을 종합하면 아래와 같은 결과를 얻을 수 있다.

따름정리 1: (1) 최적의 구제금융 확률은 $A < A^{**} - S$ 인 경우 0보다 크고, $A^{**} - S \leq A < A_g^* - S$ 인 경우 0이다. 한편, $A \geq A_g^* - S$ 인 경우, 구제금융 확률의 크기와 상관없이 사회후생의 크기는 동일하다.
 (2) 일반은행이 제공하는 금융서비스의 가치는 0이고, 인터넷전문은행이 제공하는 금융서비스의 가치는 $S \in (0, A^{**})$ 라고 하자.¹¹ 인터넷전문은행이 출현함에 따라 구간 $[A^{**} - S, A^{**})$ 에서 구제금융 확률의 최적값이 양수에서 0으로 바뀌고, 다른 구간에서는 최적값이 바뀌지 않는다.

[그림 B]



‘파름정리 1’은 인터넷전문은행의 출현으로 인해 금융서비스의 가치가 상승하면 금융의 양적 발전 정도가 비교적 낮은 경우에도 정부의 구제금융 보증이 정당화될 수 없음을 보이고 있다. 인터넷전문은행 등 금융서비스의 가치를 상승시키는 금융의 질적 발전이 없었던 경우에는 순자산으로 측정된 금융의 양적 발전 정도가 A^{**} 미만일 때 구제금융 보증이 과소투자 문제를 완화시킴으로써 사회후생을 증가시키는 데 기여하였다. 반면, 금융의 질적 발전으로 인해 금융서비스의 가치가 상승하면 보다 작은 순자산으로 동일한 규모의 투자를 성사시킬 수 있게 된다. 즉, 금융계약의 강도가 약화되었으므로 금융계약을 완화시키는 데 그 의의가 있는 구제금융 보증의 정당성도 약화되는 것이다. 따라서 구제금융 보증을 정당화시키는 금융의 양적 발전의 임계치는 A^{**} 에서 $A^{**} - S$ 로 감소한다. 요컨대 금융의 질적 발전이 이루어진 경우에는 양적 발전 정도가 높지 않더라도 구제금융 보증이 철폐되는 것이 바람직하다는 것이다.

나. P2P대출과 집단지성의 활용

전통적인 금융시장에서는 자금수요자가 자금을 보유한 대중에게 직접 자신의 투자안을 홍보하고 자금을 유치하기가 어려웠다. 마케팅 비용이 소요되기도 하고 대중을 한자리에 모이게 하는 것도 어려웠기 때문이다. 무엇보다도 자금수요자가 잘 알려지지 않은 개인인 경우 자금을 상환할

11 동 가정은 결론에 영향을 주지 않으며, 설명의 편의를 위해 사용되었다.

수 있는 능력을 대중이 판단하는 것도 어려웠다. 이에 따라 은행이 출현하였고, 대중을 대신하여 자금수요자를 감시하는 금융중개(financial intermediation)가 발달하였다.

그런데 최근 ICT기술의 발전으로 인해 온라인 또는 모바일 플랫폼이 출현하면서 금융거래의 양상이 변화하기 시작했다. 자금수요자는 온라인 플랫폼을 통해 대중과 매치(match)될 수 있고, 대중에게 투자안의 사업성을 설명할 수 있게 되었다. 온라인 플랫폼의 등장으로 거래비용이 감소하고 매칭 가능성이 높아짐에 따라 은행을 통한 금융중개가 아니라 대중이 플랫폼을 통해 직접 투자자를 선택하는 것이 가능하게 되었다. 이와 같이 개인들이 플랫폼을 통해 개인들에 직접 투자하는 새로운 형태의 금융거래인 P2P대출(또 다른 이름으로는 대출형 크라우드펀딩)은 전통적인 금융거래를 대체하는 수단으로 최근 부각되고 있다.

P2P대출이 전통적인 금융거래와 다른 중요한 차이점은 집단지성(collective intelligence)의 활용에 있다. P2P대출 플랫폼을 통해 잠재적인 투자자들은 서로 의견을 교환하면서 투자안의 가치를 평가할 수 있다. 플랫폼이 설치한 온라인 게시판에 댓글을 쓰면서 투자안의 가치에 대해서도 서로 의견을 교환하기도 한다. 또 과거에 유사한 투자안에 자금을 대출했다가 성공한 경험 또는 실패 경험을 나누기도 한다. 그리고 이러한 의견교환을 기초로 투자안의 성공가능성에 대해 투표하기도 한다. Yum *et al.* (2012)은 우리나라의 대출형 P2P 플랫폼 업체인 팝펀딩이 제공한 자료를 토대로 잠재적 투자자들끼리 수행한 투표가 투자 의사결정에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하였다. 분석 결과, 상환능력을 뒷받침하는 객관적인 정보(hard information)가 부족한 신규 자금수요자의 경우 투표 결과가 펀딩의 성공확률에 큰 영향을 미친 것으로 나타났다. 반면, 대출이력이 있어서 상환 가능성에 대한 객관적인 정보가 비교적 많은 자금수요자의 경우 투표 결과가 펀딩의 성공확률에 영향을 주지 않았다. 집단지성을 활용하여 이른바 소프트 정보(soft information)를 창출함으로써 객관적인 정보의 부족 문제를 보완했다는 해석이 가능하다.

본 소절에서는 이전 모형을 확장하여 집단지성의 활용이 구제금융 보

증의 효율성에 미치는 효과를 분석하고자 한다. 이를 위해 본 모형에서 투자의 성공확률에 대한 정보의 불확실성에 초점을 맞추기로 한다. 자금수요자가 P2P 플랫폼에 투자안을 업로드했다고 하자. 그리고 잠재적인 투자자들이 인식하는 동 투자안의 성공확률을 p_h 라고 하자. 투자자들은 투자안의 사업성을 완벽하게 파악할 수 없으므로 실제 확률보다 성공 확률이 높다고 판단할 수도 있고, 낮다고 판단할 수도 있다. 이로 인해 투자자들은 위험을 부담하게 되고, 따라서 동 위험에 대한 부의 효용(disutility)이 발생한다. 이러한 부의 효용의 크기는 투자자들이 인식하는 성공확률과 실제 성공확률 간의 오차인 σ^2 이 클수록 커진다고 하자. 즉, 부의 효용의 크기는 σ^2 이라고 한다. 본 모형에서는 논의를 단순화하고 이전 모형과의 비교를 명확하게 하고자 부의 효용의 크기가 투자규모와 무관하게 고정되어 있다고 가정한다. 따라서 잠재적 투자자가 투자에 참여할 조건은 다음과 같다.

$$p_h r - \sigma^2 \geq I - A \quad (25)$$

이에 따라 펀딩을 성공시키기 위해서 잠재적 투자자들에게 약속되어야 할 최저 원리금 $r(I, \sigma)$ 은 다음과 같다.

$$r(I, \sigma) \equiv \frac{I - A + \sigma^2}{p_h} \quad (26)$$

상기 최저 원리금을 자금수요자의 유인부합조건(식 4)에 대입하면 금융제약식은 다음과 같이 도출된다.

$$A \geq I \left(1 + \frac{bp_h}{p_h - p_l} \right) - p_h f(I) + \sigma^2 = A(I) + \sigma^2 \quad (27)$$

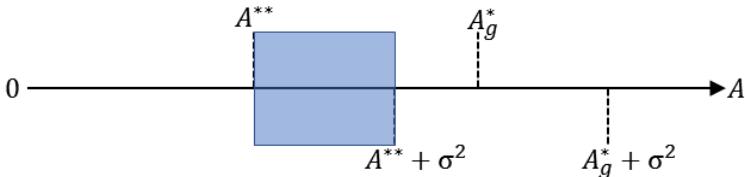
즉, 성공확률에 대한 정보의 불확실성 σ^2 이 클수록 위험회피적인 투자들이 인식하는 부의 효용의 크기가 크므로, 자금수요자가 투자자를 유치하기 위해서는 더 많은 순자산이 필요하다.

한편, 본 모형에서 정보의 불확실성에 따른 부의 효용은 투자규모에

연동하지 않으므로 사적인 관점에서 최선인 투자규모와 후생 극대화 측면에서 최선인 투자규모는 이전 모형과 동일하게 각각 I_g^* 와 I^{**} 이다. 따라서 이 같은 규모의 투자를 성사시키기 위해서 필요한 최저 순자산은 각각 $A_g^* + \sigma^2$, $A^{**} + \sigma^2$ 이다. 여기에 ‘정리 6’을 응용하면 아래와 같은 결과를 얻는다.

따름정리 2: (1) 최적의 구제금융 확률은 $A < A^{**} + \sigma^2$ 인 경우 0보다 크고, $A^{**} + \sigma^2 \leq A < A_g^* + \sigma^2$ 인 경우 0이다. 한편, $A \geq A_g^* + \sigma^2$ 인 경우, 구제금융 확률의 크기와 상관없이 사회후생의 크기는 동일하다.
(2) 정보의 불확실성의 크기는 $\sigma^2 \in (0, A_g^* - A^{**})$ 이라고 하자.¹² 그리고 집단지성효과가 정보의 불확실성을 제거한다고 하자. 이 경우 P2P 대출을 통한 집단지성의 발현으로 인해 구간 $[A^{**}, A^{**} + \sigma^2)$ 에서 구제금융 확률의 최적값이 1에서 0으로 바뀌고, 다른 구간에서는 최적값이 바뀌지 않는다.

[그림 C]



상기 결과는 금융기술의 발전으로 인해 집단지성효과가 발현되면 구제금융 보증은 보다 이른 시기에 정당성을 상실하게 됨을 보여주고 있다. 금융기술의 질적 발전이 없었던 때에는 순자산의 규모로 측정된 금융의 양적 발전 정도가 낮은 경우 구제금융 보증이 과소투자 문제를 완화한다는 측면에서 의의를 가졌다. 그러나 집단지성효과가 발현하는 경우 대출

¹² 동 가정은 결론에 영향을 주지 않으며, 설명의 편의를 위해 사용되었다.

금 상환 가능성에 대한 정보의 불확실성이 감소하면서 금융회사는 보다 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있게 되었고 따라서 금융계약이 완화되면서 동일한 규모의 순자산으로 더 큰 규모의 투자를 성사시킬 수 있게 된다. 즉, 투자의 확대를 구제금융 보증이 아닌 기술발전으로 대체시킬 수 있기 때문에 구제금융 보증은 금융의 양적 발전 정도가 매우 낮은 경우에만 정당성을 확보할 수 있는 것이다.

5. 소결

지금까지의 분석을 통해 도출한 핵심 결과는 다음과 같다. 첫째, (1) 경제 내에 순자산이 부족하여 금융계약이 강한 경우 민간기업 또는 은행이 자체적으로 수행할 수 있는 투자의 규모는 사회적으로 최선인 수준보다 과도하게 적다. 이 경우 정부의 구제금융 보증은 자금조달비용을 낮추고 투자를 촉진함으로써 과소투자 문제를 완화시키기 때문에 사회후생에 기여한다. (2) 반면, 경제 내에 순자산이 충분한 수준으로 축적되어 금융계약이 약한 경우 위기 시 발생하는 사회적 비용을 고려하지 않는 민간부문은 사회적으로 최선인 수준보다 과도하게 많은 규모의 투자를 수행한다. 이 경우 정부의 구제금융 보증은 과잉투자 문제를 심화시켜 사회후생의 저해요인으로 작용한다. 요컨대 순자산의 규모로 측정된 금융의 양적 발전 정도가 낮으면 구제금융 보증이 의의가 있고, 금융의 양적 발전 정도가 높으면 구제금융 보증을 철폐하는 것이 바람직하다는 것이다.

둘째, 기본모형을 확장하여 금융과 ICT 기술의 융합, 집단지성의 활용 등 금융혁신의 효과를 분석한 결과, 금융혁신이 금융서비스의 가치를 제고하거나 투자금의 회수 가능성에 대한 정보의 불확실성을 줄이면 동일한 규모의 순자산으로 더 큰 규모의 투자를 성사시킬 수 있다. 즉, 투자 확대 측면에서 구제금융 보증과 기술발전은 서로 대체관계에 있으므로 기술이 발전하여 금융계약이 약화될수록 구제금융 보증의 정당성은 더욱 빨리 감소한다는 것을 알 수 있다.

한편, 전술한 제2절에서 구제금융 보증이 도덕적 해이, 재정건전성 악

화, 납세자에 대한 불공정성이라는 근본적인 문제를 초래한다는 것을 밝힌 바 있다. 물론 구제금융 보증이 없는 경우 금융불안이 야기될 수도 있으나, 이는 베일인 체제에 시스템위기 방지를 위한 보완장치를 추가함으로써 최소화할 수 있음도 밝혔다.

제2절의 논의와 제3절의 이론분석 결과를 종합하면, 정부의 암묵적·명시적 구제금융 보증의 후생효과를 다음과 같이 정리할 수 있다. 구제금융 보증은 원칙적으로 도덕적 해이, 재정건전성 악화, 납세자 차별 등의 문제를 초래하므로 지양해야 한다. 그러나 경제 내에 순자산이 부족하여 금융제약이 강하게 작용하는 경우 구제금융 보증은 과소투자 문제를 완화시켜 사회후생에 기여하기 때문에 예외적으로 그 효율성을 인정받을 수 있다.

대개의 경우 경제발전 초기에는 단순히 자본을 투입하는 것만으로 높은 투자수익을 얻을 수 있는 기회가 많은(I 가 낮아서 $f'(I)$ 가 높은 상황) 반면, 금융제약은 강하게 작용한다. 이와는 달리 경제발전의 성숙기에는 기술혁신 없이 자본을 투입하는 것만으로는 높은 투자수익을 얻기 어려운(I 가 높아서 $f'(I)$ 가 낮은 상황) 반면, 금융제약은 약하게 작용하는 경우가 많다.

따라서 경제발전 초기에는 구제금융 보증이라는 자금조달 측면의 보편적이지 않은 정부개입이 사회후생 측면에서 효율적으로 기능할 가능성이 있으나,¹³ 경제발전이 진행될수록 구제금융 보증을 지양할 필요성이 커진다는 것을 알 수 있다. 글로벌 금융위기 이후 G20와 선진국을 중심으로 구제금융 보증을 지양하는 베일인 체제가 도입되는 추세도 이러한 분석 결과와 맥락을 같이한다.

지금까지의 논의가 갖는 또 하나의 시사점은 자금조달이 과도할 경우 (too much finance) 사회후생을 저해할 수 있다는 것이다. 즉, (질적인 측면이 아닌) 양적인 측면에서 적정한 금융발전 수준이 존재하며, 동 수준 이하에서는 금융발전이 사회후생에 기여하지만 동 수준을 넘어선 금융발

¹³ 경제발전 초기에도 도덕적 해이, 재정건전성 악화, 납세자 차별의 문제가 투자활성화에 따른 이점을 압도할 경우 구제금융 보증은 바람직하지 않다.

전은 사회후생을 저해할 수 있다는 것이다. 이와 관련하여 금융과 경제 성장의 관계를 분석하는 수많은 선행연구가 존재하는데, 제4절 전반부에서는 본 연구의 분석 결과와의 관련성을 중심으로 이러한 선행연구를 살펴보고 정책적 시사점을 도출하기로 한다.

이어지는 제4절 후반부에서는 구제금융 보증에 대한 이상의 이론분석 결과와 과도한 수준의 양적인 금융발전(too much finance)에 대한 국제적인 논의가 우리나라에 어떠한 시사점을 갖는지 알아보기 위해 우리나라의 금융 및 경제 발전 양상을 살펴본다. 특히 구제금융 보증의 사회후생 효과와 밀접한 관련을 갖는 금융자원의 규모, 금융계약의 정도, 투자의 수익성, 자금조달비용 등이 경제발전 초기부터 최근까지 어떻게 변화해 왔는지 살펴보고, 현재의 우리나라에서 구제금융 보증을 유지하는 것이 바람직한지 여부를 판단한다.

제4절 분석 결과에 관한 논의

1. 금융-경제성장 관계에 대한 기존 실증연구와의 관련성

제3절의 이론분석과 관련하여 실증적인 측면에서 두 개의 중요한 질문(empirical question)이 제기될 수 있을 것이다. 첫째, 금융발전의 임계치 수준은 어느 정도인가? 둘째, 금융시스템이 임계치 이상으로 발전한 경우 구제금융 보증은 실증적으로도 사회후생을 저해시킬 것인가?

본 절에서는 이상의 질문에 대답하기 위해 금융발전과 경제성장 간 실증적 관계를 분석한 기존 문헌을 검토한다. 제3절의 이론모형에서는 구제금융 보증이 ‘사회후생’에 미치는 효과를 분석하고 있으나, 사회후생은 객관적인 지표로 측정하기 어렵다. 반면, ‘경제성장률’은 객관적인 측정 지표가 존재하며 국가적, 시기적 비교도 용이하다. 본 절에서 논의할 실증분석 논문들의 대부분은 변동성이 큰 연간 경제성장률이 아니라 장기적 추세를 반영하는 5년간 경제성장률을 분석대상으로 하고 있다. 장기

경제성장률은 다소간의 측정오류는 있으나 삶의 질을 측정하는 효과적인 지표이므로 사회후생의 대리변수로서 사용될 수 있을 것이다.

기존 실증문헌은 금융의 양적 발전에 대한 임계치 수준을 발견하고 있는데, 이는 첫 번째 질문에 대한 하나의 답변이 될 수 있을 것이다. 또한 선행연구들 중 하나인 Denk *et al.*(2015)은 정부의 구제금융 보증의 정도가 높은 나라일수록 금융발전이 경제성장을 더욱 크게 저해함을 보이고 있는데, 이는 두 번째 질문에 대한 하나의 답이 될 수 있을 것이다.

가. 금융발전의 임계치

금융발전이 경제성장에 미치는 관계를 분석한 실증연구는 주로 금융의 양적 발전에 초점을 맞추고 있다. 금융혁신 등 질적 발전 수준이 아닌 양적 발전 정도가 연구의 주안점이라는 측면에서 기존 실증연구는 제3절의 이론모형과 밀접하게 관련된다.

금융의 양적 발전 정도를 나타내는 지표는 다양한데, 기존 실증연구에서 가장 많이 사용된 지표는 ‘GDP 대비 민간신용’이다. 민간신용은 금융회사가 가계에 제공한 신용과 기업에 제공한 신용의 합으로서, 총신용에서 정부에 대한 신용을 제외한 것이다. 제3절의 이론모형에서는 순자산의 크기를 금융의 양적 발전 정도를 나타내는 지표로 사용했으나, 모형의 ‘정리 2’는 순자산과 신용이 비례관계에 있음을 밝히고 있다. 따라서 민간신용의 크기를 양적 발전 지표로 사용하는 실증논문들과 제3절의 이론모형을 연결지어 생각할 수 있다.

민간신용은 금융위기 등 특수한 상황을 제외하면 금융계약의 강도와 반비례 관계에 있다고 해석해도 큰 무리가 없을 것이다. 민간에 제공되는 신용이 추세적으로 증가(GDP 대비)한다면, 이는 다른 조건이 동일할 때 금융계약이 완화되고 있음을 의미할 것이다. 금융계약이 완화되지 않으면 민간부문이 지속적으로 차입을 확대할 수 없기 때문이다. 제3절의 이론모형도 신용의 크기와 금융계약의 강도가 반비례 관계임을 보이고 있다(정리 2 참조). 물론 금융위기 상황에서는 GDP 대비 민간신용이 클

경우 금융제약이 오히려 강하게 작용할 수도 있는데, 이는 기존 부채의 상환부담이 커서 신규 대출을 받지 못하는 현상(debt overhang problem)이 발생할 수 있기 때문이다.

기존 문헌을 살펴보면 초기 연구는 주로 금융발전이 경제성장에 기여한다는 것을 발견했다(King and Levine, 1993). 특히 Rajan and Zingales(1998)는 도구변수를 사용하는 방법, 전반적인 금융시스템의 발전과 상관관계가 낮을 것으로 예상되는 소규모 산업에서 금융발전과 성장을 간 관계를 분석하는 방법 등 두 가지 방법을 통해 내생성 문제를 고려하더라도 결과가 동일함을 보였다.

반면, 2000년대 중후반 이후 이루어진 연구는 금융발전이 반드시 경제 성장에 기여하지 않을 수도 있다는 결과를 발견하였다. 먼저 Manning(2003)은 Rajan and Zingales(1998)가 사용한 자료를 다시 분석했는데, OECD에 속하지 않은 개발도상국에서는 금융발전과 경제성장 간 양의 관계가 재확인되었으나 OECD에 속한 선진국에서는 유의미한 관계가 발견되지 않았다. Pagano and Pica(2012)도 유사한 결과를 발견했다.

나아가 최근의 연구는 금융발전의 정도가 일정한 수준을 넘어선 경우 경제성장을 저해할 수 있음을 발견하였다(표 2-6 참조). Cecchetti and Kharroubi(2012)는 1980~2009년 기간에 대하여 50여 개의 선진국, 신흥국을 대상으로 분석한 결과, 민간신용으로 측정한 금융발전과 성장률의 관계가 봉우리 형태(inverse U-shape)임을 발견하였다. 즉, 금융발전이 처음에는 성장에 기여하지만 발전수준이 임계치를 넘어서면 성장을 저해한다는 것이다. 민간신용의 임계치는 GDP 대비 100%였다. Arcand *et al.*(2012), Law and Singh(2014), Cournède and Denk(2015)도 방법론, 대상 국가, 대상 연도에 차이는 있으나 봉우리형 관계를 발견했고 민간신용 기준 임계치는 GDP 대비 88~100%임을 확인했다.

<표 2-6> 금융발전과 경제성장 간 봉우리형 관계의 임계치¹⁾

연구논문	기준 지표	임계치 (단위: GDP 대비, %)
Cecchetti and Kharroubi(2012)	민간신용	100%
Arcand <i>et al.</i> (2012)	민간신용	100%
Law and Singh(2014)	민간신용	88%
Cournède and Denk(2015)	민간신용	100%
Lombardi <i>et al.</i> (2017)	가계신용	80%
Cecchetti and Kharroubi(2012)	금융부문 취업자 비중 ²⁾	3.9%
Law and Singh(2014)	총신용	99%
Cournède and Denk(2015)	시가총액	100%

주: 1) 금융발전과 경제성장 간의 관계가 봉우리형(inverse U-shape)인 것으로 발견된 연구논문을 대상으로 하며 이때 임계치는 봉우리의 정점을 뜻함.

2) 전체 취업자 중 금융부문 취업자 비중(단위: %)임.

자료: 기존 문헌을 토대로 저자가 요약 정리하였음.

나. 구제금융 보증이 금융-경제성장 관계에 미치는 영향

본 소절에서는 금융발전과 경제성장의 관계를 분석한 기존 실증연구 중 구제금융 보증의 효과에 주목한 두 개의 연구를 소개한다. 이 두 연구는 본 연구의 이론모형이 예측한 바와 같이, 금융시스템이 충분히 발전한 경우 구제금융 보증이 장기 경제성장률로 대리 측정된 사회후생을 저해시킨다는 것을 직간접적인 실증 증거를 통해 뒷받침하고 있다.

먼저 Cournède and Denk(2015)는 은행이 민간에 제공한 신용(bank credit, 이하 은행신용)과 자본시장 및 비은행 금융회사 등이 민간에 제공한 신용(non-bank credit, 이하 비은행신용)을 대비하고 있다. 1961~2011년 기간에 대하여 OECD와 G20 국가를 대상으로 수행된 실증분석 결과, 은행신용과 비은행신용은 모두 경제성장률과 유의한 부의 관계에 있었다. 흥미로운 점은 은행신용이 비은행신용보다 경제성장을 저해하는 효과가 두 배 이상 크다는 것이다. 분석 결과, 1인당 경제성장률은 은행신용이 GDP 대비 1% 증가하면 0.053%p 감소하나 비은행신용이 GDP 대비 1% 증가하면 0.025%p 감소하는 것으로 나타났다. 은행은 금융시스템에

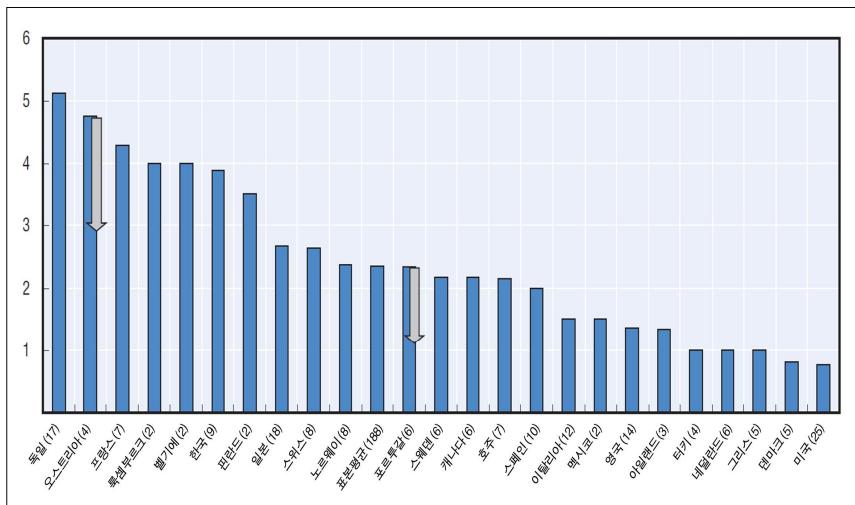
서 가장 주된 금융회사로서 암묵적·명시적 구제금융 보증의 강도가 비은행 금융회사보다 강할 것이다. 따라서 상기 분석 결과는 구제금융 보증이 강할수록 금융의 추가적인 발전이 경제성장을 저해하는 효과가 크다는 간접적인 증거를 제공한다.

암묵적·명시적 구제금융 보증의 강도는 측정하기가 매우 어려우나, 흥미롭게도 Schich and Lindh(2012)는 은행의 신용평가등급이 외부의 지원 가능성에 따라 어떻게 달라지는지 조사함으로써 구제금융 보증의 강도를 객관적으로 측정하는 지표인 ‘업리프트(uplift)’를 제안하였다. S&P, Moody’s, Fitch 등 국제적인 신용평가회사들은 은행이 발행한 채권에 두 가지 형태의 신용등급을 부여하는데, 하나는 외부로부터의 지원 가능성을 고려한 최종신용등급(adjusted credit rating)이고, 다른 하나는 이러한 가능성을 배제한 독자적 신용등급(baseline credit rating)이다. 일반적으로 최종신용등급은 독자적 신용등급보다 높을 것이고, 그 차이(uplift)를 구제금융 보증의 강도로 간주할 수 있을 것이다.

Denk *et al.*(2015)은 국가 내 은행들의 업리프트의 평균값을 기준으로 국가별 구제금융 보증의 강도를 측정하였다. 우리나라는 OECD 국가 중에서 구제금융 보증 강도가 강한 편(업리프트 3.8노치)에 속하였다(그림 2-4 참조). 주목할 점은 측정기간이 2007~13년이라는 점이다. 2014년 EU가 은행회생정리규범(BRRD)을 통해 베일인 체제를 도입함에 따라, OECD 국가의 상당수인 유럽 각국의 업리프트는 하락할 것으로 예상된다.

Denk *et al.*(2015)은 구제금융 보증이 강한 국가(업리프트가 3노치 초과)는 은행신용이 GDP 대비 1% 증가할 때 경제성장률이 0.031%p 감소한 반면, 구제금융 보증이 약한 국가(업리프트가 3노치 이하)는 경제성장률이 0.024%p 감소했음을 발견했다. 즉, 구제금융 보증이 강한 국가에서는 약한 국가에 비해 금융의 양적 발전이 경제성장을 1.3배 더 많이 제약하는 것이다.

[그림 2-4] 업리프트를 통해 측정한 구제금융 보증의 강도(2007~13년)



주: 1) 그림에서 화살표(아래로 향하는 회색 화살표)는 2014년 이후 각국이 베일인 체제를 도입함에 따라 구제금융 보증의 강도가 약화될 것임을 형상화하고 있음. 그림에서는 단순하게 표현하기 위해 오스트리아와 포르투갈에 대해서만 화살표를 표기하였으나, 실제로는 베일인 체제를 도입한 유럽 각국과 미국에 영향이 있을 것으로 보임. 화살표는 방향만 나타낼 뿐 업리프트의 실제 변화분을 나타내는 것은 아님.

2) 국가명의 () 안은 업리프트 측정을 위해 고려한 주요 은행의 개수임.

자료: Denk et al.(2015).

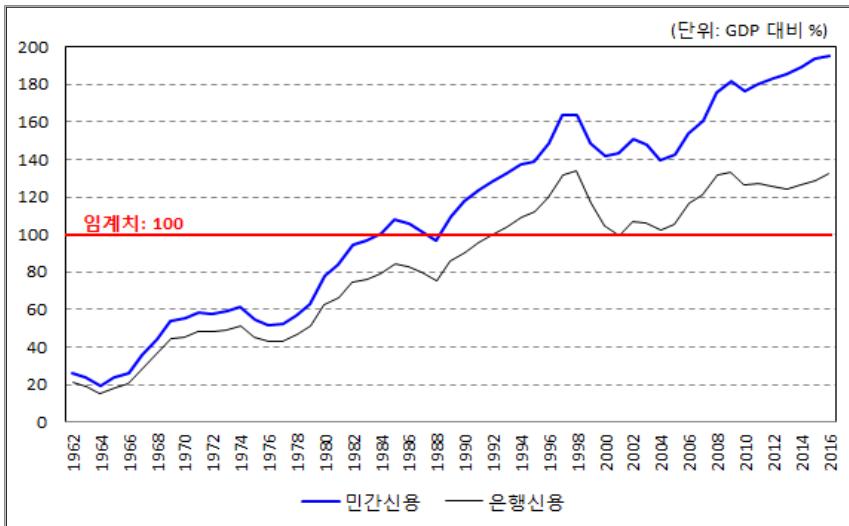
2. 우리나라 금융시스템의 양적 발전 정도

가. 민간신용 등 금융의 양적 발전 정도를 나타내는 지표

[그림 2-5]는 우리나라의 GDP 대비 민간신용의 비중(%)을 나타내고 있다. 경제개발 초기인 1964년에 20%에 불과했던 GDP 대비 민간신용은 지속적으로 팽창하여 1984년에 100%를 넘어섰다. 이후 소폭 조정되다가 1988년부터는 기준 문헌들이 공통으로 제시한 임계치인 100%를 초과한 상태에서 지속적으로 팽창하여 2016년에는 195%에 이르렀다.

또한 민간신용 중 (비은행 금융회사가 아닌) 은행이 창출한 신용의 비중인 은행신용도 지속적으로 증가하여 1992년을 기점으로 GDP 대비 100%를 넘어섰다. 민간신용보다 보수적인 기준인 은행신용을 통해 판단

[그림 2-5] 우리나라의 민간신용과 은행신용



- 주: 1) 민간신용(윗줄)은 은행과 비은행 금융회사 등이 가계와 비금융기업에 제공한 신용을 GDP 대비 %로 표시한 것임.
2) 은행신용(아랫줄)은 은행이 가계와 비금융기업에 제공한 신용을 GDP 대비 %로 표시한 것임.

자료: BIS Credit to the Non-financial Sector Database 2017.

하더라도 1990년대 초반 이후 우리나라의 금융시스템은 적어도 양적으로는 상당한 수준으로 발전했음을 알 수 있다.

Lombardi *et al.*(2017)은 국제결제은행(BIS)에서 수행된 연구를 통해 우리나라를 포함한 50여 개의 선진국, 개발도상국을 대상으로 가계신용이 경제성장에 미치는 효과를 분석했다. 분석 결과, 봉우리형 관계가 나타났으며 임계치는 80%(GDP 대비)였다. 우리나라는 2016년까지는 가계신용이 GDP 대비 80% 이하였으나 지속적으로 상승하여 2016년에 82%까지 증가했고, 증가 추세를 고려하면 2017년에도 80%를 초과할 것으로 예상된다.¹⁴

민간신용 외에도 금융시스템의 양적 발전 정도를 나타내는 보조적인 지표들이 존재한다. <표 2-7>은 이러한 보조지표들의 최근 수치를 나타

14 한국은행, 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>).

<표 2-7> 우리나라의 금융발전 정도를 나타내는 보조지표

지표	단위	기준연도	지표값	임계치
시가총액	GDP 대비 %	2014	89%	100%
금융권 취업자 수	전체 취업자 수 대비 %	2013	3.5	3.9 ¹⁾
금융산업 부가가치	GDP 대비 %	2010	5.7	5.5 ²⁾
금융권의 유동성 부채	GDP 대비 %	2014	135	91 ³⁾
총신용	GDP 대비 %	2016	238	99 ⁴⁾

- 주: 1) '금융권 취업자'는 통계청의 서비스산업 분류상 금융 및 보험업 취업자 수를 전체 취업자 수로 나눈 비율이며, 임계치 3.9는 Cecchetti and Kharroubi(2012)가 제시한 것임.
 2) '금융산업 부가가치'는 OECD ISIC Rev. 4 분류기준상 64~66번 산업인 은행업, 보험업 등 금융업이 창출한 부가가치를 지칭하며, 임계치 5.5는 Cournède and Denk(2015)가 제시한 것임.
 3) '유동성 부채'는 M2에 여행자수표, 외화정기예금, 기업어음, 뮤추얼펀드와 머니마켓펀드 수탁고 등을 포함한 M3를 지칭하는데, Law and Singh(2014)는 유동성 부채가 GDP 대비 91%를 넘어서면 추가적인 유동성 부채는 경제성장을 떨어뜨린다고 분석했으나 그 관계가 유의하지는 않았음.
 4) '총신용'은 민간신용에 정부에 대해 제공된 신용을 합한 것으로 Law and Singh(2014)는 총신용이 GDP 대비 (A) 99%를 넘어서면 경제성장을 저해하고, (B) 99% 이하이면 경제성장을 촉진한다고 분석했는데, (A)는 유의하나 (B)는 유의하지 않았음.

자료: 통계청, 「경제활동인구조사(취업자 수)」, 2017; OECD Structural Analysis (STAN) Database (부가가치) 2017; World Bank Global Financial Development Database 2017(유동성 부채); BIS Credit to the Non-financial Sector Database 2017(총신용)을 토대로 저자 작성.

내고 있다. Cournède and Denk(2015)는 시가총액이 GDP 대비 100%를 초과할 경우 추가적인 시가총액 증가가 경제성장을 저해할 수 있음을 보였다. 본 연구에서는 우리나라 상장기업의 GDP 대비 시가총액 자료를 1979~2014년 기간에 대하여 확보할 수 있었는데, 동 기간 중 시가총액은 지속적으로 증가하여 2010~14년간 평균 90% 수준을 유지하였다.

Cecchetti and Kharroubi(2012)는 전체 취업자 수 대비 금융권 취업자 수의 비중이 3.9%를 초과할 경우 추가적인 금융권 취업자 수의 확대는 경제성장을 부의 관계를 나타냄을 보인 바 있다. 우리나라는 2013년 기준 금융권 취업자 비중이 3.5%로서 임계치에 근접해 있다.

Cournède and Denk(2015)는 금융산업이 창출하는 부가가치가 GDP 대비 5.5%를 넘어서면 부가가치의 추가적인 증가는 경제성장을 저해한다는 것을 발견하였다. 우리나라는 GDP 대비 금융산업의 부가가치가 2002년에 6.3%로서 임계치인 5.5%를 넘어선 이래 OECD 자료가 존재하는 가

장 최근인 2010년까지 지속적으로 임계치를 상회하고 있다.

Law and Singh(2014)는 부채를 통한 자금조달의 양적 규모를 나타내는 보조지표로서 금융권의 유동성 부채(M2에 여행자수표, 외화정기예금, 기업어음, 뮤추얼펀드 및 머니마켓펀드 수탁고 등을 포함한 것)와 총신용(정부에 제공된 신용과 민간신용을 합산한 것)을 고려했다. Law and Singh(2014)는 실증분석 결과, 유동성 부채와 총신용의 임계치가 GDP 대비 각각 91%, 99%임을 발견하였다. 우리나라의 유동성 부채는 2014년 기준 GDP 대비 135%, 총신용은 2016년 기준 GDP 대비 238%로서 두 지표 모두 임계치를 크게 상회하고 있다.

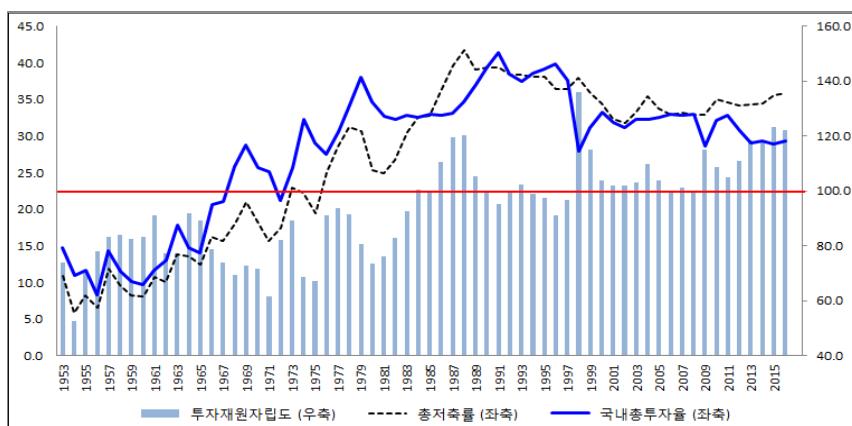
다만, 민간신용과 이러한 보조지표들은 기존 실증분석 문헌에서 충분히 많이 연구되지는 않았으므로 임계치에 대한 신뢰도가 상대적으로 낮다는 점을 유념할 필요가 있다.

나. 이론분석과 관련된 시계열 지표

지금까지 민간신용 등의 지표를 검토하여 우리나라의 금융시스템이 양적으로 상당한 수준까지 팽창했음을 확인할 수 있었다. 그런데 금융의 양적 팽창이 그 자체로 문제인 것은 아니다. 제3절의 이론분석은 양적 팽창이 금융제약을 완화시킴으로써 과잉투자 문제를 심화하기 때문에 문제임을 밝히고 있다. 본 소절에서는 이론분석과의 관련성을 높이기 위해 금융제약 및 과잉투자 문제와 보다 직접적으로 관련된 시계열 지표를 검토하고자 한다.

우리나라는 80년대 중반 이후 투자와 관련된 금융제약이 크게 완화된 것으로 보인다. [그림 2-6]은 우리나라의 총저축률과 국내총투자율을 비교하고 있다. 6·25전쟁 이후 1983년까지는 국내총투자가 총저축을 초과하고 있어 경제발전을 위해서 가장 중요한 과제 중 하나는 투자에 소요되는 자금을 조달하는 것이었다. 이에 따라 국내자금뿐 아니라 해외자금을 유치하는 것이 중요한 정책과제였다(Cho and Kim, 1997). 반면, 1984년 이후에는 투자 이상의 저축이 이루어져 투자재원자립도가 100을 넘어

[그림 2-6] 우리나라의 총저축률, 국내총투자율, 투자재원자립도



주: 투자재원자립도는 총저축률을 국내총투자율로 나눈 값임.

자료: 한국은행, 경제통계시스템(국민계정), <http://ecos.bok.or.kr>, 최종 검색일: 2017. 6. 1.

쳤는데, 이는 금융계약이 과거에 비해 크게 감소했음을 의미한다.

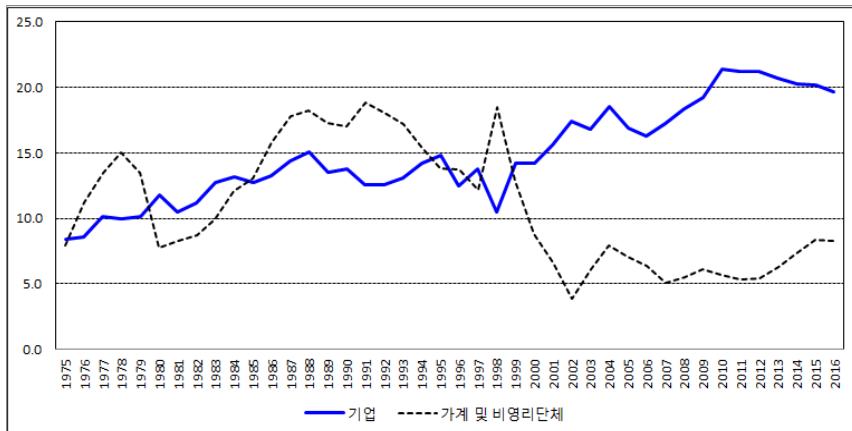
금융계약 측면에서 기업과 가계 부문을 나누어서 살펴보면, 기업부문의 저축률은 지속적으로 상승하는 반면 가계부문은 외환위기 이후 2016년까지 지속적으로 하락하고 있다. [그림 2-7]에서 전통적으로 투자의 주체로 인식되는 기업의 저축률은 외환위기 때 소폭 감소한 것을 제외하면 1975년부터 2016년까지 전 기간에 걸쳐 상승하는 추세이다. 반면, 전통적으로 저축의 주체로서 자금을 기업에 제공하는 역할이 기대되었던 가계의 저축률은 외환위기 전까지는 등락을 계속하면서도 기업 저축률을 상회하다가 외환위기 이후 크게 감소하여 20%에 이르는 기업 저축률과는 달리 5~10% 수준에 그치고 있다.

이하의 내용에서는 투자의 주체로 인식되는 기업부문에 집중하여 투자의 수익성과 금융계약의 강도가 어떻게 변화했는지 살펴보기로 한다.

먼저 회사채 수익률을 통해 측정한 기업의 투자 수익성은 80년대 이후 지속적으로 감소하였다.¹⁵ [그림 2-8]은 3년 만기 AA- 등급 회사채의 수익

15 금융시장이 경쟁적인 경우 회사채 수익률 등 금리지표는 투자의 수익성을 측정하는 이 상적인 지표이다. 특히 회사채 수익률은 장기 시계열 자료가 존재하므로 금융의 발전양상을 장기적으로 추적해야 하는 본 연구의 목적상 적합한 지표이다. 물론 경제발전 초

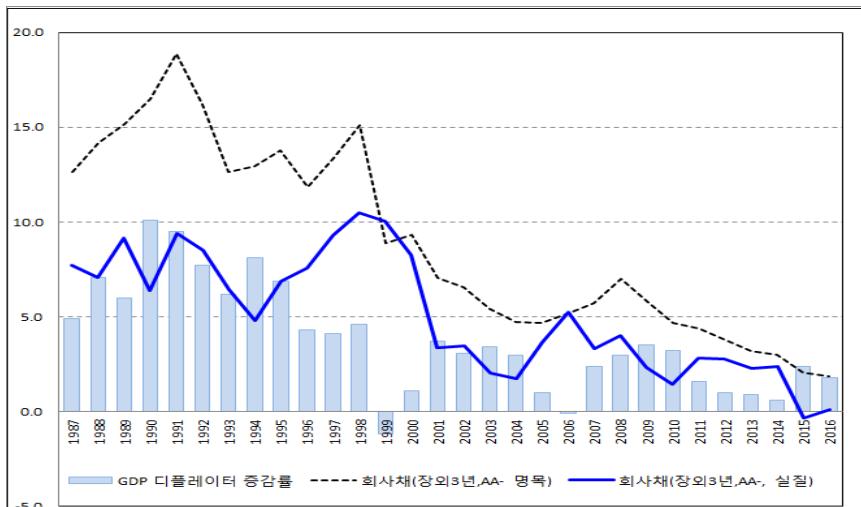
[그림 2-7] 우리나라 기업과 가계의 저축률



주: 가계 및 비영리단체에서 비영리단체란 가계에 봉사하는 비영리단체를 의미함.

자료: 한국은행, 경제통계시스템(국민계정), <http://ecos.bok.or.kr>, 최종 검색일: 2017. 6. 1.

[그림 2-8] 우리나라 회사채 수익률 추이

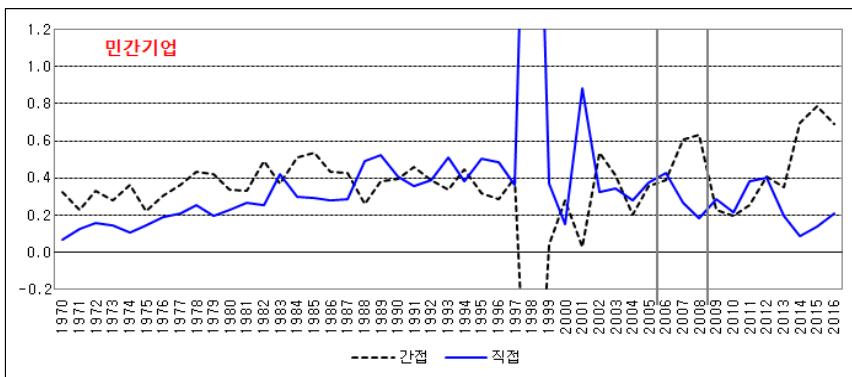


주: GDP 디플레이터 증감률은 2010년을 기준으로 작성되었음. 실질 회사채 수익률은 명목 회사채 수익률에서 GDP 디플레이터 증감률을 차감한 것임.

자료: 한국은행, 경제통계시스템(국민계정과 금리), <http://ecos.bok.or.kr>, 최종 검색일: 2017. 6. 1.

기 정부가 금리결정에 강력한 영향력을 미쳤기 때문에 금융시장이 경쟁적이라고 보기는 어려울 것이다. 그러나 본 소절의 목적이 투자의 수익성을 지포함(level) 수준에서 정확하게 측정하는 것이 아니라 수익성의 변화(change) 추이를 보는 데 있으므로 회사채 수익률을 측정지표로 사용해도 크게 무리가 없는 것으로 판단된다.

[그림 2-9] 우리나라 기업의 직접금융, 간접금융 비중



- 주: 1) 자료의 출처는 자금순환표인데, 자금순환표의 작성기준은 2005년, 2008년에 각각 소폭 변경되었음. 따라서 2005년과 2008년 전후의 자료값의 변화는 경제적 실질의 변화뿐 아니라 작성기준의 변화를 반영하고 있음을 유의해야 할 것임.
2) '간접'이란 기업의 자금조달총액 중 대출금, 정부융자의 비중임.
3) '직접'이란 기업의 자금조달총액 중 주식, 출자지분, 채권의 비중임.

자료: 한국은행, 경제통계시스템(자금순환표), <http://ecos.bok.or.kr>, 최종 검색일: 2017. 6. 1.

률 추이를 보이고 있다. 명목수익률은 1987년 이후 지속적으로 감소하여 2016년에는 2% 수준으로 떨어졌고, 실질수익률 역시 지속적으로 감소하여 2016년에는 0% 수준까지 하락했다. 이는 기업의 투자수익성이 80년 대 중반 이후 지속적으로 감소했음을 시사한다.

한편, 기업이 직면한 금융제약의 강도는 간접금융의 비중으로 측정할 수 있을 것이다. [그림 2-9]는 우리나라 기업이 대출 등 간접금융으로 조달한 금액의 비중과 주식, 채권 등 직접금융으로 조달한 금액의 비중을 비교하고 있다. 일반적으로 금융제약이 강하게 걸려 있는 기업은 자본시장에서 직접 자금을 조달하기 어려워 간접금융을 이용하는 경우가 많다.

간접금융의 비중을 통해 살펴본 금융제약의 강도는 1980년대 중반 전후로 완화되었음을 확인할 수 있다. [그림 2-9]는 경제개발 초기부터 1987년까지는 지속적으로 간접금융이 직접금융을 상회하였으나, 1987년 이후에는 간접금융과 직접금융의 비중이 대체로 비슷한 가운데 상대적 비중 측면에서 다소간의 등락이 있음을 보여주고 있다.¹⁶

16 다만, 이러한 추세는 외환위기 이후 기업의 자금조달 방식이 간접금융에서 직접금융으로

회사채 수익률과 간접금융 비중을 통해 살펴본 바와 같이, 80년대 이후 기업의 투자수익성은 감소하는 반면 금융계약은 완화되고 있음을 알 수 있다.

이러한 내용을 종합해 보면, 다른 부문에서 기업부문으로 자금을 이동시키기 위해 구제금융 보증이라는 인위적인 수단을 사용할 필요성은 줄어들었음을 시사한다.

다. 기타 관련 연구

지금까지 민간신용과 기타 시계열 지표를 통해 우리나라의 금융시스템의 양적 발전 정도를 가늠해 보았는데, 이러한 지표들은 기존 문헌에서 공통적으로 활용하고 있어 신뢰성이 높고 국제적 비교 가능성도 크다. 또한 선진국과 개발도상국뿐 아니라 우리나라로 분석대상으로 한 상태에서 기존 문헌이 발굴한 지표이므로 우리나라에도 일정 부분 적용할 여지가 있을 것이다.

그럼에도 불구하고 민간신용 등에만 의존하여 우리나라 금융시스템의 발전 정도를 정확하게 판단하기는 어렵다. 이는 우리나라만의 특수상황을 고려한 지표를 따로 분석하지 않고 있다는 점, 구제금융 보증이 금융계약을 통해 사회후생에 미치는 효과를 정밀하게 측정하는 지표를 사용하지 않은 채 거시적인 지표인 민간신용에 의존하고 있다는 점에서 한계가 있기 때문이다.

다만, 구제금융 보증의 강도, 금융계약 및 사회후생의 관계 측면에서 우리나라 자료를 활용한 관련 연구가 있어 소개하고자 한다. 황순주 (2016)는 상각/전환 조건이 부가된 은행채의 발행과정에서 산업은행 등 국책은행이 민간은행에 비해 발행비용이 평균적으로 1.12%p 낮음을 발

전환되었다고 하는 통상적인 시각과는 약간의 온도차를 보이고 있다. 외환위기 이전인 80년대 중반 이후 직접금융의 비중이 증가하기는 했으나 당해 기간 중 지속적으로 간접금융 비중보다 높지는 않았고 최근에는 오히려 간접금융 비중이 다시 증가하는 모습도 관찰되기 때문이다.

견하였다. 국책은행은 설립법에 의거 명시적인 결손보전 대상이므로 암묵적인 구제금융 보증만 적용될 수 있는 민간은행에 비해 구제금융 보증의 강도가 강하다. 상기 연구는 구제금융 보증이 은행의 자금조달비용을 크게 낮추는 효과가 있음을 보여주고 있다. 남창우·정대희(2015)는 국책은행이 민간은행에 비해 부실징후 기업에 대한 워크아웃을 평균 2.5년 지체시키고 워크아웃 개시 이후 3년 이내 자산매각의 강도도 유의미하게 낮음을 발견하였다. 이는 명시적인 구제금융 보증을 통해 보호받고 있는 국책은행이 민간은행에 비해 경제적 효율성이 떨어지는 투자를 더 많이 하는 경향이 있음을 시사한다.

제5절 결론 및 정책적 시사점

본 연구는 정부의 암묵적·명시적 구제금융 보증이 사회후생에 어떠한 효과를 미치는지 분석하였다. 투자자가 금융회사의 자금운용 의사결정을 감시하기 어려워서 도덕적 해이가 발생할 수 있는 경우 금융회사는 순자산이 충분히 높을 때에만 자금을 조달할 수 있다. 이러한 금융계약하에서 정부가 구제금융을 보증하면 자금조달비용이 감소하면서 금융회사는 보다 큰 규모의 투자/대출을 성사시킬 수 있게 된다. 투자 활성화는 소득 향상에 기여하므로 사회후생을 증가시킬 수도 있지만, 대규모 투자가 부실화되면 금융위기를 초래할 수 있어 후생을 줄일 수도 있다.

분석 결과, 구제금융 보증을 통한 투자 활성화는 금융시스템의 양적 발전 수준에 따라 사회후생을 증가시키기도 하고 감소시키기도 한다. 순자산, 민간신용 등으로 측정한 양적 발전 정도가 낮은 경우 투자안의 수익성은 높으나 금융계약이 강하게 작용하여 과소투자 문제가 발생한다. 구제금융 보증은 이러한 과소투자 문제를 완화시키므로 사회후생에 기여 한다. 반면, 양적 발전 정도가 충분히 높은 경우 투자안의 수익성이 낮은 반면 금융계약은 약하므로 과잉투자 문제가 발생할 수 있다. 대규모 투자/대출의 부실화는 금융위기를 초래하는 등 경제적 비용을 발생시키기

때문에 실물경기 대비 과도한 금융자원의 팽창은 과잉투자로 해석될 수 있다. 구제금융 보증은 이러한 과잉투자 문제를 심화시켜 사회후생을 저해한다.

한편, 최근 금융과 ICT의 결합에 따른 금융혁신의 효과가 주목받고 있는데, 본 연구는 이 중에서 인터넷전문은행 출범에 따른 금융서비스의 품질 향상 효과, P2P대출 플랫폼을 통한 집단지성효과를 분석하였다. 분석 결과, 금융회사는 이러한 금융혁신을 통해 더 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있었다. 따라서 금융시스템의 양적 발전 수준이 낮더라도 금융-ICT 융합이라는 질적 발전을 통해 자금조달 문제를 해결할 수 있어서 구제금융 보증이라는 인위적인 수단을 사용해야 할 필요성이 줄어든다.

구제금융 보증의 사회후생효과에 대한 이러한 분석은 크게 세 가지 측면에서 정책적인 시사점을 제공한다. 첫째, 자금운용 부문의 보편적이지 않은 정부개입인 신용할당에 비해 상대적으로 주목을 받지 못했던 자금조달 부문의 보편적이지 않은 정부개입인 구제금융 보증의 경제적 효과를 이론적으로 염밀히 분석하고 이를 우리나라 금융시스템에 적용하고 있다. 또한 기존 실증연구에서 폭넓게 활용된 여러 지표들을 이용하여 우리나라 금융시스템이 양적으로 임계치 이상으로 충분히 발전했음을 확인하였다. 이를 통해 과거와는 달리 앞으로는 구제금융 보증이 투자 활성화를 통해 사회후생에 기여하는 효과가 제한적이거나 부정적일 것임을 예상할 수 있다. 다만, 본 연구 결과가 우리나라에서 더 이상 어떤 형태의 투자 활성화도 바람직하지 않은 것을 의미하는 것은 아니다. 이론분석에서는 생산성에 변화가 없음을 전제하고 있는데, 만약 생산성을 향상시키는 투자가 있다면 이는 여전히 사회후생을 개선한다. 생산성에 영향을 주지 않거나 생산성을 하락시키는 좀비기업에 대한 투자 등이 과잉투자 문제를 초래할 수 있는 투자이다.

둘째, 국제적 합의에 따라 금융시스템을 근본적으로 변화시킬 것으로 기대되는 베일인 체제가 우리나라에도 도입될 예정인 가운데, 베일인 체제가 실제로 바람직한지 여부를 논리적으로 검증하고 있다. 베일인은 정부에 의한 암묵적인 구제금융 보증을 지양하고 주주와 채권자 등 이해당

사자가 손실을 부담하는 방식으로 부실금융회사를 정리하는 것으로, 이에 대한 논란이 많다. 도덕적 해이 완화, 국가 재정건전성 강화, 납세자에 대한 불공정성 문제 해소라는 근본적인 장점이 있으나, 베일인 조치가 금융불안을 일으킬 것이라는 우려와 금융회사의 대출이 감소할 것이라는 우려가 존재한다. 금융불안 이슈에 대응하기 위해서는 베일인 조치를 시행하더라도 시스템리스크가 발생하지 않도록 하는 예금자우선변제제도, 정리기금 조성, 정리계획 작성, 교차부도조항금지 등 각종 보완장치를 병행하면 될 것이다. 대출감소 우려에 관해서는 본 연구는 적어도 우리나라와 같이 양적으로 충분히 팽창한 금융시스템에서는 구제금융 보증을 통해 인위적으로 자금조달비용을 낮춤으로써 투자를 활성화하는 것이 오히려 사회후생을 저해할 수 있음을 보이고 있다. 이상을 종합하여 장단점을 비교형량하면 베일인 체제를 예정대로 도입하는 것이 바람직하다는 결론에 이르게 된다. 한편, 일본은 예금자보호법을 개정하여 베일인 제도를 수용했는데, 유사시 정부가 베일아웃(구제금융)을 할지 베일인을 할지 선택할 수 있도록 하였다. 그러나 역사는 베일아웃이 선택 가능한 옵션일 경우 정부가 유사시 베일아웃을 선택할 가능성이 매우 높다는 것을 보여주고 있다. 즉, 사실상 베일인 체제를 도입하지 않은 것과 마찬가지인 것이다. 본 연구는 일본과는 달리 우리나라는 실효적으로 베일인 체제를 도입할 것을 제안하고 있다.

셋째, 자금조달 측면의 정부개입인 구제금융 보증은 자금운용 측면의 정부개입인 신용할당과 밀접한 관련이 있다. 신용할당은 사실 정부가 구제금융 보증을 제공하기 때문에 정당화되는 측면이 있다. 유사시 정부가 지급을 대신해 주기 때문에 자금조달비용이 싸지고 위기도 낮아져서 정부가 주도적으로 신용을 할당하는 것이 일면 정당화될 수 있기 때문이다. 금융회사를 공적인 금융회사로 간주하는 경향 또한 정부의 구제금융 보증 때문에 기인한 측면이 크다. 만약 정부가 구제금융을 보증하지 않는 상황에서 신용을 할당한다면 금융회사의 반발이 클 것이다. 반대로 신용할당은 후진적이고 구제금융 보증은 불가피하다는 세간의 인식대로 규제 환경이 형성될 경우, 민간금융회사는 자금조달 측면에서는 정부의 지원

을 받으면서 자금운용 측면에서는 자체수익 극대화를 추구함에 따라 불공정성을 야기할 것이다. 그러나 구제금융 보증이 없다면 금융회사는 더 이상 공적인 기관이 아닌 사적인 회사로 인식될 것이다. 이러한 변화는 전통적인 양적 확대 방식의 금융발전보다는 민간의 창의에 기반한 금융 혁신이 중요한 과제로 부상하는 현 상황에 보다 부합할 것으로 판단된다.

마지막으로 본 연구의 한계를 밝히며 결론을 맺고자 한다. 본 연구는 민간신용 등 기존 문헌이 공통적으로 사용하는 지표를 기준으로 우리나라 금융시스템의 양적 발전 정도를 판단하였다. 기존 문헌은 선진국뿐 아니라 개발도상국과 우리나라도 분석대상에 포함하여 지표를 발굴하고 임계치를 산출하고 있어 한국 상황에 적용할 여지가 있을 것이다. 그러나 여전히 우리나라만의 특수상황을 고려한 지표를 따로 분석하지 않고 있다는 점, 시장실패가 금융제약에 미치는 효과를 정밀하게 측정하는 지표를 사용하지 않은 채 거시적인 지표인 민간신용에 의존하고 있다는 점에서 우리나라 금융시스템의 양적 발전 정도를 정확하게 판단하기에는 한계가 있다. 다만, 그 입증책임은 크지 않을 것이다. 구제금융 보증은 도덕적 해이, 국가재정 부담, 납세자에 대한 불공정성 등 구조적인 문제를 초래하고 시장경제 원칙에 부합하지 않으므로 원칙적으로 지양해야 하나, 금융제약이 매우 강한 상황에서 제한적으로 용인될 여지가 있다. 따라서 입증책임 측면에서 구제금융 보증을 불가피하게 여길 정도로 우리나라의 금융시스템의 발전 수준이 낮은지를 입증하는 것이 우리나라의 금융시스템이 충분히 발전했는지를 입증하는 것보다 더 중요한 문제일 것이다.

참고문헌

- 남창우·정대희, 「부실 대기업 구조조정에 국책은행이 미치는 영향」, 현안분석, 한국개발연구원, 2015.
- 황순주, 『채권자 손실부담형 은행정리체제의 실행 가능성과 정책적 시사점』, 연구보고서 2016-03, 한국개발연구원, 2016.
- Acharya, Viral, Itamar Drechsler, and Philipp Schnabl, "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk," *Journal of Finance*, 69(6), 2014, pp.2689~2739.
- Aghion, P., N. Bloom, R. Blundell, R. Griffith, and P. Howitt, "Competition and Innovation: An Inverted U Relationship," *Quarterly Journal of Economics*, May 2005, pp.701~728.
- Arcand, J. L., E. Berkes, and U. Panizza, "Too Much Finance?" IMF Working Paper 12/161, 2012.
- Beck, T., H. Degryse, and C. Kneer, "Is More Finance Better? Disentangling Intermediation and Size Effects of Financial Systems," Center for Economic Research, Discussion Paper No. 2012-060, Tilburg University, 2012.
- Bernanke, Ben and Mark Gertler, "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *The American Economic Review*, 79(1), American Economic Association, Mar. 1989, pp.14~31.
- Borensztein, Eduardo and Jong-Wha Lee, "Credit Allocation and Financial Crisis in Korea," International Monetary Fund (IMF) Working Paper, WP/99/20, February 1999.
- Cecchetti, Stephen G. and Enisse Kharroubi, "Reassessing the Impact of Finance on Growth," BIS Working Papers No.381, BIS Monetary and Economic Department, July 2012.
- Cho, Yoonje and Joonkyung Kim, "Credit Policies and the Industrialization of Korea," KDI Research Monograph 9701, Korea Development Institute (KDI), December 1997.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti, and Nouriel Roubini, "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis," *European Economic Review*, 43, 1999, pp.1211~1236.

- Cournède, Boris and Oliver Denk, "Finance and Economic Growth in OECD and G20 Countries," OECD Economics Department Working Papers No. 1223, ECO/WKP(2015)41, OECD, 16 June 2015.
- Denk, Oliver, Sebastian Schich, and Boris Cournède, "Why Implicit Bank Debt Guarantees Matter: Some Empirical Evidence," *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2014(2), 2015.
- Diamond, W. Douglas and Philip H. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *The Journal of Political Economy*, 91(3), June 1983.
- Diamond, W. Douglas and Raghuram G. Rajan, "Money in a Theory of Banking," *The American Economic Review*, 96(1), March 2006.
- Drechsler, Itamar, Thomas Drechsel, David Marques-Ibanez, and Philipp Schanabl, "Who Borrows from the Lender of Last Resort?" *The Journal of Finance*, 71(5), October 2016, pp.1933~1974.
- European Commission (EC), "EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD)," 2014.
- FDIC Quarterly*, "Feature Article: The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act," Early Release for the Upcoming 2011, Vol. 5, No. 2, 2011.
- Financial Stability Board (FSB), "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions," 15 October 2014.
- Hong, Wontack, "Financing Export-Oriented Catching-Up in Korea: Credit-Rationing, Sustained High Growth and Financial Chaos," *International Economic Journal*, 12(1), Spring 1998, pp.141~153.
- Hoshi, Takeo and Anil K. Kashyap, "Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation," *Journal of Economic Perspectives*, 18(1), 2004, pp.3~26.
- Hung, F. S., "Explaining the Nonlinear Effects of Financial Development on Economic Growth," *Journal of Economics* 97(1), 2009, pp.41~65.
- King, B. and R. Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right," *Quarterly Journal of Economics*, 108, 1993, pp.713~737.
- Laeven, Luc and Fabin Valencia, "Systemic Banking Crises Database: An Update," IMF Working Paper, WP/12/163, 2012.
- Law, Siong Hook and Nirvikar Singh, "Does too Much Finance Harm Economic Growth?" *Journal of Banking & Finance*, 41, 2014, pp.36~44.

- Lombardi, Marco, Madhusudan Mohanty, and Ilhyock Shim, "The Real Effects of Household Debt in the Short and Long Run," BIS Working Paper, No 607, 2017.
- Manning, Mark J., "Finance Causes Growth: Can We be So Sure?" *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 3(1), 2003, pp.1~24.
- Pagano, M. and G. Pica, "Finance and Employment," *Economic Policy*, 27(69), 2012, pp.5~55.
- Rajan, R. and L. Zingales, "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, 88, 1998, pp.559~586.
- Schich, Sebastian and Sofia Lindh, "Implicit Guarantees for Bank Debt: Where Do We Stand?" *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2012(1-2), 3 Oct 2012, pp.45~63.
- Schneider, Martin and Aaron Tornell, "Concentrated Ownership and Bailout Guarantees," UCLA Economics Online Papers No. 407, UCLA Department of Economics, November 2005.
- Tirole, Jean, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2003.
- Yum, Haewon, Byungtae Lee, and Myungsin Chae, "From the Wisdom of Crowds to My Own Judgment in Microfinance through Online Peer-to-peer Lending Platforms," *Electronic Commerce Research and Applications*, 11, 2012, pp.469~483.
- Zheng, Jasmine, "Effects of US Monetary Policy Shocks During Financial Crises—A Threshold Vector Autoregression Approach," CAMA Working Paper Series No. 64/2013, Australian National University, September 2013.

<웹사이트 및 통계자료>

- BIS Credit to the Non-financial Sector Database 2017.
- OECD Structural Analysis (STAN) Database 2017.
- World Bank Global Financial Development Database 2017.
- 통계청, 「경제활동인구조사(취업자 수)」, 2017.
- 한국은행, 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>, 최종 검색일: 2017. 6. 1).

제3장

금융관료 출신 임원의 고용이 금융회사 경영에 미치는 효과

이 기 영 (한국개발연구원)
황 순 주 (한국개발연구원)

제1절 서 론

금융산업은 전형적인 규제산업이다. 시스템위험이라는 부정적 외부효과와 금융회사와 금융소비자 간 정보의 비대칭성이라는 양대 시장실패 요인이 상존하므로 건전성 규제와 금융소비자보호 규제가 필수적인 규제로 요청되고 있다.

따라서 각종 규제를 담당하는 금융당국은 금융회사에 강력한 영향력을 행사할 수 있다. 금융감독원(이하 금감원)과 같이 (금융위원회의 주관하에) 건전성 감독의 집행을 담당하는 기관은 검사, 감독, 제재에 깊이 관여함으로써 금융회사를 징계할 실질적인 권한이 있다. 기획재정부(이하 기재부)와 같이 외환정책과 국채발행을 담당하는 기관은 외환거래, 국채의 발행 및 유통과 관련하여 은행, 증권사, 자산운용사에 중요한 영향력을 미칠 수 있다. 유사시 긴급유동성을 제공하는 한국은행(이하 한은)이나 구조조정 자금을 지원하는 예금보험공사(이하 예보)는 위기상황에서 영향력을 발휘할 수 있다. 한편, 금융위원회(이하 금융위)는 거의 모든 영역에서 금융감독, 규제를 주관하기 때문에 그 영향력이 보다 클 것이다.

이에 따라 금융당국 출신 관료가 금융회사의 임원으로 고용되는 소위 회전문 인사에 대한 우려의 목소리가 높다. 최근 국정감사를 통해 금융당국 고위직 인사가 금융회사 임원으로 고용되는 경우가 매우 많다는 지적 이 나온 바도 있다. 이는 금융당국 출신 임원이 로비활동을 통해 당면한 제재를 회피하거나, 당국에서 재직할 당시 편의를 제공한 데 대한 대가로 임원으로 고용되는 등 부당행위에 관한 염려에서 비롯된 것으로 보인다.

그렇다면 회전문 인사는 과연 지양해야 할 바인가? 이에 관해서는 두 개의 상반된 가설이 존재한다. 먼저 부당공동행위 가설(collusion hypothesis)은 세간에서 염려하는 바와 같이 금융당국 출신자가 로비나 전관예우 등의 목적에서 금융회사의 임원으로 고용되어 경영에 기여하지는 않고 부당하게 제재를 회피하거나 당국으로부터 편의를 얻는 역할을 한다는 것이다. 반면, 전문성 가설(schooling hypothesis)은 오랫동안 감독, 규제 업무를 담당한 금융당국 출신자는 그 경력기간 중 위험관리 업무에 대한 전문성을 축적했을 것이고 따라서 금융회사의 위험을 낮추는 데 기여할 것이라고 본다.

이와 같이 상충되는 두 개의 가설 중 어떤 가설이 보다 설명력이 있는지를 판단하는 것은 실증분석의 영역일 것이다. 따라서 본 연구는 우리나라 자료를 활용한 실증분석을 통해 회전문 인사 현상이 존재하는지, 만약 존재한다면 회전문 인사가 어떠한 경제적 효과를 발생시키는지 분석하고자 한다.

실증분석의 첫 번째 파트(제2절)에서는 우리나라 금융부문에서 회전문 인사 현상이 존재하는지 그 양상은 어떠한지를 분석한다. 주요 분석대상 기관은 금감원, 금융위, 기재부, 한은, 예보 등 5대 금융당국이다. 분석대상 금융회사는 은행, 보험, 증권, 카드, 저축은행 등 거의 모든 금융업권을 포괄하며, 분석대상 임원은 대표, 부회장, 감사, 사외이사, 일반 임원을 모두 포함한다.¹

1 본 연구는 금융관료가 민간 금융회사에 임원으로 고용되는 현상에 집중한다. 이와는 별도로 금융관료가 산업은행, 한국거래소, 증권금융, 자산관리공사 등 금융 공기업/유관기관의 임원으로 고용되는 경우도 많다. 민간 금융회사와는 달리 금융 공기업의 경우 공

분석 결과, 절대적인 인원수 측면에서는 금감원을 중심으로 회전문 인사 현상이 존재하는 것으로 판단된다. 2006~17년 상반기 동안 금융회사 전체 임원의 약 18.1%가 공직 경력자 출신이었고 전체 임원의 약 12.9%는 5대 금융당국 출신이었다. 5대 금융당국 중에서는 금감원 출신자의 비중이 4.1%로 가장 많았고 기재부(3.5%), 한은(2.4%), 금융위(2.3%), 예보(0.6%) 순으로 그 뒤를 이었다.

그런데 절대적인 인원수는 기관의 역사 및 총인원수에 의존하므로 회전문 인사 현상의 강도에 관한 지표로서는 한계가 있다. 기재부와 한은과 같이 역사가 오래되고 총인원수가 많은 기관은 경력자의 수도 많다. 경력자가 많으니 금융회사 임원이 될 수 있는 절대적인 인원수도 많은 것은 자연스러운 일이다. 반면, 외환위기 이후 설립되어 역사가 짧은 금융위는 총인원수도 적어 경력자의 수가 여타 4대 기관에 비해 훨씬 적다.

이러한 측면에서 회전문 인사 현상의 강도는 절대적인 인원수보다는 공직 경력자 한 사람이 금융회사 임원이 될 확률을 통해 판단하는 것이 보다 정확할 것이다. 이러한 확률은 금융위 출신자의 경우 27.7%이고 금감원 출신자의 경우 5.2%로서, 기재부(1.5%), 한은(0.6%), 예보(1.7%) 출신자에 비해 매우 높았다.

결과적으로 절대적 인원수 측면에서는 금감원을 중심으로, 임원이 될 확률 측면에서는 금융위와 금감원을 중심으로 회전문 인사 현상이 존재 한다는 판단이 가능하다. 이러한 결과는 금융업권별, 임원의 직위별, 연도별 분석하에서도 대동소이하였다.

실증분석의 두 번째 파트(제3절)에서는 회전문 인사 현상이 어떠한 경제적 효과를 발생시키는지 분석한다. 본 연구에서는 2010~17년 상반기 기간에 대하여 크게 세 가지 유형의 데이터베이스를 이용하여 분석을 진

적인 특성이 강한 금융인프라를 담당하고 있어 회전문 인사가 업무연관성 측면에서 바람직하다고 판단할 수 있는 여지도 있을 것이다. 이와 같이 민간 금융회사에 대한 회전문 인사와 금융 공기업에 대한 회전문 인사의 성격이 다소 상이한 점을 고려하여 본 연구에서는 민간 금융회사에 초점을 맞추기로 한다. 한편, 대형로펌이나 비금융 기업에 취직한 후 민간 금융회사에 임원으로 고용되는 경우도 있는데 이 경우는 본 자료에 포함되어 있다.

행한다. 첫째, 수많은 금융회사 임원들의 이력서를 수작업을 통해 데이터베이스화하였다. 둘째, 금융회사 제재내역에 관한 공시자료를 수작업을 통해 데이터베이스화하였다. 마지막으로, 금융회사들의 경영지표 자료를 사용하였다. 분석대상인 금융회사는 금융지주, 은행, 금융투자, 보험, 신용카드 등 주요 금융업권의 상장회사이다.

제3절의 실증분석은 다시 두 부분으로 나뉘는데, 첫 번째 부분에서는 전문성 가설의 설명력을 판단하기 위해 회전문 인사가 금융회사의 위험 관리 지표를 개선하는지 분석한다. 이러한 지표로는 부실자산비율과 위험가중자산을 사용하였다. 부실자산비율²은 금융회사가 직면하는 위험 중 가장 중요한 위험인 신용위험을 측정하는 주요 지표이며 그 외 금리 위험 및 시장위험과도 간접적으로 관련된다. 또한 위험가중자산(Risk-weighted asset: RWA)은 신용위험뿐 아니라 금리위험, 시장위험, 보험위험(보험업의 경우), 운영위험 등 제반 위험에 대한 노출의 정도를 포괄적으로 나타내는 지표이다. 분석 결과, 금감원 출신자가 임원으로 고용되었을 때 부실자산비율과 위험가중자산을 낮추는 효과는 발견되지 않았다. 마찬가지로 금융위, 기재부, 예보 출신자가 고용되었을 때 양대 위험관리 지표가 개선되는 모습은 나타나지 않았다. 반면, 한은 출신자가 임원으로 고용된 경우 부실자산비율은 개선되지 않았으나 위험가중자산은 평균적으로 3.33% 감소(=개선)하는 결과가 발견되었다.

한편, 효과적인 위험관리는 단순히 위험을 줄이는 것이 아니라 위험을 적절히 통제하는 가운데 수익을 높이거나, 수익을 유지한 가운데 위험을 줄이는 것일 수도 있다. 이러한 관점을 반영하여 추가적으로 위험가중자산 대비 당기순이익(Return on risk-weighted asset: 이하 RORWA)도 고려하였는데, 분석 결과 금감원 출신자와 기재부 출신자가 임원으로 고용된 경우 RORWA가 각각 3.60%, 3.55% 감소(=악화)하는 것으로 밝혀졌다.

이러한 분석 결과는 전문성 가설의 설명력이 낮다는 것을 보여주는 실증적 증거로 볼 수 있다. 한은을 제외한 4대 금융당국 출신자의 경우 임

2 ‘부실자산비율’이란 금융지주/은행/여신전문/저축은행업의 경우 고정이하여신비율을 지칭하고 증권업의 경우 고정이하자산비율을, 보험업의 경우 가중부실자산비율을 지칭한다.

원으로 고용한다 하더라도 위험관리 지표에 뚜렷한 개선의 징후가 나타나지 않거나 오히려 악화되는 경우도 있기 때문이다.

제3절의 두 번째 부분에서는 부당공동행위 가설의 설명력을 판단하기 위해 금융당국이 금융회사를 제재할 확률에 회전문 인사가 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다.

상기 가설을 검정하기 위해 고려할 수 있는 좋은 방법은 제재가 내려질 만한 사안(이하 제재사유)이 발생했다는 조건하에 제재가 이루어질 확률, 즉 조건부 제재확률(conditional probability of regulatory decision)이 회전문 인사로 인해 감소하는지 여부를 분석하는 것이다.³ 이는 위험관리 전문성이 제재사유의 발생빈도를 줄이는 효과는 있을 것이다, 일단 제재사유가 발생한 이후에 제재를 회피하는 효과가 있다고 보기는 어렵기 때문이다. 반면, 부당행위는 제재사유를 줄이기보다는 주어진 제재사유하에서 제재를 회피하는 방식으로 이루어질 개연성이 크기 때문이다.

그러나 제재사유 발생 여부에 대한 신뢰할 만한 자료는 사실상 존재하지 않으므로 차선책을 고려할 필요가 있다.⁴ 차선책으로 사용할 수 있는 방법은 회전문 인사가 제재확률(unconditional probability of regulatory decision)에 미치는 효과를 분석하되, 제재사유와 관련되는 것으로 판단되는 경영지표들을 최대한 통제하는 것이다. 이러한 통제변수들이 제재사유를 보다 잘 설명할수록 분석 결과는 조건부 제재확률을 분석하는 것과 유사해진다. 물론 제재사유는 관측되지 않는 사건이므로 제재사유를 효과적으로 설명하는 변수를 직접 식별하는 것은 불가능하다. 그러나 제재

3 이 같은 방법의 필요성을 지적해 주신 익명의 검토자에게 감사드린다.

4 금융감독원은 회차별·안전별로 제재심의위원회 의사록을 공개하고 있어 제재대상 금융회사에 대한 세부 정보를 일부 확보하는 것이 가능하다(<http://www.fss.or.kr/fss/kr/bbs/list.jsp?bbsid=1332117708199&url=/fss/kr/1332117708199>). 그러나 객관적인 수치를 제공하지 않고 제재 발생 사유에 대한 관계자의 진술과 심의위원의 의견만이 기록되어 있어 제재 발생 및 제재 감경 여부에 대한 객관적인 분류가 어렵다. 만약 저자의 주관적 판단에 따라 다양한 제재사유들을 분류할 경우 성급한 일반화의 오류를 피하기 어려울 것으로 사료된다. 더욱이 제재심의위원회에 제재 안건을 상정할지 여부 또한 감독기관 관계자의 재량적 판단에 의존한다는 점에서 신뢰할 만한 자료를 확보하기가 어렵다고 판단하였다.

사유가 발생하면 제재가 이루어질 가능성이 높다는 측면에서 관측 가능한 변수인 제재확률과 관련성이 높은 변수들을 통계적으로 식별하기로 한다. 그 결과 부실자산비율이 증가할수록 제재확률이 유의하게 증가함을 발견하였다. 반면, 그 외 위험가중자산, RORWA, 운영위험 지표, 기업의 규모, 기업의 성장률, 기업가치 지표, 자본적정성 지표는 제재확률에 유의한 영향을 미치지 않았다.

이 같은 맥락에서 분석한 결과, 금감원 또는 한은 출신자가 임원으로 고용된 경우 해당 금융회사에 대한 제재확률이 각각 14.5%, 21.1% 감소 했으며 이는 통계적으로 유의했다. 반면, 금융위, 기재부, 예보 출신자의 임원 고용은 통계적으로 유의한 효과를 나타내지 않았다. 이러한 분석 결과는 제재에 유의한 영향을 미치는 부실자산비율을 비롯한 다양한 경영지표와 기업고유 특성, 연도별 특성을 모두 통제한 후 도출한 결과이다. 만약 이러한 통제변수들이 제재사유와 밀접한 관련성이 있다면 이는 부당공동행위 가설을 지지하는 간접적인 증거가 될 수 있을 것이다.⁵

그러나 아무리 많은 관련 변수들을 통제하더라도 제재사유를 직접적으로 통제하는 것은 아니므로 이러한 분석 결과가 부당공동행위 가설이 성립한다는 직접적인 증거가 될 수는 없다. 이 점을 고려하여 제재확률에 대한 설명력이 가장 높은 경영지표로 식별된 부실자산비율이 재제확률을 높이는 효과가 회전문 인사와 어떠한 관련성을 갖는지 추가적으로 분석하였다. 이를 위해 부실자산비율과 회전문 인사 간 상호작용 항(interaction term)을 상기 분석모형에 추가하였다. 분석 결과, 금감원 출신자가 임원으로 고용된 경우 제재확률에 대한 부실자산비율의 통계적 설명력이 유의하게 약화되는 것으로 나타났다. 이는 금감원 출신 임원이 취임한 금융회사들은 위험관리 수준이 낮더라도 제재를 피할 수 있다는 뜻으로 풀이된다. 이에 반해 금감원 출신 임원의 고용이 제재확률에 미치는 직접적인 효과는 (상호작용 항을 고려하지 않는 경우와는 달리) 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉, 금감원 출신 임원은 위험수준이 악

⁵ 강건성 검정을 위해 BIS 기준에 따라 산출한 운영위험액 지표들도 통제변수로 추가하여 분석을 수행하였는데 분석 결과에 차이가 없었다.

화되더라도 제재를 피할 수 있는 방식으로 역할하며 전문성의 발휘 등 다른 방식으로는 역할하지 않는다는 설명이 가능하다. 한편, 기재부 출신자가 임원으로 고용된 경우에도 부실자산비율이 제재확률에 미치는 효과가 약화되었다. 다만, 기재부 출신 임원은 상호작용 항을 고려하지 않은 경우의 분석에서는 제재확률에 영향을 미치지 않았기 때문에 부당공동행위 가설에 대한 어떠한 판단을 내리기는 어려울 것으로 보인다.

제3절의 실증분석 결과를 정리하면 다음과 같다. 첫째, 한은 출신자에 대한 회전문 인사를 제외하면 전문성 가설의 설명력이 낮다는 것을 확인하였다. 둘째, 금감원 출신자에 대한 회전문 인사는 전문성 가설로는 설명하기 어렵고 부당공동행위 가설로는 설명이 가능하였다. 그런데 이러한 해석에는 상당한 주의가 필요한데, 이는 실증분석 결과가 부당행위가 있었음을 직접적으로 밝히는 것은 아니기 때문이다. 다만, 최대한 보수적으로 분석 결과를 해석하더라도 회전문 인사는 제재가 이루어질 가능성 을 낮추는데 이는 전문성을 발휘해서 그런 것은 아니라는 결론은 내릴 수 있을 것이다. 그렇다면 어떠한 이유로 제재 발생 가능성을 낮추는지, 전문성이 아니라면 왜 금융당국 출신 임원을 고용하는지에 관한 의문이 제기될 수 있을 것이다. 보다 분명한 결론을 내리기 위해서는 제재사유에 관한 보다 정확하고 풍부한 자료를 바탕으로 추가적인 실증연구가 이루어져야 할 것이다.

회전문 인사의 경제적 효과에 관한 선행연구 중 본 연구와 가장 밀접하게 관련되는 연구는 Shive and Forster(2016)이다.⁶ 이 연구는 미국 자료를 이용한 실증분석을 통해 금융당국 출신 임원을 고용한 이후 금융회사의 위험지표가 하락한 반면, 금융당국의 제재조치에는 유의한 변화가 없었음을 발견함으로써 전문성 가설의 설명력이 부당공동행위 가설보다 높음을 보였다. 이와 같이 본 연구와 상반된 결과가 나타난 것은 자료의 차이 때문일 수도 있고 금융감독체계가 다르기 때문일 수도 있다. 그 이유를 명확하게 설명하기는 어려우나 Laffont and Martimort(1999)의 이론연

⁶ Lucca *et al.*(2014)도 미국의 은행자료를 통해 은행업권과 규제기관 간 인사이동의 양상 이 전문성 가설에 부합한다는 것을 발견하였다.

구는 하나의 설명을 제공한다. 이 이론연구는 (다른 조건이 동일할 때) 규제권한이 여러 기관에 분산될수록 어느 한 기관의 배타적 영향력이 줄어들고 기관 간 견제와 균형은 강화되어 부당행위가 발생할 가능성이 감소한다는 것을 증명하였다. 실제로 금융위/금감원이 전 금융권에 대하여 모든 금융 관련 규제를 주관하는(즉, 통합감독체계인) 우리나라와는 달리 미국은 업권, 금융회사 소재지, 관련 업무에 따라 규제권한이 연방준비은행, 재무부 산하 통화감독청, 연방예금보험공사, 증권거래위원회, 주정부 등 여러 규제기관에 분산되어 있다.⁷

국내 연구로는 이창민 · 정준영(2017)이 본 연구와 밀접하게 관련된다. 이 연구는 한국의 금융회사 자료를 토대로 관료출신 사외이사가 해당 금융회사의 ROE 또는 ROA에 영향을 미치지 않음을 발견하였다. 이 연구와 본 연구의 차이점은 크게 두 가지이다. 첫째, 본 연구는 위험관리 지표를 종속변수로 고려함으로써 위험관리 측면의 전문성 가설이 성립하지 않는다는 증거를 발견한 반면, 이창민 · 정준영(2017)은 수익성 측면의 전문성 가설이 성립하지 않는다는 증거를 발견하였다.⁸ 둘째, 본 연구는 부당공동행위 가설에 대해서 적어도 간접적인 증거를 발견하였으나, 이창민 · 정준영(2017)은 이에 관해서는 분석을 수행하지 않고 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2절에서는 우리나라 금융부문에서 회전문 인사 현상이 존재하는지를 분석한다. 제3절의 첫 번째 부분에서는 전문성 가설의 설명력을 판단하기 위해 회전문 인사가 각종 위험관리 지표에 미치는 효과를 분석한다. 제3절의 두 번째 부분에서는 부당공동행위 가설의 설명력을 판단하기 위해 회전문 인사가 금융회사에 대한 제재확률에 미치는 효과를 분석한다. 마지막으로 제4절은 본 연구의 결론이다.

7 규제당국과 이해당사자 간의 유착(collusion) 혹은 규제포획(regulatory capture)에 대한 일반적인 논의로는 Laffont and Tirole(1991), Celik(2009), Gromb and Martimort(2007) 외 다수가 있다. 규제기관과 금융회사 간 유착관계를 해소하기 위해 규제권한을 분산시킬 필요성을 입증한 이론연구로는 Boot and Thakor(1993), Boyer and Ponce(2012), Hiriat *et al.* (2010), Kahn and Santos(2005) 등이 있다.

8 비록 본 연구는 위험관리 지표에 초점을 맞추고 있으나, 사실 RORWA를 고려함으로써 위험과 수익의 벨런스에 회전문 인사가 미치는 효과도 분석하고 있다.

제2절 금융부문에서 회전문 인사 현상이 존재하는가?

1. 자료

본 절에서는 금융회사의 임원 자료를 토대로 공직 경력자가 금융회사에 임원으로 고용되는 회전문 현상이 존재하는지, 그 정도와 양상을 어떠한지를 분석한다.

분석자료는 나이스평가정보의 기업정보데이터(KISLINE, KISDATA)와 금융감독원의 전자공시시스템(DART)이 제공하는 기초적인 정보를 방대한 수작업을 통해 변환한 것이다.⁹ KISDATA와 KISLINE은 금융회사 임원들의 경력정보를 가공이 어려운 형태인 단순나열식으로 제공하고 있는데, 본 연구진은 수작업을 통해 2006년 1월 1일부터 2017년 6월 1일 기간 중 금융회사 임원으로 재직한 경험이 있는 10,790명(분기인원 108,218명¹⁰)의 경력정보를 기관별 자료로 데이터베이스화하였다. 또한 DART에서 사업보고서(분기별, 반기별, 연간)를 통해 제공되는 금융회사의 임원 현황 정보와 동 데이터베이스를 비교대조하여 누락된 정보를 보완하였다. 샘플기간 중 금융회사의 임원이었으나 동 데이터베이스에서 누락된 경우는 거의 없다.¹¹

본 자료에 포함된 주요 변수 중에서 본 연구와 관련된 변수는 이름, 관료 출신인지 여부, 임원으로 고용된 회사와 업권, 임원 재직 당시의 직책 등이다.

본 장에서 ‘공직’이란 금융위원회 등 각 부처뿐 아니라 금융감독원 등의 공공기관을 포함하는 의미로 사용된다. 또한 본 연구의 목적상 공직은 5대 금융당국인 금융감독원(이하 금감원), 금융위원회(이하 금융위),

9 <http://www.niceinfo.co.kr/business/KISData.nice>, <http://www.kisline.com>, <http://dart.fss.or.kr/>.

10 동일인이 3분기에 걸쳐 임원이 된 경우 분기인원으로는 3명으로 인식된다.

11 DART에 보고된 금융회사별 분기별 사업보고서에 적시된 임원의 수와 본 데이터베이스에서 찾아낸 임원의 수는 대개의 경우 동일하고 일부 차이가 있는 경우에도 1~2명의 차이에 불과했다.

<표 3-1> 업권별 표본 수

업 권	표 본	
	수 ¹⁾	비 율
금융지주회사	5,379	5.0
국내은행	12,307	10.7
외국은행	49	0.0
증권중개업	34,139	31.8
자산운용회사	1,874	1.7
기타 투자기관	6,009	5.6
선물중개업	278	0.3
생명보험업	11,132	10.4
손해보험업	13,082	12.2
재보험업	758	0.7
신용카드 및 할부금융업	12,309	11.5
금융리스업	3,522	3.3
그 외 기타 여신금융업	995	0.9
상호저축은행	5,705	5.3
신용조합	673	0.6
기타 저축기관	4	0.0
Total	108,218	100.0

- 주: 1) 표본 수는 분기인원(quarter-number) 수임. 예컨대 동일인이 3개 분기에 걸쳐 임원으로 재직한 경우 표본 수는 3임.
 2) 인원수는 동일인 중복을 제거한 것으로, 동일인이 여러 분기에 걸쳐 임원으로 재직한 경우 1로 인식됨.

자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

기회재정부(이하 기재부), 한국은행(이하 한은), 예금보험공사(이하 예보)와 기타 부처 및 공공기관으로 나눌 수 있다.¹²⁾

본 자료에 포함된 금융회사는 통계청의 ‘한국표준산업분류’상 금융 및

12) 회전문 인사는 금융관료(공무원과 공직 유관기관 출신자를 포함)가 민간 금융회사의 임원이 되는 것과 공무원인 금융관료가 산업은행, 한국거래소 등 공직 유관기관의 임원이 되는 것으로 나눌 수 있을 것이다. 이 중 본 연구는 민간 금융회사에 대한 회전문 인사 현상에 초점을 맞추고 있다. 이는 공직 유관기관의 경우 공적인 성격이 강한 금융 인프라 업무를 담당하는 등 금융관료 출신자를 임원으로 고용했을 때 전문성을 발휘할 수 있는 여지가 있다고 사료되어 민간 금융회사에 대한 회전문 인사와는 다른 성격을 갖기 때문이다.

보험업으로 분류된 회사 중 상기의 임원 고용정보가 존재하는 회사이다. 동 회사들은 금융지주, 은행권(국내은행, 외국은행), 금융투자권(증권중개업, 자산운용회사, 선물중개업, 기타 투자기관), 보험권(생명보험업, 손해보험업, 재보험업), 여신전문금융기관(신용카드 및 할부금융업, 금융리스업, 그 외 기타 여신금융업), 비은행예금취급기관(상호저축은행, 신용조합, 기타 저축기관) 등을 포함한다. <표 3-1>은 임원들의 업권별 표본 수를 나타내고 있다. 본 자료에 포함된 총 108,218명의 분기임원들은 주로 증권중개업(31.8%), 보험업(23.3%), 신용카드 및 할부금융업(11.5%), 국내은행(10.7%)의 임원들로 구성되어 있다.¹³

2. 5대 기관 출신 회전문 인사 현황

가. 회전문 인사 현황

이하에서는 회전문 인사 현상이 존재하는지 여부를 판단하기 위해서 (1) 공직자 출신 임원의 수, (2) 공직자 출신 임원이 전체 임원 중 차지하는 비율, (3) 공직 경력자가 금융회사 임원이 될 확률을 파악하고자 한다.

1) 공직자 출신 임원의 수와 전체 임원 중 차지하는 비율

먼저 <표 3-2>는 연도별 전체 임원의 수와 공직자 출신 임원의 수를 나타내고 있다. 동 임원들은 해당 연도에 한 분기 이상 금융회사 임원으로 재직한 사람들이다. 만약 어떤 사람이 금감원과 금융위 경력을 모두 보유하고 있다면 이 사람은 금감원 경력자 인원수와 금융위 경력자 인원수에 각각 포함된다.

¹³ 이들 회사는 모두 금융회사이기는 하나 규모, 사업의 형태 등에서 매우 이질적이다. 본 절에서는 금융회사에 대한 회전문 인사의 현황을 분석하는 것을 목적으로 하므로 이러한 이질성이 큰 문제가 되지 않을 것으로 사료된다. 다음 절에서는 회전문 인사가 위험관리 지표와 제재확률에 미치는 효과를 보다 면밀하게 분석한다. 이 과정에서 상장기업만을 대상으로 함으로써 규모의 이질성을 일정 부분 줄였고 각종 전전성 지표를 통제하는 방식, 기업의 고정효과를 통제하는 방식으로 사업형태의 이질성을 최대한 반영하고자 하였다.

<표 3-2> 연도별 공직자 출신 임원의 수

(단위: 명, %)

연도	전체 임원 ¹⁾	공직 ²⁾	금감원	금융위	기재부	한은	예보
2006	2,291	464	124	61	87	81	15
2007	2,437	492	128	63	88	82	15
2008	2,686	555	142	73	110	81	11
2009	2,743	580	140	71	119	79	12
2010	2,892	602	151	70	114	87	16
2011	2,938	594	134	75	126	85	18
2012	2,870	581	123	74	122	73	27
2013	2,881	546	107	74	119	65	24
2014	3,167	491	95	61	93	51	15
2015	3,555	478	90	58	84	46	13
2016	3,316	435	84	58	71	41	17
합계	31,776	5,818	1,318	738	1,133	771	183
평균	2,889	529	120	67	103	70	17
비율		18.6	4.3	2.4	3.6	2.5	0.6

주: 1) 전체 임원 수는 해당 연도에 금융회사 임원으로 1분기 이상 재직한 사람 수이며 분기별 중복을 제거한 수치임. 즉, 어떤 사람이 해당 연도에 3분기 동안 임원으로 재직한 경우 '3'이 아닌 '1'로 인식됨. 또한 어떤 사람이 금감원, 금융위 경력을 모두 보유하는 경우 금감원 인원수와 금융위 인원수에 '1'이 각각 가산됨.

2) '공직'이란 금감원, 금융위, 기재부, 한은, 예보 등 5대 금융당국 출신자와 기타 부처 및 공공기관 경력자를 모두 포함한 수치이며, '금감원'이란 금감원 출신 임원의 수임.

3) '비율'은 연도별 백분율로 환산한 금융회사 전체 임원 대비 공직자 비중의 평균 값임.

자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

본 자료상 2006년부터 2016년까지 연평균 금융회사 임원의 전체 인원 수는 2,889명인데, 이 중 공직경력을 보유한 임원은 연평균 529명으로 전체 임원의 약 5분의 1(18.6%)을 차지하였다.

본 연구의 주요 관심사인 5대 금융당국으로 좁혀 보면, 5대 기관 출신 임원은 총 4,143명으로 전체 임원의 13.0%를 차지했다. 본 자료는 비금융부문 공직 출신 임원정보는 포함하지 않고 있어 금융부문이 비금융부문에 비해 공직자 출신이 임원이 되는 빈도가 얼마나 높은지는 파악하기 어렵다. 다만, 전체 임원 중 적지 않은 비중인 약 13%가 5대 금융당국 출신자라는 점은 확인된다.

5대 금융당국을 기관별로 나누어 보면 금감원과 기재부 출신자가 연평균 각각 1,318명(전체 임원 중 4.3%)과 1,133명(3.6%)으로 가장 많았다. 그 다음은 금융위(738명, 2.4%)와 한은(771명, 2.5%)이었고, 예보 출신자는 연평균 183명(0.6%)으로 5대 금융당국 중 가장 적었다.

몇 가지 흥미로운 점은 다음과 같다. 첫째, 금융감독을 직접적으로 집행하는 기관인 금감원 출신 임원이 5대 기관 중 가장 많다. 둘째, 금융감독 및 규제와 직접적인 연관성은 적으나 외환정책, 거시경제정책을 통해 영향력을 미칠 수 있는 기재부 출신 임원 또한 많다. 또한 흥미로운 점은 5대 기관 중 금융감독 및 규제 권한을 가장 많이 보유하고 있는 주무부처인 금융위 출신 임원의 수가 금감원이나 기재부 출신 임원에 비해 적다는 점이다. 이는 금융위의 조직 규모가 금감원과 기재부에 비해 작기 때문일 수도 있다. 본 연구에서 추산한 각 기관의 경력자 수는 2016년 기준 금융위가 388명으로 금감원(2,799명), 기재부(7,211명), 한은(12,354명), 예보(1,152명)에 비해서 크게 적다(자세한 추산방식은 후술하기로 한다). 이는 각각 1948년과 1950년에 설립되어 역사가 오래된 기재부나 한은, 조직규모가 큰 금감원이나 예보와 달리, 금융위는 1998년에 정원 19명의 소규모 조직으로 설립되어 2016년 현재 현원이 293명으로서 역사도 짧고 연도별 인원수도 적기 때문이다(표 3-3 참조). 그럼에도 불구하고 금융위 출신 임원의 수는 777명으로 한은 출신 임원의 수(793명)와 유사한데

<표 3-3> 최근 5년간 5대 금융당국 총인원

(단위: 명)

연도	금감원	금융위	기재부	한은	예보
2012	1,722	267	1,189	2,211	588
2013	1,852	281	1,197	2,194	649
2014	1,845	293	1,228	2,217	646
2015	1,844	292	1,238	2,228	644
2016	1,880	293	1,267	2,288	681
연평균	1,829	285	1,224	2,228	642

자료: 금융감독원, 『연차보고서』(1999~2016); 통계청, 『한국통계연감』(1948~2004); 인사혁신처, 『인사통계』(2005~2016); 한국은행, 『한국은행 60년사』(2010); 예금보험공사, 『예금보험공사 20년사』, 2016; 예금보험공사, 『연차보고서』(2002~2016).

한은의 역사가 오래되었고 연도별 인원수도 5대 기관 중 가장 크다는 점을 감안하면 금융위 출신 임원 수가 적지 않음을 알 수 있다.

2) 공직 경력자가 금융회사 임원이 될 확률

상기의 논의는 각 기관 출신 임원 수나 전체 임원 중에서 차지하는 비율만을 가지고 회전문 인사 현상의 정도를 판단하는 것은 적절하지 않음을 시사한다. 기관의 규모가 크고 역사가 길면 동 기관 출신 경력자의 수도 많을 것이므로 자연스럽게 금융회사 임원이 되는 사람의 수도 많을 것이기 때문이다.

보다 중요하게 고려해야 할 요소는 기관별 공직 경력자가 금융회사 임원이 되는 확률일 것이다. 만약 금융위 출신자가 금융회사 임원이 될 확률이 한은이나 기재부 출신자가 임원이 될 확률보다 크다면, 회전문 인사 현상은 주로 금융위 출신자를 중심으로 이루어지고 있다고 판단할 수 있을 것이다.

이러한 확률을 도출하기 위한 수단으로 쉽게 생각할 수 있는 것은 로짓회귀분석(logit regression)이다. 임원인지 여부를 나타내는 더미변수를 종속변수로 두고 공직경력 보유 여부와 기타 통제변수들을 독립변수로 두 상태에서 로짓회귀분석을 시행하면, 다른 조건을 통제했을 때 공직경력이 금융회사의 임원이 될 가능성에 미치는 효과를 직접적으로 알아낼 수 있다.

그러나 본 자료를 통해서는 이러한 로짓회귀분석이 불가능하다. 이러한 분석이 가능하려면 금융회사 임원에 대한 정보뿐 아니라 임원이 아닌 사람들의 정보도 있어야 하나, 본 자료에는 금융회사 임원 정보만 존재하기 때문이다.

다만, 통계학의 조건부 확률 법칙(the law of conditional probability)을 응용하면 금융회사 임원 정보와 공직 경력자 수에 대한 정보를 통해 공직 경력자가 임원이 될 확률을 추산할 수 있다. 동 확률을 $Pr(\text{임원}|\text{공직})$ 이라고 하자. 이 확률을 추산하기 위해서는 다음과 같은 정의(definition)가 필요하다. 첫째, 공직 k_t 를 t 시점에서 기관 k 경력을 보유한 사람의

수라고 하자. 여기서 시점 t 는 2006년부터 2016년 중 한 연도를 나타내고, 기관 k 는 금감원, 금융위, 기재부, 한은, 예보 중 한 기관을 나타낸다. 둘째, 임원 _{t} *공직 _{kt} 는 연도 t 동안 한 분기 이상 임원으로 선임된 사람 중 기관 k 경력을 보유한 사람의 수라고 하자. 조건부 확률 법칙에 따라 $\text{Pr}(\text{임원}|\text{공직})$ 는 다음과 같은 근사식을 만족한다.

$$\text{Pr}(\text{임원}|\text{공직}) = \frac{\text{Pr}(\text{임원} \cap \text{공직})}{\text{Pr}(\text{공직})} \simeq \frac{\text{임원}_t * \text{공직}_{kt}}{\text{공직}_{kt}} \quad (3-1)$$

결과적으로 기관 k 경력자가 t 시점에서 금융회사 임원이 될 확률의 근사치는 공직 _{kt} 와 임원 _{t} *공직 _{kt} 의 비율임을 알 수 있다. 이 중 임원 _{t} *공직 _{kt} 는 본 자료를 통해 얻을 수 있는 정보이나(표 3-1 참조), 공직 _{kt} 는 본 자료에 포함되어 있지 않으므로 추산할 필요가 있다.

아래의 내용에서는 다양한 추가 자료를 활용하여 5대 금융당국 경력자의 수 공직 _{kt} 를 추산한다. 추산방식은 다음과 같다.

① 어떤 기관의 경력자 수는 동 기관이 설립된 당해 연도 인원수에 그 이후 신규채용인원수를 연도별로 모두 더한 값을 그 추정치로 사용할 수 있을 것이다. 만약 설립 당시 인원과 신규채용인원 중 사망자가 없다면 이는 추정치가 아니라 정확한 경력자 수가 될 것이나, 기관별 사망자 자료가 존재하지 않으므로 추정치라고 표현하였다(사망자를 고려하지 못하므로 동 추정치는 실제 경력자 수에 비해 과대평가될 수도 있다). 예컨대 2006년도 기준 한은 출신 공직 경력자의 수인 공직_{한은, 2006}의 추정치는 한은이 설립된 1950년 당시 인원에 1951년부터 2006년까지 신규로 채용된 인원을 모두 더한 값이다.

② 그런데 신규채용인원에 관한 정보는 금감원, 한은, 예보의 경우 최근 6년(2011~16년)에 대해서만 존재하고(금감원은 2011년 정보 없음) 금융위, 기재부의 경우 존재하지 않는다. 반면, 연도별 총인원에 관한 정보는 금감원의 경우 설립 이듬해인 2000년을 제외하면 모든 기간에 대해 정보가 존재하며, 금융위, 기재부, 한은, 예보의 경우 각각의 설립연도인 1998년, 1948년, 1950년, 1996년 이후 모든 기간에 대해 정보가 존재한다.

<표 3-4> 최근 5년간 5대 금융당국 신규채용인원

(단위: 명)

연도	금감원	금융위	기재부	한은	예보
2012	95	-	-	90	48
2013	131	-	-	90	66
2014	95	-	-	98	23
2015	72	-	-	94	28
2016	75	-	-	110	47
연평균	94	-	-	97	42

자료: (금감원) 홈페이지(www.fss.or.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22); (한은) 홈페이지(www.bok.or.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22); (예보) 신규채용인원은 공공기관 경영정보 공개 시스템([www.alio.go.kr](http://alio.go.kr), 최종 검색일: 2017. 8. 22).

신규채용인원과 총인원에 대한 자료의 출처는 <표 3-3>, <표 3-4>의 자료를 참조하기 바란다.

③ 따라서 신규채용인원을 추정하는 방식을 사용하기로 한다. 당기 신규채용인원은 다음의 관계를 통해 역으로 구할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{당기 신규채용인원} &= \text{당기 말 총인원} - \text{전기 말 총인원} \\ &\quad + \text{당기 퇴직인원} \end{aligned} \quad (3-2)$$

따라서 당기 퇴직인원수를 알면 당기 신규채용인원수를 구할 수 있다.

④ 그런데 당기 퇴직인원에 대한 정보는 모든 기관, 모든 기간에 대해 존재하지 않는다. 그러나 금감원, 한은, 예보의 신규채용인원 정보가 존재하는 최근 5년(2012~16년)에 대해서는 상기 관계식을 통해 당기 퇴직인원수를 구할 수 있다. 그 결과 이들 3대 기관의 최근 5년간 연평균 퇴직률(=퇴직인원/총인원)은 3.6%였다. 한편, 한은의 경우 『한국은행 60년사』에서 1967년 한국외환은행의 설립으로 681명이 전직했고, 70년대 후반부터 80년대 초반 민간 금융회사로의 이직이 활발했던 추세로 인해 연평균 500명 이상 채용하고 400명 정도 퇴사했으며, 1998년에 역대 최대 규모인 647명이 퇴직했음을 밝히고 있어 이러한 정보와 총인원수의 변동에 대한 정보를 조합하면 동 기간 중 신규채용인원수 및 퇴직인원수를 비교적 정확하게 유추할 수 있다. 한은에 관한 이러한 추가적 정보를 최근 5년 자료에 추가하면 금감원, 한은, 예보 등 3대 공공기관의 연평균

<표 3-5> 5대 금융당국 경력자 수의 추정치

(단위: 명)

	금감원	금융위	기재부	한은	예보
2006	2,048	110	6,566	11,495	846
2007	2,112	123	6,710	11,535	866
2008	2,174	244	6,710	11,666	888
2009	2,193	265	6,793	11,717	888
2010	2,260	283	6,835	11,818	899
2011	2,331	300	6,921	11,872	941
2012	2,426	323	6,967	11,962	989
2013	2,557	346	7,015	12,052	1,055
2014	2,652	368	7,087	12,150	1,078
2015	2,724	377	7,139	12,244	1,105
2016	2,799	388	7,211	12,354	1,152
연평균	2,389	284	6,905	11,897	973

자료: 금융감독원, 『연차보고서』(1999~2016); 통계청, 『한국통계연감』(1948~2004); 인사혁신처, 『인사통계』(2005~2016); 한국은행, 『한국은행 60년사』(2010); 예금보험공사, 『예금보험공사 20년사』, 2016; 예금보험공사, 『연차보고서』(2002~2016); 금감원 홈페이지(www.fss.or.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22); 한은 홈페이지(www.bok.or.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22); 공공기관 경영정보 공개 시스템(www.alio.go.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22)에서 제공하는 기관별 총인원, 신규채용인원에 대한 자료를 토대로 본 연구진이 추산한 결과임.

퇴직률은 9.2%로 상승한다. 이는 민간부문으로의 이직이 매우 활발했던 70년대 후반과 80년대 초반의 영향이 반영되었기 때문이다. 그러나 최근 자료를 통해 추정된 퇴직률이 향후 몇 년간의 퇴직률과 상관관계가 높을 것이므로 이하의 내용에서는 퇴직률이 3.6%라고 가정하기로 한다. 한편, 금융위와 기재부는 정부부처로서 신규채용인원에 대한 공식적인 통계가 존재하지 않는다. 그러나 이를 부처와 3대 공공기관은 정년보장 등 직업적 안정성이 유사하므로 이하의 내용에서는 기관별로 퇴직률이 동일하다고 가정하기로 한다.

<표 3-5>는 5대 기관 경력자의 퇴직률을 3.6%로 가정하고 상기의 추산방식에 따라 기관별 경력자 수를 추정한 결과이다. 한은의 과거 자료를 반영하여 퇴직률을 9.2%로 가정할 수도 있으나 이는 한은의 특수성이 반영된 것이다. 최근에는 직업적 안정성에 대한 고려, 민간으로의 재취업

<표 3-6> 5대 금융당국 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치

(단위: %)

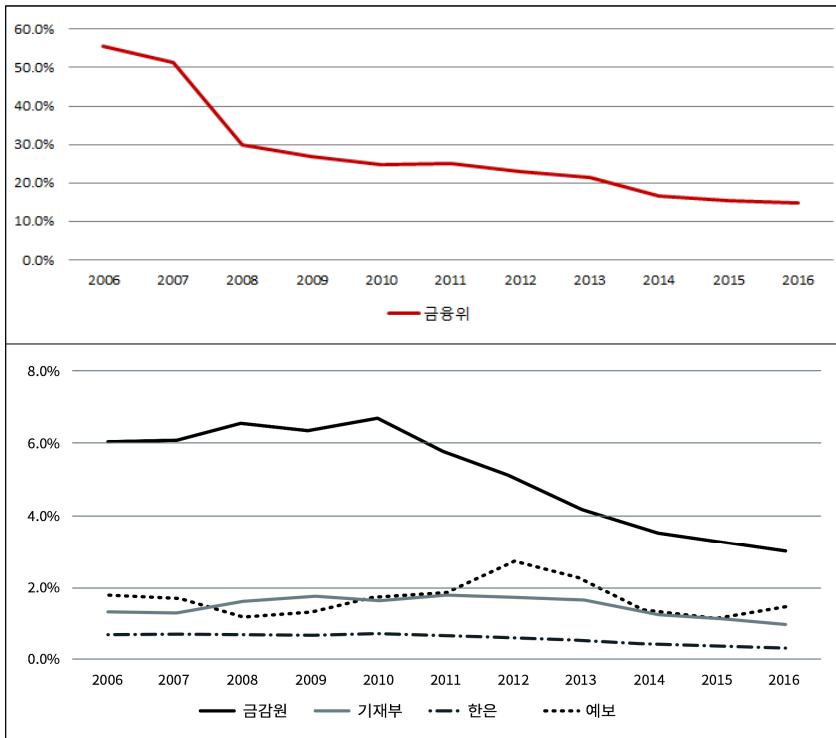
	금감원	금융위	기재부	한은	예보
2006	6.1	55.5	1.3	0.7	1.8
2007	6.1	51.2	1.3	0.7	1.7
2008	6.5	29.9	1.6	0.7	1.2
2009	6.4	26.8	1.8	0.7	1.4
2010	6.7	24.7	1.7	0.7	1.8
2011	5.8	25.0	1.8	0.7	1.9
2012	5.1	22.9	1.8	0.6	2.7
2013	4.2	21.4	1.7	0.5	2.3
2014	3.6	16.6	1.3	0.4	1.4
2015	3.3	15.4	1.2	0.4	1.2
2016	3.0	15.0	1.0	0.3	1.5
연평균	5.2	27.7	1.5	0.6	1.7

자료: 금융감독원, 『연차보고서』(1999~2016); 통계청, 『한국통계연감』(1948~2004); 인사혁신처, 『인사통계』(2005~2016); 한국은행, 『한국은행 60년사』(2010); 예금보험공사, 『예금보험공사 20년사』, 2016; 예금보험공사, 『연차보고서』(2002~2016); 금감원 홈페이지(www.fss.or.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22); 한은 홈페이지(www.bok.or.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22); 공공 기관 경영정보 공개 시스템(www.alio.go.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22)에서 제공하는 자료를 토대로 본 연구진이 추산한 결과임.

에 대한 각종 제한 등으로 인해 퇴직률이 과거에 비해 낮아졌다고 판단해 도 큰 무리가 없을 것으로 보이므로 퇴직률은 3.6%로 가정하기로 한다.

<표 3-6>은 5대 기관 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치를 보여준다. 이는 조건부 확률 법칙의 근사공식에 따라 5대 금융당국 경력자 수 추정치(표 3-5) 대비 각 기관 출신 임원 수(표 3-2)의 비중을 구함으로써 얻은 결과이다. 5대 기관 중 공직 경력자가 금융회사 임원이 될 확률이 가장 높은 기관은 금융위로, 동 확률이 연평균 27.7%로서 다른 기관을 압도한다. 금감원 출신도 금융회사 임원이 될 확률은 연평균 5.2%로 기재부(1.5%), 한은(0.6%), 예보(1.7%)에 비해 매우 크다. 이에 따라 금융위 출신은 기재부, 한은, 예보 출신에 비해 금융회사 임원이 될 확률이 최소 16배, 최대 46배이고, 금감원 출신은 이러한 3대 기관 출신에 비해 임원이 될 확률이 최소 3배, 최대 10배에 이른다.

[그림 3-1] 5대 기관 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치



자료: <표 3-5>와 동일함.

[그림 3-1]은 공직 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 연도별 양상을 보다 분명하게 보이고 있다. 금융위의 경우 2006년 55.5%에 이르던 임원 취업 확률은 시간이 지남에 따라 계속 하락하여 2016년에는 15.0%로 줄어들었다. 그 주된 이유는 금융위 경력자가 임원이 되는 규모는 해마다 70명 내외로 큰 변동이 없는 반면, 금융위 경력자 수는 지속적으로 증가했기 때문이다. 금융위는 1998년 소규모 조직으로 신규 설립된 이후 조직의 규모가 빠르게 확대되었기 때문에 경력자 수가 지속적으로 증가했다(표 3-5 참조). 한편, 금감원도 2006년 6.1%에 이르는 임원 취업 확률이 2016년 3.0%로 크게 줄었는데, 그 이유는 복합적이다. 금감원 출신 임원의 수가 동 기간 중 32.3%만큼 크게 줄어든 효과와 금감원 경력자 수가

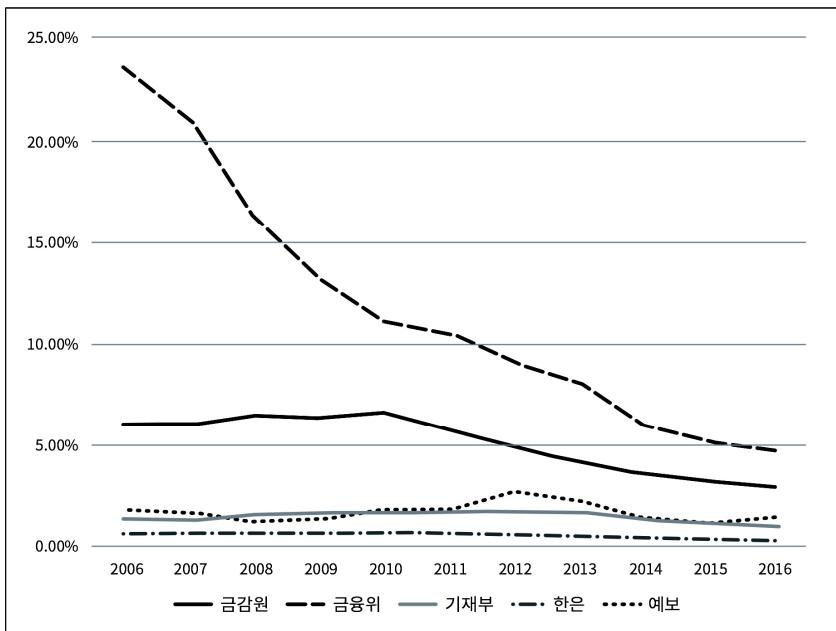
37.7%만큼 크게 늘어난 효과가 모두 영향을 미쳤다.

<강건성 분석>

(1) 상기의 확률 추정 결과는 5대 기관 공직자의 퇴직률이 일괄적으로 3.6%라는 매우 강한 가정에 기반한다. 그러나 이 가정은 결론에 영향을 미치지 않는다. 본 연구의 결론은 공직 경력자가 임원이 될 확률 측면에서 금융위가 다른 기관에 비해 회전문 인사 현상이 가장 두드러지게 나타나는 기관이라는 것이다. 만약 동 가정을 완화하여 퇴직률이 기관별로 동일하나 그 절대적 수치는 3.6%보다 크거나 작다고 가정해도 결론에 변화는 없다. 동 결론은 기관 간 차이에 관한 내용이므로 퇴직률이 기관 간 동일하다면 결론이 변화하지 않기 때문이다. 반면, 퇴직률이 기관별로 상이하고 특히 금융위 출신자의 퇴직률이 다른 기관 출신자에 비해 높은 것이 사실이라면, 금융위 경력자의 수가 많아지면서 금융위 출신이 임원이 될 확률은 줄어들게 된다. 이와 같은 가정의 변화가 결론에 어떠한 영향을 미치는지 확인하기 위해, 극단적으로 금융위 출신자의 퇴직률은 33.3%이고 다른 기관 출신자의 퇴직률은 여전히 3.6%라고 가정하자. [그림 3-2]는 이와 같이 원래의 결론에 극단적으로 불리한 가정을 사용하더라도 회전문 인사 현상이 금융위를 중심으로 두드러지게 발생한다는 결론에는 변화가 없음을 보여준다.

(2) 또한 상기의 분석에서는 공직 경력자 수를 추정하기 위해 각 기관이 설립된 해부터 기준연도까지 신규로 채용된 인원수를 모두 더한 값을 사용하였다. 그런데 신규채용인원 중에는 경력자도 있으나 인생에서 커리어를 처음 시작하는 직원들이 많을 것으로 예상된다. 이들은 경험이 너무 적거나 연령이 너무 낮아서 채용 직후 초기 몇 년 동안(예컨대 10년)은 금융회사 임원으로 이직할 가능성이 매우 낮을 것이다. 또한 정년 퇴직한 이후 상당한 기간(예컨대 10년)이 경과한 공직 경력자의 경우 너무 오래된 과거의 경험이거나 연령이 너무 높아서 금융회사 임원으로 고용될 가능성이 역시 매우 낮을 것이다. 자료의 한계로 인해 공직 경력자별 경험수준, 연령 등 개인적 특성을 세세하게 고려할 수는 없으나, 강건성

[그림 3-2] 강건성 분석: 금융위 출신자의 퇴직률을 33.3%로 가정한 경우



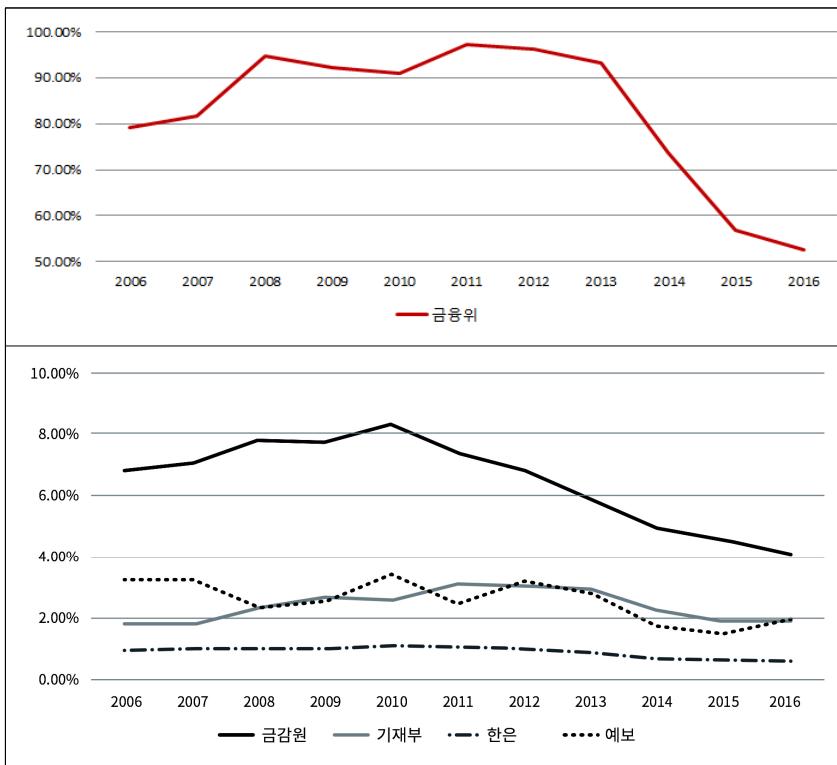
주: 금융위 출신자의 퇴직률은 33.3%로 가정하고, 다른 4대 기관 출신자의 퇴직률은 3.6%로 가정한 경우임.

자료: <표 3-5>와 동일함.

분석 차원에서 다음과 같이 간략하게나마 이러한 특성을 반영하고자 한다.

먼저 신규로 채용된 지 10년이 경과하지 않았거나 퇴직예상시점에서 10년이 경과한 사람들은 공직 경력자 수 산정 시 제외하기로 한다. 평균적으로 채용시점의 연령은 25세이고 35년을 재직하여 60세에 정년퇴직한다고 가정하면 기준연도(2006, … 2016)에서 45년 이전부터 10년 이전까지 신규채용된 인원만이 공직 경력자 수에 포함된다. 예컨대 임원고용의 기준연도가 2006년이면 1962년부터 1996년까지 신규채용된 인원만이 공직 경력자에 포함된다. 한편, 금감원, 금융위, 예보의 경우 97년 전후로 설립되었는데, 설립 초기 인원들은 대부분이 경력자이다. 예컨대 금감원은 은행감독원(한국은행 산하)과 증권감독원을 비롯한 4개의 기존 감독기관 출신들로 설립되었고, 금융위는 기재부(당시 재정경제원) 출신이 주를

[그림 3-3] 강건성 분석: 경력이 너무 적거나 너무 오래된 인원을 배제한 경우



주: 각 기준연도(2006, 2007, 2008, …, 2016)에서 45년 전부터 10년 전까지 35년간 각 기관에 신규로 채용된 인원의 수를 더한 값을 각 기관 출신 경력자 수로 산정하였음. 예컨대 기준연도가 2006년인 경우 1962년부터 1996년 동안 한은에 채용된 인원이 한은 경력자에 포함됨. 단, 비교적 최근에 설립된 금융위, 금감원, 예보의 경우 설립연도 이후 5년간 채용된 인원은 이러한 기준에도 불구하고 모두 공직 경력자의 수에 포함됨.

자료: <표 3-5>와 동일함.

이루었다. 따라서 설립 이후 5년간 채용된 인원은 주로 경력자라고 가정하고 공직 경력자의 수에 포함시켰다.

[그림 3-3]은 상기와 같이 공직 경력자 수를 재산정한 후 공직 출신자가 금융회사 임원이 될 확률을 추정한 결과이다. 경력이 너무 짧거나 너무 오래된 인원을 배제하면 공직 경력자 수가 줄어들면서 공직 출신이 임원이 될 확률은 높아진다. 금융위 출신자의 경우 금융회사 임원이 될 확률은 2006~16년 기간 중 연평균 82.7%로서, 신규채용인원 전원을 더한

값을 기준으로 계산된 확률인 27.7%에 비해 크게 높아졌다. 금감원 출신자의 경우에는 동 확률이 5.2%에서 6.5%로 상승했고 기재부, 한은, 예보 출신자의 경우에는 동 확률이 1% 내외의 폭으로 상승했다. 이러한 강건성 분석 결과는 신규채용인원이 노동시장에 언제 진출하는지를 고려하지 않는 경우 회전문 인사 현상의 강도가 과소평가될 수 있음을 보여주고 있다. 다만, 기관별로 설립연도가 다르고, 설립 당시의 인원이 노동시장에 언제 나갈 수 있는지에 대해서는 알려지지 않은 정보가 많으므로 이러한 과소평가의 정도는 기관별로 다를 수 있음을 주지의 사실이다. 한편, 기관별 비교 측면에서는 금융위 출신자가 타 기관 출신자에 비해 금융회사 임원이 될 가능성이 월등히 높다는 결과는 여전히 유효했다. 또한 금융위 출신자를 제외하면, 금감원 출신자가 나머지 3대 기관 출신자에 비해 금융회사 임원이 될 확률이 높다는 사실도 유효했다.

이하의 내용에서는 5대 금융당국 경력자의 회전문 인사 현상이 직위별, 업권별로 어떠한 양상을 보이는지 살펴보기로 한다.

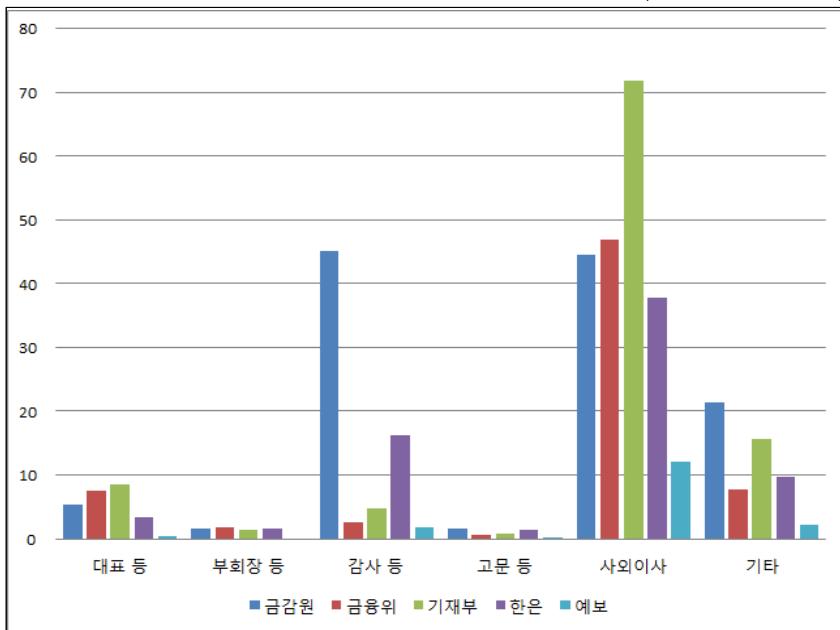
나. 직위별 현황

본 연구진이 구축한 금융회사 임원 자료는 임원들의 재직 당시 직위에 관한 정보를 포함하고 있다. 다양한 직위 및 직책은 ‘대표 등’, ‘부회장 등’, ‘감사 등’, ‘고문 등’, ‘사외이사’, ‘기타’ 등 크게 6가지로 구분된다. ‘대표 등’은 대표, 대표이사, 회장, 은행장, 공동대표 등 최고경영자를 포함한다. ‘부회장 등’은 부회장, 부행장 등 제2의 최고경영자를 포함한다. ‘감사 등’은 감사, 감사위원, 준법감시인 등을 포함한다. ‘고문 등’은 고문, 자문, 자문역 등을 포함한다. ‘기타’는 대표 등, 부회장 등, 감사 등, 고문 등, 사외이사가 아닌 임원으로서 주로 전무, 상무, 상무보 등 일반 임원진으로 구성되며 특정 그룹으로 분류하기 어려운 직위도 일부 포함하고 있다.

먼저 [그림 3-4]는 5대 기관 출신 임원이 직위별로 어떻게 분포하고 있는지 보여준다. 먼저 5대 기관 경력자들은 사외이사로 임명되는 경우가

[그림 3-4] (직위별) 5대 기관 출신 임원의 수

(단위: 연평균 임원 수)

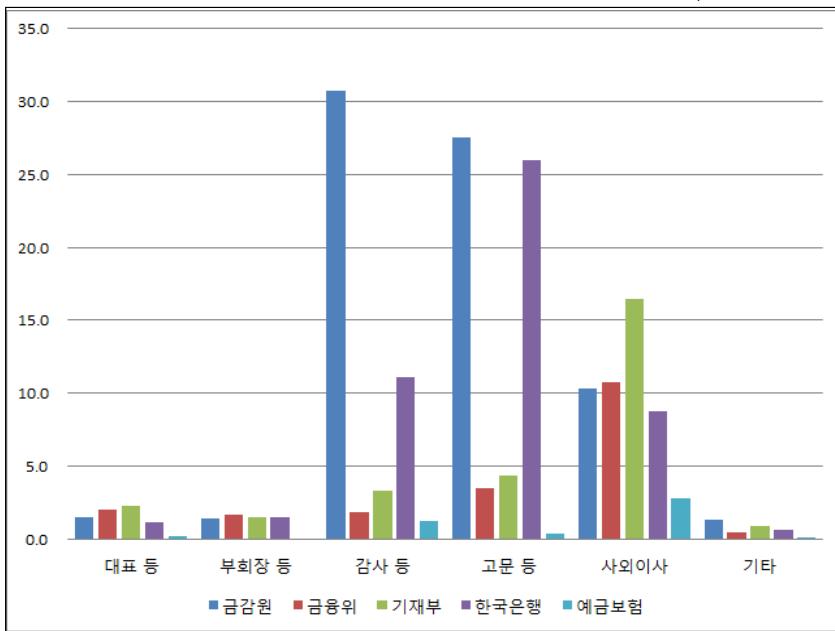


자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

가장 많았다. 특히 기재부 경력자는 연평균 72명이 사외이사로 임명되어 40명 내외인 금감원, 금융위, 한은 경력자보다 많았다. 사외이사 다음으로는 ‘감사 등’, ‘기타’가 5대 기관 경력자가 맡은 주요 직책이었다. 감사 등으로 한정할 경우 5대 기관 중 금감원 출신자가 연평균 45명으로 5명 이하인 금융위, 기재부, 예보 출신자에 비해 압도적으로 많았고 연평균 16명인 한은 출신자에 비해서도 3배 이상 많았다. 이는 금감원이 검사/감독 업무를 주관하는 것과 관련된 것으로 보인다. 주로 전무, 상무 등으로 구성된 기타 임원의 경우 금감원 출신자가 21명으로 기재부(16명), 한은(10명)보다 많았고 금융위나 예보 출신은 적었다. 경영에 가장 중요한 영향을 미칠 것으로 예상되는 대표 등의 경우 금융위, 기재부 출신이 각각 8명, 9명으로 금감원(5명), 한은(3명), 예보(0명) 출신보다 많았다. 부회장 등이나 고문 등은 다른 직책에 비하면 5대 기관 출신 임원의 수가 미미했다.

[그림 3-5] (직위별) 5대 기관 출신 임원의 비중

(단위: 연평균 %)

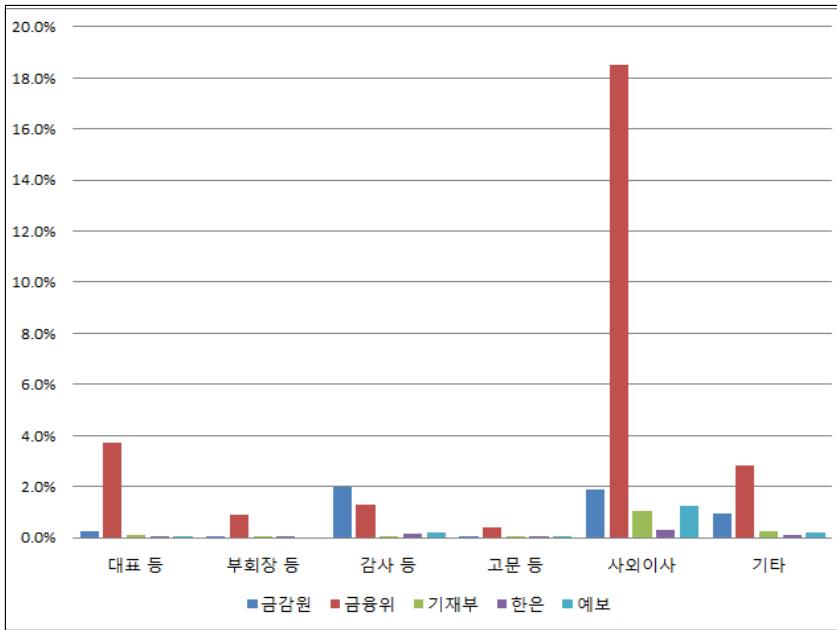


자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

[그림 3-5]는 5대 기관 출신 임원이 각 직위별 전체 임원 중에서 차지하는 비중을 나타내고 있다. 먼저 5대 기관 출신 임원의 수가 미미한 부회장 등과 고문 등을 논의에서 제외하기로 한다. 5대 기관 출신 임원의 수가 가장 많은 사외이사의 경우 기재부 출신이 16.5%로 가장 많고 금감원, 금융위, 한은 출신은 9% 내외로 유사했다. 금감원 출신자가 다른 기관 출신자에 비해 압도적으로 많았던 감사 등의 경우, 전체 감사 중 약 3분의 1이 금감원 출신자로서 비중 측면에서도 금감원이 다른 기관을 압도했다. 대표 등의 경우 기재부 출신자가 다른 기관에 비해 많았고, 기타의 경우 금감원 출신자가 많았다.

이상을 종합하면 감사나 기타 임원은 주로 금감원 출신이 타 기관에 비해 많았고, 사외이사나 대표의 경우 주로 기재부 출신이 많았다.

[그림 3-6] (직위별) 5대 기관 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치
(단위: 연평균 %)



자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

회전문 인사의 강도를 측정하기 위해서는 기관별 임원의 수나 비중보다는 각 기관 출신이 임원이 될 확률이 보다 중요한 지표일 것이다. [그림 3-6]은 조건부 확률 법칙의 근사공식(식 3-1)과 5대 기관 경력자 수의 추정치(표 3-5)를 이용하여 이러한 확률의 추정치를 구한 결과이다.

동 확률을 추정한 결과, 감사 등을 제외한 모든 직위에서 금융위원회 출신자가 임원이 될 확률이 다른 기관 출신자를 압도하였다. 5대 기관 출신자가 주로 임명되는 사외이사의 경우 금융위 출신자가 사외이사가 될 확률은 무려 18.5%로 금감원(1.9%), 기재부(1.0%), 한은(0.3%), 예보(1.2%) 보다 최소 10배, 최대 60배 더 높았다. 가장 중요한 임원이라고 할 수 있는 대표 등의 경우에도 금융위 출신자가 될 확률은 3.7%로 0.0~0.2%대에 분포하고 있는 타 기관 출신자보다 매우 높았다. 다만, 감사 등의 경우 금감원 출신자가 될 확률이 2.0%로서 타 기관 출신자에 비해 높았다. 이

는 [그림 3-5]에서 확인한 바와 같이 전체 감사 중 3분의 1이라는 큰 비중이 금감원 출신자로 채워지기 때문에 금감원 경력자 수가 많음에도 불구하고 동 확률이 높은 것으로 보인다. 그런데 감사 등으로 한정하더라도 금융위 출신자는 감사가 될 확률이 1.3%로 동 확률이 최대 0.2%에 불과한 기재부, 한은, 예보 출신자에 비해 감사가 될 가능성이 높았다.

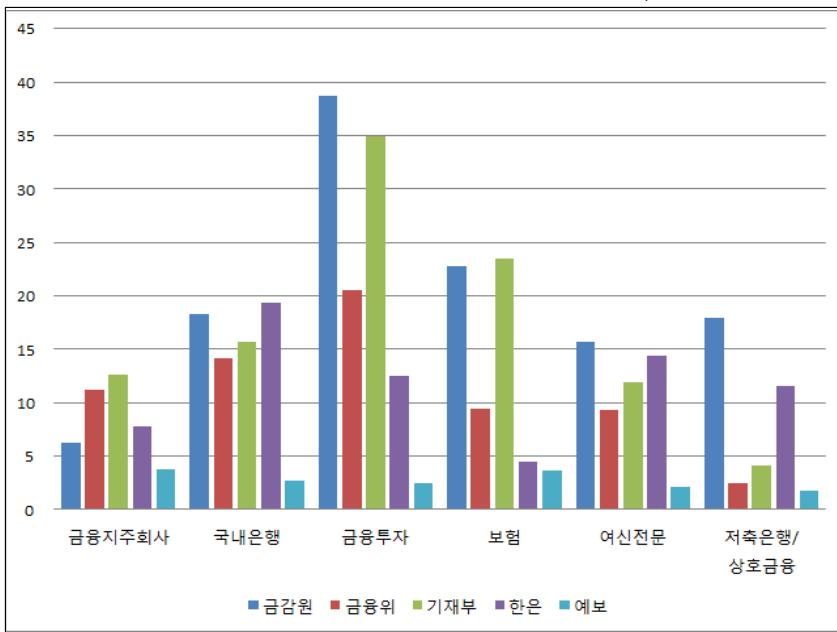
다. 업권별 현황

회전문 인사 현상이 업권별로 어떻게 다른지를 살펴보기로 한다. 이하에서는 업권을 크게 금융지주업, 국내은행업, 금융투자업, 보험업, 여신전문업, 저축은행/상호금융업으로 나누기로 한다. 금융투자업은 증권중개업, 자산운용회사, 선물중개업, 기타 투자기관으로 구성되고, 보험업은 생명보험업, 손해보험업, 재보험업으로 구성되며, 여신전문업은 카드사, 할부금융사, 금융리스업, 그 외 기타 여신금융업으로 구성된다.

[그림 3-7]은 업권별 5대 기관 출신 임원의 수를 나타내고 있다. 공직경력자들은 주로 금융투자업에서 임원으로 가장 많이 활동하고 있고 국내은행, 보험, 여신전문업에서도 많이 활동하고 있었다. 기관별로 보면 거의 전 업종(금융지주업 제외)에서 금감원 출신 임원이 타 기관 출신에 비해 많았다. 기재부 출신자는 금융지주업, 금융투자업, 보험업에서 타 기관 출신자에 비해 임원 수가 많았다. 금융위 출신자는 금융지주회사를 제외하면 다른 기관에 비해 임원 수가 많은 업종이 없었다. 한 가지 흥미로운 점은 한은 출신자의 경우 국내은행, 저축은행/상호금융업에서 다른 업종과 달리 임원을 많이 배출했다는 것이다. 이는 한은 출신자들이 은행업의 전문가라는 점과 무관하지 않을 것이다.

[그림 3-7] (업권별) 5대 기관 출신 임원의 수

(단위: 연평균 임원 수)

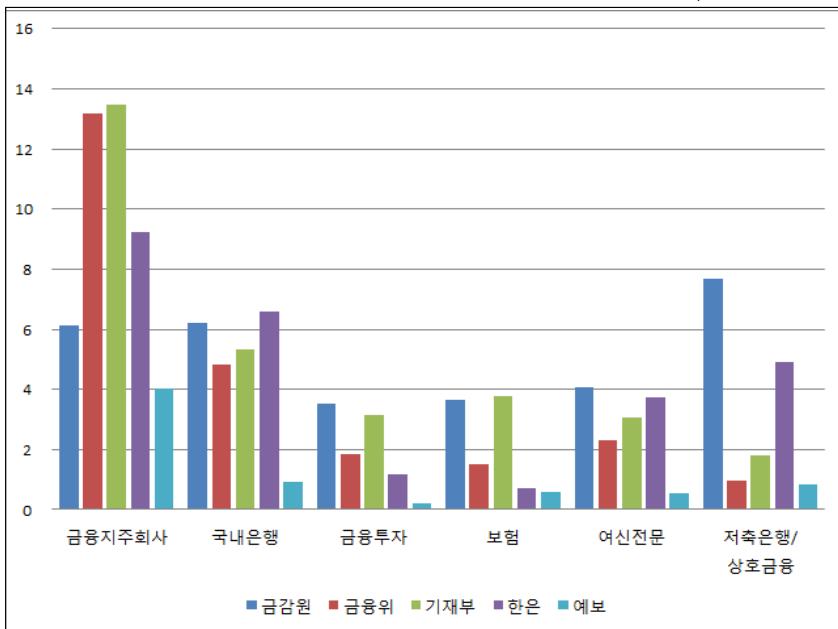


자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

[그림 3-8]은 전체 임원 중 5대 기관 출신 임원이 차지하는 비중 측면을 고려하면 회전문 인사 현상의 양상이 다소 달라짐을 보여준다. 우선 다른 업종에 비해 단연 금융지주업에서 5대 기관 출신 임원의 비중이 높음을 알 수 있다. 기관별로는 금융위와 기재부 출신자의 비중이 약 13%로 다른 기관에 비해 높았다. 그 외 다른 업종에서는 [그림 3-6]에서 살펴본 바와 동일하게 금감원이 비중 면에서도 회전문 인사가 가장 많았고, 은행업의 경우에는 한은 출신 회전문 인사가 많았다.

[그림 3-8] (업권별) 5대 기관 출신 임원의 비중

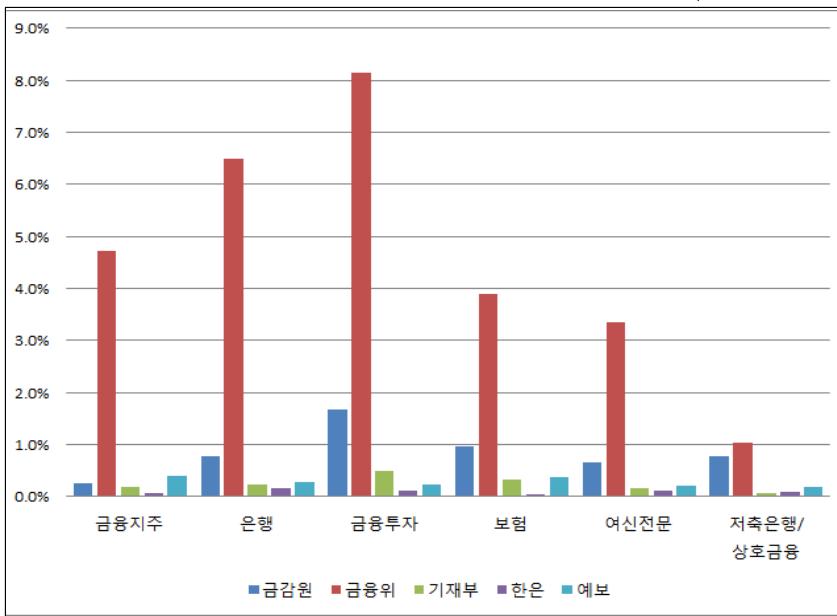
(단위: 연평균 %)



자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

한편, [그림 3-9]는 5대 기관 출신자가 임원이 될 확률의 추정치를 제공하고 있다. 추정 결과, 모든 업권에서 금융위 출신자가 임원이 될 확률이 다른 기관 출신자에 비해 압도적으로 높았다. 금융투자업의 동 확률이 8%를 상회하여 타 기관에 비해 최소 5배, 최대 82배 높았다. 동 확률이 가장 낮은 저축은행/상호금융업의 경우에도 금융위 출신이 임원이 될 확률은 다른 기관 출신자에 비해 최대 10배 높았다. 금융위 다음으로는 금감원 출신자가 임원이 될 확률이 모든 업종에서 다른 기관에 비해 크게 높았다. 한편, 한은 출신 임원의 수와 비중이 커던 은행업의 경우 개별 공직 경력자가 임원이 될 확률 측면에서는 한은이 5대 기관 중 가장 낮은 흥미로운 현상이 관찰되었다. 이는 한은 출신이 은행업에 임원으로 많이 진출하기는 하나, 경력자 수 또한 한은이 다른 4대 기관에 비해 더 많은 효과가 더욱 두드러졌기 때문인 것으로 보인다.

[그림 3-9] (업권별) 5대 기관 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치
(단위: 연평균 %)



자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

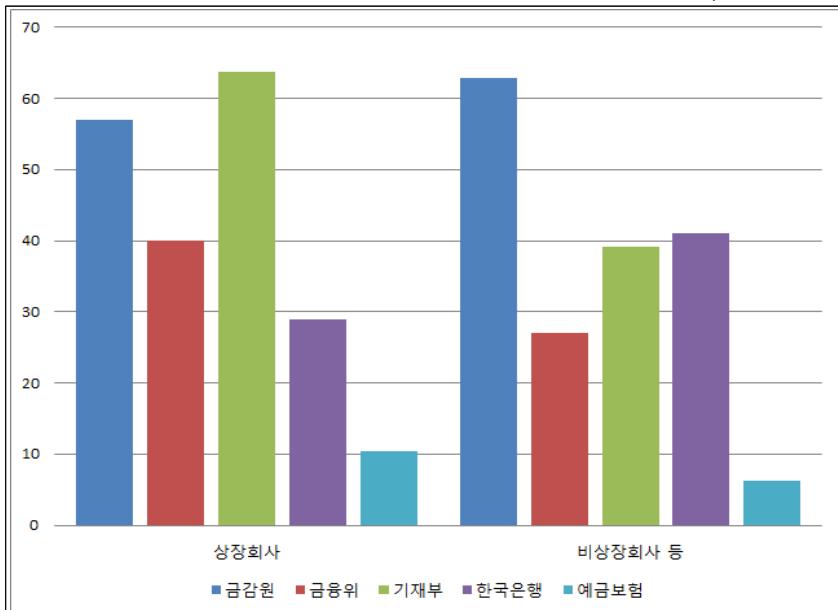
라. 상장 여부별 현황

회전문 인사 현상이 상장 여부에 따라 어떻게 달라지는지 살펴보기로 한다. 본 자료에 포함된 회사의 총수는 연도에 따라 달라지는데 2006~16년 기간에 대한 연평균 회사 수는 360개이고, 이 중 상장회사의 수는 연평균 35개, 비상장이거나 상장 여부를 알 수 없는 회사(비상장회사 등)의 수는 325개이다.

[그림 3-10]은 회전문 인사의 규모가 상장 여부에 따라 어떻게 달라지는지 나타내고 있다. 상장회사의 경우 기재부 출신 임원의 수가 연평균 64명으로 가장 많고, 그 다음으로 금감원 출신 임원의 수(연평균 57명)가 많았다. 비상장회사의 경우 금감원 출신 임원의 수가 연평균 63명으로 가장 많고 한은(41명), 기재부(39명), 금융위(27명)가 그 뒤를 이었다.

[그림 3-10] (상장 여부별) 5대 기관 출신 임원의 수

(단위: 연평균 %)



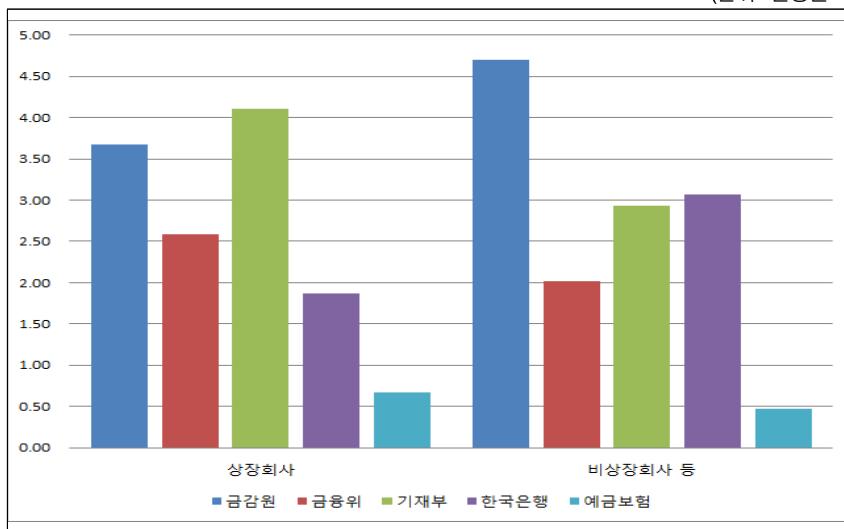
자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

[그림 3-11]은 회전문 인사가 전체 임원 중 차지하는 비중을 나타내고 있다. 기관별 비중은 기관별 회전문 인사의 수와 비슷한 양상을 보이고 있다. 상장회사의 경우 5대 기관 가운데 기재부 출신 임원의 비중이 연평균 4.1%로 가장 높았고, 금감원 출신 임원의 비중이 3.7%로 그 뒤를 이었다. 비상장회사의 경우 금감원 출신 임원의 비중이 연평균 4.7%로 가장 높았는데 이는 그 뒤를 잇는 한은(3.1%), 기재부(2.9%), 금융위(2.0%)에 비해 매우 높았다.

[그림 3-12]는 금융관료 출신자가 금융회사 임원이 될 확률이 상장 여부에 따라 어떻게 달라지는지 나타내고 있다. 상장회사나 비상장회사나 금융위 출신자가 임원이 될 확률이 타 기관 출신자에 비해 압도적으로 높았다. 금융위를 제외하면 금감원 출신자가 임원이 될 확률이 상장회사의 경우 2.5%, 비상장회사의 경우 2.7%로서, 그 뒤를 잇는 예보 출신자의

[그림 3-11] (상장 여부별) 5대 기관 출신 임원의 비중

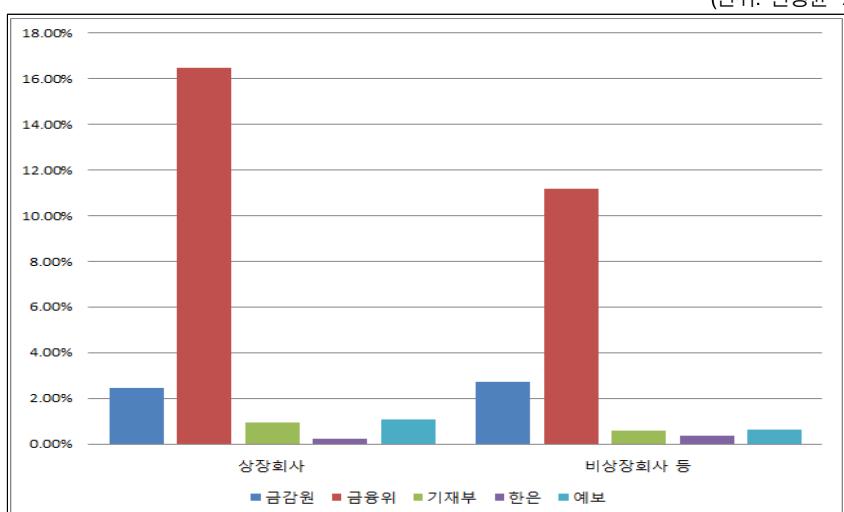
(단위: 연평균 %)



자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

[그림 3-12] (상장 여부별) 5대 기관 경력자가 금융회사 임원이 될 확률의 추정치

(단위: 연평균 %)



자료: KISLINE, KISDATA, DART의 기초적인 임원 정보를 토대로 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화함.

경우(상장회사에 대해서는 1.1%, 비상장회사에 대해서는 0.6%)에 비해 2배 이상 높았다.

이상의 자료분석 결과, 회전문 인사의 양상은 상장 여부에 따라 크게 달라지지 않는 것으로 보인다. 상장 여부와 관계없이 절대적인 인원수 측면에서는 금감원을 중심으로, 임원이 될 확률 측면에서는 금융위를 중심으로 회전문 인사 현상이 판측되기 때문이다.

3. 소결

이상의 자료분석 결과, 전체 임원 중 5대 금융당국 출신자의 비중은 약 13%로 적지 않았다. 또한 절대적인 인원수 측면에서는 금감원 출신 임원이 가장 많았다. 한편, 금융회사 임원이 될 확률은 금융위 출신자가 타 기관 출신자에 비해 압도적으로 높았다. 이를 통해 회전문 인사 현상은 주로 금융위와 금감원을 중심으로 이루어진다는 것을 알 수 있었다. 그런데 이상의 자료분석 결과는 일정한 한계를 노정한다. 5대 금융당국 또는 공직 출신자가 아닌 다른 그룹, 예컨대 재계나 학계 출신 임원이 얼마나 많은지는 파악할 수 없어서 다른 그룹과의 비교는 가능하지 않다. 다만, 5대 금융당국 출신 임원의 절대적인 규모, 전체 임원 대비 비중이 크다는 점, 특히 금융위 출신자가 임원이 될 확률이 무려 25~50%에 이른다는 점에서 회전문 인사 현상이 존재한다고 결론을 내리는 데 큰 무리는 없어 보인다.

제3절 회전문 인사는 사회적으로 바람직한가?

앞서 제2절에서는 금감원, 금융위, 기재부, 한은, 예보 등 5대 금융당국 출신의 공직 경력자가 금융회사 임원으로 취직하는 현상, 즉 회전문 인사 현상이 존재하는 것을 확인할 수 있었다.

그러나 회전문 인사 현상은 그 자체로 문제가 되는 것은 아니다. 금융

회사가 5대 기관 출신자를 고용한 주된 이유와 그에 따른 경제적 효과가 무엇인지에 따라 회전문 인사 현상은 바람직할 수도, 지양할 바일 수도 있다.

선행연구도 회전문 인사 현상을 상반된 두 가지 가설로 설명하고 있다. 첫 번째 가설은 소위 부당공동행위 가설(collusion hypothesis)이다. 이는 금융회사가 금융당국에 불법적인 로비를 하거나, 당국과 부당한 유착관계를 형성하거나, 과거에 부당하게 편의를 제공해준 데 대한 보상으로 공직 경력자를 고용한다는 것이다.

두 번째 가설은 소위 전문성 가설(schooling hypothesis)이다. 공직 경력자는 규제·감독 업무를 장기간 수행하여 위험관리에 대한 전문성을 축적하는 데 용이하다. 이러한 전문가를 확보하여 금융회사의 위험을 효과적으로 관리하기 위해 공직 경력자를 고용한다는 가설이다.

본 절에서는 상기 두 가설 중 어느 가설이 회전문 인사 현상을 보다 잘 설명하는지 판단하기 위해 실증분석을 수행하기로 한다.

1. 자료

본 연구에서는 임원에 관한 자료가 존재하는 상장 금융회사를 분석의 대상으로 한다. 본 절에서는 3개의 자료를 사용한다. 첫 번째 자료는 제2 절에서 사용했던 금융회사 임원 자료이다. 두 번째 자료는 금감원이 제공하는 금융회사에 대한 제재내역이다. 금감원은 각 금융회사에 대한 제재내역을 2006년부터 최근까지 공시하고 있으나, 2006년부터 2009년까지는 그 이후에 비해 제재의 건수가 눈에 띠게 적고 제공되는 자료도 내용 구성 면에서 온전하지 않아 크게 신뢰하기는 어려울 것으로 판단하였다. 이에 따라 본 연구에서 사용하는 자료는 2010년부터 2017년 상반기 동안 발생한 제재내역만을 포함한다. 본 연구진은 가공이 어려운 상태로 제공되는 동 제재내역을 수작업을 통해 데이터베이스화하였다. 세 번째 자료는 금융회사의 경영건전성에 관한 각종 재무지표, 시장지표로 구성된다. 모든 자료는 분기별 기업별 자료이며, 각 변수별 출처에 대한 자세한

<표 3-7> 기초통계

변수	단위	표본 수	평균	표준편차	최솟값	최댓값
부실자산비율	%	1,518	4.6	8.9	0	94.0
위험가중자산	조원	1,348	24.8	53.6	0	221.0
당기순이익	억원	1,520	2,594.2	4,933.3	-5,205.7	32,086.0
RORWA	%	1,320	6.5	27.7	-394.4	149.3
제재 여부	더미	1,763	0.26	0.44	0	1.00
금감원고용	명	1,763	0.09	0.35	0	3.00
금융위고용	명	1,763	0.07	0.32	0	4.00
기재부고용	명	1,763	0.09	0.39	0	5.00
한은고용	명	1,763	0.05	0.26	0	3.00
예보고용	명	1,763	0.02	0.18	0	3.00
총임원 수	명	1,753	23.9	18.2	4.0	106.0
총자산	조원	1,520	43.4	83.8	0.0	405.0
자산증가율	%	1,517	6.8	56.6	-71.4	1,774.5
토빈Q	실수	1,279	1.0	0.4	0.2	9.2
자본적정성 지표	%	1,332	243.8	254.3	-7.3	2,161.7

주: 1) RORWA는 당해분기와 직전 3개 분기 분기별 당기순이익의 합을 이상 4개 분기의 분기별 위험가중자산의 평균(평잔)으로 나눈 것이고, ROA는 당기순이익을 총자산 평잔으로 나눈 것임.

- 2) 위험가중자산 지표는 업권별로 세부적인 차이가 있는데, 금융지주, 은행, 저축은행, 신용조합의 경우 위험가중자산, 증권중개업의 경우 총위험액, 여신전문금융업의 경우 조정총자산임.
- 3) 자본적정성 지표는 업권별로 세부적인 차이가 있는데, 금융지주, 은행, 저축은행, 신용조합의 경우 BIS자본비율, 증권중개업의 경우 영업용순자본비율, 보험업의 경우 자급여력비율, 여신전문금융업의 경우 조정자기자본비율임.
- 4) 부실자산비율은 업권별로 세부적인 차이가 있는데, 금융지주, 은행, 저축은행, 신용조합, 여신전문금융업의 경우 고정이하여자비율, 증권중개업의 경우 고정이하자산비율, 보험업의 경우 가중부실자산비율임.

자료: 제재 여부의 출처는 금융감독원 홈페이지(www.fss.or.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22); 금감원고용, 금융위고용, 기재부고용, 한은고용, 예보고용, 임원 수의 출처는 KISLINE, KISDATA, DART의 자료를 본 연구진이 수작업으로 데이터베이스화한 것임; 자산증가율, 총자산, 위험가중자산, 당기순이익, ROA, RORWA, 자본적정성, 자산건전성의 출처는 금융감독원 금융통계정보시스템; Tobin Q의 출처는 Bloomberg Terminal임.

내용은 <표 3-7>의 자료를 참조하기 바란다.

본 자료는 은행, 금융투자, 보험 등 주요 금융업권을 포함한다. 포함된 업권을 통계청의 표준산업분류코드 기준에 따라 순서 없이 나열하면 금융지주회사, 국내은행, 증권중개업, 생명보험업, 손해보험업, 신용카드 및

할부금융업 등이다.

본 연구에서 고려하는 주요 변수는 몇 개의 그룹으로 나뉜다. 첫 번째 그룹은 위험관리에 대한 전문성 가설의 성립 여부를 검정하기 위한 핵심 변수인 ‘부실자산비율’, ‘위험가중자산’, ‘당기순이익’, ‘위험가중자산 대비 당기순이익(Return on risk-weighted asset: RORWA)’으로 구성된다. 두 번째 그룹은 부당공동행위 가설의 성립 여부를 검정하기 위한 핵심 변수인 ‘제재 여부’로 구성된다. 세 번째 그룹은 회전문 인사 관련 변수이다. 예컨대 ‘금감원고용’은 신입 임원으로 고용된 사람 중에서 금감원 경력자의 수를 나타낸다. 그 외 변수들은 기본적인 기업특성을 통제하기 위한 변수들이다. <표 3-7>은 이러한 주요 변수에 대한 기초적인 통계 정보를 담고 있다. 전체 1,763개의 분기-기업 표본 중 약 26%가 제재를 받았다. 고용에 관한 변수를 보면, 금감원과 기재부 출신자는 분기별 약 0.09 명이 임원으로 고용되어, 금융위(0.07명), 한은(0.03명), 예보(0.02명) 출신에 비해 많은 사람이 고용되었다. 금융회사의 평균 임원 수는 23명이다.

2. 전문성 가설의 설명력을 판단하기 위한 분석

먼저 전문성 가설의 설명력을 판단하기 위한 실증분석을 수행하고자 한다. 만약 전문성 가설이 성립한다면 금융당국 출신자를 임원으로 고용한 금융회사의 위험관리 지표는 개선될 것이다. 이에 따라 이하에서는 회전문 인사가 주요 위험관리 지표에 미치는 효과를 실증분석하기로 한다.

본 연구에서 주목하는 위험관리 지표는 부실자산비율이다. 부실자산비율이란 금융지주/은행/여신전문업의 경우 고정이하여신비율을 지칭하고, 증권업의 경우 고정이하자산비율을, 보험업의 경우 가중부실자산비율을 지칭한다. 따라서 부실자산비율은 금융회사가 직면하는 위험 중 가장 중요한 위험인 신용위험을 측정하는 주요 지표이며 그 외 금리위험 및 시장위험과도 간접적으로 관련된다.

부실자산비율이 주로 신용위험을 측정하는 지표라고 한다면 위험가중

자산(Risk-weighted asset: RWA)은 신용위험뿐 아니라 금리위험, 시장위험, 보험위험(보험업의 경우), 운영위험 등 제반 위험에 대한 노출의 정도를 포괄적으로 나타내는 지표이다. 위험가중자산은 총괄적인 위험을 반영하기 때문에 금융회사의 전사적 위험을 대표한다는 측면에서 부실자산비율보다 효과적인 지표이나, 동시에 서로 다른 다양한 위험을 함께 고려하다 보니 측정방법에서 위험종류별 차이를 충분히 반영하지 못한다는 한계가 존재한다.¹⁴ 따라서 본 연구에서는 상호 보완적인 측면에서 양대 지표를 모두 고려한다.

한편, 효과적인 위험관리는 단순히 위험을 줄이는 것이 아니라 위험을 적절히 통제하는 가운데 수익을 높이거나 수익을 유지한 가운데 위험을 줄이는 것일 수도 있다. 이러한 관점을 반영하여 추가적으로 위험가중자산 대비 당기순이익(Return on risk-weighted asset: 이하 RORWA)도 분석 대상 지표로 활용하기로 한다.

가. 회전문 인사가 부실자산비율에 미치는 효과

회전문 인사가 부실자산비율에 미치는 효과를 분석하기 위해 다음의 선형회귀모형을 추정하기로 한다.

$$\text{부실자산비율}_{i,t} = \alpha + \beta \text{회전문인사}_{i,t-1}^k + \gamma \text{통제변수}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3-3)$$

상기 실증분석모형에서 회전문인사 $_{i,t-1}^k$ 은 시점 t 를 기준으로 1분기 이전에 고용한 금융당국 k 출신 경력자의 수를 나타낸다. 예컨대 k 가 금감원인 경우 이는 직전분기 ‘금감원고용’과 동일하다. 2분기, 3분기 혹은 1년 이전 고용인원이 아닌 직전분기의 고용인원을 고려하는 이유는 “유

14 위험가중자산 계산 시 자산의 위험을 평가하는 방식으로는 외부 신용평가사가 부여한 신용등급을 기준으로 평가하는 방식(standardized approach)과 금융회사가 내부정보를 이용해 자체적으로 위험을 평가하는 방식(internal rating based approach)이 있다. 후자의 경우 공개되지 않은 가치 있는 내부정보를 활용한다는 측면에서 의의가 있으나 자의성이 개입할 여지도 있는데, 일정 요건을 갖춘 대형 금융회사의 경우 내부등급법의 사용이 허용되기 때문에 위험가중자산이 과소평가될 가능성도 있다.

임의 효과”가 아닌 “고용의 효과”를 분석하기 위해서이다. 대부분의 공직 경력자 출신 임원들은 한 번 고용되면 4개 분기 이상 연속으로 임원직을 수행하였다. 따라서 직전분기 고용인원이 아닌 2분기 전, 3분기 전, 4분기 전의 고용인원으로 갈수록 고용의 효과는 시차로 인해 줄어드는 반면 유임의 효과가 강화된다. 임원이 유임되면 해당 금융회사에 특수한 인적 자본(firm-specific human capital)이 쌓이게 되고 이는 금융회사 경영에 영향을 미칠 수 있는데, 이러한 영향을 분리해 내어야 회전문 인사 자체의 효과를 파악해 낼 수 있으므로 직전분기 고용인원을 주요 독립변수로 고려하였다. 현재의 고용인원이 아닌 과거의 고용인원을 고려하는 이유는 신규 고용된 임원이 기업에 어떤 방향으로든 영향을 미치려면 시간이 필요하기 때문이다.

통제변수는 총임원 수와 더불어 총자산, 자산증가율, 토빈Q로 구성된다. 총자산과 자산증가율, 토빈Q는 각각 기업의 정태적인 규모, 동태적인 성장률, 시장가치를 나타내는 가장 대표적인 지표라는 점에서 대부분의 선행연구에서 고려되고 있는바, 본 연구에서도 통제변수로 사용하였다. 추가적으로 기업 더미변수와 연도 더미변수를 통제하였다.¹⁵

<표 3-8>은 분석 결과를 나타내고 있다. 분석 결과, 금감원 출신자를 임원으로 고용한 금융회사는 부실자산비율에 유의한 변화가 없었다. 이는 금융위기, 기재부, 한은, 예보 출신 임원의 경우에도 마찬가지였다. 즉, 5 대 기관 출신자에 대한 회전문 인사는 부실자산비율을 개선하는 효과가 없는 것으로 밝혀졌다.

15 자본적정성 지표도 금융회사의 특성을 나타내는 중요한 지표이나 종속변수인 부실자산 비율과 내생적인 관계가 있을 것으로 예상된다. 위험이 높을수록 자본적정성이 낮아질 것이기 때문이다. 이러한 문제는 종속변수로 위험가중자산이나 RORWA를 사용하는 경우에도 상존할 것이다. 따라서 회전문 인사가 부실자산비율, 위험가중자산, RORWA에 미치는 효과를 분석할 때 자본적정성 지표는 통제변수로 사용하지 않기로 한다. 또한 ROE, ROA 또는 당기순이익과 같은 수익성 지표 역시 내생성의 문제를 고려하여 통제 변수에서 제외하였다. 금융투자에서 위험이 클수록 수익도 크다는 것은 잘 알려진 원칙이기 때문이다. 이와 관련하여 Moussu and Petit-Romec(2015)는 글로벌 금융위기 직전 은행 ROE의 1% 증가가 위기 당시 은행의 개별 위험(idiosyncratic risk) 증가의 0.7%를 설명했고, 은행시스템 전체의 위험(systemic risk) 증가의 5%를 설명했음을 보이기도 했다.

<표 3-8> 회전문 인사가 금융회사의 부실자산비율에 미치는 효과

독립변수	금감원	금융위	기재부	한은	예보
I.회전문 인사	0.0406 (0.2089)	0.0734 (0.1934)	0.0664 (0.2625)	-0.1498 (0.1965)	-0.1785 (0.2755)
I.총임원 수	0.0356 (0.0408)	0.0356 (0.0405)	0.0357 (0.0407)	0.0360 (0.0408)	0.0359 (0.0407)
로그 총자산	-1.1452 (1.8317)	-1.1415 (1.8351)	-1.1469 (1.8252)	-1.1611 (1.8298)	-1.1497 (1.8239)
자산증가율	0.0003 (0.0038)	0.0004 (0.0039)	0.0004 (0.0039)	0.0004 (0.0038)	0.0004 (0.0038)
Tobin Q	-2.3536** (1.0036)	-2.3685** (1.0074)	-2.3564** (1.0065)	-2.3653** (1.0053)	-2.3640** (1.0052)
기업/연도 더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.8085	0.8085	0.8085	0.8086	0.8085
표본 수	1,036	1,036	1,036	1,036	1,036

주: 1) I.회전문 인사는 1분기 이전 시점에서 고용된 각 기관 출신 임원의 수를 나타내고, I.총 임원 수는 1분기 이전 시점에서의 전체 임원의 수를 나타내며, 로그 총자산은 총자산에 자연로그를 취한 값을 나타냄.

2) () 안의 숫자는 표준오차를 나타내는데, 동 표준오자는 변수들의 자기회귀(autocorrelation) 가능성을 고려하여 기업단위에 대한 Clustered Robust Standard Error를 취하였음.

3) *는 10% 유의수준, **는 5% 유의수준을 나타냄.

나. 회전문 인사가 위험가중자산, 순이익, RORWA에 미치는 효과

전술한 바와 같이 부실자산비율은 주로 신용위험에 대한 지표이다. 본 항에서는 보완적인 지표로서 총체적인 위험을 반영하는 위험가중자산을 성과지표로 고려한다. 또한 위험과 수익의 밸런스를 유지하는 것이 효과적인 위험관리라는 인식을 반영하여 당기순이익과 위험가중자산 대비 당기순이익(RORWA) 또한 성과지표로 고려하여 회전문 인사의 효과를 분석한다. 이러한 분석을 위해 아래의 선형회귀모형을 추정하기로 한다. 여기서 통제변수는 부실자산비율에 대한 분석에서와 동일하게 총자산, 총 임원 수, 자산증가율, 토빈Q, 기업 더미, 연도 더미로 구성된다.

$$\text{성과지표}_{i,t} = \alpha + \beta \text{회전문인사}_{i,t-1}^k + \gamma \text{통제변수}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3-4)$$

<표 3-9> 회전문 인사가 위험가중자산, 당기순이익, RORWA에 미치는 효과

종속변수	금감원	금융위	기재부	한은	예보
로그 위험가중자산	-0.0068 (0.0138)	-0.0063 (0.0166)	0.0084 (0.0119)	-0.0333** (0.0132)	-0.0024 (0.0225)
로그 당기순이익	-0.1501** (0.0714)	0.0808** (0.0390)	-0.0820 (0.0824)	-0.0809 (0.0706)	0.0432 (0.1078)
RORWA	-3.5960** (1.7244)	-4.3314 (3.5999)	-3.5539** (1.6609)	-0.2999 (1.0751)	-0.0227 (1.2280)

- 주: 1) 로그 위험가중자산과 로그 당기순이익은 각각 위험가중자산과 당기순이익에 자연로그를 취한 것임.
 2) 각 기관별 아래의 계수값은 직전분기에 각 기관 출신자 1명을 추가로 임원으로 고용했을 때 각 종속변수에 미치는 효과를 나타냄.
 3) () 안의 숫자는 표준오차를 나타내는데, 동 표준오차는 변수들의 자기회귀(auto-correlation) 가능성을 고려하여 기업단위에 대한 Clustered Robust Standard Error를 취하였음.
 4) *는 10% 유의수준, **는 5% 유의수준을 나타냄.

<표 3-9>는 분석 결과를 나타내고 있다. 먼저 위험가중자산을 위험관리 성과지표로 고려한 경우를 살펴보자. 한은을 제외한 4대 기관 출신자에 대한 회전문 인사는 성과지표에 유의한 영향을 미치지 않았다. 즉, 이상의 4대 기관 출신자를 임원으로 고용해도 총위험이 개선되는 효과는 발견되지 않는다. 반면, 한은 출신 임원은 총위험을 평균적으로 3.33% 감소(개선)시키는 것이 확인되었다. 두 번째로 RORWA를 위험관리 성과지표로 고려한 경우를 살펴보자. 금융위, 한은, 예보 출신자를 임원으로 고용한 경우 RORWA가 개선되는 효과는 발견되지 않는다. 더욱이 금감원 또는 기재부 출신자를 임원으로 고용한 경우 당해 금융회사의 위험 대비 수익성은 각각 3.60%, 3.55% 감소했고 이는 통계적으로 유의했다. 당기순이익을 성과지표로 한 경우의 분석 결과를 고려하면 금감원 출신 임원은 위험은 줄이지 못하나 수익성은 낮추는 방식으로 RORWA를 악화시킨다는 해석이 가능하다.¹⁶

16 최근 운영위험의 중요성이 커지고 있고 제재의 주요 사유라는 의견도 제기되고 있어 강 건성 분석의 일환으로 회전문 인사가 운영위험에 미치는 효과도 분석하였다. 운영위험은 신용위험 등 여타의 위험과는 달리 측정이 매우 어렵고 따라서 관리의 대상이 되지 않는 경우가 많았다. 이에 따라 ‘바젤2’는 불완전하더라도 객관적인 운영위험 측정방식을 제시함으로써 운영위험을 수량화하여 관리할 것을 요구하고 있다. ‘바젤2’가 제시하

3. 부당공동행위 가설의 설명력을 판단하기 위한 분석

상기 분석 결과는 한은을 제외한 5대 금융당국 출신자에 대한 회전문 인사는 전문성 가설로 효과적으로 설명되지 않음을 밝히고 있다. 즉, 민간 금융회사가 금융관료 출신을 임원으로 고용하는 이유는 위험관리에 대한 전문성 때문은 아니라는 판단이 가능하다.

그렇다면 회전문 인사 현상은 부당공동행위 가설로 설명될 수 있는가? 이하의 내용에서는 이러한 질문에 대답하기 위한 노력의 일환으로 회전문 인사가 금융회사 제재에 미치는 효과를 분석하기로 한다.

금융위원회와 금융감독원은 ‘금융기관 검사 및 제재에 관한 규정’ 제 17조, 제18조, 제19조에 따라 금융회사 또는 그 임직원을 제재할 수 있다. 금융회사에 대한 제재는 영업정지, 기관경고, 기관주의 등이 있고, 임직원에 대한 제재는 해임권고, 업무정지, 감봉, 문책, 경고, 주의 등이 있다. 동 규정에서 밝히고 있는 주요 제재사유는 첫째, 건전성의 훼손, 둘째, 금융소비자에 피해를 입히는 행위, 셋째, 내부통제의 부실에 따른 개인정보 유출 등 금융사고의 발생이다.

부당공동행위 가설이 성립하는지 여부를 검정하기 위해서 고려할 수 있는 좋은 방법은 제재사유가 발생했다는 조건하에 제재가 이루어질 확률, 즉 조건부 제재확률(conditional probability of regulatory decision)이 회전문 인사로 인해 감소하는지 여부를 분석하는 것이다. 이는 신용위험, 시장위험, 운영위험 등 각종 위험을 관리하는 전문성이 제재사유의 발생 빈도를 줄이는 효과는 있을 것이다, 일단 제재사유가 발생한 이후에 제재를 회피하는 효과가 있다고 보기는 어렵기 때문이다. 반면, 부당행위는 제재사유의 발생빈도를 줄이기보다는 주어진 제재사유하에서 제재를 회

는 방식은 기초지표법, 표준측정법, 고급측정법이 있는데 이 중 고급측정법은 금융회사 내부의 정보와 자체 평가모형을 충분히 활용하도록 하고 있어 다른 방법에 비해 상대적으로 정확도가 높을 것으로 예상된다(물론 고급측정법은 내부정보를 이용하므로 위험을 과소평가할 유인을 초래할 수도 있다). 이에 따라 본 연구에서는 금융지주와 은행에 대하여 고급측정법으로 측정된 운영위험액을 성과지표로 두고 회전문 인사의 효과를 분석했는데, 그 결과 회전문 인사는 운영위험을 개선하지 않는 것으로 확인되었다.

피하는 방식으로 이루어질 개연성이 크기 때문이다.

그러나 제재사유 발생 여부에 대한 자료는 사실상 존재하지 않으므로 차선책을 고려할 필요가 있다.¹⁷ 차선책은 회전문 인사가 제재확률(unconditional probability of regulatory decision)에 미치는 효과를 분석해, 제재사유와 관련된 다양한 경영지표들을 최대한 통제하는 것이다. 이러한 통제변수들이 제재사유를 보다 잘 설명할수록 분석 결과는 조건부 제재확률을 분석하는 것과 유사해진다.

먼저 제재사유와 관련이 높을 것으로 예상되는 경영지표를 통계적으로 식별하기로 한다. 물론 자료에서 제재사유는 관측되지 않으므로 이와 관련성이 높은 경영지표를 식별하는 것은 불가능하다. 그러나 제재 여부는 관측이 되므로 제재 여부와 관련성이 높은 경영지표는 식별할 수 있다. 그런데 만약 합리적인 추론을 통해 이러한 경영지표들이 부당한 로비 등과는 별다른 관계가 없을 것이라는 판단을 내릴 수 있다면, 이러한 경영지표들은 제재사유와 밀접하게 관련될 것이라고 간주해도 큰 무리가 없을 것이다.

<표 3-10>은 여러 경영지표가 제재 여부에 미치는 효과를 로짓분석한 결과이다. 분석 결과, 수많은 경영지표 중에서 총임원 수와 부실자산비율이 제재 여부에 유의한 영향을 미치는 변수인 것으로 판명되었다.¹⁸ 특히 부실자산비율이 높을수록 제재를 받을 가능성성이 증가하는 것으로 밝혀졌다. 부실자산비율은 임원이 위험관리를 열심히, 효과적으로 하면 감소할

17 제재의 프로세스는 다음과 같이 이루어질 것이다. (1) 먼저 제재가 내려질 만한 사안(즉, 제재사유)이 발생한다. (2) 금융당국이 이러한 제재사유에 기반하여 당해 금융회사를 제재심의위원회(이하 제재심)에 회부할지 여부를 결정한다. (3) 제재심에 회부된 경우 금융당국은 제재심에서 제재 여부를 결정한다. 많은 경우 제재사유가 발생했음에도 불구하고 제재심에 회부되지 않을 수도 있다. 따라서 제재심 회부에 관한 자료를 획득하더라도 제재심에 회부되지 않았으나 제재사유는 발생한 경우를 분석에서 고려할 수 없게 된다. 한편, 금융감독원은 웹페이지를 통해 제재심에 회부된 사안 중 재심을 청구한 사안에 대해서만 제재사유를 공개하고 있는데, 그 내용이 구체적이지 않을 뿐만 아니라 데이터베이스 작업이 필요한 회의록 형식의 자료이므로 분석이 용이하지 않다는 단점이 있다.

18 본문에 수록하지는 않았으나 ‘바젤2’(증권 및 보험사의 경우 해당 감독규정)의 기준에 따라 측정된 운영위험액이 제재 여부에 영향을 미치는지도 분석하였으나, 그 결과 유의한 영향이 없는 것으로 확인되었다.

<표 3-10> 제재 여부와 경영지표 간 관계

경영지표	계수 추정치	표준오차
I.총임원 수	-0.0359*	0.0185
부실자산비율	0.0791**	0.0379
로그 위험기증자산	-0.7703	0.6988
RORWA	0.0034	0.0030
로그 총자산	0.5322	0.7625
자산증가율	-0.0066	0.0057
토빈Q	-1.1252	1.8262
자본적정성 지표	0.0010	0.0014
기업/연도 더미	Yes	
R-squared	0.1606	
표본 수	820	

- 주: 1) 상기 표는 제재 여부를 종속변수로 하고 상기 경영지표와 기업/연도 더미변수를 독립변수로 한 선형회귀모형의 추정 결과임.
- 2) I.총임원 수는 1분기 이전 시점에서의 전체 임원의 수를 나타내고 로그 총자산은 총자산에 자연로그를 취한 값을 나타내며 자본적정성 지표는 BIS자기자본, RBC비율 등 업권별 자본적정성 지표를 나타냄.
- 3) () 안의 숫자는 표준오차를 나타내는데, 동 표준오차는 변수들의 자기회귀(auto-correlation) 가능성을 고려하여 기업단위에 대한 Clustered Robust Standard Error를 취하였음.
- 4) *는 10% 유의수준, **는 5% 유의수준을 나타냄.

것이나 금융당국을 대상으로 부당한 로비를 많이 한다고 감소하지는 않을 것이다. 따라서 부실자산비율은 제재사유와 밀접한 관련이 있을 것이므로 부실자산비율을 통제한 상태에서 회전문 인사가 제재확률에 미치는 효과를 분석하면, 회전문 인사가 제재사유가 주어진 상황에서의 조건부 제재확률에 미치는 효과와 유사한 결과를 얻을 수 있을 것으로 보인다.

가. 회전문 인사가 제재에 미치는 효과

이제 부실자산비율을 비롯해 제재사유에 영향을 미칠 것으로 예상되는 여러 경영지표를 통제한 상태에서 회전문 인사가 제재에 미치는 효과를 분석하기 위해 아래의 로짓모형을 추정한다.

$$p_{i,t} = \Pr(\text{제재여부}_{i,t} = 1 | \text{회전문인사}_{i,t-1}, \text{통제변수}_{i,t}),$$

$$\ln \frac{p_{i,t}}{1-p_{i,t}} = \alpha + \beta \text{회전문인사}_{i,t-1} + \gamma \text{통제변수}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3-5)$$

이 실증모형에서 사용하는 통제변수로는 제재 여부에 유의한 영향을 미치는 것으로 밝혀진 부실자산비율 및 총임원 수가 있다. 또한 위험과 수익성의 밸런스를 얼마나 추구하는지 통제하기 위해 RORWA도 사용했다. 추가적으로 금융회사의 기본적인 특성을 통제하기 위해 총자산, 자산 증가율, 토큰Q, 자본적정성 지표를 사용하였고 기업 더미변수와 연도 더미변수도 통제하였다.

<표 3-11>은 이상의 로짓분석 결과를 보여준다. 먼저 금감원 출신 임원이 한 명 더 늘어났을 때 금융회사에 대한 제재확률이 감소했고, 이는 5% 수준에서 통계적으로 유의했다. 또한 한은 출신 임원이 한 명 더 늘어났을 때도 제재확률은 감소했고 역시 5% 수준에서 통계적으로 유의했다. 이러한 분석 결과는 주요 위험관리 성과지표인 부실자산비율과 RORWA를 통제한 상태에서 발견된 결과이다.

본 회귀분석모형은 제재확률과 독립변수들 간 비선형관계를 가정하고 있기 때문에 계수의 값을 해석하는 데 유의할 필요가 있다. 예컨대 금감원 출신자에 대한 회전문 인사의 계수값인 -0.7973은 금감원 출신 임원을 1명 늘렸을 때 제재확률에 미치는 수량적 크기, 즉 한계효과(marginal effect)를 의미하지는 않는다. 이러한 한계효과는 동 분석 결과를 토대로 비선형관계를 고려하여 일정한 계산을 통해 구할 수 있다. 그 결과, 금감원 출신자를 임원으로 1명 더 고용하면 제재확률이 14.1% 감소하고, 한은 출신을 임원으로 1명 더 고용하면 제재확률이 20.1% 감소하는 것으로 나타났다.¹⁹ 반면, 금융위, 기재부, 예보 출신 임원이 늘어난 경우에는 제재

19) 로짓분석은 변수 간 비선형관계를 가정하고 있기 때문에 어느 하나의 독립변수의 한계효과는 일반적으로 다른 독립변수들의 값에 따라 달라진다. 이러한 측면에서 한계효과를 조건부 한계효과(conditional marginal effect)라고도 한다. 다른 독립변수들의 평균값에서 구해진 조건부 한계효과는 금감원 출신을 임원으로 고용한 경우 -16.0%, 한은 출신을 임원으로 고용한 경우 -23.7%였다. 한편, 다른 독립변수들의 각 값에서 구한 조건부

<표 3-11> 회전문 인사가 금융회사 제재에 미치는 효과

독립변수	금감원	금융위	기재부	한은	예보
I.회전문 인사	-0.7973** (0.3685)	-0.6437 (0.4256)	-0.4976 (0.3446)	-1.1570** (0.4838)	0.1872 (0.4008)
I.총임원 수	-0.0349* (0.0199)	-0.0348* (0.0194)	-0.0368** (0.0195)	-0.0367* (0.0196)	-0.0382** (0.0192)
부실자산비율	0.0757** (0.0372)	0.0768** (0.0374)	0.0783** (0.0373)	0.0777** (0.0373)	0.0771** (0.0371)
RORWA	0.0028 (0.0029)	0.0028 (0.0030)	0.0030 (0.0029)	0.0033 (0.0030)	0.0033 (0.0030)
로그 총자산	0.7989 (0.6949)	0.0195 (0.7085)	0.0923 (0.6872)	0.0371 (0.6957)	0.0937 (0.6912)
자산증가율	-0.0055 (0.0059)	-0.0056 (0.0058)	-0.0058 (0.0057)	-0.0058 (0.0057)	-0.0059 (0.0058)
자본적정성 지표	0.0016 (0.0014)	0.0015 (0.0014)	0.0015 (0.0014)	0.0015 (0.0014)	0.0016 (0.0014)
토빈Q	-1.1984 (1.8007)	-1.0130 (1.7445)	-1.0596 (1.7414)	-1.1313 (1.7444)	-1.0928 (1.7427)
기업/연도 더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.1650	0.1629	0.1621	0.1646	0.1600
표본 수	820	820	820	820	820

주: 1) I.회전문 인사는 1분기 이전 시점에서 고용된 각 기관 출신 임원의 수를 나타내고, I.총 임원 수는 1분기 이전 시점에서의 전체 임원의 수를 나타내며, 로그 총자산은 총자산에 자연로그를 취한 값을 나타냄.

- 2) 자본적정성 지표는 금융지주/은행업의 경우 BIS자기자본비율, 증권업의 경우 영업용순자본비율 또는 순자본비율, 보험업의 경우 지급여력비율, 여신전문금융업의 경우 조정자기자본비율을 나타냄.
- 3) () 안의 숫자는 표준오차를 나타내는데, 동 표준오차는 변수들의 자기회귀(auto-correlation) 가능성을 고려하여 기업단위에 대한 Clustered Robust Standard Error를 취하였음.
- 4) *는 10% 유의수준, **는 5% 유의수준을 나타냄.

학률에 통계적으로 유의한 변화가 없었다.²⁰

한계효과들의 평균값인 평균한계효과(average marginal effect)도 생각해 볼 수 있는데, 이는 다른 변수들의 값과 무관하게 고정되어 있다는 측면에서 유용성이 있다. 본문의 한계효과는 평균한계효과를 구한 것이다. 일반적으로 평균에서 정의된 조건부 한계효과와 평균한계효과는 점근적으로(asymptotically) 다른 값을 갖지만, 본문의 분석에서 구한 두 한계효과의 값은 서로 대동소이한 것으로 보인다.

²⁰ 다만, p-값이 40.4%인 예보와는 달리 금융위와 기재부는 p-값이 각각 14.6%, 15.8%로서, 극소하게 통계적 유의성 테스트를 통과하지 못했다.

이상의 분석 결과는 다음과 같이 해석될 수 있다. 먼저 금감원 출신자가 임원으로 고용되면 제재확률이 낮아지는데 그 이유가 위험관리 전문가가 확보되었기 때문은 아니라는 것이다. 전문성 가설을 받아들일 수 없는 이유는 상기 분석에서 위험관리 성과지표인 부실가중자산과 RORWA를 통제했음에도 불구하고 제재확률을 낮추는 것이 확인되었기 때문이다.²¹ 또한 본 절 2.항에서 수행한 실증분석에서도 금감원 출신자를 임원으로 고용했을 때 부실자산비율, 위험가중자산, RORWA 등 위험관리 성과지표를 개선하는 효과가 없거나 오히려 악화됨을 발견한 바 있다.

이와 같이 전문성 때문이 아니라면 제재확률은 왜 줄어들었는지에 대한 의문이 자연스럽게 제기될 수 있을 것이다. 한 가지 가능한 설명방식은 금감원 출신 임원이 위험관리 성과를 개선하지는 못했으나 부당한 로비 등을 통해 제재확률을 낮추었다는 것이다. 그러나 이는 여러 설명방식 중 하나에 불과하다. 학계에서 아직 발견되지 않은 다른 설명방식이 존재할 수도 있다. 더욱이 상기 실증분석은 부당한 로비의 존재를 직접적으로 증명한 것은 아니다. 따라서 부당공동행위 가설의 성립 여부를 직접적으로 보이기 위해서는 제재사유에 관한 보다 정확한 자료를 토대로 추가적인 실증분석이 이루어져야 할 것으로 보인다.

한편, 한은 출신자에 대한 회전문 인사 현상에 대해서는 특별히 설득력 있는 가설을 찾기 어렵다. 비록 위험관리 성과지표를 통제한 후에도 한은 출신자를 임원으로 고용한 이후 금융회사의 제재확률이 감소한 것은 부당공동행위 가설로 설명이 가능하나, 본 절 2.항의 분석에서는 한은 출신 임원의 고용 이후 위험가중자산이 감소했음이 밝혀졌는데 이는 전문성 가설로 설명이 가능하기 때문이다.

나. 부실자산비율과 제재확률 간 관계가 회전문 인사로 약화되는가?

상기 분석을 통해 금감원과 한은 출신자에 대한 회전문 인사가 금융회

²¹ 강건성 분석 차원에서 ‘바젤2’ 등 국제기준에 따라 측정된 운영위험액 지표를 별도의 통제변수로 고려하였으나 분석 결과에 차이가 없었다.

사에 대한 제재확률을 낮춘다는 것을 확인하였다. 그리고 금감원 출신 임원의 경우 제재확률을 낮추는 기제는 위험관리 전문성은 아닐 가능성 이 있다는 실증적인 결과도 발견할 수 있었다. 그렇다면 어떤 기제를 통해 제재확률을 낮추는가? 이하의 내용에서는 이러한 질문에 하나의 가능한 대답을 제공하기 위한 분석을 수행한다.

앞서 부실자산비율은 제재 여부를 결정하는 중요한 변수임을 실증적으로 확인한 바 있다. 부실자산비율이 증가할수록 제재가 발생할 가능성이 증가하는 것이다. 이는 금융회사의 건전성이 전반적으로 악화될수록 제재 가능성이 증가한다는 것으로 자연스러운 결과로 볼 수 있다. 그런데 만일 금융당국 출신 임원이 취임했을 때 부실자산비율과 제재확률 간 통계적 관계가 약화된다면 건전성이 악화된 금융회사도 제재를 피할 수 있도록 금융당국 출신 임원이 어떤 영향력을 행사한다는 해석이 가능하다.

이러한 가설을 검정하기 위해 이하의 내용에서는 부실자산비율과 제재 확률 간 관계에 회전문 인사가 어떠한 영향을 미치는지 분석하기로 한다. 이를 위해 아래의 실증분석모형을 추정하기로 한다. 이 모형은 기본적으로 앞서 분석한 모형(식 3-5 참조)에 ‘부실자산비율’과 ‘1분기 전 회전문 인사’의 상호작용 항(interaction term)을 추가한 것이다.

$$\ln \frac{p_{i,t}}{1-p_{i,t}} = \alpha + \beta_1 \text{부실자산비율}_{i,t} + \beta_2 \text{부실자산비율}_{i,t} \times \text{회전문인사}_{i,t-1} + \beta_3 \text{회전문인사}_{i,t-1} + \gamma \text{통제변수}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3-6)$$

<표 3-12>는 추정 결과를 나타내고 있다. 먼저 금감원에 대한 회전문 인사의 효과를 살펴보자. 부실자산비율이 증가하면 제재확률은 증가한다. 그런데 부실자산비율과 제재확률 간 이러한 양의 관계는 금감원 출신자가 임원으로 고용된 경우 악화되며 이는 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 즉, 금감원 출신 임원이 고용되면 자산건전성이 악화되는 등 금융 회사의 위험관리 수준이 악화되더라도 제재받을 확률이 크게 증가하지 않는다는 해석이 가능하다. 즉, 부실자산비율이 높아지는 등 금융회사의 위험이 증가하면 제재가 부과되는 것이 상식적인 귀결임에도 불구하고 금감원 출신 임원이 고용될 경우 이 가능성성이 줄어든다는 것이다. 이러한

<표 3-12> 부실자산비율과 제재 간 관계에 회전문 인사가 미치는 효과

독립변수	금감원	금융위	기재부	한은	예보
부실자산비율	0.0744* (0.0381)	0.0789** (0.0373)	0.0879** (0.0408)	0.0779** (0.0373)	0.0772** (0.0372)
부실자산비율 × I.회전문 인사	-1.5514*** (0.5631)	0.0978 (0.0693)	-0.8938*** (0.3081)	-1.4831 (1.6170)	-0.1267 (0.8378)
I.회전문 인사	0.4262 (0.5740)	-0.8313* (0.4614)	0.5092 (0.3898)	0.4465 (1.4566)	0.3011 (0.9798)
I.총임원 수	-0.0331 (0.0202)	-0.0337* (0.0199)	-0.0350* (0.0192)	-0.0358* (0.0192)	-0.0384** (0.0193)
RORWA	0.0027 (0.0030)	0.0041 (0.0033)	0.0032 (0.0030)	0.0033 (0.0029)	0.0033 (0.0030)
로그 총자산	0.0314 (0.6983)	0.0402 (0.7135)	0.0223 (0.6935)	0.0285 (0.6943)	0.0971 (0.6919)
자산증가율	-0.0051 (0.0059)	-0.0058 (0.0060)	-0.0055 (0.0057)	-0.0057 (0.0057)	-0.0059 (0.0058)
토빈Q	-1.0480 (1.7760)	-1.0332 (1.7611)	-1.1054 (1.7858)	-1.1486 (1.7507)	-1.0929 (1.7422)
자본적정성 지표	0.0015 (0.0014)	0.0015 (0.0014)	0.0015 (0.0013)	0.0015 (0.0014)	0.0016 (0.0014)
기업/연도 더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.1718	0.1642	0.1707	0.1661	0.1600
표본 수	820	820	820	820	820

- 주: 1) I.회전문 인사는 1분기 이전 시점에서 고용된 각 기관 출신 임원의 수를 나타내고, I.총 임원 수는 1분기 이전 시점에서의 전체 임원의 수를 나타내며, 로그 총자산은 총자산에 자연로그를 취한 값을 나타냄.
- 2) 자본적정성 지표는 금융지주/은행업의 경우 BIS자기자본비율, 증권업의 경우 영업용순자본비율 또는 순자본비율, 보험업의 경우 지급여력비율, 여신전문금융업의 경우 조정자기자본비율을 나타냄.
- 3) () 안의 숫자는 표준오차를 나타내는데, 동 표준오차는 변수들의 자기회귀(auto-correlation) 가능성을 고려하여 기업단위에 대한 Clustered Robust Standard Error를 취하였음.
- 4) *는 10% 유의수준, **는 5% 유의수준을 나타냄.

분석 결과는 부당공동행위 가설에 일부 부합하는 것으로 보인다.

흥미롭게도 상호작용 항을 추가할 경우 회전문 인사 자체가 제재 발생 확률에 미치는 효과(즉, 부실자산비율과의 상호작용을 통해서가 아닌)는 유의하지 않는 것으로 나타난다. 이는 부실자산비율과 회전문 인사 간 상호작용을 고려하지 않은 가.항의 분석(식 3-5 참조) 결과와 대비된다.

상호작용을 고려하지 않으면 회전문 인사는 제재 발생 확률을 낮추지만 상호작용을 고려하면 그러한 직접적인 효과는 유의하게 발견되지 않는 것이다. 이를 종합하면 금감원 출신 임원이 위험관리의 전문성을 발휘하여 금융회사 제재확률에 영향을 미친다고 보기는 어렵다고 해석할 수 있다. 오히려 금융회사와 금감원 간의 유착관계 등 위험관리 능력과 직접적인 관계가 없는 다른 기제를 통해 제재확률에 영향을 미친다고 해석할 수 있을 것이다.

한편, 기재부 출신자에 대한 회전문 인사도 부실자산비율이 제재확률을 높이는 효과를 약화시키는 것으로 나타났다. 다만, 기재부 출신 임원은 상호작용을 고려하지 않았을 때는 제재확률에 유의한 영향을 미치지 않았으므로, 이러한 발견을 토대로 부당공동행위 가설의 설명력에 대한 어떤 판단을 내리기는 어려울 것으로 보인다.

제4절 결 론

본 연구는 민간 금융회사가 금융당국 경력자를 임원으로 고용하는 소위 회전문 인사가 존재하는지, 존재한다면 그 경제적 효과는 무엇인지를 실증적으로 분석하였다. 분석대상 기관은 금융감독원(이하 금감원), 금융위원회(이하 금융위), 기획재정부(이하 기재부), 한국은행(이하 한은), 예금보험공사(이하 예보) 등 5대 금융당국이다.

실증분석 결과, 절대적 인원수 기준으로는 주로 금감원 출신자에 대한 회전문 인사가 많았고, 금융당국 경력자 한 사람이 금융회사 임원이 될 확률 측면에서는 금융위, 금감원을 중심으로 회전문 인사 현상이 두드러지게 발견되었다.

그런데 회전문 인사는 반드시 지양해야 할 바는 아니다. 만약 금융당국 출신 임원이 당국에 재직하는 동안 위험관리에 대한 전문성을 확보한 경우 금융회사의 위험을 낮추는 데 기여할 수도 있다(=전문성 가설). 반면, 이러한 전문성이 없어 위험관리를 개선하지 못함에도 불구하고 단지

부당한 로비나 현직 당국자와의 인맥을 활용하여 제재를 회피할 수도 있다(=부당공동행위 가설). 본 연구는 이 중 어떤 가설이 더 설명력이 높은지 실증적으로 분석하였다.

전문성 가설의 설명력을 판단하기 위한 분석 결과, 한은을 제외한 4대 금융당국 출신 임원은 부실자산비율, 위험가중자산, 위험가중자산 대비 당기순이익(RORWA) 등 주요 위험관리 성과지표를 개선하지 못하거나 오히려 악화시킨 것으로 확인되었다. 따라서 회전문 인사의 이유로서 전문성 가설은 그 설명력이 낮은 것으로 판단된다.

그 다음으로 부당공동행위 가설의 설명력을 판단하기 위한 분석 결과, 금감원 출신 임원을 고용한 금융회사는 제재를 받을 가능성이 줄어들었다. 이는 위험관리와 관련된 주요 성과지표를 통제하고 얻은 결과이다. 또한 금감원 출신 임원이 고용된 경우 부실자산비율 증가에 따라 제재확률이 증가하는 정도가 약화됨을 발견하였다. 부실자산비율이 증가하면 건전성이 약화되므로 제재확률이 증가하는 것은 자연스러운 현상일 것이다. 그런데 회전문 인사는 이러한 연결고리를 약화시킨다는 발견이다. 제재사유가 발생해도 금융당국 출신 임원이 제재를 피할 수 있도록 한다는 해석이 가능하다. 더욱 흥미로운 것은 회전문 인사가 제재확률을 낮추는 효과는 오직 부실자산비율과 제재확률 간 양의 관계를 약화시키는 채널을 통해서만 유의하게 발견되었으며, 전문성 발휘 등 다른 채널을 통해서는 발견되지 않았다는 점이다.

물론 이상의 실증분석 결과들이 부당공동행위 가설이 성립함을 입증하는 직접적인 증거가 될 수는 없다. 부당한 로비 그 자체에 대한 자료를 토대로 분석을 수행한 것은 아니기 때문이다. 단지 부당공동행위 가설이 이상의 실증분석 결과들을 자연스럽게 설명할 수 있을 뿐이다. 다만, 분석 결과를 보수적으로 해석하더라도 금융당국 출신 임원은 제재확률을 줄이지만 그 이유는 위험관리 전문성 때문은 아니라는 판단이 가능하다. 그렇다면 다른 어떤 이유로 금융당국 출신자를 임원으로 고용하는지에 대해 의문이 남는다.

세간의 논의는 회전문 인사가 무조건 나쁜 것이라는 전제하에 이루어

지는 것 같다. 그러나 회전문 인사는 그 자체로는 가치중립적이며, 그 경제적 효과를 규명한 경우에만 바람직한지 지양해야 할 바인지를 판단할 수 있다. 이와 같은 맥락에서 본 연구는 우리나라 회전문 인사의 경제적 효과를 사실상 처음으로 전문성 가설과 부당공동행위 가설이라는 양대 가설을 모두 고려하여 실증적으로 분석한 데 그 의의가 있을 것이다. 본 연구는 이러한 실증연구의 출발점에 불과하며, 우리나라 자료를 활용한 보다 많은 실증분석 결과가 축적된 이후에야 비로소 부당공동행위 가설의 성립 여부를 더 분명하게 판단할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 금융감독원, 『연차보고서』, 1999~2016.
- 금융위원회, 「금융기관 검사 및 제재에 관한 규정」, 금융위원회 고시 제2017-38호.
- 예금보험공사, 『연차보고서』, 2002~2016.
- _____, 『예금보험공사 20년사』, 2016.
- 이창민 · 정준영, 「관료 출신 사외이사는 기업에 기여하는가? 금융회사 사외이사
를 중심으로」, Working Paper, 2017.
- 인사혁신처, 『인사통계』, 2005~2016.
- 통계청, 『한국통계연감』, 1948~2004.
- 한국은행, 『한국은행 60년사』, 2010.
- Boot, A. and A. Thakor, "Self-Interested Bank Regulation," *American Economic Review*, 83(2), 1993, pp.206~212.
- Boyer, P. C. and J. Ponce, "Regulatory Capture and Banking Supervision Reform,"
Journal of Financial Stability, 8(3), 2012, pp.206~217.
- Celik, G., "Mechanism Design with Collusive Supervision," *Journal of Economic Theory*, 144(1), 2009, pp.69~95.
- Gromb, D. and D. Martimort, "Collusion and the Organization of Delegated
Expertise," *Journal of Economic Theory*, 137(1), 2007, pp.271~299.
- Hiriart, Y., D. Martimort, and J. Pouyet, "The Public Management of Risk:
Separating ex ante and ex post Monitors," *Journal of Public Economics*,
94(11), 2010, pp.1008~1019.
- Kahn, C. M. and J. A. Santos, "Allocating Bank Regulatory Powers: Lender of Last
Resort, Deposit Insurance and Supervision," *European Economic Review*,
49(8), 2005, pp.2107~2136.
- Laffont, J. J. and D. Martimort, "Separation of Regulators against Collusive
Behavior," *RAND Journal of Economics*, 30(2), 1999, pp.232~262.
- Laffont, J. J. and J. Tirole, "The Politics of Government Decision-making: A
Theory of Regulatory Capture," *The Quarterly Journal of Economics*, 106(4),
1991, pp.1089~1127.

Lucca, David, Amit Seru, and Francesco Trebbi, “The Revolving Door and Worker Flows in Banking Regulation,” *Journal of Monetary Economics* 65, 2014, pp.17~32.

Moussu, Christophe and Arthur Petit-Romec, “ROE and Risk-Taking in Banks,” Working Paper, 2015.

Shive, Sophie A. and Margaret M. Forster, “The Revolving Door for Financial Regulators,” *Review of Finance*, 2016, pp.1~40.

<웹사이트>

공공기관 경영정보공개시스템, www.alio.go.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22.

금융감독원, www.fss.or.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22.

금융감독원, 금융통계정보시스템, <http://dart.fss.or.kr/>, 최종 검색일: 2017. 10. 31.

한국은행, www.bok.or.kr, 최종 검색일: 2017. 8. 22.

KISDATA, <http://www.niceinfo.co.kr/business/KISData.nice>, 최종 검색일: 2017. 10. 31.

KISLINE, <http://www.kisline.com>, 최종 검색일: 2017. 10. 31.

Bloomberg Terminal 2017.

제4장

금융 사이클에 대한 분석과 거시건전성 관리체계의 개선방향

김 영 일 (한국개발연구원)

본 장에서는 금융안정성을 확보하기 위한 거시건전성 관리체계의 개선 방안을 살펴보고자 한다. 특히 금융부문의 불안과 안정이 반복되는 한국 금융 사이클의 특징을 분석하고, 이를 효과적으로 관리하기 위한 거시건전성 관리체계의 제도적 기반을 고찰해 보고자 한다.

제1절 서 론

글로벌 금융위기 이후 금융안정의 중요성이 크게 부각되었다. 미국을 포함한 다수 선진국에서는 금융위기가 발생하기까지 신용활동 및 자산가격의 급격한 팽창을 경험하였다. 그러나 차입에 의존한 자산시장의 거품이 더 이상 지탱되기 어려워지자 부동산가격의 급락과 가계 등 경제주체의 부실이 심화되었으며, 장기간의 거시경제 침체를 경험하게 된다. 글로벌 금융위기는 거시적인 신용활동 및 자산시장의 과도한 팽창을 제대로 관리할 필요성을 인식하는 계기가 되었다. 본 연구에서는 금융의 과도한 변동성을 관리하기 위한 거시건전성 관리체계의 개선방향을 고찰하고 있다. 특히 거시건전성정책을 국민경제의 중·장기적인 이익에 부합하도록

운영하기 위해 필요한 제도적 요건을 살펴보자 한다.

과거 금융 사이클을 제대로 관리하지 못해 금융 불안 또는 위기를 경험한 사례가 많다. 특히 주택 등 자산시장의 급격한 상승과 하락을 동반한 신용 사이클(credit boom-bust cycle)은 경기침체의 폭을 확대하고 회복을 지연시키는 요인으로 지적되었다.¹ 이러한 금융 사이클을 안정적으로 관리하기 위한 정책으로 시계열 측면(time series dimension)의 거시건전성정책을 고려할 수 있다.² 특히 글로벌 금융위기 이후 그 중요성이 부각된 거시건전성정책의 도입은 금융안정과 더불어 지속 가능한 성장에 기여할 것으로 기대된다. 최근 한국에서는 가계부채를 중심으로 민간부채가 급격히 팽창하고 있어 거시건전성정책이 제대로 작동하고 있는지 의문이 제기되고 있다. 나아가 거시건전성 관리체계—즉, 거시건전성정책 수행을 뒷받침하는 제도적 기반—에 대해서도 그 점검의 필요성이 부각되고 있다.

본 연구에서는 거시건전성 관리시스템을 정치경제학적 관점에서 고찰하고 있다.³ 거시건전성정책은 신용활동 및 자산시장의 과도한 팽창을 제약함에 따라 단기 성장률에는 부정적인 영향이 있을 수 있지만, 중·장기적으로는 시스템적 위험을 예방함으로써 지속 가능한 성장을 달성할 수 있다. 이처럼 거시건전성정책은 중·장기적인 국민경제적 이익 증진에도 불구하고 단기적으로는 경기부양에 반할 수 있으며, 이해관계자 그룹의 이익에 반할 수 있으므로 선거를 앞둔 정치권에서는 거부감이 클 수 있다. 다시 말해 정치권의 단기 실적주의 성향이 강할수록 거시건전성정책을 제때 제대로 수행하기는 훨씬 어려워진다. 본 연구에서는 단기적인

1 Reinhart and Rogoff(2009), Turner(2009) 등 다수 연구에서는 금융 사이클 관리의 중요성을 주장하였다.

2 거시건전성정책은 금융시스템의 경기순응성처럼 시계열적 측면의 위험과 금융기관 간 상호연계처럼 횡단면적(cross-sectional) 측면의 위험을 관리하기 위한 정책으로 구분할 수도 있다.

3 본고에서 취하고 있는 정치경제학적 접근은 규제권자의 주요 의사결정이 정치적 영향력 등으로 인해 중·장기적인 사회후생과 배치될 수 있음에 주목하고 있다. 이는 규제권자가 항상적으로 사회적 선을 실현하는 존재가 아니라, 사익을 추구할 수 있고 정치적 영향력 등에 민감할 수 있다는 시각에 해당한다.

성장·고용 실적에 대한 선호가 강한 정치권의 영향력이 클수록 중·장기적 시계에서 국민경제적 이익을 추구하는 거시건전성정책이 채택되기 어려움을 보이고 있다. 이는 선거에 민감한 정치권의 이해관계와 중·장기적 시계에서 공익을 추구하는 정책 사이에 이해상충(conflict of interest)이 발생할 수 있기 때문이다.

본 연구에서는 한국 금융 사이클과 과거 주요 경제정책에 대한 분석을 통해 거시건전성 관리체계의 취약성을 평가하고, 그 개선방향을 도출하고자 하였다. 특히 시스템적 위험을 관리하는 거시건전성정책 책임자의 의사결정이 국민(유권자·납세자)의 중·장기적인 이익에 부합할 수 있도록 거시건전성 관리체계를 모색하고자 하였다.

신용활동의 과도한 확대와 거시경제 불안과의 관련성을 살펴보기 위해 신용/GDP 비율의 순환변동, 즉 ‘바젤 캡’을 추정하였다. 신용활동에 대해 추정한 ‘바젤 캡’은 신용의 증가세가 GDP로 대변되는 실물경제의 증가세 및 장기추세에서 벗어난 정도, 즉 그 순환변동을 측정한다. 분석 결과, 신용활동의 급격한 팽창은 금융불안 및 거시경제 부진과 높은 관련성이 있음을 확인하였다. 예컨대, 1998년 아시아 외환위기와 2003년 카드사태 발생 이전 시기에 기업신용 및 가계신용의 과도한 확대가 있었다. 이러한 신용과잉은 위기 국면에서 기업투자 및 가계소비를 크게 위축시키는 등 거시경제 변동성을 확대하는 요인이 되었다. 또한 2014년 하반기부터 최근까지 가계신용/GDP 캡이 빠르게 확대됨에 따라 금융-실물 간 불균형 확대에 대한 우려가 커지고 있다.

거시건전성 판단을 위해서는 신용의 순환변동 외에도 절대적인 규모 및 질적인 측면에서 그 취약성을 평가할 필요가 있다. 경제규모 대비 가계신용규모, 高비용의 非은행권 대출 의존도 등을 볼 때 최근 가계부채 확대는 우려 요인이 되고 있다. 또한 가구 미시정보를 이용하여 가계 신용활동의 위험성을 분석한 결과, 전 연령대에서 가구별 차입비율이 크게 증가하는 등 부채비율이 전반적으로 상승하였음을 확인할 수 있다. 이러한 가계차입비율의 증가는 거시경제여건 악화 시 가계소비 부진을 심화시키는 등 우리 경제의 회복력(resilience)을 약화시키는 요인이 된다. 최

근 가계신용 갭은 민간소비 갭과의 상관관계는 약화된 반면, 서울지역 주택가격 갭의 확대와는 높은 상관관계를 기록하였다. 차입 용도 면에서 볼 때 부동산 구입 용도의 가계대출 비중이 크게 증가하였다. 이러한 분석 결과는 최근 가계부채 증가가 가계소비 증가로 연결되기보다는 주택 구입을 통한 서울 아파트가격 상승과 관련된 것으로 해석할 수 있다. 요컨대, 최근 가계부채 증가는 금융-실물 간 불균형 확대 요인으로 볼 수 있다.

과거 경제위기 사례에서 기업 및 가계의 신용과잉 현상을 관찰할 수 있었다. 신용과잉의 배경으로는 경기부양 또는 성장 주도의 정부정책 기조로 인해 신용과잉을 제때 제대로 제어하지 못했던 점을 들 수 있다. 특히 2014년 하반기 이후 가계신용이 급격히 확대되면서 가계차입비율이 상승하던 시기에도 실효성 있는 거시건전성정책을 제때 실시하지 못하였다. 내수활성화와 같은 단기적인 경기부양 정책기조가 우선시되는 상황에서 중·장기적인 시계에서 우려되는 시스템적 위험의 확대를 이유로 거시건전성정책을 실시하기는 어려웠던 것으로 보인다. 이처럼 내수활성화와 같은 경기부양 정책이 금융안정 정책을 압도하는 현상을 설명하기 위해서는 정치경제학적 설명이 설득력이 있어 보인다. 선거와 같은 단기적인 정치 사이클에 의해 주요 경제정책 기조가 형성되는 환경에서는 금융 규제·감독의 독립성과 책임성을 보장하기 어려울 수 있다. 이 외에도 실물경기 사이클에 초점을 둔 통화정책과 금융안정 및 시스템적 취약성 관리에 초점을 둔 거시건전성정책 간에 정보 공유를 포함해 상호 긴밀한 협력·조정 체계가 필요해 보인다.

본 연구에서는 국민의 중·장기적 이익에 부합하는 방향으로 시스템적 위험을 관리하기 위한 거시건전성 관리체계의 개선 방향을 고찰하였다. 이를 위해 이론적 근거와 함께 주요 선진국의 사례를 검토하였다. 이론적인 논의로는 간단한 수량모형을 통해 정치권의 단기성과 선호가 금융 안정화 정책의 선택에 미치는 영향을 살펴보았다. 분석 결과, 단기성과에 대한 선호가 강할수록 중·장기적으로 더 높은 사회후생을 제공하는 금융안정화 정책을 선택할 가능성이 낮아짐을 확인하였다. 또한 통화정책

과 거시건전성정책 간 상호 파급효과가 있는 경우 유관기관 간 협력이 정책효과에 미치는 영향에 대해서도 간단한 수량모형을 통해 검토하였다. 분석 결과, 정책효과를 극대화하기 위해서는 해당 유관기관이 각자 주어진 책무를 다하는 한편, 상호 협력·공조할 필요가 있음을 확인하였다.

이상의 이론적 논의와 주요 시사점은 주요 선진국의 거시건전성 관리체계 사례에서도 십분 고려되고 있음을 확인할 수 있었다. 거시건전성정책이 본연의 역할을 다할 수 있도록 적어도 운영상 독립성(operational independence)을 보장하고자 하였다. 또한 주어진 책무를 다할 수 있도록 전문성을 최대한 활용하는 한편, 의사결정과정의 개방성(openness)과 투명성(transparency) 장치를 마련하였다. 예컨대, 통화당국이 그간 축적해온 거시적인 분석 및 판단의 전문성을 십분 활용할 수 있도록 시스템적 위험에 대한 분석·식별과 정책권고 등의 역할을 담당할 수 있도록 하였다. 또한 소관부처별로 분산된 정보 및 정책수단과 의사결정과정을 최대한 활용하고 조율하기 위해 금융안정협의체를 거시건전성 관리체계의 중요한 축으로 삼고 있다.

상기의 이론적 논의와 선진국 사례가 갖는 주요 시사점은 한국 거시건전성 관리체계의 개선방안 논의에서도 여전히 유용할 것으로 보인다. 단기적인 정치 사이클에 좌우되지 않고 중·장기적인 국민경제적 이익에 부합하도록 거시건전성정책을 수립·집행할 수 있어야 한다. 또한 이를 위해서는 필요한 유관기관 간 실질적인 협력·조정이 필요하다. 더불어 소관기관의 전문성을 최대한 살리고, 의사결정과정의 책임성을 강화하기 위한 장치도 필요하다. 물론 한국에서는 거시적인 금융안정을 달성하기 위해 규제·감독 방안을 개선하는 등 그간 많은 노력을 기울였다. 그러나 IMF(2014. 5) 등에서도 지적하였듯이 그간 진행된 규제·감독 수준의 강화에도 불구하고 이의 운용에 근간이 되는 제도적 장치의 개선 여지는 여전히 큰 것으로 보인다. 본고에서는 중·장기적인 시계에서 거시건전성정책이 국민경제적 후생 증진에 복무하기 위해 필요한 제도적 장치의 강화와 관련하여 고려할 수 있는 방안을 논의하였다.

본 장의 구성은 다음과 같다. 제2절에서는 금융 사이클과 거시건전성

정책의 필요성에 대해 논의한다. 제3절에서는 한국의 거시건전성 위험에 대해 금융 사이클 및 주요 위험요인을 중심으로 실증분석하고 평가한다. 제4절에서는 거시건전성 관리체계의 취약성을 논의한다. 제5절에서는 거시건전성 관리체계의 개선방향과 관련하여 이론적 분석과 더불어 국제사례를 검토하고, 주요 개선방향에 대해 논의한다. 제6절에서는 결론을 제시하며 본 장을 마무리한다.

제2절 금융 사이클과 거시건전성정책에 대한 논의

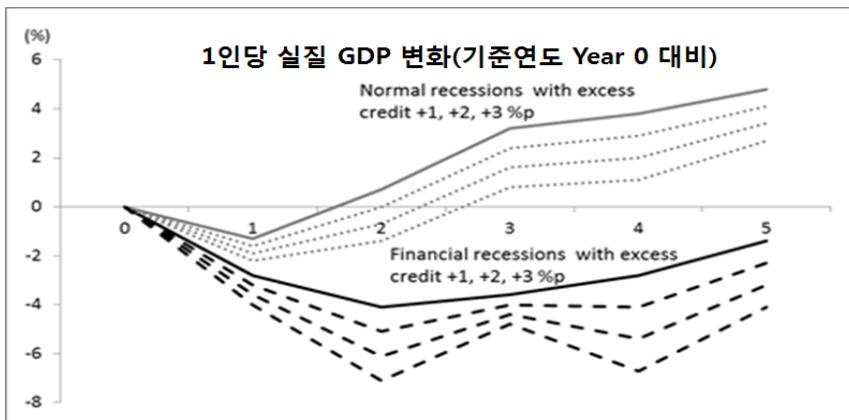
자산가격의 상승을 동반한 빠른 신용 팽창과 그에 따른 경제주체의 과다채무는 금융위기 또는 경기침체 심화 요인으로 지적되고 있다. 예컨대, 2008년 글로벌 금융위기를 경험한 미국 등 주요 선진국에서 장기간 경기침체가 지속되었던 주요 이유로 주택시장의 거품 붕괴와 그에 따른 가계부실이 지적되었다.⁴ 한편, 글로벌 금융위기 이후 유로 지역에서 금융위기가 재정위기로 전환되면서 유럽 주요국의 경기침체가 심화된 원인으로 정부부채가 높은 가운데 정부 신용위험과 은행위기가 상호 증폭되었던 점을 꼽고 있다.⁵ 이처럼 지금까지도 영향을 미치고 있는 글로벌 금융위기와 유로지역 재정위기의 근저에는 가계 및 정부 부채와 같은 과도한 신용활동에 대한 관리 실패가 언급되고 있다.

최근 다수의 연구에서는 경제주체별 신용활동이 빠른 팽창을 보이거나 과도한 수준에 이를 때, 금융위기 또는 경기침체의 가능성성이 높아지며 경기회복도 지연되는 경향이 있음을 주장하고 있다. 예컨대, 정부부채의 위험성에 관한 연구로 Reinhart and Rogoff(2009), Cecchetti, Mohanty, and Zampolli(2011) 등을 찾을 수 있다. 한편, 민간부채의 위험성을 언급한 연구로 Jorda, Schularick, and Taylor(2012), Schularick and Taylor(2012),

4 글로벌 금융위기 시 가계부채에 기댄 주택시장의 급격한 확대와 조정이 경제에 미친 영향과 관련하여 Feldstein(2007), Mian and Sufi(2010), Bernanke(2010) 등을 참고할 수 있다.

5 관련하여 Shambaugh(2012), Constancio(2012), Lane(2012) 등을 참고할 수 있다.

[그림 4-1] 주요 선진국의 경기침체 이후 1인당 실질GDP의 변화 패턴



주: Jorda, Schularick, and Taylor(2012), p.30에서 인용함. 그림에서 Normal recession과 Financial recession은 금융위기를 동반하지 않은 경우와 동반한 경우의 경기침체를 각각 나타냄. 실선은 경기침체 전 민간 레버리지(신용/GDP) 증가가 평균적인 경우에 경기침체 이후 1인당 실질GDP의 변화를 기준연도와 비교하여 보여줌. 점선은 민간 레버리지 증가율이 평균보다 높아질 경우(+1%p, +2%p, +3%p)에 기준연도 대비 1인당 실질GDP의 변화를 보여줌.

King(1994), Cecchetti, Mohanty, and Zampolli(2011) 등이 있다. 특히 Jorda, Schularick, and Taylor(2012)에서는 과거 130년간 주요(14개) 선진국의 경제침체 자료를 분석하였는데, 경기침체 전 민간신용의 팽창이 클수록 경기침체의 폭도 크고 회복기간도 길어지는 경향이 있음을 보고하였다. [그림 4-1]에서는 금융위기를 동반하지 않은 경기침체의 경우에도 민간 신용이 빠르게 팽창했던 경우가 그렇지 않은 경우와 비교하여 경기침체의 폭과 회복기간이 길었음을 보여주고 있다.

한편, 최근에는 가계부채와 실물경제 간 관련성에 대한 연구도 활발히 진행되었다. 거시자료를 이용한 연구부터 가구 미시자료를 이용한 연구까지 다양한 연구 결과가 발표되었는데, Cecchetti, Mohanty, and Zampolli (2011), Mian, Rao, and Sufi(2013), Mian and Sufi(2010), Dynan(2012), Andersen, Duus, and Jensen(2014), Kim and Hwang(2016), Mishkin(1976; 1977; 1978) 등을 참고할 수 있다. 상기 연구에서는 가계차입비율이 빠르게 증가하거나 높은 수준에 도달할 경우 경기침체 가능성성이 높아지는 한

편, 민간소비를 중심으로 경기침체 폭이 커지고 회복기간도 길어지는 경향이 있음을 보였다.

금융순환변동과 관련한 시스템적 취약 요인을 사전적으로 제어하기 위한 정책방안에 대해서도 많은 논의가 있었다. 이는 상기 연구에서 보인 바와 같이 신용활동의 확대·축소와 같은 금융 사이클 관리에 소홀할 경우 거시적인 실물경제 활동도 불안해질 수 있기 때문이다. 특히 통화정책의 금융안정 기능에 대해서도 많은 논의가 있었다. 글로벌 금융위기 이전까지만 하더라도 물가안정에 초점을 둔 통화당국의 정책수행은 거시경제 안정과 더불어 금융안정까지 달성할 수 있을 것이라는 강한 기대가 있었다. 이러한 믿음은 1980년대 중반 이후부터 글로벌 금융위기 이전까지 오랫동안 거시경제 안정이 유지되었던 데서 비롯되었다. 다시 말해 과거보다 매우 낮은 수준의 거시경제 변동성이 지속되었던 ‘대안정화(great moderation)’ 시기를 거치면서 물가안정에 초점을 둔 독립적인 통화정책이 거시경제 안정에 중요한 요인이라는 인식이 확산되었다. 그러나 글로벌 금융위기를 겪으면서 통화정책을 잘 수행해 온 것으로 평가받았던 다수의 선진국에서 심각한 금융위기를 경험함에 따라, 물가안정에 초점을 둔 통화정책만으로는 거시경제 안정을 달성할 수 없다는 시각이 부각되었다.

통화정책 결정 시 금융불안 요인까지 고려해야 한다는 주장부터 별도의 더 적극적인 거시건전성정책 수단을 개발·활용해야 한다는 주장도 제시되었다. 이는 물가안정에 초점을 둔 기존의 전통적인 통화정책 수행 방식으로는 거시경제 안정을 달성하는 데 한계가 있다는 인식에 기초하고 있다. 물가안정 중심의 통화정책이 더 이상 금융안정의 충분조건이 아닐 수 있다는 인식이 확산되면서 거시건전성정책 체계에 대한 논의는 더욱 활성화되었다.⁶ 글로벌 금융위기 이후 국제금융시스템 혁신을 주도한 주요 20개국 모임인 G20에서도 이상과 같은 금융 사이클 관리의 중요성에 대한 인식하에서 효과적인 금융 사이클 관리방안을 논의하였다. 특

⁶ 예컨대 통화정책은 물가안정만을 최우선적으로 고려해야 한다는 관점은 견지한 Svensson (2015)에서도 금융안정을 위해서는 별도의 거시건전성정책이 필요함을 언급하였다.

히 시계열적 측면에서 신용 및 자산시장의 경기순응성을 완화하기 위한 논의가 G20 각국의 중앙은행과 재무부, 국제기구(FSB, BIS, IMF 등) 등을 중심으로 활발히 진행되었다. 글로벌 금융위기 이후 거시건전성정책의 중요성이 부각되는 가운데, 거시건전성 관리체계를 어떻게 정비하고 운영할지에 대해 논의가 활발하였다. 특히 글로벌 금융위기의 부정적인 영향이 커었던 미국, 영국, 유럽 등 주요 선진국에서는 거시건전성 관리체계와 관련해서 비교적 큰 제도적 변화가 있었다. 특히 신용활동 및 자산가격의 과도한 팽창을 제어하기 위한 거시건전성정책은 단기적인 경기 부양과 중·장기적인 금융안정 간 상충문제를 일으킬 수 있어 정책 우선 순위에서 후순위로 밀릴 가능성이 지적되고 있다. 따라서 책임성 있는 (accountable) 거시건전성정책의 실현을 위해서는 단기성과 중심의 정치적 영향력을 차단하기 위한 제도적 장치를 마련할 필요가 있다. 또한 거시건전성정책 수단이 소관기관별로 분산된 가운데, 해당 정책수단 간의 상호 파급효과를 고려할 때, 유관기관 간 협력 및 조정의 문제도 부각되고 있다. 본고에서는 이상의 문제를 중심으로 거시건전성 관리체계의 개선방향을 고찰해 보고자 한다.

제3절 거시건전성 위험에 대한 분석: 금융 사이클을 중심으로

1. 분석방법 논의

앞에서 금융 사이클 관리의 중요성을 살펴보았다. 여기서는 금융 사이클 측정을 위해 본 연구에서 사용한 방법을 소개한다. 과거에 경험하였던 금융위기 또는 심각한 경기침체는 과잉 신용활동 및 높은 차입비율(leverage)과 관련된 경우가 많았다(Lang and Welz, 2017). 이에 측정하고자 하는 금융 사이클도 신용 또는 자산 시장의 과잉·과소 상태를 효과적으로 반영할 필요가 있다(Borio, 2014; 이정연·박양수, 2015). 이처럼

은행위기 또는 심각한 경기침체로 치닫기까지 나타날 수 있는 신용활동의 과도한 팽창 여부를 측정하기 위해서는 실물경제 활동과 같은 근본적인(펀더멘털) 요인과 비교할 필요가 있다. 즉, 실질GDP 등의 근본적인 요인으로 설명하기 어려운 신용의 팽창·수축을 신용 사이클로 볼 수 있다. 이는 금융-실물 간 불균형 확대에 따른 시스템리스크의 누적을 판단하기 위한 참고 지표로 활용할 수 있다.

금융 사이클은 대체로 통계적 기법에 기초한 추정방법과 경제학적 모형에 기초한 추정방법으로 구분할 수 있다. 전자는 통계적 기법을 이용하여 향후 발생할 수 있는 은행위기 등과 같은 금융불안에 대해 높은 예측력을 지닌 신용활동 등의 순환변동을 측정하고자 한다. 한편, 후자는 경제의 구조적 요인을 반영한 경제학적 모형으로 설명할 수 있는 근본적(fundamental) 요인으로부터 벗어난 신용활동 수준 등을 측정하고자 하며, 경제학적 해석에도 강점이 있다.

다수의 선행연구에서 신용과잉이 금융위기의 원인이 되거나 경기침체의 심화요인이 될 수 있음을 보였다.⁷ 이에 금융 사이클 측정과 관련한 다수 연구에서는 신용과잉 여부를 판단하기 위한 지표 작성에 관심을 보였다. 특히 은행부문에 대한 국제적 감독기준을 마련하는 바젤위원회(Basel Committee on Banking Supervision: BCBS)의 지침(guidance)⁸이 관심을 모았다. 이는 신용/GDP 갭(BASEL gap)을 측정하는 방법을 제시하였는데, 통계적 신용 갭 추정방법에 해당한다. 단일 지표로는 체계적 은행위기(systemic banking crisis)에 대해 예측력이 매우 뛰어난 것으로 언급되고 있다.⁹ 유럽시스템위험위원회(European Systemic Risk Board: ESRB) 등의 주요 거시건전성정책 당국에서는 경기역행적 손실흡수력(countercyclical buffer) 규제를 위해 신용활동을 측정하기 위한 실질적 지표로 상기 바젤 갭을 이용하고 있다. 바젤 갭은 신용/GDP가 장기추세에

⁷ 관련하여 Schularick and Taylor(2012), Drehman *et al.*(2011), Dell’Ariccia *et al.*(2014), Giese *et al.*(2014) 등을 참고할 수 있다.

⁸ 관련하여 Lang and Welz(2017), Drehmann *et al.*(2011), Detken *et al.*(2014), Borio and Drehmann(2009) 등을 참고할 수 있다.

서 벗어난 정도를 측정한다(Detken *et al.*, 2014; Lang and Welz, 2017). 여기서 신용/GDP의 장기추세를 추정하기 위한 방법으로는 HP 필터법, 대역통과필터(Band-pass filter) 등의 방식을 고려할 수 있는데, 바젤위원회에서는 지표 산출 시 HP 필터를 제안하였다(Giese *et al.*, 2014).

바젤위원회의 지침에 따른 신용 캡 추정방법은 대체로 다음과 같이 요약할 수 있다(Detken *et al.*, 2014). ① ‘명목 신용/명목GDP’를 분기별로 계산하되, GDP는 가장 최근 4분기를 합산한 연간 GDP를 사용한다. ② HP 필터를 이용하여 ‘장기추세’를 구한다. ③ 바젤 신용 캡(%p) = ‘명목신용/명목GDP’ – ‘장기추세’와 같이 구하게 된다.

본 연구에서는 금융 사이클을 추정함에 있어 상기 ‘바젤 신용 캡’의 추정방법을 참고하였다. 신용활동의 순환변동 이외에도 자산가격, 실물부문의 순환변동을 함께 추정하였고, 각각의 특징을 비교·분석하였다. 신용 캡 산출에 필요한 신용지표로는 자금순환통계상 가계부채, 기업(비금융 기업)부채, 민간부채(=가계부채+기업부채), 정부부채를 사용하였다. 상기 신용지표의 순환변동에 해당하는 신용 캡(credit gap)으로는 ‘바젤 신용 캡’의 추정방법과 같이 신용/GDP를 구한 후 HP 필터를 적용하여 그 순환변동을 추출하였다. 자산가격의 순환변동 추정에는 전국주택가격지수와 서울아파트가격지수를 사용하였다. 한편, 실물부문의 순환변동 추정에는 실질GDP, 민간소비/GDP를 사용하였으며, HP 필터를 적용하여 그 순환변동을 추출하였다.

HP 필터를 적용하여 장기추세를 추출하기 위해서는 시계열 자료의 단기적인 변화에 대한 민감도를 결정하는 평활화 파라미터(smoothing parameter) λ 를 정해야 한다. 실물경기 순환변동을 분석하기 위해 분기자료를 이용할 경우 통상적으로 $\lambda=1,600$ 으로 설정한다. 한편, 이보다 훨씬 긴 주기의 시계열에 대해서는 1,600보다 훨씬 큰 값을 부여하게 된다. 바젤위원회에서는 신용 캡을 추정하기 위해 $\lambda=400,000$ 를 사용할 것을 권고하고 있다(Giese *et al.*, 2014; Detken *et al.*, 2014). 이는 27개 BCBS 회원 국가에 대한 분석 결과를 참고하고 있는 것으로 보인다(Detken *et al.*, 2014).⁹ 다시 말해 이들 국가의 금융 사이클은 전통적인 경기 사이클보다

훨씬 낮은 빈도(low frequency)의 순환변동을 기록하였던 것 같다. 그러나 한국의 경우에는 비교적 긴 기간의 신용팽창을 경험했던 주요 선진국과 비교할 때 상대적으로 짧은 주기의 신용 순환변동을 기록하고 있는 것으로 보인다. 이정연·박양수(2015)에서도 보이고 있듯이, 한국의 금융 사이클은 실물경기 사이클의 주기에 가까운 것으로 나타났다. 본 연구에서는 $\lambda=1,600$ 을 사용하여 한국의 신용 캡을 추정하였다.

금융 사이클은 과잉 신용활동 등에 의한 금융-실물 간 불균형 확대로 인해 누적되는 시스템위험을 평가하기 위한 주요 참고 지표가 된다. 이는 실제 경기역행적 자본 규제와 같이 거시건전성 규제의 주요 지표로도 활용되고 있다. 그러나 신용활동의 순환변동만으로 시계열 측면의 시스템위험을 평가하는 데는 한계가 있다. 경제발전 단계에 따라 순환변동적인 요인 이외에 차입비율의 절대적인 수준 또한 금융불안을 유발하는 요인이 될 수 있기 때문이다(Giese *et al.*, 2014; Cecchetti and Kharroubi 2012). 한 경제 내 신용활동의 지속가능성을 판단하기 위한 지표로 경제 주체별 차입비율의 적정성을 살펴볼 수도 있을 것이다. 예컨대, Cecchetti and Kharroubi(2012), Cecchetti *et al.*(2011) 등에서는 일정 수준을 넘어서는 차입비율은 실물경제의 부담 요인이 되며, 지속가능하지 않은 것으로 보고하였다. 예컨대 Cecchetti *et al.*(2011)에서는 OECD 국가 패널자료를 이용하여 가계부채, 기업부채, 정부부채가 각각 GDP 대비 85%, 90%, 85%를 상회할 경우 경제성장에 부정적인 영향이 있을 수 있음을 보고하였다. 가구 미시자료를 이용한 Dynan(2012), Andersen *et al.*(2014) 등의 연구에서는 차입비율(leverage)⁹이 큰 가구일수록 소비부진이 큰 편임을 보고하였다. 미국의 주별 패널자료를 이용한 Albuquerque and Krustev (2017)의 연구에서는 차입비율의 변화뿐 아니라 과다한 수준의 차입비율이 소비조정에 영향을 미친 것으로 보고하였다.

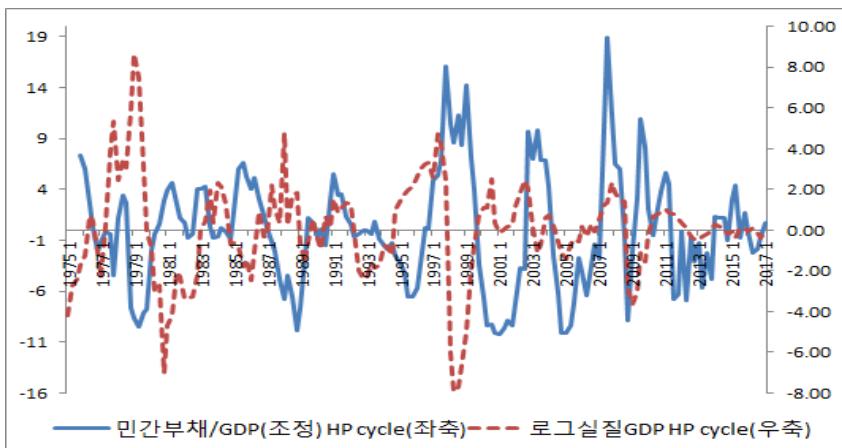
⁹ 해당 국가로는 Argentina, Australia, Belgium, Brazil, Canada, China, France, Germany, Hong Kong, India, Indonesia, Italy, Japan, Korea, Luxembourg, Mexico, the Netherlands, Russia, Saudi Arabia, Singapore, South Africa, Spain, Sweden, Switzerland, Turkey, the United Kingdom and the United States 등이 있다.

글로벌 금융위기 이후 한국 가계부채는 중요한 위험요인으로 부각되었다. 앞에서 살펴본 바와 같이 차입비율의 증가세뿐 아니라 그 절대적인 수준에서도 우려를 낳고 있다. 이 외에도 차입비용이 높고 비교적 느슨한 규제·감독이 적용되는 고비용의 비은행권 대출 비중이 빠르게 증가함에 따라 질적 측면에서도 우려가 제기되었다. 이에 본 연구에서는 가계 신용활동의 거시적인 순환변동뿐 아니라 그 수준과 질적 측면에서도 위험성을 검토하였다.

2. 금융 사이클에 대한 분석

본 항에서는 한국의 신용 사이클을 추정하고, 그 특징을 살펴보고자 한다. 우선 민간신용(=기업신용+가계신용)의 순환변동을 ‘바젤 캡’을 이용하여 추정한 결과를 [그림 4-2]에서 보여주고 있다. GDP 대비 민간 신용 비율의 순환변동은 그간 발생한 주요 금융불안 사례를 비교적 잘 반영하고 있는 것으로 보인다. 예컨대 1998년 아시아 외환위기, 2003년 카드사태, 2008년 글로벌 금융위기를 전후하여 큰 폭의 신용 팽창과 위축이 있었음을 확인할 수 있다.

[그림 4-2] 민간부채와 실질GDP의 순환변동



자료: 한국은행 경제통계시스템의 「자금순환」, 「국민계정」 자료를 이용하여 저자 계산.

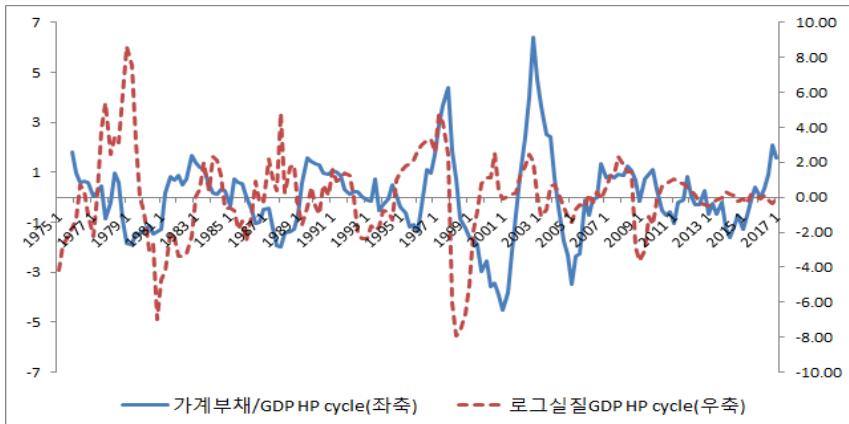
상기에서 살펴본 ‘민간신용’은 자금순환통계상 가계와 비금융기업의 부채를 모두 포함하고 있다. 감독당국과 시장 간 원활한 소통을 위해서는 1차원적인 단일 종합지표의 작성이 효과적일 수 있으나, 금융과잉의 제 측면을 제대로 이해하기 위해서는 경제주체별 등으로 세분화하여 분석하는 것이 효과적일 수 있다. 예컨대, 신용활동의 순환변동과 경제에 대한 영향은 경제주체별로 차이가 있을 수 있다. 과거에 발생한 금융불안 사례를 보더라도, 1998년 아시아 외환위기에서는 기업부채가 중요한 문제였고, 2003년 카드사태에서는 가계부채가 심각한 문제였다.

다음에서는 가계 신용활동의 순환변동을 추정하고 그 특징을 살펴보고 있다.¹⁰ 가계신용은 1990년대 말 이후 크게 증가한 이래 2003~04년 신용 카드사태 등을 거쳐 최근에는 한국경제의 주요 위협요인으로 부각되었다. [그림 4-3]에서는 가계신용의 순환변동을 ‘바젤 캡’을 이용하여 추정한 결과를 보여주고 있다. 가계신용/GDP 캡은 아시아 외환위기 직전 확장세를 기록하였으며, 경기침체기 중 큰 폭의 조정을 겪었다. 2003년 카드사태를 전후해서는 최근까지의 표본기간 중 가장 큰 폭의 변동성을 기록하였다. 가계신용/GDP 캡은 2003년 카드사태 발생 전까지 매우 빠르게 큰 폭으로 확대되었으며, 카드사태가 심화된 시기에는 매우 큰 폭의 감소를 기록하였다. GDP 대비 가계 신용활동은 2008년 글로벌 금융위기 이후 일시적으로 약화되었으나, 최근에는 2003~04년 카드사태 이래 가장 큰 폭의 증가세를 기록하였다.

한편, 2008년 글로벌 금융위기 이후 가계신용 증가는 대출업권별로도 큰 차이를 보인다. [그림 4-4]에서는 은행권과 비은행권 금융기관으로 구분하여 가계대출 증가세를 보여준다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 가계 신용활동의 확대에는 비은행권 금융기관 대출의 빠른 증가세가 특히 눈에 띈다. 비은행권 금융기관 대출이 은행권보다 빠르게 증가함에 따라 전체 가계부채 대비 비은행권 대출의 비중은 절반을 넘어서게 되었다. 이는 비은행권 대출의 차입비용이 높고 낮은 신용도의 차입자가 주 고객층을

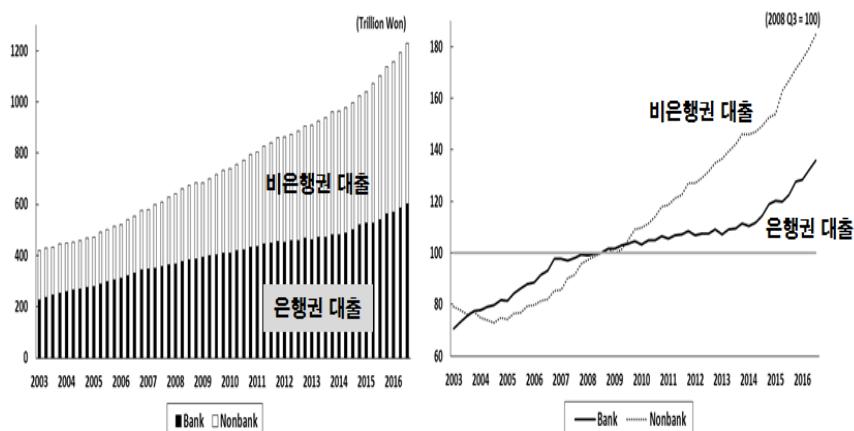
¹⁰ 분석에 사용된 한국은행 경제통계시스템의 ‘자금순환’상 가계부채는 가계(소규모 개인사업자 포함) 및 가계에 봉사하는 민간비영리단체의 부채를 대상으로 한다.

[그림 4-3] 가계신용과 실질GDP의 순환변동



자료: 한국은행 경제통계시스템의 「자금순환」, 「국민계정」 자료를 이용하여 저자 계산.

[그림 4-4] 은행 vs. 비은행 금융기관 간 가계대출 증가 추이 비교

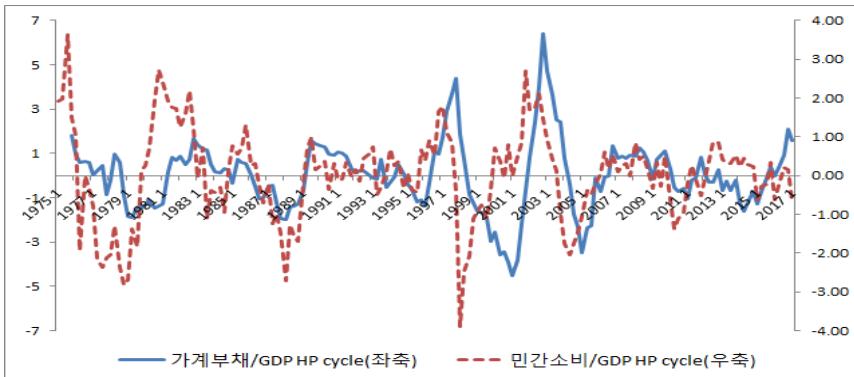


주: 왼편 그림은 해당 업권별 명목 가계대출을 나타냄. 오른편 그림은 업권별 가계대출을 CPI를 사용하여 실질변수화하였으며, 2008년 3/4분기를 기준값 100으로 하여 조정하였음.

자료: 한국은행 경제통계시스템의 「가계신용」, 「물가」 자료를 이용하여 저자 계산.

형성하고 있음을 고려할 때, 해당 기간 중 시스템적 위험도는 증가한 것으로 이해된다. 한편, 2014년 하반기부터는 예금은행과 비은행권 가계대출 모두 가파른 증가세를 보이면서 가계신용/GDP 캡이 크게 확대되었다. 신용활동의 순환변동이 실물경제에 미치는 영향은 경제주체별로 차이가

[그림 4-5] 가계신용과 민간소비의 순환변동



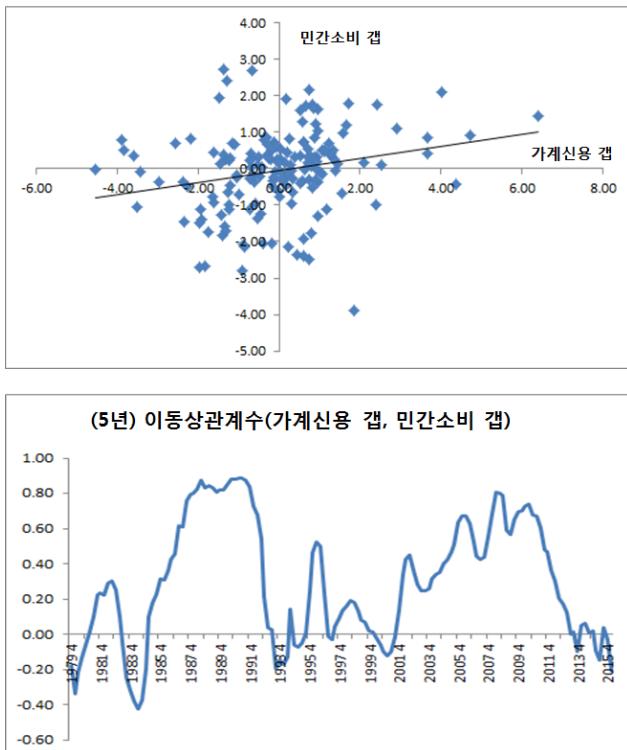
자료: 한국은행 경제통계시스템의 「자금순환」, 「국민계정」 자료를 이용하여 저자 계산.

있을 수 있다. 가계 신용활동의 순환변동은 총수요의 가장 큰 구성항목인 가계소비에 보다 직접적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. [그림 4-5]에서는 GDP 대비 가계신용과 민간소비의 순환변동을 함께 보여주고 있다. 가계신용 캡과 민간소비의 순환변동 사이에는 대체로 높은 동행성이 있음을 확인할 수 있다. 특히 1998년 아시아 외환위기와 2003년 카드사태 시기에 가계신용이 빠르게 조정되는 과정에서 큰 폭의 민간소비 조정을 경험하였다.

한편, 가계신용과 민간소비 사이에 관찰되는 동행성은 시기별로 달라질 수 있다. 특히 2013년 이후 최근에는 가계신용 캡과 민간소비 사이에 동행성이 크게 약화된 것으로 보인다. [그림 4-6]에서 보듯이 가계신용 캡과 민간소비 캡 사이에는 대체로 높은 양의 상관관계가 있다. 그러나 시기별로는 상관관계가 없거나 일시적으로 음(−)의 상관관계를 보이기도 한다. 최근에는 가계신용 캡의 확대에도 불구하고 민간소비 캡이 뚜렷한 변화를 보이지 못함에 따라 가계신용 캡과 민간소비 캡 사이의 뚜렷한 상관관계는 관찰할 수 없다. 이는 가계 신용활동의 확대에도 불구하고 예전처럼 소비활동의 확대로 연결되지 못하고 있음을 시사한다.

가계신용 캡과 민간소비 캡 사이에 관찰되는 상관관계는 양 변수 사이에 상호작용이 있을 가능성을 시사한다. 여기서는 두 변수 간 상호작용의

[그림 4-6] 가계신용 갭과 민간소비 갭의 상관관계



자료: 한국은행 경제통계시스템의 「자금순환」, 「국민계정」 자료를 이용하여 저자 계산.

방향성을 이해하기 위해 그랜저 인과관계 검정(Granger causality test)을 수행하였다. 그랜저 인과관계 검정은 두 변수 사이에 서로 상대 변수에 대한 예측력을 확인하기 위한 가설 검정방법이다. 다음과 같이 두 개의 시계열 변수(x_t, y_t)가 있을 때, 한 변수의 과거 정보가 상대 변수의 현재 움직임을 설명할 수 있는지 검정하는 방법이다.¹¹

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_l y_{t-l} + \beta_1 x_{t-1} + \dots + \beta_l x_{t-l} + \epsilon_t$$

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1} + \dots + \alpha_l x_{t-l} + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_l y_{t-l} + u_t$$

¹¹ 여기서 검정하고자 하는 귀무가설은 ‘한 변수가 다른 변수를 예측하는 데 도움이 되지 않는다($\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_l = 0$)’이다. 통계학적으로는 “ x does not Granger Cause y .”와 같이 표현할 수 있다.

<표 4-1> 가계신용 캡과 민간소비 캡에 대한 그랜저 인과관계 검정

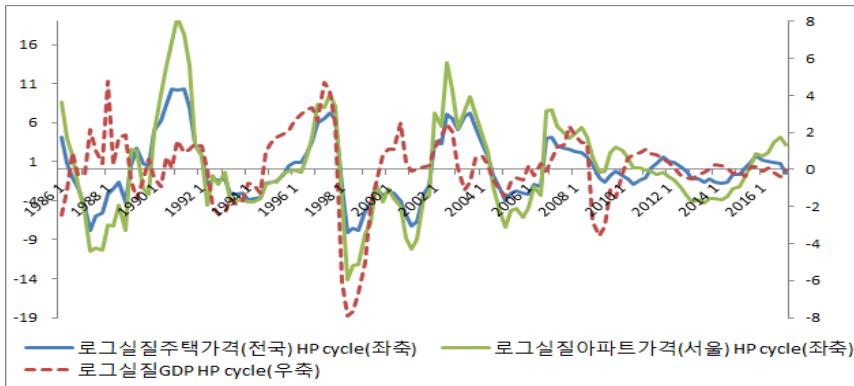
표본기간: 1986Q1-2017Q1		
귀무가설 (Null hypothesis)	가계신용 캡 does not Granger Cause 민간소비 캡	민간소비 캡 does not Granger Cause 가계신용 캡
$l = 4$ (4 lags) (Obs: 162)	4.408 (0.002)	3.363 (0.011)
$l = 8$ (8 lags) (Obs: 158)	2.472 (0.015)	3.300 (0.002)
$l = 12$ (12 lags) (Obs: 154)	2.106 (0.021)	2.104 (0.021)

주: 표의 숫자는 F-Statistic(Wald Statistics)이며, () 안의 숫자는 p-value를 나타냄.

<표 4-1>에서는 다양한 개수(l)의 후행시차 변수에 대해 그랜저 인과관계 검정 결과를 보여주고 있다. 추정 결과, 가계신용 캡은 민간소비 캡에 대해 유의한 예측력이 있으며, 민간소비 캡 또한 가계신용 캡에 대해 예측력이 있는 것으로 나타났다. 이는 가계 신용활동과 소비활동 사이에 상호 상승작용이 있을 가능성을 시사한다. 다시 말해 가계 신용활동의 확대는 소비의 확대 요인이 될 수 있으며, 소비활동의 확대 또한 신용의 확대 요인이 될 수 있다. 물론 앞에서 살펴본 바와 같이 차입비율의 수준 또는 차입 용도에 따라 신용 캡과 소비 캡 사이의 상호작용은 약화될 수도 있을 것이다.

가계 신용활동은 주택시장과도 밀접한 관계가 있다. 특히 차입 용도가 주택구입 등에 있을 경우 신용 캡과 주택가격 캡 사이에는 높은 상관관계가 나타날 수 있다. [그림 4-7]에서는 가계 신용활동과 실질주택가격의 순환변동을 각각 보여주고 있다. 가계신용/GDP의 순환변동과 실질주택가격의 순환변동 사이에는 높은 동행성이 있음을 확인할 수 있는데, 이는 가계신용시장과 주택시장 사이에 강한 상호작용이 있음을 시사한다. 한편, 주택가격의 순환변동은 지역별로 차이를 보이는데, 특히 최근 들어 서울과 서울 이외 지역의 주택가격 증가세가 큰 차이를 보이고 있다. 전국 실질주택가격의 증가세는 약화된 반면, 서울 아파트가격의 증가세는 지속되고 있는 것으로 보인다.

[그림 4-7] 가계신용과 실질주택가격의 순환변동



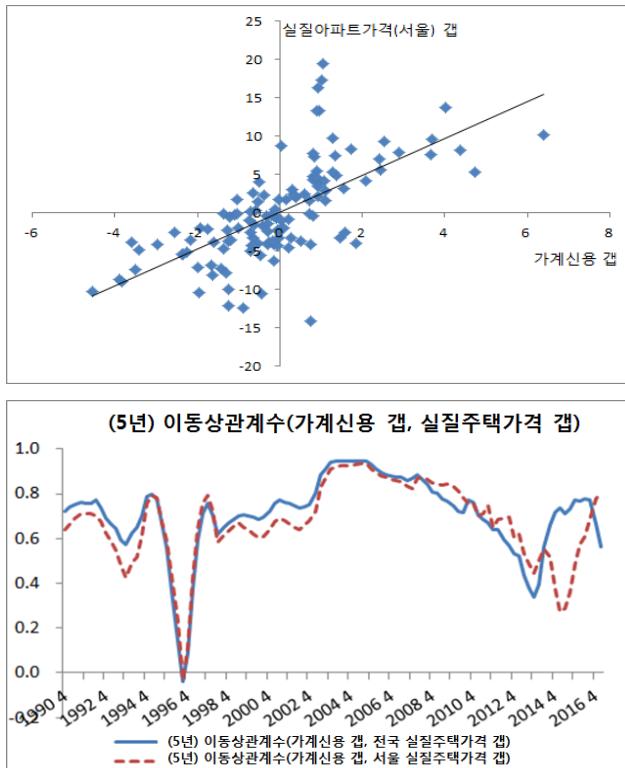
자료: 한국은행 경제통계시스템의 「국민계정」 및 「물가」와 국민은행(KB)의 '주택매매가격지수'를 이용하여 저자 계산.

[그림 4-8]에서는 가계신용/GDP 캡과 실질주택가격 순환변동 사이에 비교적 강한 양의 상관관계가 있으며, 대부분의 시기에 걸쳐 강한 동행성이 있음을 보여준다. 글로벌 금융위기 이후 동행성이 약화되는 모습을 보이기도 하였으나, 최근 가계신용 캡이 확대되면서 특히 서울 주택가격과의 동행성이 글로벌 위기 이전 수준으로 빠르게 강화되었다. 한편, 가계신용 캡과 주택가격 사이의 동행성은 지역별로 차이를 보이는데, 최근 지방 주택가격 순환변동과의 상관관계는 약화된 반면, 서울 아파트가격과의 상관관계는 높아졌다. 이는 최근 가계신용 캡의 확대가 서울지역 아파트가격의 증가세와 관련이 있음을 시사한다.

가계신용 캡과 실질주택가격 캡 사이에 관찰되는 상관관계는 양 변수 사이에 상호작용이 있음을 시사한다. 여기서는 두 변수 간 상호작용의 방향성을 이해하기 위해 그랜저 인과관계 검정을 수행하였다. <표 4-2>에서는 가계신용/GDP 캡과 실질주택가격 순환변동 사이의 상호 예측력을 보여주는데, 대체로 주택가격 캡이 신용 캡에 대해 통계적으로 유의한 예측력이 있음을 나타낸다. 이는 주택가격의 증가세가 가계신용 캡의 확대에 중요한 배경이 되고 있음을 시사한다.

앞에서는 가계 신용활동의 순환변동을 추정하고 가계소비 및 주택시장과

[그림 4-8] 가계신용 갭과 실질주택가격(전국, 서울) 갭의 상관관계



자료: 한국은행 경제통계시스템의 「자금순환」, 「국민계정」, 「물가」와 국민은행(KB)의 「주택매매가격지수」를 이용하여 저자 계산.

관련지어 그 특징을 살펴보았다. 가계신용 갭에 대한 앞의 분석 결과에 의하면, 금융-실물 간 불균형 확대에 따른 시스템위험 누적 현상을 이해하기 위해서는 민간신용 전체의 순환변동뿐 아니라 경제주체별로 세분화 한 분석이 필요함을 알 수 있다. 이와 같은 관점에서 볼 때 기업과 정부 등의 타 경제주체별 신용 사이클에 대해서도 분석이 필요할 것이다. 다음에서는 기업 및 정부의 신용활동이 갖는 변동성을 추정하고, 그 특징에 대해 간단히 살펴보고 있다.

[그림 4-9]에서는 기업신용/GDP 갭의 추정 결과를 보여주고 있다. 민간 신용 갭의 경우와 마찬가지로 아시아 외환위기, 2003년 카드사태, 글로벌

<표 4-2> 가계신용 갭과 실질주택가격 갭에 대한 그랜저 인과관계 검정

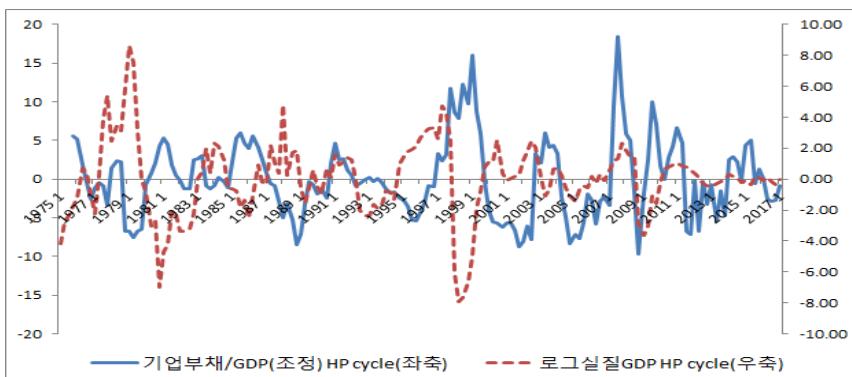
표본기간: 1986Q1~2017Q1		
귀무가설 (Null hypothesis)	가계신용 갭 does not Granger Cause 전국 실질주택가격 갭	전국 실질주택가격 갭 does not Granger Cause 가계신용 갭
$l = 2$ (2 lags) (Obs: 123)	0.433 (0.649)	4.445 (0.014)
$l = 4$ (4 lags) (Obs: 121)	0.239 (0.916)	2.114 (0.084)

주: 표의 숫자는 F-Statistic이며, () 안의 숫자는 p-value를 나타냄.

표본기간: 1986Q1~2017Q1		
귀무가설 (Null hypothesis)	가계신용 갭 does not Granger Cause 서울 실질주택가격 갭	서울 실질주택가격 갭 does not Granger Cause 가계신용 갭
$l = 4$ (4 lags) (Obs: 121)	0.578 (0.679)	2.681 (0.035)
$l = 8$ (8 lags) (Obs: 117)	0.576 (0.795)	2.107 (0.042)

주: 표의 숫자는 F-Statistic이며, () 안의 숫자는 p-value를 나타냄.

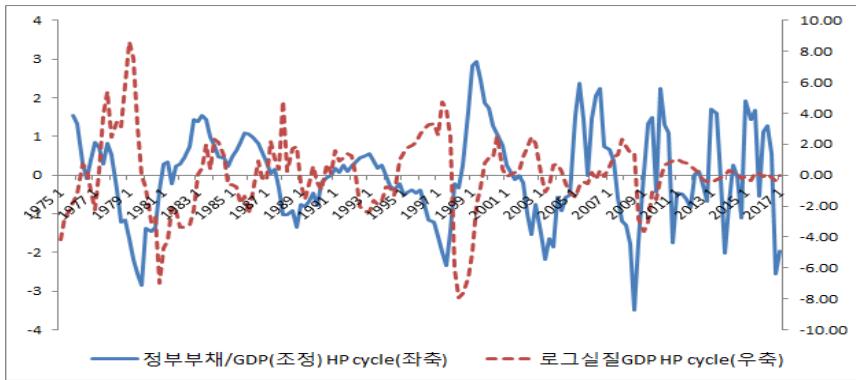
[그림 4-9] 기업신용과 실질GDP의 순환변동



자료: 한국은행 경제통계시스템의 「자금순환」, 「국민계정」 자료를 이용하여 저자 계산.

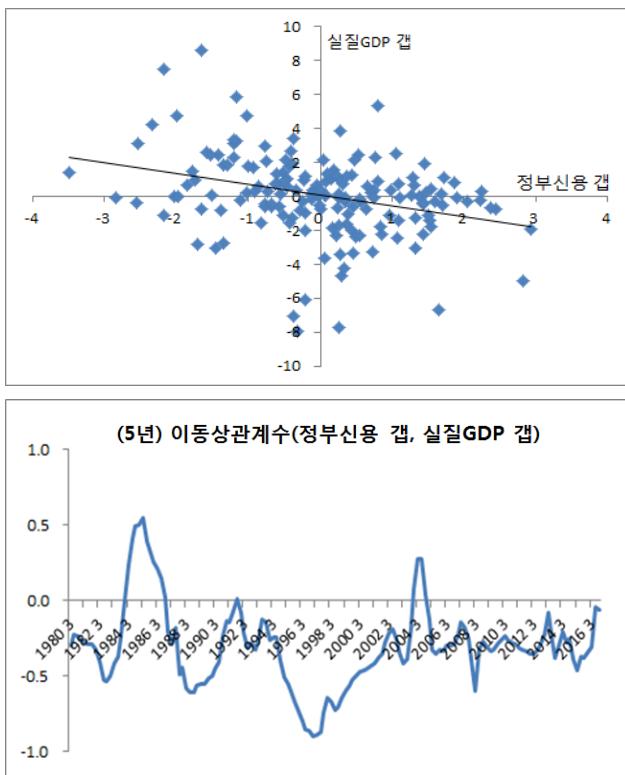
금융위기를 전후하여 비교적 큰 폭의 순환변동을 기록하였다. 다만, 그 확대 및 수축의 형태는 가계신용 순환변동의 경우와 차이가 있음을 알 수 있다. 예컨대, 2003년 카드사태 시 기업신용/GDP 갭은 가계신용/GDP

[그림 4-10] 정부신용과 실질GDP의 순환변동



자료: 한국은행 경제통계시스템의 「자금순환」, 「국민계정」 자료를 이용하여 저자 계산.

[그림 4-11] 정부신용과 실질GDP 갭의 상관관계



자료: 한국은행 경제통계시스템의 「자금순환」, 「국민계정」 자료를 이용하여 저자 계산.

캡과 비교할 때 그 확대 폭이 훨씬 작았음을 알 수 있다. 또한 최근에 있어서도 빠른 확장세를 보이고 있는 가계 신용활동과 대조적으로 GDP 대비 기업신용은 장기추세에 근접해 있는 것으로 보인다.

[그림 4-10]에서는 정부부채/GDP 캡의 추정 결과를 보여주고 있다. 정부 신용활동의 순환변동은 [그림 4-11]에서 보여주는 바와 같이 실질GDP 와 뚜렷한 음의 상관관계를 보이고 있다. 예컨대 위기 또는 경기침체 국면에서 강한 경기역행성을 보였다. 특히 아시아 외환위기와 같이 위기의 부정적 영향이 커던 시기에 정부부채/GDP 캡은 크게 확대되었다. 이와 대조적으로 호경기에서는 정부부채/GDP가 장기추세를 하회하는 경향을 보였다. 한편, 1990년대 말 이후 실물경기 변동성은 대체로 감소하는 경향을 보였으나, 정부부채/GDP 캡은 여전히 높은 변동성을 기록하였다.

3. 거시건전성 평가를 위한 보완지표 분석

앞에서는 바젤 신용 캡에 대한 분석을 통해 신용활동의 과도한 확대가 거시경제적 불안과 관련이 있음을 살펴보았다. 여기서 신용과잉을 판단하는 기준으로 사용한 ‘바젤 캡’은 GDP 대비 신용활동이 장기적인 추세에서 얼마나 많이 벗어나는지, 그 순환변동을 추정하였다. 물론 신용의 증가세가 GDP로 대변되는 실물경제의 증가세 및 장기추세에서 크게 벗어날 경우 금융-실물 간 불균형이 확대됨에 따라 거시경제적 하방 위험도 커지는 경향이 있다. 그러나 거시건전성에 대한 판단을 위해서는 이러한 신용활동의 순환변동 이외에도 그 절대적인 수준과 질적인 문제도 함께 평가할 필요가 있다. 여기서는 순환변동에 초점을 둔 금융 사이클 분석의 한계를 보완하기 위해 차입비율의 절대적 수준과 그 질적 측면의 취약성에 대해 살펴보고자 한다. 물론 전체 신용활동보다는 한국경제의 핵심 위험요인으로 지목되고 있는 가계 신용활동에 대한 분석에 초점을 두고자 한다.

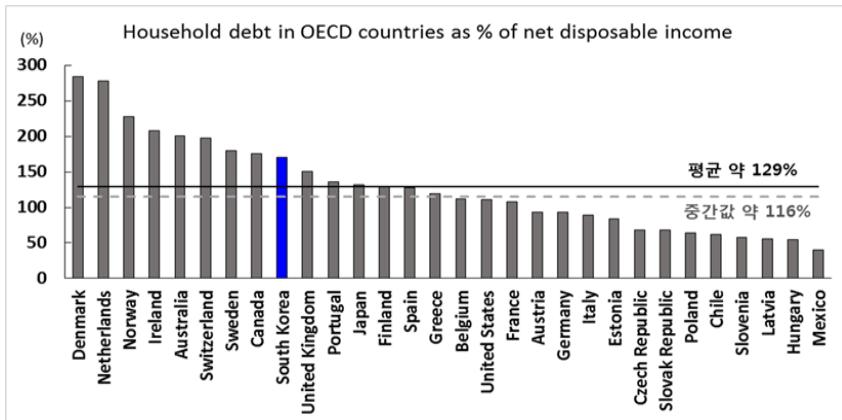
상기의 분석 및 논의에서는 신용의 급격한 팽창이 금융불안 요인으로 작용하였음을 살펴보았다. 예컨대 1998년 아시아 외환위기와 2003년 카드

사태 직전에 기업 및 가계의 신용활동이 빠르게 확대되었다. 금융-실물 간 불균형 심화에 따른 시스템적 위험의 누적은 위기 국면에서 기업투자 및 가계소비 위축을 심화시키는 등 거시경제 변동성을 확대하는 요인 이 되었다. 앞의 분석처럼 신용의 급격한 팽창에 따른 신용/GDP 캡의 확대 이외에도 신용/GDP 비율의 절대적 수준이 과도하게 높을 경우에는 성장을 제약할 수 있다는 주장도 제시되고 있다. 예컨대, Cecchetti and Kharroubi(2012), Cecchetti *et al.*(2011) 등에서는 가계부채/GDP 비율이 일정 수준을 상회할 경우 경제성장에 부정적인 영향이 예상된다는 우려를 제기하였다. OECD 국가 패널자료를 이용한 Cecchetti *et al.*(2011)에서는 가계부채/GDP 비율이 85%를 상회할 경우 경제성장에 부정적 영향이 있을 수 있음을 보고하였다. 자금순환표상 가계부채가 GDP 대비 95%를 상회하고, 금융기관 대출통계상 가계부채가 GDP 대비 85%에 근접해 있음을 고려할 때, 한국 가계의 차입비율 수준은 거시건전성 측면에서 큰 우려를 낳고 있다.

한국 가계부채/GDP 비율은 1980년대 초반 10%대 중반에서 시작해 지속적인 증가세를 유지하며 2000년대 초에는 50%대 중반을 기록하였으며, 이후 빠른 증가세를 유지하며 현재 90%대 중반에 도달하였다. 빠른 경제성장 과정에서 가계의 신용활동도 빠르게 확대되면서 GDP 대비 가계차입 비율은 1980년대 초반 이후 지금까지 대략 80%p만큼 크게 증가한 것이다.

한국의 가계부채 규모는 다른 OECD 국가들과 비교하더라도 높은 편에 속함을 알 수 있다. [그림 4-12]에서 보는 바와 같이 한국의 가계부채/처분가능소득 비율은 OECD 국가 평균보다 훨씬 높은 수준을 기록하고 있다. 물론 한국보다 가계차입비율이 높은 국가들이 있기는 하나, 이들 국가의 다수는 북부 유럽(덴마크, 네덜란드, 노르웨이, 스웨덴 등)과 같이 연금을 포함한 사회안전망이 비교적 잘 갖춰진 나라들이다. 대조적으로 한국은 연금 등의 노후소득과 사회안전망이 비교적 취약한 편임을 고려할 때, 가계부채의 부실이 현실화될 경우 가계 경제활동에 미치는 영향은 훨씬 클 것으로 예상된다.

[그림 4-12] 가계부채/순처분가능소득 비율의 OECD 국가 간 비교



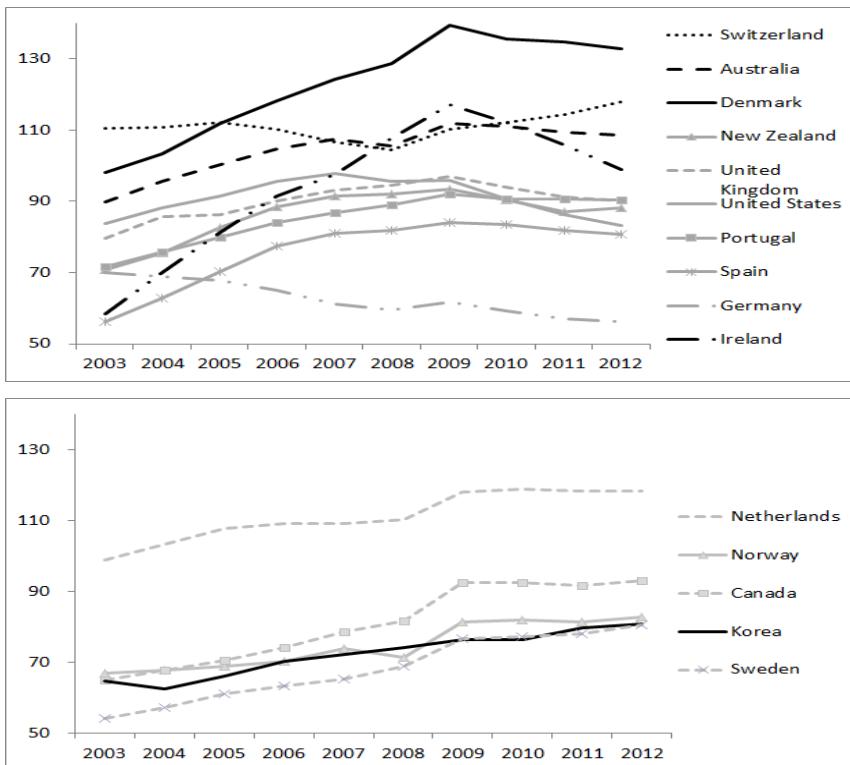
자료: OECD(2016; 2017); 2015년 또는 2015년까지의 활용 가능한 가장 최근 자료 이용.

2008년 글로벌 금융위기를 겪으면서 다수의 선진국에서는 가계부문 차입비율이 크게 감소하였다. 이러한 가계차입비율의 감소(디레버리징)는 가계소비를 포함하여 실물경제에 부정적인 영향을 미친 것으로 이해되고 있다. [그림 4-13]은 2008년 글로벌 금융위기를 전후한 시기에 가계부채/GDP 비율이 50%를 상회하였던 국가들에 대해서 위기 이후 가계차입비율이 어떻게 변했는지 보여주고 있다.¹² 가계차입비율이 감소했던 국가와 지속적으로 증가한 국가의 두 그룹으로 구분하였다. 가계차입비율이 50% 이상인 국가 중 다수가 글로벌 금융위기를 겪으면서 차입비율이 감소하는 디레버리징 현상을 경험하였다. 물론 한국은 글로벌 금융위기에도 불구하고 가계차입비율이 뚜렷한 감소 없이 지속적인 상승세를 유지하였다. 이와 같은 주요 국가들의 사례는 차입비율이 높은 국가일수록 위기에 취약한 경향이 있음을 시사하고 있다.

앞에서는 거시적인 차입비율과 같은 거시적인 총량지표를 살펴보았다. 거시적인 총량지표는 무차입가구와 차입비율이 낮은 가구도 포함하고 있어 거시적인 위험의 판단에 한계가 있을 수 있다. 이를 보완하기 위해 가구

¹² 분석에 포함된 국가는 BIS Statistics Explorer에서 해당 자료를 제공하는 나라들이 대상이다.

[그림 4-13] 글로벌 금융위기 전후 가계부채/GDP 비율 추이의 국가 간 비교



자료: BIS Statistics Explorer의 “Credit to the Non-financial Sector” 자료.

수준에서 차입비율의 분포에 대해서도 살펴볼 필요가 있다. 전체 차입가구 중 차입비율이 높은 가구의 비중이 크게 증가할 경우 거시건전성도 약화될 수 있기 때문이다. Corbae and Quintin(2015) 등에서는 미국 서브 프라임 사태 이전에 가계신용이 크게 팽창하는 기간 동안 차입비율이 높은 가구의 비중이 크게 증가하였음에 주목하였다. 이러한 高차입가구의 비중 증가는 금융위기 발생의 가능성을 높이는 한편, 위기 중 압류 (foreclosure)도 크게 늘어남에 따라 경기침체의 심화에 기여하였던 것으로 이해된다.

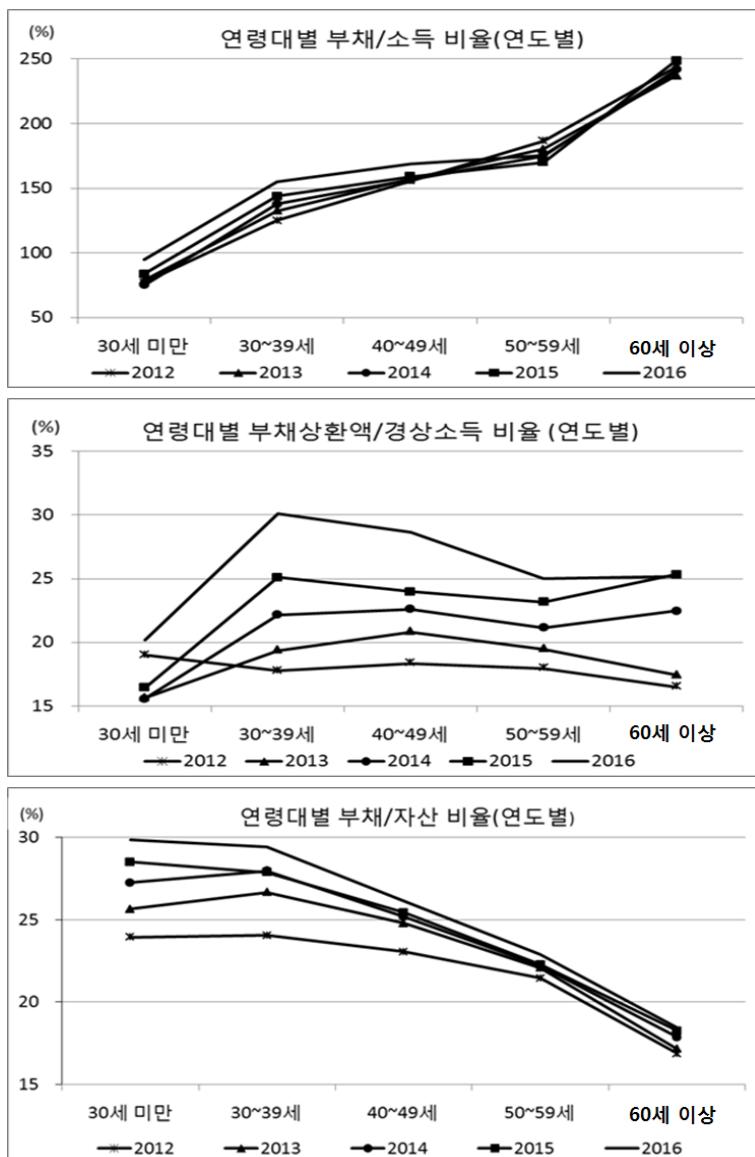
앞에서 신용 사이클을 분석할 때 최근 들어 가계신용/GDP 캡이 빠르게 확대되었음을 확인하였다. 여기서는 해당 시기 중 가계신용의 확대가

가구별 부채부담에 미친 영향을 파악하고자 한다. 이를 위해 가구 미시 자료인 통계청의 「가계금융·복지조사」를 이용하여 연령대별 부채부담의 분포가 어떻게 변하였는지 분석하고자 한다. [그림 4-14]에서 보듯이 최근(2012~16년) 가계부채부담은 대체로 전 연령대에서 증가하였다. 소득 및 자산 대비 부채 비율은 특히 30대 이하에서 크게 증가하였다. 부채비율의 증가와 함께 소득 대비 부채상환액의 비율(부채상환비율)도 크게 증가하였는데, 특히 30대 및 40대의 부채상환비율이 많이 증가하였다. 이러한 부채상환비율의 증가는 부채 증가에 따른 부채상환액의 증가가 소득 증가를 크게 상회하였음을 시사한다. 이러한 소득 대비 부채상환액의 증가는 소비의 제약 요인으로 작용할 수 있다.

[그림 4-15]에서 보듯이 2013년 이후 대체로 전 연령대에서 부동산 구입 및 전(월)세 자금 용도의 담보대출이 크게 증가하였다. 가계 금융부채의 대부분을 차지하는 담보대출의 증가는 거주주택 마련 또는 그 외의 부동산 마련 용도의 대출에 의해 주도되었음을 알 수 있다. 한편, 2014년 이후 생활비 용도의 담보대출 비중은 오히려 감소하였다. 요컨대 소비대출 목적의 차입비중은 오히려 감소한 반면, 부채상환액 부담은 크게 증가하였다. 이는 최근 가계부채의 확대에도 불구하고 소비부진이 지속되는 이유가 가계부채 상환부담의 증가와 관련이 있음을 시사한다.

2014년 8월에는 금융기관별·지역별로 차등 적용되던 주택담보대출에 대한 LTV·DTI 규제 비율이 은행권을 중심으로 완화되었다. <표 4-3>에서 보듯이 주택담보대출에 대한 LTV·DTI 규제는 각각 70%와 60%로 일원화되었다. 특히 은행·보험업권의 LTV·DTI 규제가 각각 70%와 60%로 완화되었다. 2014년 하반기 이후 가계대출은 은행권 주택담보대출을 중심으로 빠르게 증가하였다. 은행권 주택담보대출의 빠른 증가는 [그림 4-16]에서 보듯이 LTV 비율 60%를 상회하는 차입비율이 높은 가구를 중심으로 크게 늘었다. 요컨대, 2014년 하반기 이후 가계대출은 고 차입비율 가구를 중심으로 빠르게 증가하였는데, 이는 저금리 기조와 함께 은행권 LTV·DTI 규제 비율 완화가 주요하게 작용했던 것으로 보인다.

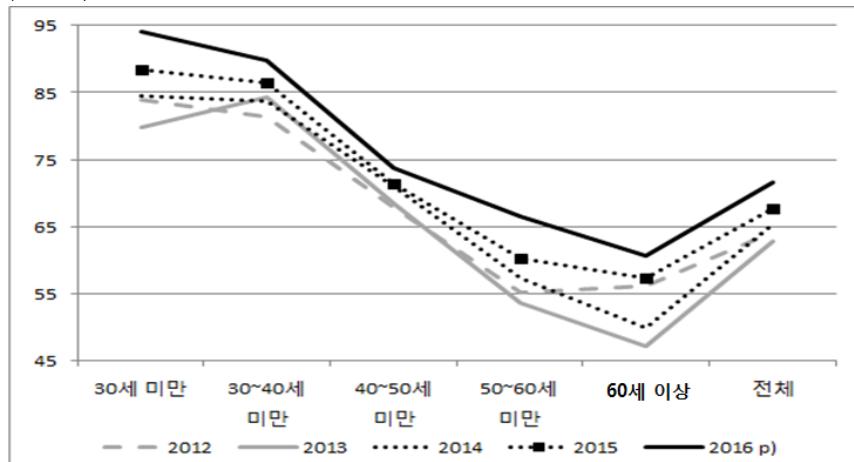
[그림 4-14] 연령대별 가계부채부담의 연도별 변화



자료: 통계청의 「가계금융·복지조사」(각년도)를 이용하여 저자 계산.

[그림 4-15] 담보대출 중 부동산 구입 및 전(월)세 보증금 용도 차입 비중
(연령대별, 연도별)

(단위: %)



주: 1) '부동산 구입 및 전(월)세 보증금'은 거주주택 마련, 거주주택 이외 부동산 마련, 전(월) 세 보증금 마련 목적의 담보대출을 포함함.

2) 2016년 수치는 잠정치임.

자료: 통계청, 「가계금융·복지조사」, 2012~16.

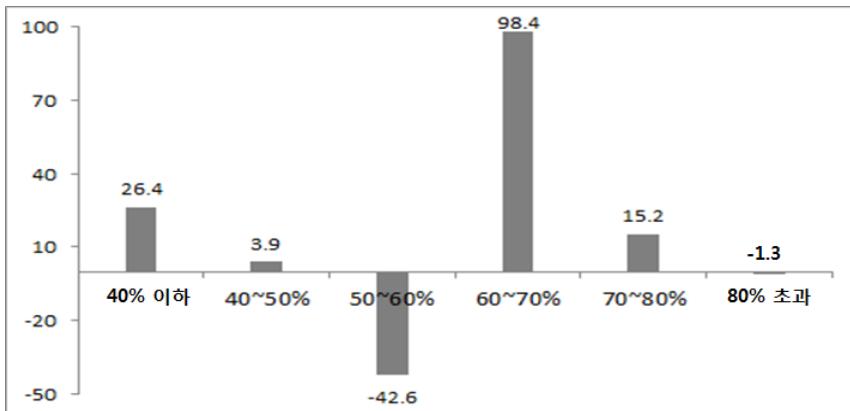
<표 4-3> 2014년 8월 LTV · DTI 규제 변화

LTV	은행 · 보험		기타 비은행권	⇒	전 금융권 70%	
	수도권	50~70%				
DTI	기타	60~70%	70~85%*			
	* 상호금융 자체 추가한도(15%p) 포함					
DTI	은행 · 보험		기타 비은행권	⇒	수도권 · 전 금융권 60%	
	서울	50%	50~55%**			
경기 · 인천		60%	60~65%**			
** 아파트가격 3억원 이하						

주: 2014년 8월에 시행된 LTV · DTI 규제일원화 내용임.

자료: 금융위원회, 「보도참고자료」(2014. 7. 27).

[그림 4-16] LTV 구간별 주택담보대출 증가에 대한 기여율



주: 각 LTV 구간별 막대그래프의 높이는 (LTV 규제 일원화 이후) 2014. 7.~2015. 3.까지 은행 주택담보대출 증가액 중 LTV 구간별 주택담보대출 증감액의 비율을 나타냄. 즉, LTV 구간별 증감액/전체 증감액(%).

자료: 한국은행, 『금융안정보고서』, 2015. 6.

4. 소 결

본 절에서는 금융 사이클을 중심으로 거시건전성 위험을 분석하였다. 신용활동의 과잉 정도를 측정하기 위한 지표인 신용/GDP 캡은 아시아 외환위기, 2003년 카드사태, 글로벌 금융위기 등 주요 위기 및 금융불안 국면을 비교적 잘 포착하고 있다. 선행연구에서 지적한 바와 같이 한국에서도 신용활동이 과도하게 확대된 경우에는 금융불안과 경기침체 심화 현상이 뒤따랐다. 금융-실물 간 불균형의 확대에 따른 시스템위험의 누적 현상을 제대로 이해하기 위해서는 민간부문 전체의 신용활동뿐 아니라 가계, 기업 등 경제주체별로도 신용활동의 과잉 정도를 평가할 필요가 있다. 아시아 외환위기 시에는 기업의 과잉 신용활동, 2003년 카드사태 시에는 가계의 과잉 신용활동이 큰 문제로 부각된 바 있다. 최근에는 가계신용 캡이 빠르게 확대됨에 따라 가계 신용활동의 과잉에 대한 우려가 커지고 있다.

거시적인 신용 사이클의 분석만으로는 거시건전성을 평가하는 데 한계가 있을 수 있다. 차입비율의 순환변동 외에 차입비율의 절대적인 수준

이 높을 경우에도 금융불안 위험 및 실물경기 하방 위험이 커지기 때문이다. 또한 비은행권 차입과 高차입가구 비중이 증가하는 등 가계신용의 구성상 변화도 거시건전성을 훼손하는 요인이 된다. 금융-실물 간 불균형 심화에 따른 시스템위험의 증가를 판단하기 위해서는 거시적인 신용 사이클 분석과 더불어 상기와 같은 보완적인 지표에 대한 분석이 병행되어야 할 것이다. 본 연구에서는 차입비율의 절대적 수준과 더불어 가구 미시정보를 이용하여 가계 신용활동의 위험성을 분석하였다. 최근 관찰되는 가계 신용활동의 급격한 확대는 그 절대적 수준뿐 아니라 차입가구의 부채부담이 크게 증가하는 등 질적인 측면에서도 시스템적 위험의 증가 요인이 되고 있다.

가계신용 캡은 대체로 민간소비와 강한 동행성을 보였다. 그러나 시기별로는 가계신용 캡과 민간소비 캡 사이의 상관관계가 증가하거나 약화되기도 하였다. 특히 최근에는 가계신용 캡과 민간소비 캡 간 상관관계가 거의 관찰되지 않고 있는데, 이는 가계 신용활동의 확대에도 불구하고 가계소비의 활성화로는 연결되지 못하고 있기 때문이다. 한편, 가계신용 캡은 주택가격의 순환변동과 높은 동행성을 보이고 있다. 특히 최근에는 가계신용 캡의 확대가 서울지역 주택가격 캡의 확대와 높은 상관관계를 보이고 있어, 가계 신용활동의 확대가 서울 아파트시장의 상승세와 관련이 있는 것으로 보인다.

제4절 거시건전성 관리체계의 취약성

기존 연구에서는 신용의 증가세와 규모가 근원적인 경제활동(fundamental)에 의해 설명 가능한 부분보다 클 경우 시스템적 위험이 증가할 수 있음을 보이고 있다. 본 연구에서도 민간신용/GDP, 가계신용/GDP, 기업신용/GDP 등의 순환변동과 그 수준이 금융 및 실물경제의 불안과 관련이 있음을 살펴보았다. 예컨대 아시아 외환위기를 전후하여 기업신용/GDP 캡의 증가·감소가 컸었고, 2003년 카드대란을 전후해서 가계신용/GDP 캡

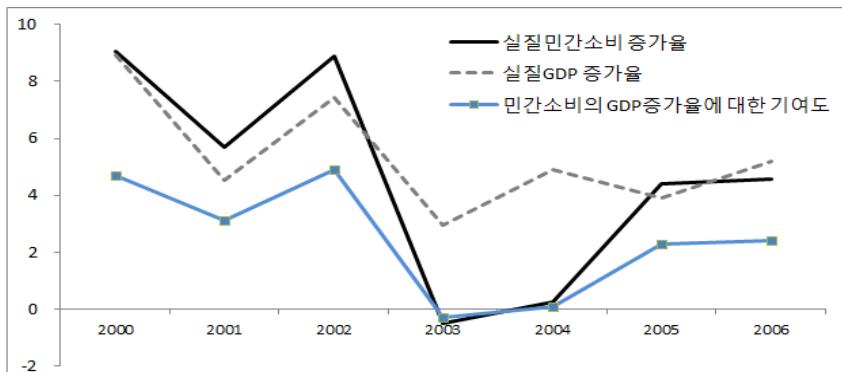
의 증가·감소가 컸었다.

97~98년 외환·금융위기의 원인 및 영향과 관련하여 다양한 논의가 있을 수 있는데, 다수의 연구에서 높은 차입비율에 의존한 기업, 특히 재벌기업의 과잉투자를 중요한 원인 중 하나로 지적하였다.¹³ 예컨대, 1990년대 들어 과도한 차입에 의존한 과잉투자로 인해 기업 수익성이 크게 하락한 가운데 큰 외부충격—교역조건(terms of trade)의 악화, 아시아 국가 간 위기 전염 등—이 발생하자 기업과 은행의 부실이 심화되었던 것으로 지적되고 있다. 다시 말해 성급한 외환시장 개방과 대외 경제여건 악화와 같은 환경적 요인 외에도 국내 경제의 구조적 취약성이 위기의 전개 과정에서 중요했다는 것이다. 그리고 한국경제의 구조적 취약성을 가져온 주요 요인으로 정부의 성장 중심 경제정책(산업정책 등), 느슨한 금융기관 건전성 규제·감독, 대마불사(Too Big To Fail) 재벌기업에 대한 과잉 신용공급 등이 자리 잡고 있었던 것으로 이해된다. 여기서 재벌기업에 대한 대출 증가는 기업의 생산성 향상에 기여하지 못했던 것으로 평가되고 있어 담보대출에 의존한 은행의 신용자원 배분 기능에도 문제가 있었던 것으로 지적되고 있다(Borensztein and Lee, 1999). 해당 기간 중 기업 신용활동의 과도한 팽창은 시스템위험을 증가시켰으며, 대외 경제여건이 급격히 악화되자 기업과 은행의 부실도 심화되었다. 만약 대내 경제의 구조적 취약성 개선 작업과 병행하여 금융시장의 자유화와 개방을 추진하였다면 아시아 외환위기 발발에 따른 사회·경제적 비용은 훨씬 작았을 것으로 기대된다.

2003년에는 소위 ‘카드대란 사태’가 발생하였다. 2000년대 초반 가계대출은 예금은행과 신용카드사를 중심으로 빠르게 증가하였다. 2002년 중반 이후 연체율 및 신용불량자 증가, 신용카드사 건전성 악화 등의 문제가 표면화되었다. 2003년 3월 SK글로벌 분식회계 사건이 터지자 금융불안 우려가 심화되는 가운데 특히 건전성이 취약한 신용카드사의 자금조달에 문제가 생겼다. 신용카드사의 유동성 경색이 시스템위험으로 전이될

13 관련하여 Borensztein and Lee(1999), Kim and Lee(2002), Choi et al.(2000), Ryou and Kim(2003) 등을 참고할 수 있다.

[그림 4-17] 민간소비, GDP, 민간소비의 GDP 증가율을 기여도(카드사태 전후)



자료: 한국은행 경제통계시스템, 「국민계정」.

가능성을 우려한 정부가 시장에 적극 개입하면서 금융불안은 잠잠해졌다. 그러나 시장의 안정화에도 불구하고 일부 신용카드사의 건전성은 개선되지 않았는데, 2003년 11월 대형 카드사인 LG카드가 부도위기에 직면하였다. 국책은행인 산업은행을 통해 정부가 적극 개입하면서 LG카드 사태는 수습 국면에 들어서게 된다. 신용카드사태는 금융불안을 야기하였을 뿐만 아니라 실물경제 침체를 동반하였다. [그림 4-17]에서 보듯이 카드사태 이후 민간소비는 비교적 오랜 기간 부진을 지속하였고, GDP 증가율에 대한 기여도 이례적으로 0% 내외를 기록하였다. 또한 많은 수의 신용불량자 양산과 가계 부실화로 인해 사회적 불안도 커던 것으로 기억되고 있다.

신용카드사태에 이르는 2000년대 초반의 가계대출 폭증 현상은 어떻게 설명할 수 있을까?¹⁴ 아시아 외환위기 이후 저금리 및 금융규제 완화 기조하에서 신용카드 활성화 정책이 시행되었다. 예컨대, 1999년에 신용카드 현금서비스 이용한도가 폐지되었으며, 소득공제 등의 세제혜택을 통해 신용카드 이용을 장려하였다. 또한 규모의 경제(economy of scale)를

¹⁴ 관련하여 박창균(2010), Kang and Ma(2009), Park(2009), 김홍범(2004), 윤석현 외(2005), 백원선(2008), 김진국·김태윤(2011), 금융감독위원회·금융감독원(2001), 감사원(2004) 등을 참고할 수 있다.

특징으로 하는 신용카드산업의 비용구조는 금융자유화 기조하에서 카드사 간 시장점유율 경쟁을 심화시켰다. 특히 개인 신용정보의 생산·공유 체계와 신용카드업이 아직 미성숙한 단계에서 시장점유율을 높이기 위한 신용카드사의 과당경쟁은 부실대출 증가와 같이 비효율적인 신용자원 배분을 초래하였다. 이처럼 개인 신용위험 평가능력이 부족한 가운데 신용 카드 대출이 급격히 팽창하자, 이는 차입기구의 부실과 신용카드사의 부실을 초래하는 원인으로 작용하였다. 한편, 2003년 카드채 사태가 본격화되기 전에도 부실위험을 알리는 경고음은 있었던 것으로 지적되고 있다. 예컨대 은행과 카드사의 가계대출이 빠르게 증가하는 가운데, 신용카드사의 자산 대비 현금서비스 비중이 크게 늘었다. 또한 금융당국, 한국은행 등의 관계 기관에서도 가계대출 증가세에 대한 우려를 간헐적으로 나타내기도 하였다. 그러나 2003년 카드채 위기가 표면화되기 전까지 정책·감독당국의 근본적인 정책처방은 없었던 것으로 지적되고 있다. 이에 대해 2000년대 초반 경기부진 극복을 위한 정부의 내수부양 정책기조가 건전성 규제·감독을 압도하였기 때문이라는 지적이 나온다.¹⁵ 그 결과, [그림 4-17]에서 보듯이 2000~02년까지 민간소비 증가율은 GDP 증가율을 크게 상회하였으며, GDP 증가율에 대한 기여도 이례적으로 높았다. 그러나 2003년 카드사태가 터지면서 가계신용 팽창이 더 이상 지속되지 못하자 민간소비는 침체 국면을 맞게 되었다. 만약 신용과잉을 제대로 제어하기 위한 거시건전성정책이 있었다면, 급격한 신용 팽창·축소의 부작용은 크지 않았을 것이라는 비판이 제기되기도 한다.

앞에서 과거의 위기 사례에 대한 조명을 통해 신용활동이 급격히 팽창했던 시기에 거시건전성정책이 제 기능을 다하지 못했음을 살펴보았다. 2007~08년 글로벌 금융위기 이후 한국 가계부채는 크게 증가하였으며, 그 규모, 증가속도, 질적 측면 모두에서 우려가 제기되고 있다. <표 4-4>에서는 주요 금융시장 참여자를 대상으로 한국 금융시스템의 주요 위험

15 관련하여 김홍범(2004), 박창균(2010) 등을 참고할 수 있다. 김홍범(2004)에서는 내수활성화를 위해 완화적인 금융기조 외에도 부동산 관련 제 규제를 완화하는 등 제반 경제정책의 초점이 경기부양에 있었음을 지적하고 있다.

에 대해 설문조사한 결과를 보여주고 있다. 조사 시작연도인 2012년부터 가장 최근의 2016년까지 가계부채문제는 단 한 차례도 빠지지 않고 한국 금융시스템의 주요 리스크 요인으로 지목되었다. 가계부채문제에 대한 대응으로 글로벌 금융위기 이후 거의 매년 가계부채대책이 발표되었으나, 가계부채문제에 대한 우려는 해소되지 않고 오히려 확대된 것으로 보인다.¹⁶ 특히 2014년 하반기 이후 가계 신용활동은 급격히 확대되는 모습을 보이고 있어, 기존 대책의 실효성에 대해 의문을 갖게 되는 배경이 되고 있다. 앞에서 살펴본 바와 같이 가계신용은 그 증가세뿐 아니라 절대적인 차입비율과 부채의 질 모두에서 그 위험이 증대된 것으로 보인다. 과거 국내외에서 발생한 신용과잉을 동반한 경제위기 사례를 참고할 때, 최근 가계부채문제는 유사한 점이 많아 보인다.

가계부채문제는 글로벌 금융위기 이후 지금까지 한국 금융시스템의 가장 큰 위협요인으로 지목되고 있다. 거의 매년 발표된 정부대책에도 불구하고, 가계부채는 그 증가세의 확대, 높은 차입비율, 질적 악화까지 지적되고 있다. 그럼에도 가계부채 연착륙을 위한 근본적인 대응방안이 도입·실행되지 못했던 이유는 무엇일까? 그 배경에는 과거 ‘신용카드사태’의 경우와 마찬가지로 경제성장을 둔화에 대한 우려가 가계부채문제에 대한 우려를 압도했기 때문으로 보인다. 이는 2014년 7월에 발표된 「새 경제팀의 경제정책방향」에도 잘 드러나 있다(기획재정부, 2014. 7. 24). 당시 “새 경제팀의 경제상황 인식”에 따르면 경기회복세를 자신할 수 없고, 일본의 잊어버린 20년을 답습할 우려가 있음을 적시하였다. 이러한 상황 인식하에서 “정책기조의 대전환”이 필요함을 명시하였다. 주요 “정책방향”으로 “내수활성화(41조원 + α정책패키지)”를 전면에 내세웠다. 이는 글로벌 금융위기 이후 성장을 하락을 잠재성장을 하락이 아닌 총수요 부진에 따른 경기부진으로 인식했던 것으로 보인다. “내수활성화” 방안

16) 가계부채 관련 대책으로는 가계부채 연착륙 종합대책(2011. 6), 제2금융권 가계부채 보완대책(2012. 2), 하우스푸어·취약계층 지원(2013), 가계부채 구조개선 촉진방안(2014. 2), 새 경제팀 경제정책 방향(2014. 7), 가계부채 구조개선 프로그램(2015. 2), 가계부채 관리방향 및 여신심사 선진화 가이드라인(2015. 12), 가계부채 관리방안(2016. 8. 25), 제2금융권 전전성 관리 강화방안(2017. 3) 등이 발표되었다.

<표 4-4> 한국 금융시스템의 주요 리스크에 대한 서베이 결과

시스템리스크 서베이 실시기간	한국 금융시스템의 주요 리스크
2012년 7월	유럽 국가채무위기 심화(91.9%) 가계부채문제(89.2%) 부동산시장 침체(73.0%) 중국경제 경착륙(64.9%)
2013년 1월	가계부채문제(82.2%) 환율갈등(57.8%) 주택가격 하락(56.7%) 기업 신용위험 증가(53.3%) 유로지역 위기(52.2%)
2013년 7월	중국 등 신흥국 성장 둔화(78%) 미국 양적완화 축소(77%) 가계부채문제(71%)
2014년 2월	미국 양적완화 축소(77%) 중국 경기 둔화(72%) 가계부채문제(70%) 신흥국 금융불안(57%)
2014년 8~9월	미국 양적완화 종료(70%) 가계부채문제(67%) 중국 경기 둔화(64%)
2015년 4~5월	가계부채문제(66%) 저성장·저물가 기조 고착화(64%) 중국 경기 둔화(60%) 미국 금리 정상화(60%)
2015년 9~10월	중국 경기 둔화(90%) 미국 금리 정상화(72%) 가계부채문제(62%)
2016년 4월	중국 경기 둔화(73%) 기업 부실위험 증가(59%) 가계부채문제(54%) 저성장·저물가 기조 고착화(51%)

주: 1) 국내 금융기관 경영전략·리스크 담당 부서장 및 금융시장 참가자, 해외 금융기관 한국 투자 담당자 등을 대상으로 한 서베이. 상기 '주요 리스크'는 응답 비중 50% 이상(응답자의 50% 이상이 리스크로 인식)인 리스크.

2) () 안의 숫자는 응답 비중임.

자료: 한국은행, 'Systemic risk 서베이 결과' 보도자료(2012. 8; 2013. 2; 2013. 9; 2014. 3; 2014. 9; 2015. 6; 2015. 11; 2016. 5).

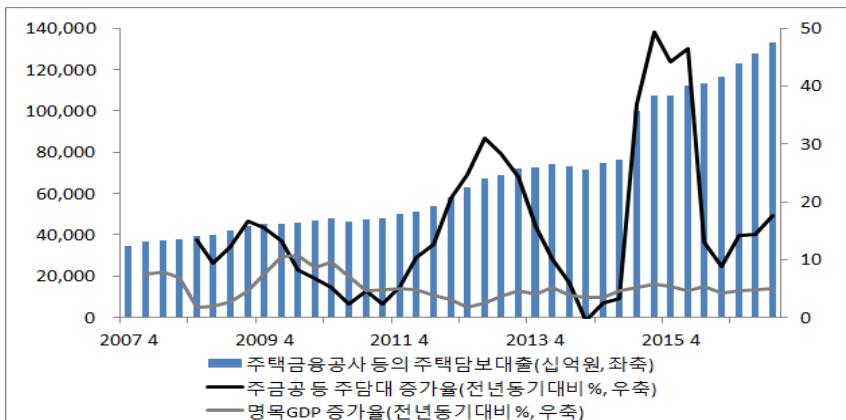
에는 “확장적 거시정책”과 더불어 “주택시장 정상화”, “리스크관리 강화” 등이 포함되었다.

“주택시장 정상화”로 표현하기는 하였으나 세부 정책방안을 보면 주택 규제 완화, 주택수요 확대, 재건축·재개발 규제 완화 등 주택시장 부양에 초점이 맞춰져 있었다. 또한 “리스크관리 강화”도 가계부채 연착륙을 유도한다고 언급하였으나, 세부 방안을 보면 은행·보험업권의 LTV·DTI 규제 완화가 주요 내용으로 포함되었다. 결국 ‘초이노믹스(Choinomics)’로 불렸던¹⁷ 당시 경제정책방향은 “내수활성화”를 위해 확장적 거시정책뿐 아니라 주택시장 활성화와 금융완화에 이르기까지 포괄적인 정책방안을 제시하였다. 이는 가계부채 관련 시스템적 위험을 제어하기 위한 거시건 전성정책이 시행되기 어려웠던 여건이었음을 시사한다.

물론 당시에는 소비자물가 상승률이 한국은행 목표치를 밟돌면서 경기 부진에 대한 우려가 커졌다. 한국은행은 2014년 7월 당시 2.5%였던 기준금리를 이후 2016년 6월 1.25%에 이르기까지 5차례 인하하면서 경기부양에 힘썼다. 이처럼 가파른 금리인하는 차입비용을 크게 낮춤으로써 가계신용의 확대 유인으로 작용하였다. 전통적인 거시경제정책인 재정·통화정책이 확장적 기조를 유지하는 가운데, 주택시장 및 대출 규제가 크게 완화됨에 따라 가계 신용활동은 빠르게 확대되었다. 여기서 주목할 점은 실물경기 부진에 대한 우려가 지속되는 가운데, 가계신용 과잉에 대한 우려도 커졌다는 것이다. 다시 말해 실물 사이클과 금융 사이클이 상반된 국면에 위치했던 것으로, 적어도 그렇게 인식되었다. 이처럼 실물 경기 하방 위험에 대한 우려가 큰 상황에서 신용과잉이 우려될 경우에 거시경제정책과 거시건전성정책의 조합을 어떻게 결정해야 하는가의 문제가 등장한다. 이 경우 단기적인 총수요 관리에 초점을 둔 전통적 거시경제정책은 확장 기조를 유지하더라도, 금융 사이클 관리에 초점을 둔 거시건전성정책은 적어도 방향은 강화하는 것이 거시건전성정책의 취지에

17 「매일경제 경제용어사전」(<http://dic.mk.co.kr/>)에서는 ‘초이노믹스’를 다음과 같이 설명하고 있다. “최경환 경제부총리 겸 기획재정부 장관의 경제정책을 의미한다. 최경환의 성인 ‘Choi’와 경제를 뜻하는 Economics의 ‘nomics’가 결합된 합성어로, 박근혜정부 2기 경제팀이 최경환을 중심으로 꾸려지면서 등장한 단어이다. 초이노믹스는 내수활성화, 민생안정, 경제혁신을 경제정책방향으로 정하고 기업소득 환류세제와 LTV·DTI 완화 등을 구체적인 정책으로 제시하며 2014년 7월 17일에 공식 출범하였다.”

[그림 4-18] 공적 금융기관 취급 주택담보대출 추이



주: '주택금융공사 등의 주택담보대출'은 금융기관 취급 주택금융공사 모기지론의 주택금융공사 앞 양도분(유동화분 포함)과 주택도시기금 취급분으로 공적금융기관 및 기타 금융중개회사의 가계대출 잔액에 포함됨(예금취급기관 가계대출 잔액에는 미포함).

자료: 한국은행 경제통계시스템, 「가계신용」.

부합할 것이다. 물론 양 정책 간 정책공조의 정도에 따라 각 정책의 강약은 달라질 수 있을 것이다(김용민 · 이정연, 2014).

그 밖에도 정부 금융정책을 지원하기 위한 공적금융기관 취급 주택담보대출도 글로벌 금융위기 이후 크게 증가하였다. [그림 4-18]에서 보듯이 해당 공적금융기관에서는 GDP 증가율을 매우 크게 상회하여 주택담보대출을 공급하였는데, 이는 글로벌 금융위기 이후 가계신용 확대에 주요한 요인으로 되었다.

과거 경제위기 사례에서 기업 및 가계의 신용과잉 현상을 관찰할 수 있었다. 신용과잉의 배경으로는 경기부양을 위한 정부정책과 신용과잉을 제어하기 위한 거시건전성정책의 부채를 들 수 있다. 내수부양이 금융 규제 · 감독을 압도함으로써 시의성 있는 거시건전성정책 수행이 어려웠던 것으로 보인다. 최근 우려를 더하고 있는 가계부채문제에서도 신용과잉 현상이 나타났다. 갑자기 불거진 문제가 아니라 비교적 오랫동안 문제시되었던 사안임에도 불구하고, 부채 연착륙은커녕 규모, 증가속도, 절모두에서 우려만 가중되었다. 실질적인 거시건전성정책이 실행되기 어려

웠던 이유는 앞의 위기 사례에서와 마찬가지로 내수활성화를 전면에 내세운 경제정책이 금융 규제·감독을 압도했기 때문으로 보인다. 요컨대 경기부진에 직면할 때마다 정부정책이 내수활성화에 총력을 기울이는 상황에서 전통적인 재정·통화정책뿐 아니라 부동산과 금융부문 정책 또한 실물경기 부양 수단으로 종속되는 현상이 나타났다. 이처럼 금융완화 기조가 지속됨에 따라 금융-실물 간 불균형이 쌓이면서 시스템적 위험도 커지게 되었다.

내수활성화와 같은 경기부양 정책이 금융안정 정책을 압도하는 이유는 무엇일까? 여기에는 정치경제학적 설명이 설득력 있어 보인다. 일자리와 경제성장은 선거와 정권재창출을 우선시하는 정치권에게는 포기할 수 없는 최우선의 정책임에 틀림없다. 통화정책에 대해 중앙은행의 독립성을 보장하고 물가안정목표제를 도입했던 이유도 정치권 또는 집권세력의 영향력으로부터 물가안정을 지키기 위한 조치였던 것이다.¹⁸ 정치적 집권세력이 고용 및 경제성장을 최우선적으로 고려함에 따라 인플레이션을 일으킬 유인이 컸고, 그 결과 물가안정만 훼손되는 부작용이 나타났기 때문이다. 금융안정을 달성하기 위한 건전성 규제·감독, 특히 거시건전성 정책은 중장기적으로 안정적인 경제성장을 달성하기 위해 필요한 정책이다. 그럼에도 불구하고 본래 기능에 충실했던 거시건전성정책은 정치적 집권세력의 단기적인 이해관계—예컨대, 단기적인 경기부양과 일시적인 일자리 증대 등—에 심지어는 역행하는 경향을 보임에 따라 경제위기 징兆가 표면화되지 않는 이상 외면받기 십상이다. 바로 이 지점에서 중·장기적인 국민일반의 이익과 정치권의 단기적인 성과주의가 이해상충(conflict of interest)을 일으키는 것이다. 이처럼 정치경제학적 관점에서 볼 때 과거에 경험한 신용파킹 현상은 경기부양을 우선시하는 정치권력의 단기성과주의가 중·장기적인 금융안정을 제약했던 경우로 설명할 수 있다. 요컨대, 선거와 같이 단기적인 정치 사이클에 의해 제약을 받는 정

¹⁸ 중앙은행의 독립성과 물가안정목표제와 관련한 주요 논의로는 Kydland and Prescott (1977), Barro and Gordon(1983), Rogoff(1985), Walsh(1995), Bernanke *et al.*(2001) 등을 참고할 수 있다.

치세력의 영향력은 금융 규제·감독의 중립성을 약화시키는 가운데 금융 안정의 교란 요인으로 작용할 수 있다.

앞에서 살펴보았듯이 실물경기 사이클과 금융 사이클 간에는 대체로 높은 동행성이 관찰되지만 주어진 경제상황에 따라 상반된 움직임을 보이기도 한다. 유럽 등 주요 선진국의 경우에는 실물경기 사이클에 비해 금융 사이클이 훨씬 긴 순환주기를 갖는 경향이 있다(Giese *et al.*, 2014; Detken *et al.*, 2014). 그러나 한국의 과거 금융 사이클에서는 실물경기 사이클보다 조금 길거나 유사한 정도의 순환주기가 관찰되었다(이정연·박양수, 2015). 한편, 실물경기와 시스템적 금융위험은 서로 상반된 움직임을 보이기도 한다. 글로벌 금융위기 이후 전 세계적으로 실물경기 회복 부진에 대응해 확장적인 기조의 재정·통화정책이 오랫동안 지속되면서 신용 및 자산시장 팽창에 따른 시스템적 위험에 대한 우려가 커지고 있다. 한국에서도 글로벌 금융위기 이후 낮은 성장률이 지속되면서 재정·통화정책이 확장적인 기조를 유지함에 따라 금융-실물 간 불균형 확대에 대한 우려가 커지고 있다. 특히 최근에는 금리인하 및 저금리 기조가 지속되면서 가계부채 위험에 대한 우려가 커지고 있다. 그럼에도 불구하고 신용팽창을 제때 제어하기보다는 오히려 증폭시킬 수 있는 주택시장 및 대출규제 완화 정책이 시행되었다(기획재정부, 2014. 7. 24). 이는 당시 완화적 통화정책 기조가 초래할 수 있는 거시적 불균형과 같은 부작용을 효과적으로 제어하기 위한 거시건전성정책이 없었음을 시사한다. 다시 말해 실물경기 사이클에 초점을 둔 전통적 통화정책과 금융 사이클을 포함한 금융위험 관리에 초점을 둔 거시건전성정책 간 상호 협력체계가 취약했음을 시사한다. 특히 최근처럼 실물경기 증가세가 미진함에도 불구하고 신용/GDP 캡의 확대 및 신용위험에 대한 우려가 클 경우에는 통화정책과 거시건전성정책 간 상호 협력이 더욱 중요성을 갖는다.

제5절 거시건전성 관리체계의 개선방향 논의

1. 이론적 논의

과거의 금융과잉 사례에서는 단기적인 경기부양을 우선하는 집권세력의 정치적 영향력이 중·장기적인 금융안정의 제약요인이 되었음을 살펴보았다. 선거(election)에 민감할 수밖에 없는 정치권에서는 중·장기적인 국민경제적 이익보다는 단기적인 경제적 성과에 집착할 유인이 충분했던 것이다. 이러한 정치권의 단기성과주의는 비단 금융·경제 분야뿐 아니라 연금개혁, 기후변화 등의 국가적 중대사에서도 극복해야 할 문제로 부각되었다. <표 4-5>에서는 대통령선거, 국회의원선거, 지방선거 일정을 보여주고 있다. 거의 1~2년이 멀다 하고 정치적 기반에 큰 영향을 미치는 선거가 실시되고 있다. 이는 집권한 정치세력의 시계(time horizon)가 단기화될 수밖에 없음을 시사한다. 먼 미래의 거시금융 위험보다는 당장의 선거 확률에 중요한 경제적 성과에 집착하게 되는 것이다. <표 4-6>에서는 과거 정권별로 제시했던 경제성장 목표치를 보여주고 있다. 모두 예외 없이 사후적으로 실현된 수치보다 매우 높은 경제적 목표치를 제시하였다. 성장률과 일자리에 대한 목표가 현실적으로 큰 무리 없이 달성할 수 있는 수준보다 과도했던 것으로 해석할 수 있다.

특히 신용과잉과 같은 부작용을 낳을 수 있는 금융완화 정책은 재정투입 없이 실물경기에 영향을 미칠 수 있으므로 고용 및 성장률에 민감한

<표 4-5> 주요 선거 일정

연도	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18
대통령선거			O					O					O						O
국회의원선거	O				O				O				O				O		
전국동시 지방선거			O				O			O			O			O			O

자료: 중앙선거관리위원회 선거통계시스템, 기본현황 역대 선거 실시 상황.

<표 4-6> 과거 정권별 경제성장 목표

과거 정권	2003~07	2008~12	2013~17
경제성장 목표 제시 시점	2002년 대통령선거	2007년 대통령선거	2012년 대통령선거
주요 성장 목표	- GDP 증가율 7% - 신규일자리 50만개 /년	- GDP 증가율 7% - 세계 7대 강국 - 1인당 소득 10년 내 4만달러	- 잠재GDP 성장을 4% - 1인당 소득 4만달러 - 고용률 70%

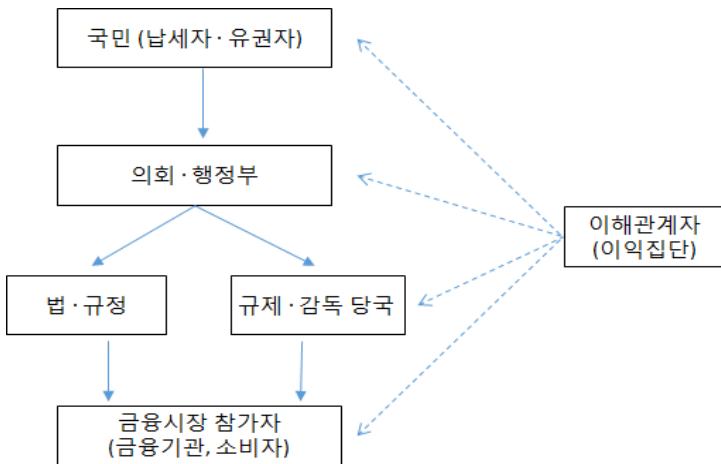
자료: 행정안전부 국가기록원 대통령기록관, 역대 대통령 웹기록 공약자료실 16대 대선공약 (http://knowhow.pa.go.kr/roh/vision_1/policy/view.asp?bid=3&pid=167&cp=2&nnum=1); 행정 안전부 국가기록원 대통령기록관, 이명박 정부 국정백서 제3편 제1장 제1절 1. 대선공약과 국정과제 수립(<http://president.leemyungbak.pa.go.kr/paperView.do?sectCode=G&bookId=03ATzSFUBfDGJMPSV000&volId=03ATzSFrGfDGJMPSV000&pageIndex=1&srchKeyword=#03ATzW7xABDGJMPSV000>); 행정안전부 국가기록원 대통령기록관, 제18대 대통령 당선인 박근혜 대선공약집 중 중앙공약(http://18park2013.pa.go.kr/policy/eyepledge_1.html); 박근혜 대통령 2014 신년구상 기자회견 전문(http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2014/01/06/2014010601001.html).

정책당국으로서는 경기부양 수단으로 선호되는 경향이 있다. 그러나 신용과잉을 동반한 단기적인 경기부양은 중·장기적 시계의 금융안정과 상충될 가능성이 크다. 단기적인 성과(short-term benefit)에 치중한 나머지 시스템적 위험이 누적됨에 따라 중장기적인 이익(long-term benefit)이 희생될 수 있기 때문이다.

다음에서는 정치권의 단기성과에 대한 선호가 정책 선택과 사회후생에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 다시 말해 정책수행 시계의 단기화가 중·장기적인 금융안정에 미칠 영향을 분석하고자 한다. 먼저 금융 규제·감독 정책의 생성·집행체계를 정치경제학적 관점에서 살펴보면 [그림 4-19]와 같이 표현할 수 있다. 국민(납세자·유권자)은 선거를 통해 자신을 대리할 정치인을 선택하여 의회·행정부를 맡긴다. 의회·행정부는 법·규정의 제정과 규제·감독 업무를 수행할 대리인을 선정하여 금융시장의 효율성과 금융안정 업무를 맡기게 된다. 이러한 구조하에서 국민과 집권 정치인 사이에는 본인(principal)-대리인(agent) 관계가 성립한다.¹⁹

19 물론 집권 정치세력과 규제·감독권자 사이에도 본인(principal)-대리인(agent) 관계가 성립한다. 이처럼 본인-대리인 모형을 이용하여 금융 규제·감독의 실패요인을 분석한 연구로 Kane(1990), Schüler(2003), Caprio, Demirguc-Kunt, and Kane(2008), Dijkstra(2010) 등

[그림 4-19] 규제 · 감독 정책의 생성 · 집행 체계: 정치경제학적 관점



정치경제학적 관점에서 볼 때 대리인은 사익(self interest)을 추구하므로 반드시 공익(public interest)에 부합하는 의사결정을 내리지는 않는다. 설령 사익추구 행위를 하더라도 중·장기적인 국민의 이익과 같은 다소 추상적인 개념의 ‘공익’에 배치되는지를 단기간에 식별(identification)하기란 어려운 일이다.²⁰ 국민의 대리인으로서 의회·행정부에 대한 관할 책임을 부여받은 집권세력이 중·장기적인 국익이 아닌 선거에서의 재당선을 위해 단기적인 성과에 집착할 경우 정책시계도 단기화될 수밖에 없다. 이 같은 정책시계의 단기화는 국가의 중·장기적인 이익과 상충되는 정책 선택을 초래할 수 있다. 다음에서는 간단한 이론모형을 통해 이를 살펴보자 한다.

여기서는 간단한 2-기간 경제모형을 세워 정부의 단기성과주의가 거시

을 참고할 수 있다.

²⁰ 예컨대 개인 입장에서는 많은 양의 정보수집과 전문가적 분석을 요하는 정책평가를 제대로 수행하기 어렵다. 더욱이 전체 경제시스템의 성과는 개별적으로 경험하는 부분적인 경제성과의 단순 합계가 아니므로 부분적인 경제현상에 대한 관찰만으로 시스템적 성과를 판단하는 것이 어렵다. 또한 거시건전성정책과 같이 중·장기적 금융안정을 위해 현재의 과도한 신용공급을 줄이고자 할 경우 유권자의 다수를 차지하는 신용 수요자의 저항을 불러올 수도 있다(Baker, 2017).

전전성정책에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 해당 경제는 0기와 1기의 2기간에 걸쳐 소비활동이 일어난다. 0기 소비는 C_0 이고, 1기 소비는 C_1 이다. 이 경제에서는 과도한 신용팽창에 따른 금융과열과 그로 인한 금융불안이 발생할 수 있다. 0기에 금융과열이 발생하면 1기에는 금융불안이 p 의 확률로 발생할 수 있다. 0기 소비(C_0)는 금융과열 시 \bar{C} 보다 $(100 \times b)\%$ 만큼 소비가 증가하여 $(1+b)\bar{C}$ 가 된다. 금융과열이 없다면 ($b=0$) 0기 소비(C_0)는 \bar{C} 가 된다. 만약 1기에 금융불안이 발생한다면 1기 소비(C_1)는 p 의 확률로 $(100 \times d)\%$ 만큼 감소하여 $(1-d)\bar{C}$ 가 된다. 만약 1기에 금융불안이 없다면 ($d=0$) 1기 소비(C_1)는 \bar{C} 가 된다. 이를 간단히 정리하면 다음과 같다.

금융과열 여부	C_0 (0기 소비)	C_1 (1기 소비)
금융과열 시	$(1+b)\bar{C}$	$(1-d)\bar{C}$ w/ 확률 p ; \bar{C} w/ 확률 $(1-p)$
금융안정 유지	\bar{C}	\bar{C}

0기에서 이 경제의 소비후생을 계산하기 위해서는 1기의 소비효용을 현재가치화시켜야 한다. 소비자효용 함수를 $U(C) = C$ 로 가정하고, 시간 할인율(time discount factor)을 $1/(1+r)$ 로 두면 0기에서 소비후생은 다음과 같이 계산할 수 있다.

$$\begin{aligned} W_0(P) &= C_0 + (1/(1+r))E_0[C_1] \\ &= \bar{C}(1+b) + (1/(1+r))[(1-p)\bar{C} + p(1-d)\bar{C}] \end{aligned}$$

이 경제에서는 (A)와 (B)의 2가지 금융정책을 선택할 수 있다. 정책 (A)는 금융과열을 수반하는 신용팽창 정책으로 0기 소비를 높일 수 있지만 ($b > 0$), 1기에 $p (> 0)$ 의 확률로 금융불안이 발생함에 따라 1기 소비가 감소 ($d > 0$)하게 된다. 정책 (B)는 금융안정 정책으로 0기와 1기 모두에 걸쳐 \bar{C} 의 소비를 유지 ($b = 0, p = 0, d = 0$) 할 수 있다. 각 정책에 따른 사회후생은 다음과 같이 요약할 수 있다.

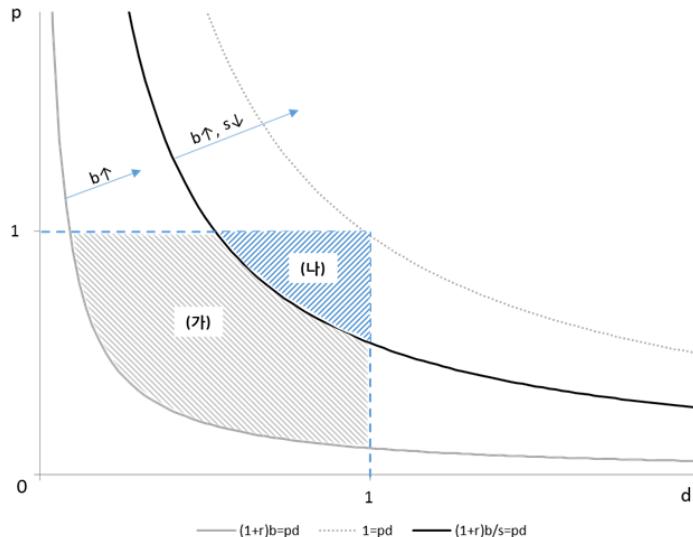
정책(A) 선택 시 사회후생	$W_0(P=A) = \bar{C}(1+b) + (1/(1+r))[(1-p)\bar{C} + p(1-d)\bar{C}]$ (여기서 $b > 0, 0 < p < 1, 0 < d < 1$)
정책(B) 선택 시 사회후생	$W_0(P=B) = \bar{C} + (1/(1+r))\bar{C}$

상기 두 가지 정책 중 금융안정 정책에 해당하는 정책 (B)가 선택되기 위한 조건은 다음과 같이 계산할 수 있다.

$$W_0(P=A) < W_0(P=B)$$

즉, 정책 (B) 선택 시 사회후생이 정책 (A) 선택 시 사회후생보다 큰 경우이다. 이를 계산하면 $(1+r)b < pd$ 가 된다. 이는 2기의 금융불안 확률 (p)과 금융불안 시 경기침체 폭(d)이 시간할인율(r)과 0기 경기부양 효과 (b)를 압도할 만큼 충분히 클 경우 금융안정 정책 (B)가 선택됨을 보여준다. 다시 말해 0기 금융과열에 따른 단기적 성과(short-term benefit)보다 1기 금융불안에 따른 장기적 손실(long-term cost)이 훨씬 클 것으로 우려될

[그림 4-20] 사회후생과 금융정책 선택: 사회적 최적화 vs. 단기성과주의



경우에는 정책 (B)를 선택하는 편이 사회후생 증대에 부합함을 시사한다. 이를 그림으로 표현하면 [그림 4-20]과 같다. 금융불안 발생확률(p)과 금융불안 시 경기침체 폭(d)의 조합을 (p,d) 라고 할 때, $(p,d) \in \{(가), (나)\}$ 이면 금융안정 정책 (B)를 선택하게 된다. 만약 경기부양 효과가 커질 경우($b \uparrow$)에는 [그림 4-20]에서 보는 바와 같이 그래프 $\{(p,d) | (1+r)b = pd\}$ 는 우·상향으로 이동하므로 $\{(가), (나)\}$ 의 면적은 줄어들게 된다. 즉, 0 기의 경기부양 효과(b)가 클수록 금융안정화 정책 (B)가 선택될 가능성은 감소한다.

다음으로 선거(election)에 민감한 집권 정치권의 단기성과(short-term outcome)에 대한 선호(preference)가 클 경우 정책결정이 어떻게 달라질 수 있는지 살펴보자 한다. 여기서 단기성과에 대한 선호는 미래보다 현재에 대한 선호가 큰 것으로 이해할 수 있다. 즉, 단기성과에 대한 선호가 클수록 미래성과에 대한 할인율(discount rate)이 커지게 된다. 이를 수량화하기 위해 미래의 성과에 대한 할인율 파라미터 s 를 도입한다. 정치적 집권그룹이 인식하는 사회후생은 미래의 성과에 대해 s 만큼 추가 할인율을 적용하게 된다. 단기성과에 대한 선호($0 < s < 1$)를 반영한 사회 후생(W_0^s)은 (A), (B) 각 정책별로 다음과 같이 계산할 수 있다.

정책(A) 선택 시 단기 성과 선호자의 후생	$W_0^s(P=A) = \bar{C}(1+b) + (s/(1+r))[(1-p)\bar{C} + p(1-d)\bar{C}]$ (여기서 $b > 0, 0 < p < 1, 0 < d < 1, 0 < r < 1, 0 < s < 1$)
정책(B) 선택 시 단기 성과 선호자의 후생	$W_0^s(P=B) = \bar{C} + (s/(1+r))\bar{C}$ (여기서 $0 < r < 1, 0 < s < 1$)

여기서 $s < 1$ 이므로 먼 미래의 이익이 단기성과 선호자의 후생에 기여하는 정도는 작아지게 된다. 참고로 $s = 1$ 이면, $W_0^s = W_0$ 가 된다. 상기 두 가지 정책 중 단기성과주의하에서 금융과잉을 초래하는 정책 (A)가 선택 되기 위한 조건은 다음과 같이 계산할 수 있다.

$$W_0^s(P=A) > W_0^s(P=B)$$

즉, 단기성과주의자의 입장에서는 정책 (A)가 정책 (B)보다 더 높은 사회후생을 제공하게 된다. 이를 계산하면 $(1+r)b > pds$ 가 된다. 이는 2기의 금융불안 확률(p)과 금융불안 시 경기침체 폭(d)이 시간할인율(r) 및 경기부양 효과(b)보다 훨씬 클 경우에도 단기성과에 대한 선호가 충분히 클 경우에는—즉, s 가 충분히 작을 경우에는—금융과잉을 유발하는 정책 (A)가 선택됨을 보여준다. 단기성과 선호자는 금융과열-금융불안의 순환 변동에 따른 장기적 손실(long-term cost)을 s 만큼 편하하여 평가하므로, 정책 (A)를 선택하는 편이 단기성과주의자의 후생 증대에 부합하게 된다.

[그림 4-20]에서는 단기성과에 대한 선호가 도입될 경우 정책 선택이 어떻게 바뀌는지를 보여주고 있다. 앞에서와 마찬가지로 금융불안 발생 확률(p)과 금융불안 시 경기침체 폭(d)의 조합을 (p,d) 라고 하자. 단기성과 선호가 없을 경우에는 $(p,d) \in \{(가), (나)\}$ 이면 금융안정화 정책 (B)가 선택되었다. 그러나 단기성과 선호가 도입됨으로써 $(p,d) \in \{(가)\}$ 인 경우에는 금융과열을 유발하는 정책 (A)가 선택된다. 한편, $(p,d) \in \{(나)\}$ 인 경우에는 여전히 금융안정화 정책 (B)가 선택된다. 만약 경기부양 효과가 증가하거나($b \uparrow$) 단기성과 선호가 커질($s \downarrow$) 경우에는 [그림 4-20]에서 보는 바와 같이 그래프 $\{(p,d) | (1+r)b/s = pd\}$ 는 우·상향으로 이동하므로 $\{(나)\}$ 의 면적은 감소하게 된다. 즉, 경기부양 효과와 단기성과 선호가 커지면 금융안정화 정책 (B)가 더 높은 사회후생을 제공함에도 불구하고 금융과잉을 유발하는 정책 (A)를 선택하게 되는 경우가 많아진다.

앞의 분석에서는 단기성과 선호가 정책 선택에 미치는 영향을 살펴보았다. 단기성과 선호가 정책 선택에 영향을 미치는 경우에는 그렇지 않은 경우와 비교하여 더 큰 사회후생을 보장하는 금융안정화 정책이 선택될 가능성이 낮다. 나아가 단기성과 선호가 클수록 더 높은 사회후생을 제공하는 금융안정화 정책이 선택될 가능성은 감소하게 된다. 이상의 분석 결과는 거시건전성정책이 제대로 기능하기 위해서는 단기적인 정치 사이클의 부정적 영향을 차단할 필요가 있음을 시사한다. 요컨대 거시건전성정책 체계가 사회후생을 극대화할 수 있도록 필요한 제도를 확립할 필요가 있다. 거시건전성정책 체계가 정치권의 단기성과주의가 아닌 공

의에 부합하는 방향으로 운영될 수 있도록 필요한 장치를 마련해야 할 것이다. 예컨대 단기 정치 사이클의 영향력을 차단하기 위해 거시건전성 정책 체계의 독립성, 투명성, 전문성 등을 확보할 필요가 있다.

글로벌 금융위기 이후 금융안정과 관련하여 크게 바뀐 인식 중 하나는 물가안정이 반드시 금융안정을 보장하지는 못한다는 점이다. 금융안정을 달성하기 위한 별도의 금융안정 정책체계가 필요하다는 인식이다. 특히 거시건전성정책의 중요성이 강조되었다. 이는 기존의 물가안정과 미시건 전성정책만으로는 금융안정을 유지하는 데 한계가 있다는 인식에 해당한다. 한편, 거시건전성정책은 금융안정뿐 아니라 실물경기에도 영향을 미칠 수 있고, 통화정책과 같은 타 정책도 금융안정에 큰 영향을 미칠 수 있다. 즉, 거시건전성정책과 통화정책 간에는 상호작용이 있을 수 있다. 이는 거시건전성정책과 타 정책, 특히 통화정책 간 협력의 문제를 제기 한다.

앞에서 논의한 바와 같이 금융 사이클과 실물경기 사이클은 반드시 일치하지 않으며, 그 주기가 다를 수 있을 뿐 아니라 서로 상반되는 순환변동 국면에 위치하기도 한다. 예컨대, 실물경기 사이클이 하강 국면에 위치할 때 금융 사이클은 상승 국면에 위치할 수 있다. 만약 실물경기 둔화에 대응하기 위해 확장 기조의 통화정책을 운영할 경우 실물경기 부양효과는 볼 수 있지만, 금융 캡은 더욱 확대됨에 따라 시스템적 위험은 커질 수 있다. 이처럼 확대된 금융 캡에 대응하기 위해서는 거시건전성정책이 더욱 적극적인 안정화 정책을 펼쳐야 할 것이다. 이처럼 거시건전성정책이 더욱 적극적인 안정화 정책을 펼칠 경우 시스템적 위험은 감소하겠지만, 실물경기 부양효과는 줄어들 수 있다. 이러한 거시건전성정책의 파급효과는 통화정책의 부담을 가중시키는 결과를 초래한다. 이처럼 금융 사이클과 실물경기 사이클이 서로 상반된 국면에 위치할 경우에 물가안정만을 목표로 통화정책을 운영하거나, 금융안정만을 목표로 거시건전성정책을 운영한다면 각 정책의 효과는 반감될 수 있다. 물론 금융 사이클과 실물경기 사이클이 서로 같은 국면에 위치할 경우에는 타 정책의 효과를 강화하는 상호작용을 보이게 된다. 이상의 결과는 거시건전성정책과 통

화정책 간 상호 협력의 중요성을 시사한다.

이상에서 설명한 통화정책과 거시건전성정책 간 상호작용하에서 실물 경기 캡과 금융 캡에 대한 정책효과를 간단한 수치를 통해 분석하면 다음과 같다. 먼저 각 정책이 (1) 분리되어 독립적으로 이루어지는 경우와 (2) 협력적으로 이루어지는 경우로 구분하여 정책효과를 분석하고자 한다. 정책 간 상호작용과 관련해서 통화정책은 주로 실물경기 캡에 큰 영향을 미치지만 금융 캡에도 영향을 미치며, 거시건전성정책은 금융 캡에 큰 영향을 미치지만 실물경기 캡에도 영향을 미친다. 여기서 정책 수행 전 경제 상태는 실물경기 캡이 음(−)이고, 금융 캡이 양(+)인 경우를 가정한다. 다른 국면의 경우에도 유사한 방식으로 분석이 가능하다.

먼저 각 정책이 분리되어 독립적으로(separate and independent) 결정되는 경우를 살펴보자. 이 경우에 통화당국은 실물경기 캡($|Rgap|$)을 최소화하고자 하며, 통화정책 수단만을 사용한다. 통화정책 수단(mp) 1단위가 실물경기 캡에 미치는 효과($\Delta Rgap / \Delta mp$)는 $\alpha (> 1)$ 이며, 통화정책 수단(mp) 1단위가 금융 캡에 미치는 효과($\Delta Fgap / \Delta mp$)는 1이다. 한편, 거시건전성정책 당국은 금융 캡($|Fgap|$)을 최소화하고자 하며, 거시건전성정책 수단만을 사용한다. 거시건전성정책 수단(mpp) 1단위가 실물경기 캡에 미치는 효과($\Delta Rgap / \Delta mpp$)는 1이며, 거시건전성정책 수단(mpp) 1단위가 금융 캡에 미치는 효과($\Delta Fgap / \Delta mpp$)는 $\beta (> 1)$ 이다. 이와 같은 가정은 통화정책은 실물경기 안정에 상대적으로 더 큰 효과가 있으며, 거시건전성정책은 금융안정에 더 큰 효과가 있음을 나타낸다. 여기서 초기 ($Rgap, Fgap$) = $(-\alpha, \beta)$ 로 가정한다. 각 정책당국별 문제를 수식으로 표현하면 다음과 같다.

통화당국의 정책결정	거시건전성당국의 정책결정
$\min_{mp} Rgap $ st. $\Delta Rgap / \Delta mp = \alpha$ $\Delta Fgap / \Delta mp = 1$	$\min_{mpp} Fgap $ st. $\Delta Rgap / \Delta mpp = 1$ $\Delta Fgap / \Delta mpp = \beta$

각 정책당국이 각자의 문제를 풀면 $mp=1$, $mpp=-1$ 선택되며, $(Rgap, Fgap)=(-1, 1)$ 된다. 즉, 실물경기 캡과 금융 캡은 각각 $Rgap: -\alpha \rightarrow -1$; $Fgap: \beta \rightarrow 1$ 과 같이 변한다. 이는 독립적인 정책 수행 결과, 실물경기 부진은 개선되며 금융과잉은 완화됨을 시사한다. 그러나 실물경기 캡은 여전히 음(−)이며, 금융 캡은 여전히 양(+)의 상태를 유지함을 알 수 있다.

상기 분석에서 통화정책과 거시건전성정책이 분리·독립적으로 정책 결정을 내릴 경우에 실물경기 캡과 금융 캡이 줄어듦을 확인하였다. 만약 이러한 방식의 정책결정이 반복된다면 실물경기 캡과 금융 캡은 어떻게 바뀌어 갈까? 다음에서는 통화정책과 거시건전성정책이 서로 분리·독립되어 각자의 정책목표만을 고려하여 각자에게 주어진 정책수단만을 사용하여 매 시기 의사결정을 내릴 때, 정책효과가 어떻게 바뀌어 가는지를 보여주고 있다.

시기	정책결정; mp, mpp	정책효과; $(Rgap, Fgap)$
정책 시행 전	-	$(-\alpha, \beta)$
1회 차 정책결정	$mp = 1, mpp = -1$	$(-1, 1)$
2회 차 정책결정	$mp = 1/\alpha, mpp = -1/\beta$	$(-1/\beta, 1/\alpha)$
3회 차 정책결정	$mp = 1/\alpha\beta, mpp = -1/\alpha\beta$	$(-1/\alpha\beta, 1/\alpha\beta)$
4회 차 정책결정	$mp = 1/\alpha^2\beta, mpp = -1/\alpha\beta^2$	$(-1/\alpha\beta^2, 1/\alpha^2\beta)$
...
∞	$mp = 0, mpp = 0$	$(0, 0)$

위 표에서 보듯이 비록 각 정책이 분리·독립적으로 수행되더라도 해당 정책결정이 계속 반복될 경우에는 매 시기마다 각 정책이 미세 조정 과정을 거침에 따라 최종적으로는 실물경기 캡과 금융 캡을 최소화하는 정책효과에 도달하게 된다.²¹ 이러한 결과는 통화정책과 거시건전성정책

²¹ 상기 모형에서는 정책 한 단위의 효과, 즉 각 정책의 한계효과가 일정한 것으로 가정하였다. 또한 각 정책결정 차수마다 양 정책수단(mp, mpp)이 선택되며, 이에 상응하는 실물경기 캡($Rgap$)과 금융 캡($Fgap$)의 조정은 각 차수 내에 완료되는 것으로 가정하였다. 본고에서 다루고 있지는 않지만 만약 정책효과의 비선형성 등 보다 복잡한 정책효과 및

이 상호 분리된 기관에서 독립적으로 수행되더라도, 일부 정책적 비효율성이 나타날 수는 있지만, 각자가 주어진 정책목표를 달성하고자 최선을 다한다면 대체로 실물경기 및 금융 사이클을 안정적인 선에서 관리할 가능성이 있는 것으로 해석할 수도 있다.²² 이러한 결과의 전제조건으로 각 정책당국별로 각자가 맡은 정책목표에 대해 책임성을 명확히 할 필요가 있다. 예컨대 통화당국에 대해서는 실물경기 안정을, 거시건전성당국(협의체)에 대해서는 금융안정에 대한 책임을 명확히 할 필요가 있다.

한편, 상기와 같이 각 정책당국별로 소관 정책을 독립적으로 결정하더라도 효과적인 정책수행을 위해서는 타 정책의 파급효과를 고려할 필요가 있다. 예컨대, 상기 예에서처럼 실물경기의 부진에도 불구하고 금융과 임상황에서 도입된 긴축적 거시건전성정책의 실물경기에 대한 부정적 파급효과를 상쇄하기 위해서는 통화정책을 완화적으로 운영할 필요가 있다. 마찬가지로 완화적인 통화정책의 금융 갭에 대한 부정적 파급효과를 상쇄하기 위해서는 거시건전성정책을 보다 긴축적으로 운영할 필요가 있다. 이처럼 정책효과를 극대화하기 위해서는 정책 간의 상호 파급효과를 충분히 고려할 필요가 있다. 이는 실물경기를 책임지는 통화정책 당국과 금융안정을 책임지는 거시건전성정책 당국 간 원활한 정보교환이 필요함을 시사한다.

다음으로는 통화정책과 거시건전성정책이 협력적으로 운영되는 경우를 살펴보자. 이 경우에 정책목표는 실물경기 갭($|Rgap|$)과 금융 갭($|Fgap|$)을 최소화하는 것이다. 정책수단은 통화정책 수단과 거시건전성정책 수단을 함께 사용할 수 있다. 각 정책수단별 한계 정책효과는 앞에서와 같다고 가정한다. 즉, 통화정책 수단(mp) 1단위가 실물경기 갭에 미치는 효과($\Delta Rgap / \Delta mp$)는 $\alpha (> 1)$ 이며, 통화정책 수단(mp) 1단위가 금융 갭에 미치는 효과($\Delta Fgap / \Delta mp$)는 1이다. 한편, 거시건전성정책 수단(mpp) 1단위가 실물경기 갭에 미치는 효과($\Delta Rgap / \Delta mpp$)는 1이며, 거시건전성정책 수단(mpp) 1단위가 금융 갭에 미치는 효과($\Delta Fgap / \Delta mpp$)는

경제상황을 가정한다면 장기균형에 대한 시사점이 달라질 가능성도 있을 것이다.

22 이러한 관점의 논의로 Svensson(2015), Lane(2016) 등을 참고할 수 있다.

$\beta (> 1)$ 이다. 또한 앞에서와 마찬가지로 초기 $(Rgap, Fgap) = (-\alpha, \beta)$ 로 가정한다. 이상과 같은 협력적 정책결정의 문제를 수식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} & \min_{mp, mpp} Rgap^2 + Fgap^2 \\ \text{st. } & \Delta Rgap / \Delta mp = \alpha, \Delta Fgap / \Delta mp = 1, \\ & \Delta Rgap / \Delta mpp = 1, \Delta Fgap / \Delta mpp = \beta \end{aligned}$$

상기 협력적 정책결정의 문제를 풀면 $mp = -(1+\alpha)\beta/(1-\alpha\beta)$, $mpp = \alpha(1+\beta)/(1-\alpha\beta)$ 가 선택되며, $(Rgap, Fgap) = (0, 0)$ 이 된다. 즉, 실물경기 캡과 금융 캡을 최소화하는 통화정책, 거시건전성정책 조합이 곧 바로 선택될 수 있다. 이를 표로 정리하면 다음과 같다.

시기	정책결정; mp, mpp	정책효과; $(Rgap, Fgap)$
정책 시행 전	-	$(-\alpha, \beta)$
1회 차 정책결정	$mp = -(1+\alpha)\beta/(1-\alpha\beta)$, $mpp = \alpha(1+\beta)/(1-\alpha\beta)$	$(0, 0)$

이처럼 최적의 정책수단 조합을 선택할 수 있는 것은 2개의 정책목표 달성을 위해 2개의 정책수단을 사용할 수 있기 때문이다. 다시 말해, 마치 한 기관 내에서 양 정책수단을 모두 결정하듯이 통화정책과 거시건전성정책을 조화롭게 운영할 경우에 최적의 정책조합을 선택할 수 있음을 보여준다. 정책당국 간 협력의 가장 극단적인 형태는 한 기관에서 통화정책과 거시건전성정책을 모두 수행하는 경우일 것이다. 이처럼 양 정책 간 협력이 강한 극단적인 기관구조로는 영란은행의 경우처럼 통화당국에서 거시건전성정책도 함께 수행하는 경우일 것이다. IMF(2013)의 실증연구에서는 이처럼 통화당국에서 거시건전성정책 수단을 보유한 경우에 거시건전성정책 결정이 보다 신속하게 이루어지는 경향이 있음을 보이기도 하였다. 이러한 결과는 통화당국과 거시건전성정책 당국 간 긴밀한 정책적 협력의 중요성을 시사한다.²³

23 김용민 · 이정연(2014), Lane(2016) 등 다수의 선행연구에서는 협력적인 정책수행의 경우

상기 분석에서는 실물경기 및 금융 사이클의 안정을 정책목표로 가정하였다. 그러나 현실적으로는 단기성과를 선호하는 정치권의 영향력 등으로 인해 거시건전성정책이 항상 금융안정을 목표로 운영되는 것은 아닐 수도 있다. 이는 앞에서 논의한 바와 같이 국민경제적 관점에서 볼 때 장기적인 이익이 크더라도 선거 등에 불리한 단기적인 비용이 발생하는 정책은 정치적으로 선택되기 어렵기 때문이다. 이 경우에 정책수단을 보유한 정책당국에서 금융파이낸스를 효과적으로 대처하지 못함에 따라 통화당국의 부담은 훨씬 커질 수밖에 없다. 심지어는 통화당국이 금융불안을 우려한 나머지 실물경제 안정을 위해 필요한 충분한 수준의 완화적인 통화정책 기조를 선택하지 못할 수도 있다.²⁴ 요컨대, 이러한 예는 책임성 있는 유관기관 간의 긴밀한 협력이 중요함을 시사한다.

2. 해외 사례에 대한 검토와 시사점

앞에서는 거시건전성정책 체계를 취약하게 만드는 원인을 간단한 이론 모형을 통해 검토하였다. 본고에서 주로 다루고 있는 시계열적 측면의 거시건전성정책은 중·장기적인 국민경제적 이익에도 불구하고 단기성과에 대한 선호가 강할 경우 채택되기 어려운 문제가 있었다. 또한 정책효과를 높이기 위해서는 통화정책 등 관련 정책당국과의 협력도 중요함을 살펴보았다. 여기서는 이상의 문제점과 관련하여 미국, 영국, 유럽, 호주, 캐나다 등 주요 선진국에서 채택하고 있는 거시건전성정책 체계를 검토하고 주요 시사점을 살펴보자 한다.

미국에서는 금융안정감시위원회(Financial Services Oversight Council: FSOC)와 중앙은행인 연방준비제도이사회(Federal Reserve Board: FRB)를 중심으로 거시건전성정책 체계를 운영하고 있다. FSOC는 8개의 연방감

가 독립적인 정책수행의 경우보다 더 나은 정책효과가 있음을 보이고 있다. 한편, Lane(2016)에서는 본고의 분석과 같이 독립적으로 정책을 수행하더라도 여러 차례에 걸쳐 정책결정이 이루어질 경우에는 협력적인 정책수행의 경우와 유사한 정책효과가 발생할 수 있음을 언급하고 있다.

²⁴ 이러한 관점의 논의로 Lane(2016) 등을 참고할 수 있다.

독기구가 참여하는 합의제 의결기구로 의결권을 가진 정회원(10인)과 의결권이 없는 준회원(5인)으로 구성된다.²⁵ 2010년에 제정된 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)에 따라 FSOC는 시스템위험에 대한 효과적인 대응을 위해 설립되었으며, 금융감독기구 간 정보공유, 업무협의, 조정 등을 담당한다. FSOC 회의는 가능한 공개를 원칙으로 함으로써 개방성(openness)과 투명성(transparency)을 확보하고자 한다. 또한 FSOC의 기능을 지원하기 위해 재무부 내에 금융조사국(Office of Financial Research: OFR)을 두고 있는데, 여기서는 정보 수집·제공·표준화, 조사연구, 위험 관리 및 모니터링 수단 개발 등의 업무를 담당하며, 금융시스템에 대한 분석 보고서를 발간한다.

FRB는 글로벌 금융위기 이후 도드-프랭크 법이 제정됨으로써 금융시스템 안정과 관련하여 대폭 확대된 권한 및 책임을 맡게 되었다. 특히 시스템적 위험 관리자로서의 역할이 크게 부각되었다. FRB 의장은 FSOC에 투표권을 지닌 회원으로 참여한다. 또한 강화된 감독권한을 수행하기 위해 이사회 내에 금융감독담당 부의장직을 신설하였고, 금융소비자보호국(CFPB)을 산하에 설치하였다. 특히 대형은행지주회사(large Bank Holding Companies: BHCs)를 포함한 시스템적 중요 금융기관(Systemically Important Financial Institutions: SIFIs)에 대해 위험을 평가하고, 건전성 규제와 감독을 담당한다. 또한 국내 및 국외의 주요 규제·정책당국과 협력·공조함으로써 부정적 파급효과를 차단하고 금융안정성을 제고하고자 한다. FRB는 대통령이 임명하고 상원이 인준하는 7인의 이사(14년 임기, 재임 불가)로 구성되며, 의장 및 부의장(4년 임기, 재임 가능)은 이사 중에서 대통령이 임명하고 상원에서 인준한다.²⁶

영국에서는 중앙은행인 영란은행(Bank of England)을 중심으로 거시 건전성정책을 수행하고 있다. 내부에 금융정책위원회(Financial Policy

25 정회원은 재무부(의장), 연방준비제도이사회(FRB), 증권거래위원회(SEC), 상품선물거래위원회(CFTC), 통화감독청(OCC), 연방예금보험공사(FDIC), 연방주택청(FHFA), 금융소비자보호국(CFPB), 신용협동조합(NCUA)의 장(長)이 참여하고, 보험전문가 1인의 민간위원으로 구성된다.

26 의장 및 부의장의 임기가 끝나더라도 이사로서의 임기는 그대로 유지된다.

Committee: FPC)를 설치하여 시스템적 위험을 관리하도록 하고 있다. FPC는 시스템위험 식별·감시, 거시건전성정책 수립, 시스템위험을 해결하기 위한 조치를 취한다. 이를 위해 필요한 조치를 건전성감독기구(Prudential Regulation Authority: PRA)와 금융행위감독기구(Financial Conduct Authority: FCA)와 같은 규제권자(regulator)에 지시(direction)하고 권고(recommendation)할 수 있도록 하고 있다.²⁷ 한편, PRA와 FCA가 FPC의 권고를 따르지 않기로 결정한다면 그 사유를 밝히도록 하고 있다 (comply or explain). FPC의 책임성(accountability)을 강화하기 위해 의사 결정에 대한 설명 의무와 함께 공식회의에 대한 기록을 남기도록 하고 있다. 또한 금융안정보고서를 연 2회 발간하며, 보고서에는 금융시스템의 위험과 취약성을 평가하고, 이를 해결하기 위해 필요한 조치를 주된 내용으로 담고 있다. FPC는 이상의 금융안정을 주된 목적(primary objective)으로 삼고 있으며, 2차 목적(secondary objective)으로는 정부의 경제정책을 지원하고자 한다. FPC는 13명의 회원으로 구성되며, 그중 6명이 영란은행 소속(총재, 부총재 포함)이며, 영란은행 외부의 금융 관련 전문가 5명, FCA의 長, 표결권 없는 재무부 1명으로 구성된다. 이처럼 통화정책위원회(Monetary Policy Committee: MPC), 감독당국, 정부 등을 포함한 FPC의 회원 구성은 소관기관 간 정책 공조를 중요하게 고려하고 있음을 시사한다(Tucker *et al.*, 2013).

유럽연합(EU)에서는 유럽시스템리스크위원회(European Systemic Risk Board: ESRB)와 회원국 중앙은행을 중심으로 거시건전성정책을 수행한다. ESRB는 시스템위험의 예방 및 완화를 위해 EU 금융시스템에 대한 거시건전성 감시(macroprudential oversight) 업무를 총괄하고 있다. 이를 위해 EU 내 시스템위험을 감시·평가하고, 필요할 경우 경보(warnings) 또는 권고(recommendations) 조치를 취한다. 또한 해당 권고에 대해 담당 기관에서 적절한 조치를 취하고 있는지를 지속적으로 감시한다. 그러나 직접적인 감독권한을 갖지는 않는다. ESRB는 유럽중앙은행(ECB) 총재

²⁷ 여기서 PRA는 영란은행 내의 법적 조직(statutory body)이며, FCA는 영란은행 외부의 독립된 공적 기구(independent public body)이다.

(의장) 및 부총재, 각 회원국 중앙은행 총재, 유럽위원회(European Commission: EC) 1명, 업권별 EU 감독기구(EBA, EIOPA, ESMA)의 長 등이 주요 회원으로 참석한다. 한편, 회원국 중앙은행 등의 거시건전성 당국에서는 취해진 거시건전성 조치를 ESRB에 알리고, ESRB에서는 국가별로 취해진 거시건전성 조치들에 대한 검토(review) 보고서를 정기적으로 발간한다.

호주에서는 중앙은행(Reserve Bank of Australia: RBA), 재무부(Treasury), 건전성감독청(Australian Prudential Regulation Authority: APRA), 증권투자위원회(Australian Securities and Investments Commission: ASIC)로 구성된 금융감독기구협의회(Council of Financial Regulators: CFR)를 중심으로 거시건전성정책을 수행한다. CFR은 금융규제의 효율성 및 효과성과 금융안정을 제고하기 위해 상기 주요 금융규제 관련 기구 간 조정(coordination) 역할을 수행한다. 이를 위해 금융부문 상황 및 위험에 관한 정보와 평가를 공유하며, 금융개혁 이슈를 논의하고, 필요할 경우 금융불안에 효과적으로 대응하기 위한 정책조정 기능을 수행한다. 또한 금융시스템에 대한 규제체계의 적절성 등에 대해 대정부 조언을 수행한다. 그러나 MOU에 기반해 운영되는 정책조정기구로서 개별 회원기관에 부여된 법적 기능이나 권한을 제외하고는 협의체 자체에 대한 별도의 법적 근거나 권한은 없다. 회원 구성은 각 회원기관(RBA, APRA, ASIC, 재무부)에서 각 2인(수장과 고위 임원)이 참석한다. CFR 의장은 RBA 총재가 맡으며, RBA에서 사무국 기능을 지원한다. 중앙은행인 RBA와 건전성감독기구인 APRA 양자 모두 금융안정 책무가 있으나, 대부분의 거시건전성 감독수단은 APRA에 집중되어 있다. RBA는 금융시스템의 건전성과 취약요인을 평가하며 연 2회 금융안정보고서를 발간한다.

캐나다에서는 연방금융감독원(Office of the Superintendent of Financial Institutions: OSFI), 중앙은행, 재무부 등과 유관기관 협의체인 금융기관감독위원회(Financial Institutions Supervisory Committee: FISC)와 고위자문위원회(Senior Advisory Committee: SAC) 등을 중심으로 거시건전성정책을 수행한다. 중앙은행은 유동성 공급 및 최종대부자 기능과 더불어 지

급결제제도를 관리한다. 또한 시스템적 위험을 식별하고 예방하기 위해 관련 분석 및 연구를 수행하고, 그 결과를 연 2회 정기 보고서(*Financial System Review*)로 발간한다. OSFI는 정부의 독립기구로서 금융회사 건전성 감독, 규제 및 검사 업무를 수행한다. 또한 시스템위험에 대한 감시 및 평가 업무를 담당한다. OSFI는 금융시스템에 영향을 미칠 수 있는 위험요인을 식별하여 추가 논의 및 필요 조치 결정을 위해 FISC 또는 SAC에 보고한다. FISC는 OSFI, 재무부, 중앙은행, 예금보험공사(Canada Deposit Insurance Corporation: CDIC), 금융소비자보호원(Financial Consumer Agency of Canada: FCAC)을 회원으로 하며, OSFI 원장이 FISC 의장을 맡는다. FISC에서는 금융기관 감독과 관련한 정보를 공유하며, 부실 금융기관(problem financial institutions)의 처리방향 등과 관련해서도 협의 및 조정한다(IMF, 2014. 3). SAC는 FISC와 동일한 회원 구성이며, 단재무부 차관이 SAC 의장을 맡는다. SAC에서는 금융안정과 시스템적 취약성을 포함하여 금융분야 정책 이슈에 대해 논의한다. 특히 주요 정책이 금융시스템 및 경제 전반에 미치는 영향을 논의함으로써 참여 기관 간 정책조율에 기여하고자 한다(IMF, 2014. 3). SAC는 FISC와 마찬가지로 의사결정기구는 아니다.

상기에서는 미국, 영국, 유럽연합, 호주, 캐나다 등 주요 선진국의 거시건전성정책 수행체계를 기관 구조적(institutional arrangement) 측면에서 살펴보았다. 대체로 거시적인 분석 및 판단에 우위가 있는 중앙은행에서 적극적인 역할을 수행하는 것으로 보인다. 물론 거시건전성정책 관련 중앙은행의 권한 및 책임 수준은 국가별로 차이가 있다. 예컨대 미국, 영국 등의 국가에서는 중앙은행이 핵심 규제·감독권자로서 거시건전성정책을 수행한다. 여기서 영국은 중앙은행이 거의 모든 금융안정 기능을 수행하는 다소 극단적인 사례에 해당한다. 한편, 호주, 캐나다 등의 국가에서는 중앙은행 외부의 감독기관에서 거시건전성정책 수단을 보유하고 있다. 이들 국가에서 중앙은행은 핵심 정책수단을 보유하고 있지는 않지만 유동성 공급, 최종대부자 기능, 지급결제제도 관리와 함께 금융시스템에 대한 분석 및 정책권고 등을 통해 거시건전성정책 체계에서 중요한 한 축

을 담당하고 있다. 이처럼 대부분의 선진국에서 중앙은행이 적어도 금융 안정에 대한 판단 및 정책 권고를 담당하는 이유는 거시적인 분석과 판단에 있어 통화당국이 그동안 축적해 온 전문성을 적극 활용하기 위한 것으로 보인다. 또한 다른 한편으로는 독립적인 중앙은행에서 거시건전 성정책의 한 축을 담당케 함으로써 단기성과 선호가 강한 정치권의 영향력을 차단하는 효과도 기대한 것으로 보인다. 거시건전성정책은 대체로, 적어도 단기적으로는 대중적 인기에 부합하지 못하므로 정치적 과정 (political process)에 의해 왜곡될 가능성이 크기 때문이다(Haldane, 2013).

주요 선진국에서는 거시건전성정책의 핵심 권한이 중앙은행 외부의 감독기관에 있는 경우에도 정치적 과정과 일정 거리(arm's length)를 유지함으로써 정치적 영향력을 최소화하고자 노력하고 있다. IMF(2014. 5)에서는 거시건전성정책 수행에 있어 중앙은행인 한국은행의 적극적인 역할을 주문하였는데, 이러한 IMF의 시각은 이상의 국제적인 논의 및 추세를 반영하고 있는 것으로 보인다. 또한 주요 회의의 논의 또는 의사결정 과정에 대해서는 공개하거나 기록을 남기도록 하고 있는데, 이러한 개방성(openness)과 투명성(transparency)은 규제·감독당국의 금융안정에 대한 책임성(accountability)을 제고하기 위한 조치로 이해된다. 이상에서 살펴본 거시건전성정책 기관의 적어도 운영상 독립성(operational independence)과 책임성 장치는 단기적 이익과 중·장기적 이익 간의 상충관계에서 비롯되는 동태적 비일관성(dynamic inconsistency)의 문제를 극복하기 위한 제도적 기반이 된다.

상기 주요 선진국의 거시건전성 관리체계 사례에서는 금융안정 관련 유관기관 간 협의체 구성을 통해 필요한 정보공유와 상호 협력 및 조정 기능을 수행하고 있다. 앞에서 살펴본 FSOC(미국), FPC(영국), ESRB(EU), CFR(호주), FISC·SAC(캐나다)에서는 보유 권한에 있어 정도의 차이는 있지만, 금융안정 관련 유관기관 간 긴밀한 협력과 조정을 강조하고 있다. 상기 협의체에서는 대체로 관련 정책·감독기관의 최고책임자급에 해당하는 수장이 협의체의 구성원(member)으로 참여하고 있다. 이는 거시건전성정책 수행에 있어 유관기관 간 의미 있는 정보교환과 효과

적인 정책조정을 위한 장치로 이해된다. 금융안정협의체가 법적인 의사 결정권한을 보유하지 못한 경우에도 회원으로 참여하는 유관기관은 금융 안정 및 시스템적 취약성에 대한 정보 및 분석 결과를 공유할 수 있고, 각 기관이 선택한 정책의 효과 및 상호 파급효과 등에 대해 의견을 교환 할 수 있다. 또한 정책 권고(recommendation)를 하는 협의체 중에서는 회원 기관이 실제 취한 조치와 그 효과에 대해 검토(review)하고 이에 대해 의견을 교환하기도 한다. 그 밖에 회의록 등을 공개함으로써 거시건전성 정책 수행과정의 투명성(transparency)과 책임성(accountability)을 높이고자 한다.

3. 주요 개선방향 논의

한국에서는 [그림 4-21]에서 보는 바와 같이 중앙은행(한국은행)과 금융감독당국(금융위원회·금융감독원) 등 금융안정 관련 소관기관과 이들의 협의체를 중심으로 거시건전성정책을 수행한다. 최상위 조직에 해당하는 ‘경제금융대책회의’는 경제부총리, 청와대 경제수석, 금융위원장, 금융감독원장, 한국은행 총재 등 기관장급(장관급)이 참석하는 비정기 회의 체로 경제 및 금융 관련 주요 현안을 비공개로 논의한다.²⁸ ‘거시경제금융회의’는 해당 소관기관의 부기관장급(차관급) 협의체로 국내외 경제·금융 동향과 위험요인 등을 점검하고 원활한 정보교환을 위해 분기별 정례회의와 수시회의를 갖는다. 한편, 상기 협의체 중심의 거시건전성정책 수행체계와 관련해서는 그 실효성에 대해 의문이 제기되기도 하였다(윤석현·정지만, 2010; 김우찬, 2012; 김진호, 2013; 김홍범, 2016 등).

이하에서는 본 연구의 분석 및 주요 논의를 바탕으로 한국 거시건전성 관리체계의 주요 개선방향에 대해 논의하고자 한다. 앞에서 금융 사이클 및 보완 지표에 대한 실증분석과 주요 사례분석을 통해 시스템적 위험 관리체계의 취약성이 우려됨을 살펴보았다. 그 주요 원인으로는 경기

²⁸ ‘경제금융대책회의’는 일명 ‘서별관회의’, ‘경제현안회의’ 등으로 불리기도 하며, 법률적 설치근거는 없다(김홍범, 2016).

[그림 4-21] 한국 거시건전성정책의 기관구조 및 협력체계



자료: 조영제(2012), 김진호(2013), 김홍범(2016) 등 참고.

부양과 같은 단기성과 중심의 정부정책이 우선됨에 따라 중·장기적인 시계에서 국민경제적 이익(long-term benefit)이 큰 거시건전성정책이 선택되지 못할 수 있음을 지적하였다. 특히 선거에 민감한 정치권의 단기 성과에 대한 선호가 강할수록 거시건전성정책은 더욱 선택되기 어려우며, 그 결과 중·장기적 후생 손실의 가능성도 커짐을 살펴보았다. 한편, 실물경기 및 금융부문의 안정을 위해 경제정책과 거시건전성정책을 효과적으로 수행하기 위해서는 관련 정책당국 간의 긴밀한 협력이 중요함도 살펴보았다.

금융시스템이 발달한 주요 선진국 사례에서는 규제·감독당국의 독립성 및 책임성 강화와 유관기관 간 협력 및 조정을 강화하기 위한 장치를 마련하고자 힘쓴 흔적을 읽을 수 있다. 이와 같이 지속가능한 성장을 달성하기 위해 마련한 제도적 장치는 과거의 반복적 위기 사례에서 얻은 교훈을 제도 내에 축적(institutional memory)함으로써 표퓰리즘(표+포퓰리즘)적 정책의 부정적 효과를 차단하고자 한다(Haldane, 2013). 주요 선진국에서 거시건전성정책의 운영은 금융안정을 최우선으로 하며, 금융안정을 위협하지 않는 범위에서 성장·고용 등의 정부정책 지원을 허용하고 있다. 단, 이 경우에도 정치적 과정으로부터 일정 거리(arm's length)를 유지함으로써 적어도 운영상 독립성(operational independence)을 유지하고자 한다.

거시건전성정책의 효과를 극대화하기 위해 정책수행체계의 전문성과

책임성(accountability)을 강화할 필요가 있다. 이러한 원칙을 구현함에 있어 정책수행체계 내에서 시스템적 위험에 대한 판단과 정책수단의 집행을 누가 어떻게 제대로 수행하도록 할 것인지와 같은 문제가 등장한다.

금융 사이클 국면을 포함하여 시스템위험에 대한 판단은 누가 어떤 방식으로 수행하며, 또한 전문성과 책임성을 어떻게 확보할 것인가? 선진국 사례에서는 거시적 분석과 판단에 전문성이 있는 중앙은행이 중요한 역할을 담당한다. 여기에는 통화정책과 더불어 유동성 공급 및 최종대부자 기능을 수행하며, 지급결제시스템과 같은 금융기반 구조 관리를 담당하는 중앙은행의 금융안정 기능을 주요하게 고려한 것으로 보인다. 가급적 퇴직 후 재취업에 대한 걱정(career concern)이 적고, 전문적인 분석 능력을 보유한 기관에서 거시건전성 판단을 수행할 경우 정치적 중립도 강화될 수 있다. 또한 유관기관으로 구성된 금융안정 협의·조정기구를 통해 금융안정 및 시스템적 취약성에 대한 정보를 공유하고, 필요한 정책을 권고하며, 정책 간의 파급효과 및 상호작용 등에 대해 검토하기도 한다. 이 외에도 중요한 판단에 대해서는 그 의사결정과정 또는 근거를 작성·공개토록 함으로써 의사결정과정의 투명성(transparency)과 그 판단의 책임성(accountability)을 확보하고자 한다. IMF(2014. 5)에서도 한국의 거시건전성정책 체계를 평가하면서 투명성·책임성의 강화와 정치적 영향력으로부터의 독립성을 제고할 필요가 있음을 지적하였다.

금융시스템의 안정성과 취약성에 대한 판단은 어떻게 수행할 것인가? 여기서는 준칙(rule)과 재량(discretion)을 중심으로 논의해 보고자 한다. 거시건전성정책은 신용 및 자산시장 참여자에게 미치는 영향이 크므로 정책담당자에게 큰 재량을 부여할 경우 정치적 영향력에 종속될 가능성이 크다. 이는 거시건전성정책이 대중적으로 인기 있기 힘든 경우가 많고, 특히 정치권의 단기성과 선호를 고려할 때 가급적이면 준칙-중심(rule-based) 의사결정체계를 마련하는 것이 필요해 보인다. 이 경우 금융 사이클 등 시스템위험을 평가·식별하기 위한 지표와 최종 판단을 도출하기 위한 의사결정체계를 마련해야 한다. 본 연구에서 검토한 신용 캡 등의 정량지표와 그 외의 보조지표 등을 주요 판단의 근거로 활용할 수

있을 것이다. 다만, 금융안정과 관련한 모든 정보가 소수 특정 지표에 모두 반영되는 것은 아니므로 최소한의 재량적(discretionary) 판단이 필요할 수 있다. 다시 말해, 거시건전성정책의 경우에는 시스템적 위험의 식별(identification)을 몇몇 정량지표에만 의존하여 수행하기는 어려울 수 있다. 시스템적 위험을 판별하기 위해서는 물가안정의 경우보다 재량적 판단에 대한 의존이 더 클 수 있다.²⁹ 한편, 거시건전성 판단을 위해서는 거시자료뿐 아니라 미시적인 감독 자료까지 분석할 필요가 있다. 또한 미시감독자가 금융기관과의 접촉을 통해 얻게 된 정성적 정보도 유용하게 사용할 수 있다. 따라서 거시건전성에 대한 판단을 위해서는 중앙은행뿐 아니라 유관 감독기관 간 협의기구를 통해 정보 및 판단을 공유하고, 각 기관의 정책이 갖는 상호 파급효과에 대해서도 의견을 교환할 필요가 있다.

거시건전성정책은 거시적인 효과를 발휘하지만, 그 작동방식은 도입된 규제수단이 금융시장 참여자의 미시적인 유인체계에 영향을 미침으로써 효과를 나타내게 된다. 그러므로 정책수단의 집행에는 미시감독기관의 역할이 중요하다. 거시건전성정책 수단의 예로는 LTV·DTI 등과 같이 차입자를 직접 대상으로 하는 규제, 자산증가율 제약과 지급준비금제도처럼 금융기관의 자산·부채에 대한 규제, 자본 및 대손충당금처럼 금융기관의 손실흡수력에 대한 규제, 조세부담 변경 등이 있다(Claessens, 2015). 상기 규제들은 대체로 미시감독과 더불어 유관기관과의 협력을 필요로 한다. 금융시스템의 취약성에 대한 판단과 규제수단의 집행을 분리할 경우 상호 견제와 균형(checks and balances)의 원칙을 실현할 수도 있다. 이러한 소관기관 간 권한분리에 따른 견제 및 균형의 실현은 거시건전성정책의 책임성(accountability) 강화에도 기여할 수 있다.

거시건전성정책의 효과적인 운영을 위해서는 유관기관 간 긴밀한 협력과 조정이 필요하다. 금융 순환변동의 주기는 실물경기 순환변동의 경우보다 더 길 수 있으며, 순환변동상 국면도 다를 수 있다. 특히 최근처럼

29 예컨대, 통화정책의 경우에는 물가안정목표제(inflation targeting)처럼 특정 범위의 물가상승률을 목표로 설정하여 통화정책을 운용한다.

금융 사이클과 실물경기 사이클의 전개 양상이 상이한 경우에는 통화정책과 거시건전성정책 간 긴밀한 정책공조가 중요하다. 또한 다수 유관기관에 걸쳐 필요한 정책수단이 분산된 경우에도 협력·조정의 필요성이 커진다. 주요 선진국 사례에서는 유관기관의 수장이 협의·조정기구의 회원으로 참여함으로써 협의·조정 기능의 실효성을 높이고 있다. 또한 회의록 작성과 주요 의사결정과정의 공개를 통해 투명성과 책임성을 강화하고자 하였다. 물론 비밀유지가 필요한 민감 정보에 대해서는 유관기관 간 공유는 하되, 공개시점을 조정하거나 미공개하기도 한다. IMF(2014. 5)에서는 한국 금융안정협의체에서 시스템적 위험의 평가 및 정책방안을 정기적으로 논의함으로써 거시건전성정책의 실효성을 강화할 것을 주문하였다. 더불어 상기 협의체에 법적 근거를 부여함으로써 투명성·책임성을 강화할 것을 제안하였다. 그러나 모든 국가가 협의체의 기능과 권한에 대해 법적 근거를 갖지는 않으며, 양해각서(MOU)에 의해 그 기능을 규정하기도 한다. 이는 국가별로 금융산업의 구조 및 크기가 다르고 유관기관 간의 협의·협력 문화도 다르기 때문으로 보인다. 다만, 법적 근거까지는 명시하지 않더라도 실질적인 정보공유 및 조정 기능을 수행할 수 있는 실질적인 협력 문화 및 제도적 장치는 필요해 보인다.

과도한 신용팽창 또는 자산시장의 거품을 예방하기 위한 거시건전성정책은 이해관계자(interest group)의 저항에 부딪치기도 한다. 더욱이 단기적인 성장·고용 실적처럼 단기성과에 대해 선호가 강한 정치권의 영향력도 크게 작용할 수 있다. 이러한 외부 영향력에도 불구하고 중·장기적인 시계에서 국민경제적 후생을 극대화하기 위해서는 의사결정과정의 독립성과 책임성을 높이기 위한 제도적 장치가 필요하다. 제도개선의 기본 방향은 주요 의사결정과정이 국민경제의 중장기적인 선호에 부합될 수 있도록 제도적 장치를 마련하는 것이다. 이를 위해서는 해당 정책결정 과정의 독립성(independence)과 책임성(accountability)을 강화할 필요가 있다. 예컨대 앞의 미국 FRB 사례에서 보았듯이 법적 재임기간을 보장하고, 필요하다면 그 기간을 현재보다 장기화하는 방안도 고려할 수 있다. 일부 선진국에서는 중앙은행의 금융안정 역할을 강화하거나 중앙은행 총

재가 금융안정협의체의 長을 맡도록 함으로써, 정치 사이클로부터 의사 결정과정의 독립성을 보장하고자 하였다. 더불어 주요 회의내용은 공개 토록 하거나, 주요 정책결정 사항에 대해서는 근거를 제시토록 함으로써 정책결정과정의 책임성을 강화하고자 하였다. 또한 주요 의사결정과정의 편향(bias)을 막기 위해 주요 의사결정기구의 회원 구성을 보다 균형 있게 유지하는 방안도 고려할 수 있다. 이 외에도 정책당국의 책임성을 강화하기 위해서는 주요 의사결정을 감시(monitoring)할 수 있는 견제 및 균형(checks and balances) 장치가 필요하다는 주장도 있다(Barth, Caprio, and Levine, 2012). 물론 언론, 국회, 감사원, 국제기구(IMF, World Bank, BIS 등), 국제신용평가사 등에서도 국내 금융시스템의 안정성에 대해 평가·경고하기도 하지만 정보, 전문성, 조직 내 정치적 과정 등의 문제를 고려할 때 그 한계가 지적되기도 한다. 따라서 시스템적 안정성의 판단에 필요한 정보, 전문성, 책임성을 갖춘 별도의 금융시스템 감시기구 또는 옴부즈맨 체계(ombudsman system)가 제안되기도 하였다. 그 밖에도 상위 의사결정권자에 대해서는 이연보상제도(deferred compensation)를 도입함으로써 금융정책의 중·장기적인 성과를 반영하자는 의견도 제시되었다(Kane, 2002). 그러나 그 성과측정 지표를 무엇으로 선택할지와 같은 현실적인 문제에 직면하기도 하였다. 이상의 제도적 장치들은 거시건전성정책의 책임성 강화를 위해서뿐 아니라 규제·감독 일반에 대해서도 논의·적용될 수 있다.

한편, 일부 선행연구에서는 규제·감독권자의 법적 책임성을 강화하거나 명확히 할 것을 주장하기도 하였다. 한국의 경우에도 금융당국의 법적 근거가 명확치 않은 경우가 많아 실질적인 책임을 묻기 어렵다는 주장을 찾을 수 있다. 예컨대 고동원(2012)에서는 금융당국 설립의 목적으로 금융안정을 명시하고는 있지만, 구체적이지 않아 금융안정 책임을 위반한 사례를 식별하기 쉽지 않으며, 위반 시 불이익 관련 규정도 명확하지 않음을 언급하였다. 해외 선행연구에서도 감독권자의 유인구조를 법적 책임성의 관점에서 검토한 연구를 찾을 수 있다. Dijkstra(2010)에서는 네덜란드 금융당국의 책임성을 유인체계(incentives structure) 관점에서 평

가하였는데, 법적인 측면에서 감독권자의 실질적인 책임성을 강제하기 어려움을 지적하였다. 예컨대 직무정지·해임(suspension or dismissal), 기각(overruling), 의회에 의한 조사(Parliamentary survey), 배상책임(liability), 평판 훼손(reputation damage) 등의 측면에서 대체로 법적 책임성이 낮음을 지적하였다.

제6절 결 론

본 연구에서는 금융 사이클을 포함한 시스템적 취약성 분석을 통해 거시건전성 관리체계를 평가하고 그 개선방향을 고찰하였다. 금융 사이클을 포함한 시스템적 위험을 분석한 결과, 신용파이프 현상의 배경에는 단기적인 경기활성화와 같은 핵심 정책기조가 자리하고 있음을 확인할 수 있었다. 거시건전성정책은 금융안정을 통해 중·장기적인 국민후생 증진에 기여하고자 한다. 그러나 단기적으로는 과도한 신용공급 및 주택가격 상승을 제한할 수 있으므로 단기적인 경기활성화 정책기조에 역행할 수 있다. 이처럼 단기적인 경제정책 기조와 중·장기적인 공익이 대립할 때, 선거에 민감한 현실정치구조는 단기성과를 우선적으로 선택하는 경향이 있다. 본 연구는 바로 이 점에서 거시건전성 관리체계의 제도적 기반이 취약한 것으로 보고 있다. 또한 이론적으로 보더라도 정치권의 단기성과 선호가 강할수록 중·장기적인 금융안정 달성을 어려워짐을 확인할 수 있었다. 한편, 소관기관별로 각자 주어진 책무를 성실히 수행하더라도 정보공유 및 정책수단의 상호 파급효과를 적절히 고려하지 못할 경우에는 정책효과가 반감될 수 있다. 이상의 분석 결과가 갖는 시사점은 이론적으로뿐만 아니라 주요 선진국의 거시건전성 관리체계 사례에서도 확인할 수 있다. 본고에서는 이상의 분석 결과와 시사점을 토대로 한국 거시건전성 관리체계의 제도적 기반을 강화하기 위한 개선방향을 논의하였다.³⁰

30 본고에서는 거시건전성정책의 실효성을 강화하기 위한 제도적 요건을 중심으로 개선방향을 제시하였다. 그러나 해당 요건들을 모두 갖춘 특정 안을 제시하지는 않았다.

본 연구에서는 거시건전성 관리체계의 문제점을 정치경제학적 관점에서 분석하고 개선방향을 도출하고자 하였다. 특히 거시건전성정책이 견지해야 할 중·장기적인 정책시계가 정부정책의 단기 시계와 상충될 수 있음에 주목하였다. 다시 말해 거시건전성정책 당국의 정책시계가 정치적 영향력 등으로 인해 단기화될 경우 중·장기적인 국민후생 증진에 실패할 수 있음을 조명하고자 하였다. 더불어 거시건전성 관리체계를 구성하는 유관기관 간 협력 및 조정의 중요성도 함께 다루었다. 상기의 제도적 취약성을 검토하기 위해 실증적 분석과 이론적 논의를 함께 다루었으며, 주요 선진국에 대한 사례조사를 통해 국제적인 흐름도 함께 제시하였다. 본고에서는 이상의 종합적인 논의를 바탕으로 실효성 있는 거시건전성정책 추진을 위해 필요한 제도적 요건을 제시하였다. 그러나 본 연구에서 상기 요건을 모두 충족하는 세부적인 개선방안까지 설계·제시하지는 못하였다. 개혁성과 수용성을 모두 갖춘 현실적으로 운용 가능한 제도 설계를 위해서는 법률적 요건과 더불어 금융안정 유관기관의 문화적 특성까지 포함한 제반 요인을 체계적·종합적으로 검토할 필요가 있을 것이다.³¹ 본 연구의 결과가 향후 개혁성 및 수용성을 갖춘 세부 방안 마련을 위한 연구 및 감독체계 개편 논의에 기여하기를 기대한다.

31 거시건전성정책의 바람직한 제도적 요건을 충족하면서도 수용성 등의 현실적 여건을 고려하여 세부 방안을 제시하고자 한 연구로 김홍범(2016) 등 일부 연구를 참고할 수 있다.

참고문헌

- 감사원, 「감사결과 처분요구서 — 금융기관 감독실태」, 2004. 7.
- 고동원, 「현행 금융감독기구 체제의 문제점과 개편 방향」, 『성균관법학』, 제24권 제2호, 2012.
- 금융감독위원회 · 금융감독원, 『신용카드업의 문제점 및 개선방안』, 금융감독위원회 보고서, 2001.
- 금융위원회, 「보도참고자료」, 2014. 7. 27.
- 기획재정부, 「새 경제팀의 경제정책방향」, 보도자료 2014. 7. 24.
- 김용민 · 이정연, 「실물 및 금융 사이클을 감안한 통화정책과 거시건전성정책 운용」, BOK 이슈노트 2014-14, 한국은행, 2014.
- 김우찬, 「금융감독체계 개편방향과 각 감독기구별 지배구조」, 한국은행 통화금융연구회 세미나 발표자료, 2012.
- 김진국 · 김태윤, 「신용카드대란은 규제개혁의 부작용에 기인한 것인가? — 규제 개혁위원회의 결정사례에 대한 분석을 중심으로」, 『한국정책연구』, 제11권 제1호, 2011.
- 김진호, 「시스템리스크 관리를 위한 금융감독기구와 한국은행 간 거시건전성정책 협력」, 『한국경제의 분석』, 제19권 제3호, 2013.
- 김홍범, 「금융안정을 위한 공공기관 간 협력 및 견제」, 『경제분석』, 제10권 제2호, 한국은행 금융경제연구원, 2004.
- _____, 「한국의 거시건전성정책체계 설계: 2-단계 최소접근법」, 『금융연구』, 제30권 제4호, 2016.
- 박창균, 「1997년 경제위기 이후 가계신용 증가와 정책대응에 대한 평가」, 『한국경제의 분석』, 제16권 제1호, 한국금융연구원, 2010.
- 백원선, 「LG카드의 유동성 위기 사례분석」, 『경영교육연구』, 제51권, 한국경영교육학회, 2008.
- 윤석현 · 정지만, 『시스템리스크와 거시건전성 정책체계』, 한국금융학회, 2010.
- 윤석현 · 김대식 · 김용재, 「금융감독기구 지배구조의 재설계」, 『상사법연구』, 제24권 제2호, 한국상사법학회, 2005.

이정연 · 박양수, 「우리나라의 금융사이클 측정」, 『경제분석』, 제21권 제3호, 한국은행 경제연구원, 2015.

조영제, 「한국의 거시건전성 감독경험과 시사점」, FSI-CBRC 정책포럼 발표자료, 금융감독원, 2012. 9. 28.

통계청, 「가계금융 · 복지조사」, 2012~2016.

한국은행, 『금융안정보고서』, 2015. 6.

_____, 'Systemic risk 서베이 결과' 보도자료(2012. 8, 2013. 2, 2013. 9, 2014. 3, 2014. 9, 2015. 6, 2015. 11, 2016. 5).

Albuquerque, B. and G. Krustev, "Debt Overhang and Deleveraging in the US Household Sector: Gauging the Impact on Consumption," *Review of Income and Wealth*. doi: 10.1111/roiw.12265, 2017.

Andersen, Asger L., Charlotte Duus, and Thais L. Jensen, "Household Debt and Consumption during the Financial Crisis: Evidence from Danish Micro Data," Danmarks Nationalbank Working Papers, Danmarks Nationalbank, 2014.

Baker, Andrew, "Political Economy and the Paradoxes of Macroprudential Regulation," SPERI Paper No. 40, The University of Sheffield, 2017.

Barro, Robert J. and David B. Gordon, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No. 1, 1983.

Barth, James R., Gerard Caprio, and Ross Levine, *Guardians of Finance: Making Regulators Work for Us*, MIT Press, 2012.

Bernanke, Ben S., "Monetary Policy and the Housing Bubble," Speech at Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, 2010.

Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, 2001.

Borensztein, Eduardo and Jong-Wha Lee, "Credit Allocation and Financial Crisis in Korea," IMF Working paper, February 1999.

Borio, Claudio, "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We learnt?" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 45(C), 2014.

Borio, Claudio and Mathias Drehmann, "Assessing the Risk of Banking Crises: Revisited," *BIS Quarterly Review*, March 2009.

- Caprio, Gerard Jr., Asli Demirguc-Kunt, and Edward J. Kane, "The 2007 Meltdown in Structured Securitization: Searching for Lessons not Scapegoats," Working paper, 2008.
- Cecchetti, Stephen G. and Enisse Kharroubi, "Reassessing the Impact of Finance on Growth," BIS Working Paper No. 381, 2012.
- Cecchetti, Stephen G., Madhusudan S. Mohanty, and Fabrizio Zampolli, "The Real Effects of Debt," BIS Working Paper No. 352, Bank for International Settlement, 2011.
- Choi, Dosoung, Frank C. Jen, and H. Han Shin, "Causes and Consequences of the Korean Financial Crisis," *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 3, No.1, 2000.
- Claessens, Stign, "An Overview of Macroprudential Policy Tools," *Annual Review of Financial Economics*, 7, 2015.
- Constancio, Vitor, "Contagion and the European Debt Crisis," *Financial Stability Review*, No. 16, Banque De France, April 2012.
- Corbae, Dean and Erwan Quintin, "Leverage and the Foreclosure Crisis," *Journal of Political Economy*, Vol. 123, No. 1, 2015.
- Dell'Ariccia, G., D. Igan, L. Laeven, and H. Tong, "Policies for Macrofinancial Stability: Dealing with Credit Booms and Busts," *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, 2014.
- Detken, Carsten *et al.*, "Operationalizing the Countercyclical Capital Buffer: Indicator Selection, Threshold Identification and Calibration Options," Occasional Paper Series No. 5, European Systemic Risk Board, 2014.
- Dijkstra, Robert J., "Accountability of Financial Supervisory Agencies: An Incentive Approach," *Journal of Banking Regulation*, Vol. 11, No. 2, 2010.
- Drehmann, Mathias, Claudio EV Borio, and Kostas Tsatsaronis, "Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The Role of Credit Aggregates," BIS Working Paper No. 355, 2011.
- Dynan, Karen, "Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?" *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012.
- Feldstein, S. Martin, "Housing, Credit Markets and the Business Cycle," NBER Working Paper No.13471, 2007.
- Giese, J., H. Andersen, O. Bush, C. Castro, M. Farag, and S. Kapadia, "The Credit-To-GDP Gap And Complementary Indicators For Macroprudential Policy:

- Evidence From The UK,” *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 19, No. 1, 2014.
- Haldane, Andrew G., “Why Institutions Matter (More Than Ever)?” Speech given at Centre for Research on Socio-Cultural Change(CRESC) Annual Conference, School of Oriental and African Studies, London, Bank of England, 4 September 2013.
- IMF, “The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements,” IMF Working Paper, International Monetary Fund, 2013.
- _____, “Financial Sector Assessment Program: Intensity and Effectiveness of Federal Bank Supervision in Canada-Technical Note,” IMF Country Report No. 14/70, March 2014.
- _____, “Financial System Stability Assessment: Republic of Korea,” IMF Country Report No. 14/126, May 2014.
- Jorda, Oscar, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor, “When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises,” Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2011-27, 2012.
- Kane, Edward J., “Principal-Agent Problems in S&L Salvage,” *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 3, 1990.
- _____, “Using Deferred Compensation to Strengthen the Ethics of Financial Regulation,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26, No. 9, 2002.
- Kang, Taesoo and Guonan Ma, “Credit Card Lending Distress in Korea in 2003,” BIS Papers No. 46, 2009.
- King, Mervyn, “Debt Deflation: Theory and Evidence,” *European Economic Review*, Vol. 38, No. 3, 1994.
- Kim, Yong Jin and Jong-Wha Lee, “Overinvestment, Collateral Lending, and Economic Crisis,” *Japan and the World Economy*, Vol. 14, No. 2, 2002.
- Kim, Young Il and Min Hwang, “Household Debt and Consumer Spending in Korea: Evidence from Household Data,” *KDI Journal of Economic Policy*, Vol. 38, No. 4, 2016.
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott, “Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,” *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, 1977.
- Lane, R. Philip, “The European Sovereign Debt Crisis,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3, Summer 2012.

- Lane, Timothy, "Monetary Policy and Financial Stability - Looking for the Right Tools," Remarks by Mr Timothy Lane, Deputy Governor of the Bank of Canada, to HEC Montreal, Montreal, Quebec, 8 February 2016.
- Lang, Jan Hanne and Peter Welz, "Measuring Credit Gaps for Macroprudential Policy," *Financial Stability Review*, European Central Bank, May 2017.
- Mian, Atif and Amir Sufi, "Household Leverage and the Recession of 2007~09," *IMF Economic Review*, Vol. 58, No. 1, 2010.
- Mian, Atif, Kamalesh Rao, and Amir Sufi, "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 128, No. 4, 2013.
- Mishkin, Frederic S., "Illiquidity, Consumer Durable Expenditure, and Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 66, 1976.
- _____, "What Depressed the Consumer? The Household Balance Sheet and the 1973-75 Recession," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1977.
- _____, "The Household Balance Sheet and the Great Depression," *Journal of Economic History*, Vol. 38, 1978.
- OECD, "National Accounts of OECD Countries: Financial Balance Sheets," 2016.
- _____, "National Accounts of OECD Countries: Main Aggregates," Issue 1, 2017.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.
- Park, Chang-Gyun, "Consumer Credit Market in Korea Since the Economic Crisis," *Financial Sector Development in the Pacific Rim, East Asia Seminar on Economics*, Volume 18. University of Chicago Press, 2009.
- Rogoff, Kenneth, "The Optimal Degree of Commitment to An Intermediate Monetary Target," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4, 1985.
- Ryou, Jai-Won and Tae-Joon Kim, "Overborrowing and Overinvestment in East Asia: the Case of the Korean Firms," *Korean Economic Review*, Vol. 19, No. 2, 2003.
- Schularick, M. and A. M. Taylor, "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008," *American Economic Review*, 102, April 2012.
- Schüler, Martin, "Incentive Problems in Banking Supervision-The European Case,"

- ZEW Discussion Paper No.03-62, 2003.
- Shambaugh, C. Jay, "The Euro's Three Crises," *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012.
- Svensson, Lars E. O., "Monetary Policy and Macroprudential Policy: Different and Separate," presented to the Federal Reserve Bank of Boston's 59th Economic Conference, Boston, Massachusetts, 2 October 2015.
- Tucker, Paul, Simon Hall, and Aashish Pattani, "Macroprudential Policy at the Bank of England," *Quarterly Bulletin*, 2013 Q3.
- Turner, Adair, "The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis," Financial Services Authority, 2009.
- Walsh, Carl E., "Optimal Contracts for Central Bankers," *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 1, 1995.

<자료>

국민은행, '주택매매가격지수.'

중앙선거관리위원회 선거통계시스템, 기본현황 역대 선거 실시 상황.

한국은행 경제통계시스템, 「자금순환」, 「국민계정」, 「가계신용」, 「물가」.

행정안전부 국가기록원 대통령기록관 역대대통령 웹기록 공약자료실 16대 대선 공약(http://knowhow.pa.go.kr/roh/vision_1/policy/view.asp?bid=3&pid=167&cp=2&num=1).

행정안정부 국가기록원 대통령 기록관 이명박정부 국정백서 제3편 제1장 제1절
1. 대선공약과 국정과제 수립(<http://president.leemyungbak.pa.go.kr/paperView.do?sectCode=G&bookId=03ATzSFUBfDGJMPSV000&volId=03ATzSFrGfDGJMPSV000&pageIndex=1&srchKeyword=#03ATzW7xABDGJMPSV000>).

행정안전부 국가기록원 대통령기록관 제18대 대통령 당선인 박근혜 대선공약집
중 중앙공약(http://18park2013.pa.go.kr/policy/eyepledge_1.html).

박근혜 대통령 2014 신년구상 기자회견 전문(http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2014/01/06/2014010601001.html).

BIS Statistics Explorer, 'Credit to the Non-financial Sector.'

제5장

정부소유은행과 금융감독 독립성의 관계

정 대 희 (한국개발연구원)
김 재 훈 (한국개발연구원)

제1절 서 론

정부가 금융감독과 금융정책의 두 가지 역할을 수행하는 경우, 정부의 금융시장에 대한 개입은 종종 금융감독의 역할을 훼손할 가능성이 있다. 예컨대 정부가 특정 산업을 육성하기 위한 목적으로 정부소유은행 등을 통해 해당 산업에 신용을 공급하는 정책을 수립하는 경우를 생각해 보자. 정부는 산업경기 부양의 목표를 달성하기 위해 가능하면 기업들에 충분한 자금을 지원하고자 할 것이다. 하지만 산업육성정책에 금융시장 개입이라는 수단을 사용하다 보니, 금융시스템을 안정적인 상태로 유지시키고 금융소비자를 보호해야 하는 또 다른 중요한 역할에 왜곡이 발생할 수 있다. 일례로 산업 육성을 위해 지원한 자금이 결과적으로는 실패한 기업들에 배분되어 대규모 신용 부실이 발생하는 경우, 정부는 정책실패를 인정하지 않으려 할 것이고 이것은 결국 감독유예 혹은 부실감독으로 이어질 가능성이 있는 것이다.

이와 같이 정부가 금융시장에 직접 혹은 간접적으로 개입하는 과정에서 금융시스템의 안정성, 소비자보호 등 금융 규제 및 감독의 역할이 훼손 혹은 왜곡될 가능성이 있는 경우 정부의 금융정책에 이해상충의 문제

가 존재한다고 말할 수 있다. 특히 금융위기와 같이 긴급하고 특수한 상황이 아니더라도 정부는 특정 산업 육성 등의 목적으로 금융지원정책을 추진하고 있어 이와 같은 이해상충 문제로부터 항상 자유롭지 못한 것이 사실이다.

그렇다면 정부가 금융시장에 개입하는 것은 금지되어야 할 행위인가? 이와 관련하여, 그동안의 연구는 정부의 금융시장 개입이 제한적인 상황에서 바람직할 수 있다는 점을 이론적·실증적으로 보인 바 있다. 금융거래자들이 서로를 신뢰하기 힘들게 만드는 정보의 비대칭성이 존재하는 경우 창업기업들은 생산성이 높음에도 불구하고 기존 기업에 비해 신용을 적절히 공급받지 못해 비효율이 발생할 수 있으며, 금융기관 간 복잡하게 얹혀 있는 금융거래의 복잡성 및 그에 따른 연계효과 등은 금융시장 내 작은 충격을 확산 및 증폭시켜 금융시스템 위기를 초래할 수도 있다. 이와 같은 상황에서는 정부가 금융시장에 개입하는 것이 시장의 불안을 잠재우고 금융시스템을 안정화시킬 여지가 있으므로, 정부의 개입행위 자체가 반드시 부정적인 효과를 야기하는 것은 아닐 것이다. 이처럼 정부가 금융시장에 개입하는 것은 시장실패를 보완하여 후생을 증진시킬 수 있다는 관점에서 정부개입은 학계 및 정책결정자들에게 수용되고 있다.

하지만 정부개입의 긍정적인 측면은 정부가 사적인 이익을 취하지 않으며 금융시장에 개입하는 것에 사회적 비용이 발생하지 않는다는 가정에 기초한 것이라는 점에 주의할 필요가 있다. 현실적으로는 이와 같은 가정이 성립되기 힘들다. 앞서 논의한 바와 같이, 어떠한 정부도 정책실패를 쉽게 받아들이기는 힘들 것이며 정치권의 압력으로부터 자유롭지도 않기 때문에 대규모 신용 부실이 발생하더라도 이를 감추기 위해 산업에 대한 금융지원을 지속하고자 할 것이다. 아울러 정부가 금융시장에 개입하는 것 자체는 직접적인 행정 및 지원 비용을 수반하는 것이고, 이해상충 문제 등으로 정상적인 금융감독 역할 수행 등에 문제가 생긴다면 행정비용을 크게 웃도는 막대한 사회적 비용이 발생할 수도 있다.

따라서 시장실패 등을 보완하고자 하는 정부의 금융시장 개입이 정당하다 할지라도 정부의 시장개입행위가 오히려 개입한 것만 못한 상태(혹

은 정부실패)로 이어지지 않도록 공공부문에 대해 올바른 지배구조를 확립하는 것이 현실적으로는 가장 중요한 사안이라고 볼 수 있다. 모범적인 금융감독 지배구조는 금융감독의 독립성을 높여서 이와 같은 문제를 해소하도록 하고 있다. 조직, 예산 및 행위 등의 측면에서 금융감독기구를 정부 및 정치권으로부터 독립적인 형태로 구성하고, 이 금융감독기구에 충분한 책임과 수단을 부과함으로써 감독행위에 대한 신뢰성을 확보할 수 있도록 하자는 것이다. 즉, 금융감독기구에 독립성을 부여함으로써 정부의 금융시장 개입으로 발생할 수 있는 이해상충의 문제 및 이에 따른 정부실패의 가능성을 제어하자는 것이 모범적인 감독 지배구조의 핵심인 것이다. 이와 같은 독립적인 금융감독 지배구조는 통화정책의 정치적 중립성과 신뢰성을 확보하기 위해 중앙은행을 독립시키고 그들에게 책무성을 부과하는 형태와 동일한 구조라고 볼 수 있다.

이와 같은 논의는 정부의 금융시장에 대한 개입이 많을수록 금융감독도 보다 독립적으로 수행되어야 한다는 점을 의미한다. 정부가 금융시장에 미치는 영향력이 큰 국가일수록 정부의 이해상충 문제에 따른 사회적 비용이 증가할 것이고, 따라서 이들 국가에서는 이해상충 문제를 제어하기 위해 보다 강력한 제도적 규율 혹은 보다 독립적인 금융감독 지배구조가 바람직할 것이기 때문이다.

본 연구는 이와 같은 문제의식을 염두에 두고, 정부의 금융시장 개입 정도가 높을수록 금융감독기구도 보다 독립적으로 운영되는지 여부를 실증분석을 통해 살펴보고자 한다. 만약 각국의 정치권 혹은 정책당국이 이해상충 문제 해소를 중요하게 여긴다면, 정부의 금융시장 개입 정도가 높은 국가일수록 금융감독기구의 독립성도 높을 것으로 예상된다. 정부가 금융자원 배분에 보다 큰 영향력을 미칠수록, 금융감독의 역할을 동시에 수행하는 것은 더 큰 이해상충 문제를 야기하기 때문이다. 반면, 정부가 이해상충 문제의 해소보다는 금융시장 개입을 통한 정책적 금융지원이라는 목표 달성에 더 초점을 맞추고 있다면, 금융시장에서 정부의 영향력이 큰 국가일수록 금융감독기구의 독립성도 낮을 것으로 추측할 수 있다. 금융정책과 금융감독의 두 가지 권한을 모두 갖고 있는 것이 금

융자원을 특정 부문에 배분하는 정책적 자금지원의 목표달성을 더 효과적이기 때문이다.

금융감독의 독립성과 정부의 금융시장 개입 정도 간 관계를 실증분석하기 위해, 본 연구에서는 Barth, Capiro, and Levine(2013)이 정리한 자료를 기반으로 분석 데이터를 구축하고 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석에서는 우선 일반은행 자산 중 정부소유은행(정부 지분의 비중이 50%를 상회하는 은행)의 자산비중이 은행산업에 대한 규제 정도에 영향을 받는지 여부를 살펴보았다. 만약 정부소유은행 비중의 증가가 은행의 진입, 영업행위 및 자산구성 등 다양한 측면에서 정부가 민간은행을 강하게 규율하는 과정에서 나타난다면, 정부소유은행 비중의 증가는 정책 추진에 따른 인위적인 신용공급의 확대로 볼 수 있다.¹ 이 경우 정부소유은행 비중은 ‘정부의 신용시장에 대한 정책적 개입의 정도’를 대표하는 변수로 해석할 수 있다. 다음으로는 본 연구의 핵심 질문에 답하기 위해 정부소유은행 비중이 높은 국가에서 금융감독의 독립성도 높게 나타나는지 살펴보았다. 만약 이해상충 문제의 해소보다 정책적 신용배분이 우선시된다면, 정부소유은행 비중이 높을수록 금융감독의 독립성도 낮은 현상이 관측될 것이다.

분석 결과, 정부소유은행의 비중은 정부의 민간은행 규율 강도와 유의한 양의 상관관계를 가지며, 이와 같은 정부소유은행 비중이 높은 국가에서 금융감독의 독립성도 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 이는 정부소유은행 비중의 증가가 주로 정책적 신용공급의 결과로 나타나며, 이와 같은 정책적 신용공급의 비중이 높은 국가일수록 이해상충 문제에 취약한 상황에 처해 있다고 해석할 수 있다.

우리나라의 경우 정부소유은행 비중은 OECD 국가들과 비교할 경우 상대적으로 높은 수준인 반면, 금융감독의 독립성은 낮은 것으로 나타난다. 이는 정부가 정책적으로 신용을 공급하는 경향이 강한 반면, 정부의 이해

¹ 바꾸어 말하면, 정부의 은행에 대한 규율이 강화되더라도 정책적 신용공급의 영향이 없다면 정부소유은행의 점유율에는 큰 변화가 없을 것이며, 정부의 은행에 대한 규제 강도와 정부소유은행 비중 간에는 일정한 관계가 존재하지 않을 것으로 예상할 수 있다.

상충 문제를 적절히 제어할 만한 기제는 상대적으로 부족하다는 점을 의미한다. 이와 같은 구조라면, 정부의 금융시장 개입은 민간금융시장을 강력하게 규제한 가운데 나타난 것이기 때문에 시장실패를 보완하는 역할을 수행하더라도 금융시장의 발전을 지속적으로 저해할 가능성이 높다. 아울러 신용시장에 대한 정책적 개입 경향이 강함에도 불구하고 금융감독이 독립적으로 운영되지 못함으로 인해 정부의 금융시장 개입은 이해상충 문제 소지가 크며, 이로 인해 사회적 비용이 크게 발생할 가능성도 있다. 요약하자면, 우리나라의 경우 정부의 금융시장 개입에 따른 순효과는 그 편익(단기적 시장실패 보완)에 비해 비용(금융시장 발전 저하, 이해상충에 따른 사회적 손실 등)이 더 클 가능성이 높다고 볼 수 있다. 따라서 정책적 신용공급을 줄이거나, 금융감독의 독립성을 높여 금융시장을 발전시키고 이해상충의 문제를 해소할 필요가 있다. 이와 같은 금융개혁 과제들은 기업의 생산성 향상이 매우 절실한 우리나라의 경제상황을 고려할 때, 경제성장을 촉진시키는 데 있어서도 매우 중요한 영향을 미칠 것이라고 판단된다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제2절에서는 정부소유은행 및 금융감독의 독립성과 관련된 기존 연구의 결과를 되짚어 본다. 특히 정부 소유은행 비중의 증가가 경제적으로 어떠한 의미를 가지는지, 그리고 금융감독의 독립성과 어떠한 관계를 예상할 수 있는지 등에 집중하여 관련 연구를 살펴본다. 제3절에서는 실증분석에 사용된 자료, 분석의 방법론 및 결과를 소개한다. 제4절에서는 한국산업은행에 대한 사례를 통해 우리나라의 정부소유은행 운영과 금융감독 지배구조의 현황을 짚어보고, 제5절에서는 실증분석 결과를 기반으로 우리 경제의 여건에 맞는 정책적 시사점을 도출한다. 마지막으로 제6절에서는 본 연구를 결론짓는다.

제2절 기존 연구

은행산업에서 정부소유은행의 비중이 증가하는 것은 크게 두 가지의 관점에서 살펴볼 수 있다. 하나는 시장실패를 보완하는 정부의 역할이기 때문에 바람직하다는 관점(development view)이고, 다른 하나는 정치적인 관점에서 금융자원을 배분하기 때문에 자원배분의 효율성을 악화시킬 수 있다는 관점(polynomial view)²이다.

시장실패의 보완을 지지하는 연구들은 정부소유은행이 정보비대칭성 문제를 해소하여 시장에 충분한 신용이 공급될 수 있도록 도와주며, 장기적으로 긍정적인 외부효과(positive externality)를 나타내는 사업에도 종종 자금을 지원한다는 점을 들어 정부소유은행이 금융시장 및 국가경제 발전에 긍정적인 영향을 미친다고 주장한다(Gerschenkron, 1962; Armendariz de Aghion, 1999; Bruck, 1998 등 참조).

반면, 정부소유은행의 부정적 영향을 지지하는 연구들은 정부소유은행이 가지고 있는 태생적 한계, 즉 정치권 혹은 정책결정자들의 영향력으로부터 자유로울 수 없다는 점을 들어 정부소유은행이 다양한 경로로 금융자원을 왜곡된 형태로 배분하고 이로 인해 금융안정 및 경제성장 등에 악영향을 미친다고 주장한다. 우선 정부소유은행의 왜곡된 금융자원 배분 가능성에 대해서 Kornai(1979)와 Shleifer and Vishny(1998) 등은 이들 은행의 소유주인 정부에 사적인 이익을 취할 유인이 존재하여 정부소유은행의 자산이 국가경제의 발전보다는 정치적 이익 추구에 이용될 수 있다는 점을 지적하였다. 이와 같은 정치적 목적의 금융자원 배분은 금융 시장에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상되는데, 이와 관련하여 Caprio and Martinez Peria(2002)는 은행산업에서 정부소유은행의 자산비중이 증가할 경우 자산부실화가 진행되면서 은행위기의 가능성도 증가한다고 주장하였다. Barth, Capri, and Levine(2000)은 유사한 분석에서 정

² 정부소유은행의 경제적 영향에 대한 기존 연구에 대해서는 World Bank(2013), pp.104~121에서 상세히 잘 정리하고 있으니 참고하기 바란다.

부소유은행의 비중 증가가 은행위기 가능성을 높인다는 결과를 발견하지는 못했으나, 정부소유은행이 부실화되는 경우 정부가 해당 은행을 지원하기 때문에 이와 같은 실증 결과가 나타난 것으로 해석하였다. 즉, 정부의 금융지원이 없다면 정부소유은행이 금융안정성에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 것이다.

한편, La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer(2002)는 정부소유은행 비중이 높은 국가일수록 정부의 금융시장에 대한 간섭이 심하고, 금융시장의 발전 정도도 낮으며, 1인당 소득도 낮다는 점을 보여준 바 있다. 이와 같은 결과는 정부가 민간은행의 활동은 억제하는 반면 정치적 이익을 위해 정부소유은행을 운영하다 보니 금융시장의 발전이 정체될 뿐만 아니라 국민경제 전체에도 악영향을 끼치고 있다고 해석할 수 있다. 이들 연구에서도 정부소유은행의 비중 증가는 은행시스템의 안정성에 다소 부정적인 영향을 미친다는 점을 보여주고 있다.

이후 연구들은 정부소유은행의 활동이 정치적인 금융자원 배분과 관계가 있다는 점을 입증하는 데 분석의 초점을 맞추었다. Sapienza(2004)는 이탈리아의 은행산업에 대한 분석을 통해, 정부소유은행의 대출이 정치권과 연계되어 있다는 점을 실증분석을 통해 보여주었다. 정부소유은행들의 경영진은 특정 정당과 긴밀한 관계를 맺고 있으며, 정부소유은행들이 상대적으로 낮은 우대금리로 대출을 해준 지역에서 해당 정당이 높은 지지율을 나타냈다는 점을 실증분석을 통해 밝힌 것이다. 아울러 Dinc(2005)는 국가별 자료에 대한 분석을 통해 정부소유은행들이 선거가 있는 해에 민간은행에 비해 높은 대출증가율을 나타낸다는 점을 보여주었으며, 이와 같은 결과를 통해 정부소유은행들의 대출행태가 정치권의 영향력으로부터 자유롭지 못하며, 종종 자산부실화로 연결될 수 있다는 점을 보여주었다. 이와 비슷한 연구로 Micco, Panizza, and Yanez(2007)도 개발도상국의 정부소유은행들이 선거 등 정치적인 사이클에 맞추어 무리한 대출을 실행한 결과, 선거 연도에 민간은행에 비해 부진한 실적을 나타낸다는 점을 보여준 바 있다. 한편, 브라질의 정부소유은행에 대해서는 보다 심층적인 연구가 이루어진 바 있다. Claessens, Feijen, and Laeven

(2008)은 선거에서 이긴 후보자에게 많은 후원금을 낸 기업들은 선거 이후 정부소유은행으로부터 대가성 대출을 크게 늘릴 수 있었으며, 이와 같은 지대추구행위는 GDP의 0.2% 가량에 달하는 경제적 손실을 초래할 수 있다고 보고하였다. Carvalho(2014)는 브라질의 정부소유은행들이 정치적 대출을 통해 지역 고용시장의 인력배분 기능에 영향을 미칠 수 있다는 점을 발견하였다. 선거 이전에 기업들은 특정 정당에 정치적 이익을 제공할 수 있는 지역에 고용을 증가시키고, 정부소유은행들은 이들 기업에 우대금리로 대출을 제공한다는 것이다. 이와 같은 결과는 정부소유은행들이 정치인들의 선거전략 수단으로 사용될 수 있음을 의미한다.

한편, 정부소유은행들이 왜곡된 금융자원 배분으로 경제성장에 부정적인 영향을 미친다는 점과 더불어 금융시장 발전에도 긍정적인 영향을 미치지 못한다는 연구들이 존재한다. La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer(2002)는 정부소유은행 비중이 증가하는 경우 기업들의 신용에 대한 접근성이 저하되고 금융시장의 불안정성도 확대되며 전반적인 금융시장의 발전속도도 떨어진다는 점을 발견하였다. Beck, Demirguc-Kunt, Martinez Peria(2007)는 정부소유은행이 일반 국민들의 금융서비스에 대한 접근성(인구 혹은 면적 대비 은행 지점 및 현금자동입출입기(ATM) 등의 비중 기준)에 긍정적인 영향을 미치고 있는지 살펴본 결과, 정부소유은행의 비중이 높을 경우 금융서비스에 대한 접근성이 유의미하게 하락한다는 점을 발견하였다. World Bank(2013)는 브라질의 대형 정부소유은행인 Banco Nacional de Desenvolvimento Economico e Social(BNDES) 사례를 제시하면서, 글로벌 금융위기 당시 정부의 자본확충으로 BNDES가 시중에 낮은 이자로 대규모 자금을 공급할 수 있었으나, 이 자금은 주로 외부조달에 여력이 있는 대기업에 집중 공급되었기 때문에 결과적으로는 민간은행들의 대출시장을 잠식하는 결과를 가져왔다고 보고하였다. 이 같은 결과들은 시장실패를 보완하는 차원에서 정부가 금융시장에 개입하더라도 효율적인 관리가 뒷받침되지 못한다면 민간금융시장을 구축하는 등 애초 설정된 목표에 정면으로 반하는 결과를 초래할 수도 있다는 점을 의미한다.

정부소유은행이 경제적으로 부정적인 영향을 미치게 되는 근본 원인과 관련해서는 주로 공공부문의 취약한 지배구조 등 제도적 측면이 많이 거론되고 있다. 제도적 여건과 정부소유은행의 비중과 관련해서 La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer(2002)는 국민들의 정치적 권리가 더 많이 보장되고 보다 더 민주적인 국가일수록 정부가 더 효율적이고 조세 순응성이 높으며 행정서비스가 발달하고, 부패가 적은 국가일수록 그리고 재산권 보호가 잘되며 법치주의가 잘 실현되는 국가일수록 정부소유은행 비중이 낮다는 실증 근거를 제시하였다. 한편, Andrews(2005)는 정부소유은행과 관련된 연구들을 정리하면서 전반적인 제도의 발전도가 낮은 국가일수록 정부소유은행의 비중이 높고, 공공부문의 지배구조도 취약한 경향이 있으며, 이로 인해 금융위기가 발생할 가능성도 더 높아질 수 있다고 지적한 바 있다. 비슷한 관점에서 Das, Quintyn, and Chenard(2004)도 공공부문의 지배구조가 취약하면 금융안정성을 훼손할 가능성이 매우 크며, 그 영향은 금융감독 그 자체보다 더 클 수 있다고 주장한 바 있다.

정리하자면, 기존 연구에서는 대체로 정부소유은행에 대해 부정적인 관점(polynomial view)을 지지하고 있으며, 그 이유는 주로 정치권 혹은 정부의 지대추구행위로 금융자원 배분에 왜곡이 발생하기 때문이라고 볼 수 있다. 만약 이와 같은 행위를 제어할 수 있는 제도적 장치가 적절히 마련되어 있거나 원활히 작동하였다면, 정부소유은행에 대한 긍정적인 관점(development view)도 지지될 수 있었을 것이다.

한편, 저자들이 지금까지 파악한 바에 따르면, 정부가 은행을 소유하고 운영하는 행위와 금융감독의 독립성 간 관계를 실증적으로 연구한 논문은 그리 많지 않은 것으로 사료된다. 그럼에도 불구하고 금융감독의 독립성에 대한 연구들은 정부소유은행을 포함하여 정부 혹은 정치권이 금융시장에 영향력을 행사하는 행위 또는 그와 같은 정책이 금융감독의 독립성을 훼손할 수 있다는 점을 지적하고 있다. Quintyn and Taylor(2002)는 1997년 한국의 사례를 들어, 금융감독의 독립성 부족이 금융위기의 단초를 만들었다고 주장하고 있다. 당시 외환위기의 시발점이었던 종합금융회사(종금사) 등 비은행들은 정부부처 중 하나였던 재정경제부가 감

독권을 행사하고 있었는데, 재정경제부의 금융감독은 정치권의 영향력으로부터 자유롭지 못하다 보니 감독이 부실하거나 제재조치를 유예하였고 규제차익 및 과도한 위험추구행위 등도 제대로 방지하지 못하여 결국 금융위기를 초래하였다는 것이다. Barth, Nolle, Phumiwasana, and Yago (2003)도 금융감독의 독립성에 영향을 미칠 수 있는 몇 가지 정부의 행위를 지적하면서, 위험추구행위를 확산시키는 금융규제를 보호(규제포획 등으로)하거나 감독조치를 유예하는 정책, 특정 산업을 지원하는 정책적 금융지원, 그리고 정부소유은행을 통한 금융시장 개입 등을 금융감독의 독립성을 훼손할 가능성이 있다고 주장하였다. 한편, 정치권의 독립적 감독에 대한 신뢰가 뒷받침되지 않고서는 금융감독이 독립적으로 이루어지기 힘들다는 주장도 있다. Quintyn, Ramirez, and Taylor(2007)는 금융개혁을 시도한 많은 국가들에서 금융감독기구의 독립성과 책무성이 향상된 것처럼 보이나, 개선된 책무성 강화의 내용이 정부의 금융감독기구에 대한 통제력 강화라는 결과로 나타남에 따라 실질적인 감독기구의 독립성은 별다른 개선을 보이지 않았다고 지적하였다. 이에 대하여 저자들은 각국 정부 및 정치권에서는 중앙은행에 부여했던 것과 동일한 정도의 독립성과 책무성을 금융감독기구에는 부여하지 못하고 있으며, 여기에는 각국 정치권의 독립적인 금융감독에 대한 ‘두려움(fear)’이 작용하고 있기 때문이라고 해석하였다.

금융감독의 독립성과 관련된 연구들을 요약하면, 공통적으로 정부 및 정치권의 다양한 금융시장 개입행위 혹은 금융시장 개입이라는 수단이 사라지는 경우에 대한 두려움 등이 감독의 독립성 개선을 저해하는 요인이라고 볼 수 있다. 즉, 정부의 금융시장에 대한 개입 혹은 금융정책에 대한 견해에 따라, 이와 같은 정책을 우선시하고 강력하게 추진하는 국가일수록 금융감독의 독립성은 떨어질 수밖에 없으며 이와 같은 문제는 금융위기를 초래할 수도 있다는 것이다. 따라서 관련 연구들은 감독기구에 제도, 예산, 행위 및 규제 설정 등 모든 영역에서 충분한 독립성을 부여하고 그에 걸맞은 책무성을 부과해야 한다고 주장한다. 이와 같은 여건이 조성되지 않으면 감독기구의 신뢰를 높이는 것도 불가능하다는 것이다.

본 연구에서 살펴보고자 하는 질문은 정부소유은행 비중을 통해 정부의 금융시장에 대한 정치적 개입 정도를 측정할 수 있는가? 만약에 그렇다면, 정부소유은행 비중이 높을수록 금융감독의 독립성에 차이가 존재하는가이다. 관련된 기존 연구들을 돌아보면, 은행산업 내 정부소유은행의 비중이 높은 국가는 정치권 및 정부의 사적이익 추구행위 혹은 단기 시계에 의한 금융시장 개입이 많은 국가로서 독립적인 금융감독에 대해 회의적인 시각을 가지고 있을 가능성이 높다. 만약 이러한 가설이 맞다면, 정부소유은행의 비중과 금융감독의 독립성 간에는 음(−)의 상관관계가 나타날 것이다. 하지만 정부소유은행의 비중이 높을 경우 정부의 이해상충 문제로 부실감독 문제가 나타날 수 있다는 점이 금융감독체계 설계에 있어 중요하게 받아들여졌다면, 정부소유은행 비중과 금융감독의 독립성 간에는 양(+)의 상관관계가 나타날 것으로 예상된다. 다음 절에서는 이와 같은 가설을 검증하기 위해 본 연구에서 사용한 분석 자료 및 방법에 대해 설명하고 분석 결과를 제시한다.

제3절 실증분석

1. 분석자료

가. 주요 변수의 출처 및 정의

본 연구의 실증분석에서 사용한 데이터는 Barth, Capiro, and Levine (2013)에서 수집한 자료를 중심으로 구성되었다. 동 자료는 세계은행 (World Bank)에서 주기적으로 조사하는 각국의 은행 규제 및 감독 서베이(Bank Regulation and Supervision Survey: BRSS)를 기초로, 저자들이 응답 간에 존재하는 불일치를 식별 및 수정하고 학술적 연구에 적합하도록 각국의 은행 규제 및 감독 구조를 지수화하여 재구성한 자료³이다. 여기에는 1999년부터 2011년 기간 중 진행된 총 네 차례의 세계은행 서베

이 자료가 축적되어 있으며, 전 세계의 100여 개 이상 국가에 대한 은행 규제 및 감독 구조의 정보가 수집되어 있다.

이 중 본 연구에서 관심을 집중하고 있는 변수들은 각국의 은행산업 내 정부소유은행의 자산 비중, 그리고 금융감독(혹은 은행감독)기구의 독립성과 관련된 변수들이다. 우선 정부소유은행⁴ 비중은 일반은행의 총자산 중 정부가 50% 이상의 지분을 소유한 은행의 비중으로 정의되었다. 이 자료는 세계은행 서베이에서 각국 은행시스템의 특성을 파악하기 위해 조사한 것으로, 1999년, 2002년, 2006년, 2011년 시점을 기준으로 관련 정보가 수집되어 있다.

다음으로 금융감독기구의 독립성은 제도적 측면에서의 독립성(institutional independence)을 의미하며, 정부 혹은 은행산업의 압력으로부터 독립적으로 감독행위를 집행할 수 있도록 제도적 장치가 마련되어 있는지, 그리고 임기가 확보되는지 등에 대한 응답으로 구분되어 있다. Barth, Capiro, and Levine(2013)은 이 세 가지 응답의 단순 합계를 금융감독기구의 독립성에 대한 지수로 정의하고 있으며, 본 연구에서도 이를 분석에 활용하였다.

한편, 정부소유은행 비중이 실제로 ‘정부 및 정치권의 신용시장에 대한 개입 정도’를 대리하는 변수인지 확인하기 위해 La Porta, Lopez de

3 해당 자료는 인터넷 주소 http://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/Regulation.htm에서 다운로드받을 수 있다.

4 정부소유은행은 자본조달방식 및 운영 등에 있어서 다양한 형태가 존재한다. 구체적으로는, 예금을 취급하고 일반은행과 동일한 영업활동을 하는 일반은행(commercial bank), 예금을 수취하나 특정 목적의 투자활동을 수행하는 개발은행(development bank), 예금을 취급하지 않는 개발금융기관(development financial institution) 등으로 분류될 수 있다 (Scott, 2007). 세계은행 서베이에서는 정부가 소유하고 있는 일반은행을 정부소유은행으로 정의하고 있다.

5 금융감독기구의 독립성은 예산, 규제, 감독 및 제도 등 네 가지 측면에서 정의될 수 있는데(Quintyn and Taylor, 2002; Quintyn, Ramirez, and Taylor, 2007), Barth, Capiro, and Levine(2013)에서 정리한 것은 제도적 측면에서의 독립성이라고 볼 수 있다. 다만, ‘은행 산업으로부터 독립적으로 감독행위를 집행할 수 있도록 제도적 장치가 마련되어 있는지 여부를 나타내는 문항’의 경우 감독행위(예컨대 영업정지 등 행정제재)의 독립성과도 관련되어 있어 엄밀한 의미에서는 ‘감독 독립성’과 관련된 정보도 일부 포함하고 있다고 볼 수 있다.

Silanes, and Shleifer(2002)에서와 같이 민주화지수⁶를 고려하였다. 정부 소유은행을 통한 금융시장 개입이 시장실패를 보완하기보다는 정치적인 목적성을 가진 투자로 이어진다면, 민주화 정도가 높은 국가일수록 정부의 이와 같은 사적인 이익추구행위를 제어하는 기제가 잘 작동할 것이며 따라서 정부소유은행 비중도 낮을 것이다. 이와 비슷한 취지로, 은행에 대한 정부의 규제 강도를 측정할 수 있는 변수들도 분석에 활용⁷하였다. 구체적으로 정부의 은행에 대한 규제를 증권업, 보험업 및 부동산투자업 등의 영업활동에 대한 규제(영업규제), 지난 5년간 은행업 인가 신청건수 대비 불허건수의 비중(진입규제), 자기자본비율 산정의 엄격성(자본규제 엄격성) 등으로 구분하여 동 규제의 강도가 강해질 때 정부소유은행 비중이 증가하는지 여부를 살펴보았다. Barth, Capiro, and Levine(2006)에 따르면, 독재정부일수록 기득권의 이익을 수호하기 위해 은행에 대한 영업규제와 진입규제를 강화하려는 경향 혹은 규제포획의 가능성(regulatory capture)이 있기 때문에, 정부소유은행이 이와 같은 정치적 목적을 달성하기 위한 수단으로 사용된다면 정부소유은행 비중과 은행에 대한 규제는 유의미한 상관관계를 가질 것이다.

나. 통제변수

금융감독기구의 독립성과 정부소유은행 비중 간 관계를 실증분석하기 위해 감독기구의 독립성에 영향을 미칠 수 있는 변수로 정부소유은행 비중 이외에 금융시장 발전 정도, 은행산업 집중도 등 국가별 금융시스템의 특성 및 경제발전 정도 등을 통제변수로 고려하였다.

우선, 금융시장의 발전 정도를 반영하는 변수로는 Svirydzenka(2016)의 금융발전지수(financial development index)를 활용하였다. 동 자료는 국제

6 민주화지수 자료는 Center for Systemic Peace의 Polity IV Project 홈페이지(<http://www.systemicpeace.org/polityproject.html>)를 통해 얻을 수 있다.

7 La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer(2002)에서도 정부소유은행 비중을 ‘정부개입도 (government intervention)’에 대해 회귀분석하면서 이와 비슷한 해석을 내리고 있다.

통화기금(International Monetary Fund: IMF)이 금융기관 및 금융시장의 발전 정도를 심도(depth), 접근성(access) 및 효율성(efficiency) 측면에서 측정하고 지수화한 것으로 금융발전과 경제성장, 불평등 및 안정성 간의 관계를 살펴보기 위해 학계 및 정책연구기관 등에서 자주 활용되는 자료이다. 한편, 은행산업의 집중도는 예금 기준으로 상위 5위 은행들이 전체에서 차지하는 비중(은행집중도)으로, 경제발전 정도는 로그를 취한 1인당 GDP(Gross Domestic Product)로 정의하였다.

분석에 사용된 주요 변수 및 통제변수에 대한 보다 구체적인 설명과 출처는 부록의 <부표 5-1>에 표기하였으니, 참고하기 바란다.

<표 5-1>은 본 연구의 실증분석⁸에서 활용한 변수들의 기초통계량을 보여주고 있다. 정부소유은행의 자산 비중은 표본기간 중 평균 18.3%를 기록해 전체 은행의 적지 않은 부분이 정부 소유 및 통제하에 있음을 보여주고 있다. 금융감독기구의 제도적 독립성을 나타내는 지수를 살펴보면, 임기의 독립성(0.53)이 정부(0.35)로부터의 독립성에 비해 보다 잘 보장되고 있는 것으로 나타났다. 하지만 전반적인 독립성 지수는 평균 1.5 정도에 그쳐, 세 가지 항목 중 평균적으로 두 가지에 대해서는 독립적 감독이 보호되지 않는 상황인 것으로 파악되었다.

영업규제와 자본규제 업격성의 경우 평균값이 각각 7.3과 3.9를 기록하여 설문을 통해 평가될 수 있는 중간 정도의 규제 강도(7.5와 5.0)에 근접한 수준의 규제가 이루어지고 있음을 보여주고 있다. 하지만 규제 강도의 표준편차는 각각 2.0 및 1.7을 기록하여 바젤협약 등으로 각국이 국제금융규제를 준수하려는 노력 등을 기울임에도 불구하고 국가별로 은행업에 대한 규제 강도는 큰 차이를 보이고 있음⁹을 알 수 있다. 한편, 은행업 인가 신청건수 대비 불허건수의 비중(진입규제)은 평균 15.9%를 기록한 반면, 표준편차는 24.2%를 기록하여 국가별 은행업에 대한 진입규제의

8 참고로 통계분석의 안정성을 위해 실증분석 및 기초통계량 산출에서는 세계은행 기준으로 경제 및 인구 등에서 규모가 매우 작은 국가들을 분석자료에서 제외하였다.

9 분석자료에 있는 모든 국가 및 연도에 대한 평균값이지만, 국가 내 금융규제의 변동은 상대적으로 크지 않을 것이라고 가정한다면 대부분의 편차는 주로 국가별 금융규제의 격차에서 발생한 것으로 이해해도 무방할 것이다.

<표 5-1> 분석자료의 기초통계량

	평균	표준편차	최솟값	최댓값	관측치 수
정부소유은행 비중	0.18	0.22	0.00	0.97	350
금융감독 독립성	1.54	0.94	0.00	3.00	401
정부로부터의 독립성	0.35	0.48	0.00	1.00	401
은행으로부터의 독립성	0.66	0.47	0.00	1.00	401
임기의 독립성	0.53	0.50	0.00	1.00	401
민주화지수	5.58	3.88	0.00	10.00	535
영업규제	7.32	2.02	3.00	12.00	400
진입규제	0.16	0.24	0.00	1.00	318
자본규제 엄격성	3.91	1.71	0.00	7.00	403
금융발전도	0.31	0.25	0.00	1.00	532
은행집중도	0.66	0.20	0.04	1.00	349
경제발전도	8.92	1.28	6.20	11.58	544

자료: Barth, Capiro, and Levine(2013); Center for Systemic Peace, 'Polity IV Project'; World Economic Forum; World Bank.

강도는 영업 및 자본 규제의 강도에 비해 상대적으로 편차가 큰 것으로 나타났다. 아울러 민주화지수를 살펴보면, 평균 5.6과 표준편차 3.9를 기록하고 있는데, 이와 같은 수치는 분석자료 내에 완전한 민주주의에서부터 독재주의까지 다양한 정치체제의 국가들이 포함되어 있음을 의미한다.

다. 정부소유은행 비중과 금융감독기구 독립성의 관계

정부소유은행의 비중과 금융감독기구의 독립성은 어떠한 관계를 나타낼까? <표 5-2>는 이 같은 질문에 답하기 위해 정부소유은행 비중이 높은 국가와 낮은 국가의 금융감독 독립성을 비교하고 있다. 우선 국가별로 표본기간 중 정부소유은행 비중 및 금융감독 독립성에 대한 기간 내 평균값을 구한 후, 정부소유은행 비중을 기준으로 상위 10% 및 하위 10%에 해당되는 국가들의 평균적인 금융감독 독립성을 계산하여 그 차이가 통계적으로 유의한지 여부를 통계적으로 검증해 보았다. 전체적인

<표 5-2> 정부소유은행 비중과 금융감독기구의 독립성

		합계	정부	은행	임기
정부소유은행 비중	낮음(A)	1.76	0.34	0.75	0.67
	높음(B)	1.12	0.23	0.56	0.33
차이(A-B)		0.64**	0.11	0.18	0.35***

주: 1) 정부소유은행 비중(표본 중 평균)이 상위 10% 이상인 경우 '높음'으로, 하위 10% 이하인 경우 '낮음'으로 구분함.

2) **와 ***는 금융감독 독립성에 차이가 없다는 귀무가설에 대해서 t검정이 5%와 1% 유의수준하에서 유의하다는 점을 의미함.

자료: Barth, Capiro, and Levine(2013).

금융감독 독립성을 먼저 살펴보면, 정부소유은행 비중이 낮은 국가들은 평균 1.76을 기록하였고, 정부소유은행 비중이 높은 국가들은 1.12를 기록하여 정부소유은행 비중이 높은 국가에서 금융감독 독립성은 낮은 것으로 나타났다. 두 평균값이 통계적으로 유의미한 차이를 나타내는지 t검정을 실시한 결과, 두 그룹의 금융감독 독립성은 5% 유의수준하에서 통계적으로 유의미한 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 독립성 지표의 세부 항목을 살펴보더라도 정부소유은행 비중이 높은 경우 독립성 지표가 낮아지는 경향은 동일하게 관찰되었다. 한편, 정부 및 은행으로부터의 독립성 지표는 정부소유은행 비중이 높은 그룹과 낮은 그룹 간 차이가 통계적으로 유의하지 않은 반면, 금융감독 수장 임기의 독립성은 그 차이가 통계적으로 매우 유의한 것으로 나타나 정부소유은행 비중이 높은 국가들에서 금융감독 독립성이 낮은 것은 주로 감독기관 수장의 임기가 보장되지 않은 데 기인한 것으로 판단된다.

이와 같은 결과는 정부소유은행 비중과 금융감독 독립성 간 음(−)의 상관관계가 나타날 가능성을 내포하고 있어, 정부소유은행의 비중이 높을수록 정부 및 정치권이 금융감독의 독립성에 대해 회의적인 시각을 갖고 있다는 가설을 지지하는 실증 근거라고 볼 수 있다. 만약 이를 국가의 경우 정치적 영향력 혹은 단기 시계에 의한 정책 설계의 경향이 매우 강한 나머지 독립적인 금융감독을 정부의 금융정책을 저해하는 요소로 인식하고 있다면, 금융감독기관장을 교체하는 것은 정부의 금융시장 개입

을 원활히 하는 기제로 작용할 것이다. 다음 장에서는 이와 같은 가설이 여러 가지 요인들을 통제하더라도 유지되는지 살펴보기 위해 보다 정교한 실증분석을 시도해 본다.

2. 실증분석 방법론

금융감독의 독립성과 정부의 금융시장 개입 정도 간 관계에 대한 실증분석에 앞서 정부소유은행의 자산 비중이 은행산업에 대한 규제 정도에 영향을 받는지 고정효과 패널회귀분석모형을 통해 살펴보았다. 실증분석에 사용된 모형은 다음과 같은 전형적인 고정효과 패널회귀분석모형의 형태를 가지고 있다:

$$y_{i,t} = c + \alpha_i + \beta_t + \gamma X_{i,t} + u_{i,t}$$

여기에서 $X_{i,t}$ 는 민주화지수, 영업규제, 진입규제, 자본규제 엄격성 등을 포함하는 설명변수이고, α_i 는 국가별 고정효과를, 그리고 β_t 는 연도별 모든 국가에 영향을 미치는 공통적 효과(연도효과)를 의미한다. 만약 La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer(2002) 및 Barth, Capiro, and Levine (2006)에서 밝힌 바와 같이 정부소유은행 비중의 증가가 은행의 영업 및 진입규제 강화 등을 통해 은행산업의 영업활동 및 경쟁구조 등을 제약하고 동시에 정치적 대출을 증가시키는 과정에서 나타났다면 γ 는 유의한 양(+)의 값을 가지게 될 것이다. 자본규제 엄격성의 경우, 자기자본비율 산정의 엄밀성을 하락시키는 것이 상대적으로 위험관리능력 및 수익성이 낮은 정부소유은행으로 하여금 정치적 대출을 늘리는 데 긍정적인 작용을 할 것이므로, 이에 대한 계수추정치는 음(−)의 값을 가질 것으로 예상된다.

민주화지수의 경우에는 민주화 정도가 높을수록 정부의 금융시장 개입에 대한 견제 및 균형의 역할이 원활히 작동할 것으로 예상되므로, 민주화지수에 대한 계수추정치는 유의한 음(−)의 값을 나타낼 것으로 기대된다. 만일 γ 에 대한 추정치가 예상한 바와 같은 부호를 나타내고 통계적

으로 유의하다면, 정부소유은행 비중의 증가는 정치적 목적 달성을 위한 인위적인 신용공급의 확대로 해석할 수 있다.

만약 정부소유은행 비중이 예상한 바와 같이 정부의 신용시장에 대한 정치적 개입의 정도를 의미한다면, 정부소유은행 비중이 높은 국가에서 금융감독의 독립성은 낮아질 가능성이 있다. 앞서 간략한 분석에서 살펴본 바에 따르면, 금융감독의 독립성은 정부소유은행 비중이 높을수록 낮아지는 경향이 발견되었으며, 특히 임기의 독립성에서 그와 같은 현상이 두드러지게 나타나고 있었다. 하지만 이와 같은 현상이 실제 정부소유은행 비중의 차이에서 나타나는 것인지 아니면 전반적인 경제발전 혹은 금융시장 발전 정도 등의 차이에 의한 것인지는 불분명하다. 한편, 금융감독의 독립성에 대한 자료는 국가별 차이는 뚜렷하나 국가 내에서 시간에 따른 변동이 거의 없다는 특징을 가지고 있으며, 특정한 양(+)의 상수값을 가지고 있어 연속적인 값을 갖는 변수라고 볼 수 없다. 따라서 여기에서는 국가별로 정부소유은행 비중 및 금융감독의 독립성 등 분석에 사용되는 모든 변수를 국가별 기간 내 평균값을 취한 후, 국가별 순차적 로짓회귀분석(cross-country ordered logit regression)을 시도하였다. 국가별 평균값에 대한 실증분석이기 때문에 본 모형은 국가 내에서 나타나는 금융감독의 독립성 변화에 대해 설명하는 모형이라기보다는 국가별 금융감독 독립성 수준의 차이를 설명하기 위한 모형이라고 이해할 필요가 있다. 순차적 로짓회귀분석모형은 다음과 같이 쓸 수 있다.

$$\Pr(y_i = j) = \Pr(\kappa_{j-1} < \alpha + \beta X_i + \gamma Z_i + u_i \leq \kappa_j),$$

여기에서 y_i 는 국가별 금융감독의 독립성, j 는 금융감독 독립성의 수준값, 그리고 X_i 는 경제발전도, 금융시장 특성 등 국가별 금융감독 독립성에 대한 통제변수, 그리고 Z_i 는 정부소유은행의 비중이다. 만약 정부소유은행 비중이 높은 국가에서 정부가 인위적으로 금융시장에 개입하려는 경향이 강하고 금융감독기구에 대해서도 일정한 통제 혹은 영향력을 행사하고자 한다면, γ 에 대한 추정치는 유의미한 음(−)의 값을 나타낼 것이다.

한편, 정부소유은행 비중 이외에 국가 간 금융감독의 독립성을 설명하

는 중요한 변수들이 누락되는 경우, 정부소유은행에 대한 계수추정치는 특정한 방향으로 편향성을 가질 가능성이 있다. 예를 들어 금융의 발전 정도가 낮을수록 정부소유은행의 자산 비중이 높을 것으로 예상되므로 금융발전도와 정부소유은행 비중 간에는 음(−)의 상관관계가 존재할 가능성이 있다. 만약 금융발전도가 높은 국가일수록 금융감독의 독립성이 높아지는 관계가 실제로 존재하며 이와 같은 통제변수가 실증분석에서 누락된다면, 정부소유은행 비중의 계수추정치는 실제 값에 비해 낮아지는 하방 편향성(upward bias)을 가지게 되고, 이에 따라 통계적 유의성이 높은 것으로 평가될 가능성이 있다. 따라서 본 연구에서는 이와 같은 점에 유의하여 통제변수의 추가 여부에 따른 분석 결과를 보여주고자 한다.

3. 실증분석 결과

<표 5-3>은 정부소유은행 비중에 대한 고정효과 패널회귀분석 결과를 보여주고 있다. 국가에 대한 고정효과와 더불어 모든 국가들에 공통적인 영향을 미칠 수 있는 글로벌 요인을 제거하기 위해 연도별 고정효과도 추가하였다. 우선 민주화지수와 정부소유은행 간 관계를 살펴보면, 민주화지수와 정부소유은행 비중 간에는 유의미한 음(−)의 관계가 존재하고 있는 것으로 나타났다. 은행에 대한 규제 강도, 경제발전 정도 등을 모형에 추가하더라도 민주화지수의 계수추정치는 대체로 통계적으로 유의미한 음(−)의 값을 지니고 있었다. 모형 (1)에 따르면, 민주화지수에 대한 계수추정치는 −0.016을 기록하여 민주화지수가 단위 표준편차(3.9)만큼 상승하게 될 경우 정부소유은행 비중은 약 6.2%p가량 감소하는 경향을 보이는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 민주화지수와 정부소유은행 간 음(−)의 관계가 통계적 측면에서뿐만 아니라 경제적으로도 유의미하다는 점을 시사한다. 아울러 La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer(2002)에서 지적한 바와 같이 정부소유은행 비중의 증가가 정치적 금융시장 개입의 결과라는 가설을 지지하는 결과라고도 볼 수 있다. 만약 정부가 공공의 이익에 부합하는 방식으로 정부소유은행을 운영하였다고 가정하면

<표 5-3> 정부소유은행 비중에 대한 고정효과 패널회귀분석 결과

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
민주화지수	-0.016** (0.006)	-0.016** (0.007)	-0.014* (0.007)	-0.013* (0.007)	-0.013* (0.007)
영업규제		0.007* (0.004)	0.010** (0.005)	0.011** (0.004)	0.012** (0.005)
진입규제			0.084** (0.036)	0.084** (0.035)	0.077** (0.036)
자본규제 엄격성				-0.018*** (0.005)	-0.017*** (0.005)
경제발전도					-0.074 (0.066)
상수항	0.343*** (0.043)	0.294*** (0.059)	0.261*** (0.070)	0.310*** (0.068)	0.971 (0.606)
연도효과	yes	yes	yes	yes	yes
N	336	333	272	272	266
R-sq	0.138	0.167	0.225	0.292	0.288

주: 1) () 안의 숫자는 표준오차를 의미함.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

자료: Barth, Capiro, and Levine(2013); Center for Systemic Peace, 'Polity IV Project'; World Bank.

특정 국가가 보다 민주화되는 것은 정부소유은행의 역할을 확대시키는 압력으로 작용할 것인데, 실증분석 결과는 이와 반대로 민주화의 정도가 높아질수록 정부소유은행 비중이 감소한다는 점을 보여주고 있다. 이는 정부소유은행이 공공의 이익에 부합하는 방향으로 운영되지 못하고 있음을 시사한다.

영업규제와 진입규제에 대한 계수추정치도 모두 통계적으로 유의한 양 (+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 모형 (3)에 의하면 영업규제와 진입규제의 계수추정치는 각각 0.01 및 0.08로 추정되었으며, 단위 표준편차 만큼(2.02 및 0.24)씩 영업규제와 진입규제가 강화되는 경우 정부소유은행 비중은 대략 2%p가량 증가하는 것으로 분석되었다. 이와 같은 결과는 영업규제와 진입규제가 강화되면서 정부소유은행들의 은행산업 내 점유율이 유의미하게 상승했다는 점을 의미하므로, 정부소유은행이 정치적

혹은 특권적 성격의 대출을 확대하였을 가능성을 의미한다. 만약 이와 같은 정치적 영향력이 존재하지 않았다면, 은행에 대한 진입규제 및 영업규제의 강화는 정부소유은행 비중을 증가시키는 데에 별다른 영향을 미치지 않았을 것이다.

한편, 자본규제의 엄격성(자본규제)은 정부소유은행과 음(−)의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 통계적으로는 1% 수준에서 계수추정치가 유의미한 값을 가지고 있었으며, 경제적으로는 단위 표준편차(1.7)만큼 자본규제가 엄격해지는 경우 정부소유은행 비중이 3.1%p 가량 하락하는 것으로 나타나 영업규제 및 진입규제에 비해 상대적으로 영향력이 큰 것으로 해석할 수 있다. 영업규제 및 진입규제와 달리 자본규제의 엄격성이 증가가 정부소유은행 비중을 감소시킨다는 점은, 자본규제의 엄격성이 떨어지는 과정에서 정부소유은행 비중이 증가하는 경향이 존재한다는 점을 반증한다고 볼 수 있다. 규제포획이 일반적으로 자본규제의 엄격성을 낮추는 방향으로 진행된다는 학계의 논의(Dell’Ariccia and Marquez, 2006) 등을 고려하면, 이와 같은 결과는 정부소유은행의 비중 증가가 정치적 혹은 특권적 대출 증가에 기인한다는 가설과 일치한다고 볼 수 있다.

경제발전도에 대한 계수추정치는 음(−)의 값으로 추정되었으나 통계적으로 유의하지 않았다. 경제가 발전함에 따라 시장실패에 따른 신용공급의 과부족 문제 등이 점차 해소되고 따라서 정부소유은행의 역할이 축소될 것이라는 관측(혹은 정부소유은행이 경제발전에 도움이 된다는 개발론적 관점(development view))과 부합되는 결과이나, 통계적 유의성이 부족하여 분석자료가 동 가설을 지지하고 있다고 해석하기는 어렵다고 볼 수 있다.

요약하자면, 전 세계 100여 개 국가들의 자료를 이용하여 정부소유은행 비중에 대한 고정효과 패널회귀분석 결과, 정부소유은행 비중은 민주화지수 및 자본규제의 엄격성 등과 유의미한 음(−)의 상관관계를, 영업규제, 진입규제 강도와 유의미한 양(+)의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 정부소유은행이 시장실패를 보완하여 경제발전에 기여하기보다는 규제포획을 통한 정치적, 특권적 대출을 통해 민간

금융시장을 구축한다는 가설을 지지하는 실증근거라고 볼 수 있다. 따라서 정부소유은행의 비중이 증가하는 경우, 금융감독과 금융정책의 두 가지 역할을 동시에 수행하는 정부에게는 금융감독의 역할이 금융정책의 역할에 비해 뒷전에 밀려 감독실패를 초래할 가능성이 높아지게 된다.

이와 같은 정부의 이해상충 문제가 금융감독구조 설계에 있어 중요하게 받아들여지고 있는지, 아니면 금융감독구조조차도 오히려 정부의 사적이익 추구 경향으로 왜곡되는지 여부를 살펴보기 위해, 금융감독의 독립성과 정부소유은행 간 관계에 대한 실증분석을 시도하였다.

<표 5-4>는 금융감독의 독립성과 정부소유은행 간 관계에 대한 국가별 순차적 로짓회귀모형(cross-country ordered logit regression)의 실증분석 결과를 보여주고 있다. 우선 정부소유은행 비중은 금융감독의 독립성과 유의미한 음(−)의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 경제발전도, 은행집중도 및 금융발전도 등을 통제하는 경우, 정부소유은행 비중의 계수추정치는 -1.9에서 -1.5~−1.6으로 소폭 증가하지만 통계적으로 유의한 음(−)의 상관관계는 여전히 유지되는 것으로 나타났다.

<표 5-4> 금융감독 독립성에 대한 국가별 순차적 로짓회귀분석 결과

	(1)	(2)	(3)	(4)
정부소유은행 비중	-1.941*** (0.734)	-1.539* (0.803)	-1.623** (0.813)	-1.578* (0.826)
경제발전도		0.0454 (0.125)	0.0647 (0.126)	-0.179 (0.232)
은행집중도			0.250 (0.776)	0.509 (0.797)
금융발전도				1.299 (1.182)
N	119	114	113	111
chi ²	6.909	4.061	4.662	6.051
p-value	0.090	0.131	0.198	0.195

주: 1) () 안의 숫자는 표준오차를 의미함.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

자료: Barth, Capiro, and Levine(2013); World Economic Forum; World Bank.

모형 (4)의 결과에 따르면, 정부소유은행 비중이 단위 표준편차(0.22)만큼 증가하는 경우 금융감독의 독립성은 0.35만큼 하락하는 것으로 나타났다. 금융감독 독립성의 표준편차(0.94)와 비교해도 결코 작지 않은 변화 폭이라고 볼 수 있다. 앞의 분석에 따르면, 정부소유은행 비중이 증가하는 것은 규제포획을 통한 정치적, 특권적 대출이 확대되는 것으로 볼 수 있으며, 이와 같은 정치적 대출이 높은 국가에서 금융감독의 독립성이 낮다는 분석 결과는 금융감독구조가 이해상충 문제를 해소하기 위해 설계 되기보다는, 정부의 금융시장 개입을 지원하기 위해 설계되고 있음을 의미한다. 만약 이해상충 문제를 해소하는 데에 감독구조 설계의 초점이 맞추어졌다면, 정부소유은행 비중이 높은 국가에서 금융감독의 독립성도 높다는 결과가 나타났을 것이다.

한편, 통제변수들에 대한 계수추정치를 살펴보면, 금융감독의 독립성은 경제발전도와 음(−)의 상관관계를, 은행집중도 및 금융발전도와는 양(+)의 상관관계를 보이는 것으로 나타났으나(모형 (4)의 결과 참조), 이들 변수의 계수추정치는 모든 모형에서 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나 통제변수들과 금융감독 독립성 간 관계가 경험적으로 강하게 뒷받침되지는 않는 것으로 판단된다. 이는 경제 및 금융시장의 발전 정도, 그리고 은행시장의 구조 등 경제 및 금융시장 여건보다는 정부의 금융시장에 대한 개입 혹은 정치적 신용공급에 대한 정부 및 정치권의 성향이 금융감독의 지배구조, 특히 감독의 독립성을 결정짓는 데 있어 중요한 사항으로 고려되고 있다는 점을 반증하는 결과이다.

제4절 사례연구: 한국산업은행에 대한 자본확충

한국산업은행은 금융시장의 발달이 미흡하였던 시기에 시장실패를 보완하기 위한 목적으로 설립되었던 한국의 대표적인 국책은행이며 정부소유은행이다. 글로벌 금융위기 직후에는 정부의 민영화 방침에 따라 정책금융의 역할이 한국정책금융공사로 이관된 바 있으나, 이후 민영화 방침

이 취소되면서 오히려 정책금융의 컨트롤타워 역할을 맡고 있다. 최근에는 대우조선해양 등 출자회사가 대규모 부실을 야기할 위험에 처하면서, 그 원인 중 하나로 한국산업은행의 경영관리 미흡 등이 지적되고 있다. 한편, 대우조선해양이 구조조정을 실시하면서 수출입은행을 비롯하여 한국산업은행 등 국책은행들이 대규모 자금을 지원하였고 이로 인해 한국산업은행에 대한 자본확충이 불가피하게 되었다. 여기에서는 한국산업은행에 대한 자본확충 사례를 살펴봄으로써 우리나라에서 나타나고 있는 정부의 금융시장 개입과 금융감독 지배구조의 문제점을 파악해 보고자 한다.

1. 산업은행의 역할 변화¹⁰

한국산업은행은 1954년 출범 당시 민간금융시장이 발달하지 못한 상태에서 시장실패 등으로 자금이 충분히 공급되지 못하였던 문제를 해소하는데 중요한 역할을 한 것으로 평가되고 있다. 주로 원조자금과 재정자금을 통해 조달한 자본을 수리자금, 기간산업건설자금, 중소광업자금, 주택건설자금 등 정책자금으로 운용함과 동시에 금리체계를 세분화하고 여신제도를 개선하였으며, 민간기업에 대한 운영자금 공급의 역할도 수행하였던 것으로 사료된다.

이후 1960년대에는 경제개발정책을 뒷받침하기 위해 주요 전략산업을 대상으로 거액의 장기 설비자금을 조달하여 공급하는 등 개발금융업무를 확대하였고, 1970년대에는 정부의 중화학공업화 추진에 발맞추어 장기산업금융기관의 기능을 강화하면서 중화학공업 건설에 필수적인 장기 설비자금의 조달 및 공급 활동을 적극적으로 수행하였다. 이 시기에는 자금 조달을 확대하기 위해 외자도입을 활성화하고, 외화채권 발행 등을 처음으로 시도(1974년)하기도 하였다. 1980년대에는 산업은행법 개정을 통해 법정 자본금을 1.5조원으로 증액하여 산업에 대한 금융지원 역할을 더욱

¹⁰ 2000년대 이전 산업은행의 역할과 관련된 내용은 주로 국가기록원에서 제공하는 자료 (<http://www.archives.go.kr/next/search/listSubjectDescription.do?id=003573>)를 토대로 작성하였다.

확대하였으며, 1980년대 중반에는 산업합리화의 역할을 지원하였고, 후반에는 증권화 흐름 확대에 따라 증권 관련 투자업무와 국채투융자업무를 확대하였다. 1990년대에 들어서면서 경제환경이 보다 국제화되고 자유화 되는 방향으로 진전되면서 산업은행의 역할은 양적인 측면에서 금융지원을 확대하기보다는 효율적인 금융체계의 구축으로 전환된 것으로 사료된다. 이에 따라 공모사채 인수, 환매채 매도인가 획득과 더불어 국공채 간 사기관으로 선정되어 채권시장의 효율화 및 활성화에 중요한 역할을 하게 되었다. 1997년 외환위기 시에는 외화유동성을 확보하기 위해 국제금융기구로부터 외화조달을 확대하고 자본시장 안정대책을 수립하여 추진하는 등 단기적 시장실패를 보완하는 역할을 수행한 바 있으며, 기업구조조정 과정에서도 출자전환 등을 통해 부실기업에 자금을 지원하는 등 나름 긍정적인 역할을 수행한 것으로 평가되고 있다.

2000년대 민간금융시장이 점차 발달하면서 2008년에 산업은행에 대한 민영화 방침이 결정되었다. 2005년 말부터 국회 및 언론 등에서 산업은행의 정책자금에 대한 수요가 감소하였다는 점, 그리고 산업은행과 일반은행의 업무영역이 중첩됨에 따라 회사채 인수·주선 업무, 우량기업에 대한 단기 운영자금 대출 및 우량 벤처기업 직접투자 등에서 민간금융시장을 구축할 우려가 있다는 점 등이 제기되면서 2006년과 2007년에 걸쳐 산업은행의 역할 재정립에 대한 논의가 진행되었고 그 결과 산업은행을 민영화하기로 발표한 것이었다. 산업은행 민영화 방안에서는 기존 산업은행의 정책금융기능을 정책금융공사로 이관하는 대신, 산업은행은 대우증권 등과 함께 산은 지주회사로 편입되어 글로벌 투자은행으로서의 역할을 하는 것으로 구상되어 있었다.

하지만 글로벌 금융위기 이후 경기 개선이 지연되는 가운데 박근혜 정권이 들어서면서 산업은행의 민영화는 다시 원점으로 돌아가게 된다. 2013년 8월에 발표된 정부의 정책금융 역할 재정립 방안에서는 동반성장, 중소·중견·대기업의 균형발전, 창업·벤처 및 신성장 산업 지원 등으로 새로운 정책금융 수요가 발생하고 있으며 이에 따라 산업은행의 민영화를 유보하고 통합 산업은행(정책금융공사, 산업은행 및 산업은행 지주회사의

통합체)을 출범토록 하였다. 아울러 정책금융공사의 정책금융 역할은 모두 산업은행으로 되돌림으로써 통합 산업은행이 사실상 정책금융의 컨트롤타워 역할을 수행하도록 설계하였다. 이와 더불어 정책금융을 통한 선박·해양플랜트 금융지원 강화방안도 동시에 발표함으로써, 산업은행을 통해 조선·해운업에 대한 지원을 강화하도록 하였다.

2. 대우조선해양에 대한 부실경영¹¹

산업은행은 법에서 지정한 설립 목적에 따라 산업의 개발·육성, 중소기업의 육성 및 기업구조조정 등의 분야에 증권의 응모·인수 및 투자 등의 방법으로 자금을 공급할 수 있다. 특히 산업은행의 경우 외환위기 및 글로벌 금융위기 이후 기업구조조정 역할을 수행하면서, 부실기업에 대한 대출을 주식으로 전환하는 출자전환의 과정을 통해 경영정상화 작업을 수행한 결과 많은 자회사를 보유하게 되었다. 2015년 12월 말 기준 산업은행의 자회사는 총 893개로 나타났으며, 이 중 출자전환을 통해 자회사로 편입된 기업의 수는 134개로, 대우조선해양은 여기에 포함된다.

대우조선해양은 대우그룹의 구조조정 계획에 따라 대우조선공업으로부터 분할·신설된 회사로, 산업은행이 2000년 말 약 4,000억원의 자금을 출자전환함에 따라 약 40% 내외의 지분을 계속 보유하고 있다. 대우조선해양은 이후 빠르게 경영이 정상화되면서 2001년 2월 증권거래소에 상장되었고, 2001년 8월에는 워크아웃을 종결하였다. 이후 2000년대 중반부터 2011년까지는 조선업 활황 등으로 일정 수준 이상의 영업이익을 실현하였으나, 글로벌 금융위기 이후 본격 진출한 해양플랜트 사업이 대규모 손실을 야기하면서 2015년에는 5.5조원의 영업손실이 발생한 바 있다.

감사원(2016)에 따르면, 대우조선해양의 대규모 영업 손실 배경으로 세계경기 침체에 따른 조선업 불황, 유가 하락에 따른 해양플랜트사업 손실 등 대외적 요인과 더불어 일괄도급공사 방식의 해양플랜트 수주, 무

¹¹ 본 항목은 주로 2016년 감사원 감사보고서 「금융공공기관 출자회사 관리실태」의 내용을 발췌하여 작성하였다.

리한 해외투자 및 경영진의 부적절한 경영행태 등이 지적되고 있다. 특히 산업은행은 대우조선해양의 최대주주로서 대우조선해양의 경영관리에 대한 책임을 지고 있음에도 불구하고, 회계처리 적정성 점검, 운영자금 한도증액, 경영실적평가, 방만경영에 대한 통제, 수출이행성 보증한도 설정 등에서 부적절한 행태를 보여 대우조선해양의 대규모 부실을 초래했다는 비판으로부터 자유롭지 못한 상황이다.

하지만 대우조선해양의 부실 책임은 산업은행 등 국책은행이 경영관리에 부실했던 점에도 있지만, 다른 한편으로는 산업은행의 민영화를 유보하는 과정에서 정부가 산업은행을 통해 조선·해운업에 대한 지원을 강화한 것도 대우조선해양의 과잉투자 및 무리한 해양플랜트 수주 등에 영향을 미쳤을 것으로 사료된다.

3. 산업은행에 대한 자본확충 과정 및 논란

대우조선해양의 대규모 부실로 인해 최대주주인 산업은행과 최대 채권자인 수출입은행은 대우조선해양의 경영정상화를 지원하게 된다. 유동성 지원금액은 최대 4.2조원으로 이 중 산업은행은 2.6조원을 지원하였다.

이와 같은 대우조선해양에 대한 대규모 유동성 지원은 이후 많은 논란을 야기했다. 조선업 구조조정 과정에서 국민적 논의 없이 폐쇄적인 방식으로 부실대기업, 특히 대우조선해양과 같이 부실 경영 및 회계 조작 등의 문제를 안고 있는 기업에 대해 대규모 금융지원이 결정되다 보니, 언론에서는 ‘밑 빠진 독에 물 붓기 식’이라는 비판이 쏟아졌다. 아울러 2016년 중반에는 홍기택 전 산업은행장이 언론과의 인터뷰를 통해, “지난해 10월 중순 청와대 서별관 회의에서 당시 최경환 부총리 겸 기획재정부 장관, 안종범 청와대 경제수석, 임종룡 금융위원장, 진웅섭 금융감독원장 등으로부터 (대우조선해양 금융지원과 관련된) 정부의 결정 내용을 전달받았다”며 산업은행은 유동성 지원에 있어 “들러리 역할만 했다”고 전함¹²으로써 정부가 국책은행에 대해 얼마나 큰 영향력을 행사하고 있는지를 토로한 바 있다.

한편, 산업은행의 대우조선해양에 대한 유동성 지원은 산업은행의 BIS 자기자본비율을 하락시켜 자본확충을 필요로하게 되었다. 당시 예산만으로는 산업은행을 비롯해 국책은행에 대한 자본확충 및 조선업 구조조정에 소요되는 비용을 충당하기 어렵다는 판단하에 한국은행을 통한 자본확충펀드 조성 논의가 진행되었다. 이와 같은 중앙은행의 구조조정 자금 지원에 대해 당시 집권당인 새누리당은 ‘한국판 양적완화’라며 강력하게 지지하였고, 이후에는 정부가 ‘선별적 양적완화’를 내세우며 한국은행의 자금지원을 요청하였다. 반면, 한국은행은 ‘국책은행 자본확충은 재정의 역할’이라고 반발하였으나, 결국 한국은행의 10조원 대출을 통해 총 11조원 규모의 자본확충펀드를 조성하여 국책은행이 발행하는 조건부자본증권을 인수하는 방식으로 국책은행에 대한 자본확충을 실시하는 절충안이 마련된 바 있다.¹³

산업은행에 대한 자본확충 논의에 있어 주목할 점은 대우조선해양에 대한 부실한 경영관리, 그리고 대규모 자금지원에 따른 부실화 우려에도 불구하고 금융감독기구는 산업은행에 대해 별다른 목소리를 내지 않았다는 점이다. 이는 한국의 금융감독 지배구조가 금융정책에 어느 정도 귀속되어 있는지를 나타내는 대표적인 사례라고 볼 수 있을 것이다.

제5절 정책적 시사점

현재 우리나라의 금융감독체계는 이해상충 문제에 취약한 구조라고 평가되고 있다(최홍식, 2010; 김홍범, 2013 등). 중앙행정기관 중 하나로 설치된 금융위원회가 금융감독에 관한 업무를 수행하는 동시에 금융정책¹⁴

12 본 내용은 『경향신문』(2016. 6. 8), 「[홍기택 전 산업은행장 인터뷰] 대우조선 지원, 최경환·안종범·임종룡이 결정」을 참조하였다.

13 동 내용은 『한겨레신문』(2016. 7. 22)의 「논란 많던 국책은행 자본확충, 결국 정부 재정으로」의 기사를 참조하였다.

14 여기에서 말하는 ‘금융정책’은 최홍식(2010)에서와 같이 거시건전성정책(macropredential policy)과 금융산업정책(금융구조 규제)을 의미하며 여기에는 정부소유은행의 운영에 대

역할도 수행하고 있는데, 금융감독당국은 금융감독에 비해 금융정책을 중시할 유인이 크기 때문에 이해상충 문제가 발생할 여지가 크다는 것이다(김홍범, 2013). 금융정책의 역할은 ‘경기부양’ 혹은 ‘산업지원’ 등으로 인식되어 시장으로부터 공정적인 반응을 얻는 경우가 많지만 금융감독의 역할은 실패하면 모든 사람으로부터 비난을 받으나 성공해도 알아주지 않는 ‘아무도 고마워하지 않는 업무(thankless task)¹⁵’라서 정부는 금융정책의 역할을 선호하게 된다는 것이다.

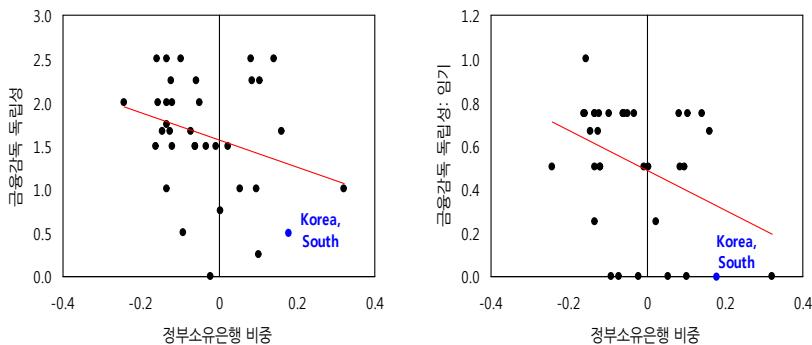
다른 한편으로는, 정부가 금융정책과 금융감독 역할을 동시에 수행하는 것이 대내외 경제충격 및 금융시장 불안 등에 신속하고 효율적으로 대응하는 데 보다 효과적이라는 주장도 있다. 아울러 금융감독 집행과 관련된 업무는 정부로부터 독립된 공직 민간기구인 금융감독원이 수행하고 있기 때문에 현재와 같은 체계가 과거 금융감독위원회 체계에 비해 감독의 독립성 측면에서는 개선되었을 것이라는 주장도 있다.

이와 같은 주장은 표면적으로는 타당한 것처럼 보이지만, 앞의 분석 결과 및 우리나라의 현실을 고려해 보면 과연 그렇게 볼 수 있을지 의문이 듦다. 우선 우리나라의 금융감독구조는 정부 주도의 금융시장 개입을 지원하는 구조로 설계되어 있으며, 정부의 이해상충 문제는 감독구조 설계에 있어 큰 고려사항이 아니었던 것으로 판단된다. [그림 5-1]은 OECD 국가들에 대해 정부소유은행 비중과 금융감독 독립성 간 관계를 그림으로 나타낸 것이다. 정부소유은행 비중이 경제 및 금융 발전도, 그리고 은행시장구조 등의 영향을 받을 수 있다는 점을 감안하여 분석자료에 있는 모든 국가들에 대해 정부소유은행 비중을 <표 5-4>에서 고려하였던 통제 변수들에 회귀분석하고, 추정치로부터의 잔차값을 금융감독 독립성과 함께 나타내었다. 우리나라의 경우 경제 및 금융시장 여건을 고려한 정부 소유은행 비중은 OECD 국가들 중에서 두 번째로 높은 수준인 반면, 금융감독의 독립성은 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 특히 금융감독의 독립성이 낮은 것은 제3절에서 간략히 살펴본 바와 같이, 금융감독기구

한 사항도 포함된다.

15 Goodhart *et al.*(1998)(최홍식(2010), p.44, 주석 25에서 재인용).

[그림 5-1] 정부소유은행 비중과 금융감독의 독립성



- 주: 1) 금융감독 독립성과 정부소유은행 비중은 분석기간 중 평균값 기준임.
 2) 정부소유은행 비중은 <표 5-4>에서 제시된 경제 및 금융 발전도, 그리고 은행집중도의 영향을 통제한 값으로, '0'보다 크다는 것은 정부소유은행 비중이 통제변수의 영향을 감안하더라도 표본 국가들의 평균적인 수준에 비해 높다는 점을 의미함.

자료: Barth, Capri, and Levine(2013); World Economic Forum; World Bank.

수장의 임기가 확보되지 못하는 점에 주로 기인한 것으로 나타났다. 정부소유은행 비중이 높을수록 규제포획을 통한 정치적, 특권적 대출이 많아 정부의 금융감독 기능이 실패할 가능성이 많다는 점을 상기할 때, 우리나라의 금융감독구조는 OECD 내 여타 국가들에 비해 이해상충으로 인한 감독실패의 위험에 크게 노출되어 있는 상태라고 평가할 수 있다.

그렇다면 이해상충 문제로 인한 감독실패를 용인하고서라도 정부가 금융시장 개입을 지원하는 방식으로 금융감독구조를 설계하는 것이 우리나라의 현실에 보다 적합한 감독구조일까? 다른 말로 하자면, 현재 우리 경제의 상황을 고려할 때, 금융정책은 금융감독에 비해 우선시되어야 하는가? 1970~80년대 고도성장기와 현재 우리나라의 상황을 비교한다면, 이에 대한 대략적인 답을 찾을 수 있다.

먼저 금융정책 위주의 감독구조가 가진 편익을 생각해 보자. 과거 고도성장기에는 수출 주도의 성장전략을 추진하기 위해 국내외의 자본을 수출기업에 배분하는 정책, 즉 정부의 금융시장 개입정책이 성장의 가장 중요한 수단 중 하나로 인식되었으며, 이는 실제로 우리 경제의 고도성장에 일부 기여한 측면이 있는 것으로 평가할 수 있다. 당시에는 자본이

매우 희소하였으며, 정보의 비대칭성 문제로 민간금융기관을 통한 신용 공급에 한계가 많았기 때문에 정부 주도의 금융정책이 금융기관에 대한 건전성 감독을 일부 훼손하더라도 수출기업을 빠르게 성장시키는 등 큰 편익을 제공하였던 것이다. 하지만 현재 우리나라의 상황은 고도성장기 와 많이 다르다. 고령화에 따른 저축 증가에도 불구하고 투자가 부진하면서 국내에서 소화되지 못한 자금을 해외로 투자하고 있는 상황이다. 아울러 기업에 대한 신용정보 누적 및 기술과 특허 등에 대한 평가능력 향상 등으로 정보비대칭성 문제도 과거와 비교하면 크게 줄어들었음에 틀림이 없다. 즉, 정부 주도의 금융자원 배분이 과거에 비해 낮은 편익을 제공한다는 것이다.

반면, 금융정책 우선주의에 따른 규제포획, 감독유예 등 금융감독 실패는 다음과 같은 이유로 과거에 비해 우리 경제에 더욱 큰 사회적 비용을 초래할 위험을 지니고 있다. 첫째, 감독실패에 따른 금융시스템 위기는 잠재성장률이 낮은 상황에서 더 큰 경제적 비용을 야기할 우려가 있다. 감독실패가 금융기관의 부실을 키우고 다른 금융기관에 확산되어 금융시스템 위기로 이어질 수 있다는 점은 과거 외환위기의 경험을 통해 우리 국민 모두가 몸소 체험한 사실이다. 만약 현재와 같이 잠재성장률이 크게 낮아진 상황에서 금융위기가 다시 발생한다면, 위기로부터 회복하는데 과거에 비해 더 많은 시일이 걸릴 가능성이 있다. 잠재성장률이 저하된 상황에서는 부실 해소에 중요한 역할을 할 수 있는 거시경제의 강한 회복세가 좀처럼 나타나기 힘들 것이기 때문이다.

둘째, 경제발전이 진행되면서 정부의 인위적인 금융시장 개입이 기업 부문의 부실로 이어질 가능성이 높아졌다. 자본이 상대적으로 많이 축적된 상태에서는 투자의 한계수익이 낮아지므로 정부 주도의 금융자원 배분정책은 과거에 비해 낮은 성과를 나타내거나 과잉투자로 인해 기업 및 산업이 부실화되는 결과로 연결될 수 있다. 특히 금융감독이 정책에 종속적으로 운영되는 상황에서는 실패로 돌아간 금융정책을 가급적 눈감아 주려고 할 것이며, 이는 부실기업의 퇴출 자연으로 이어져 좀비기업 문제를 야기할 가능성이 높다. 좀비기업 문제가 경제역동성을 저하시켜 결

과적으로는 생산성 하락을 초래한다는 연구 결과(Caballero, Hoshi, and Kashyap, 2008)를 감안할 때, 발전된 경제 및 금융 환경에서 정부의 인위적인 시장개입은 장기적으로 막대한 사회적 비용을 초래할 우려가 있는 것이다.

셋째, 금융정책이 우선시되는 감독구조에서는 민간금융시장이 발전하기 힘들며, 이는 생산성 향상이 절실히 필요한 경제에 더 큰 손실을 야기하게 된다. 정부소유은행의 비중이 높은 국가에서 금융감독의 독립성이 낮다는 점은 금융정책을 우선적으로 여기는 국가에서 민간금융시장의 비중이 상대적으로 낮다는 점을 반증하고 있다. 금융시장의 핵심적인 역할이 생산적인 기업을 발굴하고 투자하여 경제성장을 뒷받침하는 것이라고 본다면, 금융정책 우선주의는 민간금융시장을 구축함으로써 이와 같은 생산성 향상의 기회를 소진하게 된다. 특히 인적자원의 투입이 한계에 도달하여 생산성 향상이 성장에 가장 중요하게 작용하는 우리나라와 같은 국가에서는 금융정책 우선주의가 초래하는 성장기회의 손실이 더욱 크게 느껴질 수밖에 없을 것이다.

따라서 우리나라의 현실을 고려할 때, 금융정책 위주의 금융감독구조를 탈피하고, 금융정책과 금융감독이 서로 대등한 위치에서 전제와 균형을 이를 수 있도록 새로운 금융감독체계를 설계할 필요가 있다. 과거와 비교하면, 금융정책 위주의 금융감독구조는 더 작은 편익을 제공하는 반면, 이에 따른 사회적 비용은 우리 경제에 더 큰 손실을 야기할 가능성이 있기 때문이다. 금융감독기구 수장의 법적 임기를 늘리고, 임기를 보장하는 방안을 우선적으로 고려할 수 있을 것이다. 아울러 현재 금융감독과 금융정책의 역할을 동시에 수행하고 있는 정부의 역할을 금융정책으로 한정하고, 금융감독과 관련된 업무는 공적 민간기구에 전담토록 하며 이 기구는 정부가 아닌 국회에 책무성(accountability)을 갖도록 하여 정부의 영향력을 축소해야 할 것이다.

정부의 금융정책과 관련해서는, 우선 정부소유은행 비중을 줄이고 국책은행에 대해서도 시장실패가 발생하는 제한적인 상황에만 한정하여 운영토록 함으로써, 정부의 임의적인 금융시장 개입이 민간금융시장의 발

전을 저해하지 않도록 유의해야 할 것이다.

제6절 결 론

본 연구는 금융감독구조 설계에 있어 이해상충 문제가 중요하게 고려되고 있는지 살펴보기 위해 정부소유은행 비중과 금융감독의 독립성 간 관계에 대한 실증분석을 시도하였다. 실증분석 결과, 정부소유은행 비중이 높은 국가에서 금융감독의 독립성이 낮은 것으로 나타나 정부가 임의적으로 금융시장에 개입하는 성향이 강한 국가일수록 금융감독의 지배구조도 이해상충 문제 해소보다는 금융정책 지원을 염두에 두고 설계되고 있음을 알 수 있었다.

우리나라의 경우를 살펴보면, 정부소유은행 비중은 OECD 국가들과 비교할 경우 상대적으로 높은 수준이나, 금융감독의 독립성은 낮은 것으로 나타나기 때문에 대표적으로 금융정책이 금융감독에 비해 우선시되는 경향이 관측된다. 이와 같은 구조라면, 정부의 금융시장 개입은 금융시장의 발전을 지속적으로 저해할 가능성이 높으며, 경제역동성 및 생산성 등에도 부정적인 영향을 미칠 우려가 있다. 이는 금융정책을 우선시하는 감독구조가 우리나라의 현실임을 감안할 때 그 편익(단기적 시장실패 보완)에 비해 비용(금융시장 발전 저하, 생산성 저하, 이해상충에 따른 사회적 손실 등)이 더 클 가능성이 있음을 시사한다고 볼 수 있다. 따라서 정책적 신용공급을 줄이거나, 금융감독의 독립성을 높여 금융시장을 발전시키고 이해상충의 문제를 해소할 필요가 있다. 이와 같은 금융개혁 과제들은 기업의 생산성 향상이 매우 절실한 우리나라의 경제상황을 고려할 때, 경제 성장을 촉진시키는 데 있어서도 매우 중요한 영향을 미칠 것이라고 판단된다.

한편, 본 연구는 우리나라의 금융감독구조 개편에 대한 방향을 제시하기 위해 국가별 자료를 실증분석하여 우리나라와 여타 국가들을 비교하는 방식을 취하고 있다. 만약 본 연구에서 논의한 금융정책 위주의 감독

구조가 경제성장 및 안정성 등에 미치는 영향을 한국경제의 구조에 맞추어 설정된 모형을 통해 살펴볼 수 있다면 매우 흥미로운 분석이 될 것이라 사료된다. 아울러 금융정책 위주의 감독구조를 실증적으로 정의하고, 이와 같은 금융감독 지배구조가 금융시장 및 경제에 미치는 영향을 국가별 및 시계열 자료 등을 통해 실증적으로 검증해 보는 것도 매우 의미 있는 작업이 될 것이다. 본 연구에서 논의한 금융감독 개편에 대한 분석이 향후 우리나라 금융감독구조 개편작업에 조금이나마 보탬이 되길 바란다.

참고문헌

- 감사원, 「금융공공기관 출자회사 관리실태」, 특정감사, 감사보고서, 2016. 6.
- 『경향신문』, 「[홍기택 전 산업은행장 인터뷰] 대우조선 지원, 최경환·안종범·임종룡이 결정」, 2016. 6. 8.
(http://news.khan.co.kr/kh_news/khan_art_view.html?artid=201606080600065#csidxd2154351908527388c7be2e7af0a7, 접속일자: 2016. 6. 20).
- 김홍범, 「우리나라 금융감독체계 개편: 주요 논점과 해법」, 『한국경제연구』, 제31권 제4호, 2013, pp.133~186.
- 최홍식, 「금융감독체계의 변천에 대한 정치경제적 분석」, 『금융백서: 한국 금융의 변화와 전망』, 제7장, 서울대학교 경제연구원, 2010.
- 『한겨레신문』, 「논란 많던 국책은행 자본확충, 결국 정부 재정으로」, 2016. 7. 22.
(http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/753493.html, 접속일자: 2017. 12. 22).
- Andrews, A. M., "State-Owned Banks, Stability, Privatization, and Growth: Practical Policy Decisions in a World without Empirical Proof," Working Paper 05/10, International Monetary Fund, 2005.
- Armendariz de Aghion, B., "Development Banking," *Journal of Development Economics*, 58, 1999, pp.83~100.
- Barth, J. R., G. Capiro, Jr., and R. Levine, "Banking Systems Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?" World Bank Working Paper, No. 2325, 2000.
- _____, *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*, New York: Cambridge University Press, 2006.
- _____, "Bank Regulation and Supervision in 180 Countries from 1999 to 2011," NBER Working Paper, No. 18733, 2013.
- Barth, J. R., D. E. Nolle, T. Phumiwasana, and G. Yago, "A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance," *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 12(2), 2003, pp.67~120.
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt, and M. S. Martinez Peria, "Reaching Out: Access to and Use of Banking Services Across Countries," *Journal of Financial*

- Economics*, 85(1), 2007, pp.234~266.
- Bruck, N., "The Role of Development Banks in the Twenty-First Century," *Journal of Emerging Markets*, 3(3), 1998, pp.39~67.
- Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap, "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *American Economic Review*, 98(5), 2008, pp.1943~1977.
- Caprio, G. and M. S. Martinez Peria, "Avoiding Disaster: Policies to Reduce the Risk of Banking Crisis," in E. Cardoso and A. Galal (eds.), *Monetary Policy and Exchange Rate Regimes: Options for the Middle East*, Cairo: Egyptian Center for Economic Studies, 2002, pp.193~230.
- Carvalho, D., "The Real Effects of Government-Owned Banks: Evidence from and Emerging Market," *The Journal of Finance*, 69(2), 2014, pp.577~609.
- Claessens, S., E. Feijen, and L. Laeven, "Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions," *Journal of Financial Economics*, 88(3), 2008, pp.554~580.
- Das, U. S., M. Quintyn, and K. Chenard, "Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis," Working Paper 04/89, International Monetary Fund, 2004.
- Dell'Ariccia, G. and R. Marquez, "Competition among Regulators and Credit Market Integration," *Journal of Financial Economics*, 79(2), 2006, pp.401~430.
- Dinc, I. S., "Politicians and Banks: Political Influences on Government-owned Banks in Emerging Markets," *Journal of Financial Economics*, 77(2), 2005, pp. 453~479.
- Gerschenkron, A., "Economic Backwardness in Historical Perspective: a Book of Essays," Belknap Press of Harvard University Press, 1962.
- Goodhart, C., P. Hartmann, D. Llewellyn, L. Rojas-Suarez, and S. Weisbrod, "Financial Regulation: Why, how, and where now?" Routledge publication, 1998, p.171.
- Kornai, J., "Resource-Constrained Versus Demand-Constrained Systems," *Econometrica*, 47(4), 1979, pp.801~819.
- La Porta, R., F. Lopez de Silanes, and A. Shleifer, "Government Ownership of Banks," *The Journal of Finance*, 57(1), 2002, pp.265~301.
- Micco, A., U. Panizza, and M. Yanez, "Bank Ownership and Performance. Does Politics Matter?" *Journal of Banking & Finance*, 31(1), 2007, pp.219~241.

- Quintyn, M. and M. W. Taylor, "Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability," Working Paper 02/46, International Monetary Fund, 2002.
- Quintyn, M., S. Ramirez, and M. W. Taylor, "The Fear of Freedom: Politicians and the Independence and Accountability of Financial Sector Supervisors," Working Paper 07/25, International Monetary Fund, 2007.
- Sapienza, P., "The Effects of Government Ownership on Bank Lending," *Journal of Financial Economics*, 72(2), 2004, pp.357~384.
- Scott, D. H., "Strengthening the Governance and Performance of State-Owned Financial Institutions," Policy Research Working Paper 4321, World Bank, Washington DC, 2007.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures," Cambridge, MA: Harvard University Press, 1998.
- Svirydzenka, K., "Introducing a New Broad-based Index of Financial Development," Working Paper 16/5, International Monetary Fund, 2016.
- World Bank, "Rethinking the Role of the State in Finance," *Global Financial Development Report*, 2013.

<웹사이트>

국가기록원(<http://www.archives.go.kr/next/search/listSubjectDescription.do?id=003573>, 접속일: 2016. 11. 11)(배영목, 「한국산업은행」, 2006)

Center for Systemic Peace, 'Polity IV Project'(http://www.systemicpeace.org/polity_project.html, 접속일: 2017. 7. 31)

http://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/Regulation.htm(접속일: 2017. 7. 31)

World Economic Forum(<https://www.weforum.org/>, 접속일: 2017. 7. 31)

Wrold Bank database(<http://data.worldbank.org/indicator>, 접속일: 2017. 7. 13)

부 록

<부표 5-1> 변수의 정의 및 출처

변수명	정의	출처
정부소유은행 비중	정부가 지분을 50% 이상 소유한 일반은행 자산/일반은행 총자산	BCL ¹⁾
금융감독 독립성	아래 각 부문의 독립성에 대한 단순 합계: - 정부로부터의 독립성 - 은행으로부터의 독립성 - 임기의 독립성 (높은 값은 높은 독립성을 의미)	BCL
정부로부터의 독립성	금융감독기구가 의회에 책무성을 가지면 1, 아니면 0	BCL
은행으로부터의 독립성	감독기구의 직원이 신의성실의 의무를 다하여 취한 혹은 취하지 않은 감독조치의 결과로 은행에 손실을 입힌 경우 개인적인 책임을 지지 않는다면 1, 책임을 진다면 0	BCL
임기의 독립성	감독기구의 기관장이 4년 이상의 고정된 임기를 갖는 경우 1, 고정된 임기가 4년 이하 이거나 고정된 임기가 없는 경우 0	BCL
영업규제	다음의 각 분야에서 모든 활동이 가능한 경우 1, 자회사 혹은 자주회사를 통한 업무만 가능한 경우 2, 제약적인 업무만 가능한 경우 3, 업무가 불가능한 경우 4의 값을 부여하며, 각 분야 점수의 단순 합계를 통해 계산: - 증권업: 증권의 발행, 중개, 거래 등 - 보험업: 보험증권 발행 및 판매 - 부동산업: 부동산 투자, 개발 및 관리 (높은 값은 높은 규제를 의미)	BCL
진입규제	서베이 이전 5년 기간 중 외국은행의 국내 은행 인수, 새로운 자회사 및 지점 설립 등을 통한 은행업 진출 신청건수 대비 불허건수 비중	BCL

<부표 5-1>의 계속

변수명	정의	출처
자본규제 엄격성	2010년 시점에 Basel I 자기자본규제를 적용하거나, 자기자본을 정의할 때 신용위험 등을 추가 인식하거나, 미실현 손실을 공정 기액 기준 반영하여 자기자본에서 차감하는 경우 높은 값을 갖도록 정의	BCL
민주화지수	Economist Intelligence Unit(EIU)에서 60여 개 문항에 대한 설문의 가중평균을 통해 정치체제의 민주화 정도를 시산한 것으로 점수에 따라 민주주의(8~10), 불완전한 민주주의(6~8), 혼합체제(4~6), 독재주의(0~4) 등으로 구분됨.	EIU
금융발전도	국제통화기금(IMF)이 제공하고 있는 금융발전지수로 금융기관 및 금융시장에 대해 심도(depth), 접근성(access) 및 효율성(efficiency)의 측면에서 국가별 금융발전도를 평가하고 지수화한 값임.	IMF, Svirydzenka (2016)
은행집중도	예금 기준 상위 5개 은행의 예금 비중	BCL
경제발전도	자연로그를 취한 1인당 GDP	BCL

주: 1) BCL은 Barth, Capiro, and Levine(2013)에서 구축한 자료를 의미함.

■ ABSTRACT

A Political Economic Study on Korea's Financial Supervisory System

Edited by Jaehoon Kim

In a free and competitive financial market, resources are efficiently allocated via interest rates — i.e, the price of money — not only enhancing total output, investment and employment but also driving out or restructuring inefficient firms. Indeed, a well-functioning financial market, by allocating financial resources, fosters new firms consistently to enable competition between efficient firms, promotes investment to enhance productivity and increases employment to nurture economic growth. However, there is the possibility that private financial institutions will take unduly high risks driven by excessive profit seeking, and such a practice, if unchecked or poorly managed, can pose a serious threat to the entire financial system. This is why financial regulations and supervision are needed.

As such, certain premises are assumed for an efficient and stable financial market, which include an advanced private financial market, minimized government role and guaranteed independence of the financial supervisory authority. Nevertheless, governments are often tempted to intervene in the private financial market for a range of reasons — underdeveloped financial market, pressure from concerned interest groups/political parties, industrial upgrading, short-term economic stimulus and so on. Given the high information asymmetry in the financial market, government intervention will disrupt the allocation of credit into where it could be used most efficiently, meaning a loss of the financial market's functional efficacy. Even in such cases, if the government remains only as a 'regulator,' the supervisory authority — independent from the government — would be able to put certain restrictions on government

intervention, but if the government holds the authority to supervise, too, its intervention in the financial market would be like a car without brakes.

This study adopts various angles to address the structural problems within the financial market in which conflicts of interest reside over pressure from interest groups/ political parties, industrial upgrading and short-term economic stimulus. Furthermore, the ultimate purpose of this study is to redefine the role of government in the financial market and to draw upon measures to minimize the problems arising from conflicts of interest. To that end, key discussions are dealt with throughout five chapters.

Chapter 1 examines the impact of government intervention in the financial market on the national economy and analyzes the determinants of decision to intervene. Chapter 2 studies how the effects of a bailout guarantee change according to the level of financial development and discusses the implications for Korea which currently has an advanced financial system. Chapter 3 looks into the possibilities of financial-supervisory failure driven by private incentive of inside officials overseeing micro-financial soundness and then recommends policy directions for the reform of the supervisory system. Chapter 4 deals with the conflicts of interest between political parties calling for short-term economic countermeasures and the macro-prudential management system targeting mid- to long-term stability and discusses measures to strengthen the institutional framework for financial stability. Lastly, Chapter 5 empirically analyzes whether the issues involving conflicts of interest are being considered into the design of the financial-supervisory structure and addresses the policy implications for Korea where such issues are serious.

The policy implications from the above analyses are as follows. Government-controlled financial practices which could undermine the economy are rooted in the closed bureaucratic system, government-owned banks and public institutions like government-run enterprises. Accordingly, corrective actions to reform them should be the foremost step to eliminate harmful practices and bolster the economy.

First, the current closed bureaucratic system needs to be reshaped. It is based on mid-level bureaucrats selected through a centralized, uniformed examination and the guaranteed retirement age and government employee pension secured through the State Public Officials Act. It should be reformed into a more open system by letting ministries recruit outside experts when necessary, providing

employment protection in accordance with general labor laws and integrating the government employee pension into the National Pension Scheme. In doing so, the implicit relationship between predecessor and successor in public positions will be weakened and the excessive protection of their status should be lifted and thus those engaged in actions unfit for public service must be removed.

Secondly, the government's shares in government-owned banks should be transferred, at a reasonable price, to the private sector, as it is difficult for the government to reject the incentive to use the shares as a convenient means to resolve pending issues. Or, in cases involving the principle of separation between industrial and financial capital, legal methods should be sought to resolve conflicts of interest between the two capitals while ensuring that the former does not exert dominating power. Public enterprises, except for natural monopoly (which requires government intervention), should be transformed into a market competitive system and privatized. Those whose operation must be managed in the public sector should reform the current bureaucrat-centered governance structure.

In most cases, the majority of members of the operating committee of public enterprises is held by government officials (including ex officio member), meaning that those who are not responsible for the operation of public enterprises are allowed to make operational decisions for their own sake. Fundamental methods must be developed to reflect the interest of the general public as much as possible and to ensure transparency and responsibility.

Only after the completion of fundamental reforms, financial accessibility should be strengthened through financial liberalization and competition. Opportunities to access sufficient external finance incurred by competition between financial institutions could lessen funding constraints and heighten corporate competition. To create more of such opportunities, it is necessary to bolster the direct financial market. While strict restrictions are maintained on bank ownership to thwart the dominance of industrial capital on banks, it is necessary to formulate constructive methods which use industrial capital as financial capital through the direct financial market. Through this process, competition should be strengthened between financial institutions including banks, and the financial market should be liberalized further. The financial authority should stop seeking government-controlled practices, like intervention

in prices to use financial capital as a means for industrial policy, and instead, it must concentrate on its original role as a supervisor with regard to the conflicts of interest between financial and industrial capital—in particular, control over financial institutions.

Strengthening the supervision of financial soundness and its independence will be increasingly more important with regard to the conflicts of interest between financial and industrial capital. Under the government-controlled financial system, the government directly wields its power on finance and allocates financial resources for the sake of existing firms, implying that actual risks are small and hence, there is less need for supervision on the soundness of financial institutions. On the other hand, when financial liberalization or normalization is completed and government-controlled practices disappear, financial institutions will naturally have to take larger responsibilities and face more risks than under the government-controlled system. In other words, the independence of the financial soundness supervisory will be more important than in the past when its independence was belittled.

KDI 신간안내

RECENT KDI PUBLICATION

우리 경제의 역동성: 기업집단으로의 경제력 집중을 중심으로

조덕상



정책연구시리즈 | 크라운판 | 53쪽 | 정가 2,000원

기업집단으로의 경제력 집중 때문에 우리 경제의 역동성이 떨어지고 있을 가능성에 대한 우려가 높아지고 있지만 이에 대한 실증분석은 찾기 어려운바, 본 연구는 기업집단으로의 경제력 집중과 거시경제의 효율성 간의 관계에 대한 실증분석을 시도하였다. 분석 결과, 최근 우리 경제의 기업 간 자원배분 효율성이 하락하였으며, 자원배분 효율성의 하락은 우리 경제의 총요소생산성과 실질 GDP 성장률의 하락으로 이어진 것으로 판단된다.

미스매치에 의한 실업에 대한 연구: 산업별 미스매치를 중심으로

김지운



정책연구시리즈 | 크라운판 | 81쪽 | 정가 2,000원

본 보고서에서는 실업률 상승의 원인 중 미스매치에 중점을 두어 산업 간에 발생하는 미스매치의 증가가 최근 실업률 상승에 미친 영향을 수량적으로 분석하였다. 분석 결과, 한국에서도 최근 실업률 상승에 대한 산업별 미스매치의 기여율이 작지 않은 것으로 나타난바, 실업률 감소를 위해서는 일자리창출정책도 중요하지만 구직자와 비어 있는 일자리를 효율적으로 연결시켜 미스매치를 완화시키는 정책적 노력도 필요할 것이다.

우리 경제의 생산성 향상을 위한 공공투자의 역할과 과제

이재준 · 김강수 외



연구보고서 | 크라운판 | 400쪽 | 정가 9,700원

공공투자와 경제성장 및 생산성 간의 관계에 대한 논의는 오랜 기간 지속되어 왔음에도 불구하고 그 경로와 영향의 정도에 대해서는 아직 상당한 이견이 존재한다. 본 연구는 우리 경제의 생산성 향상을 위한 공공투자의 역할과 과제를 모색하고 있다. 공공투자와 국가 경제성장과 생산성 간의 관계를 실증적으로 분석하고, 이를 통해 우리 경제의 생산성 향상을 위한 공공투자의 역할에 대한 정책적 시사점을 제공하고 있다.

국가연구개발 사업화 정책에 대한 비판적 고찰: 대학 기술이전 전담조직을 중심으로



한재필

정책연구시리즈 | 크라운판 | 114쪽 | 정가 2,000원

우리나라는 2001년에 「기술이전촉진법」을 제정하고 공공연구기관에서 개발된 기술을民間으로 이전하여 산업 경쟁력을 강화하기 위해 노력해왔다. 특히 대학 산학협력단의 하부조직으로 대학 연구 성과의民間 이전 업무를 전담하는 기술이전 전담조직을 설치하도록 하고, 2006년부터는 조직 운영비를 보조해주는 정책을 12년째 이어오고 있다. 본 연구는 정교한 계량경제학적 방법론을 이용하여 기술이전 전담조직 육성정책의 효과성을 분석하였다.

깊은 불확실성하에서의 의사결정 방안에 관한 연구: 교통계획 및 타당성 평가를 중심으로



김강수

정책연구시리즈 | 크라운판 | 59쪽 | 정가 2,000원

본고에서는 교통량 예측의 깊은 불확실성하에서 강건한 교통정책에 대한 의사결정을 수행할 수 있는 분석틀과 정책제언을 제시하고 있다. 발생 확률조차 알려지지 않은 교통량 예측의 불확실성하에서 민간투자사업의 파산 위험과 정부의 추가적인 재정부담 위험을 최소화할 수 있는 통행자 요금 인하수준과 최소운영수입보장조건을 제시하고 있다.

사회자본에 대한 교육의 역할과 정책방향



김희삼

연구보고서 | 크라운판 | 270쪽 | 정가 6,900원

최근 중요성이 부각되고 있는 사회자본에 대해 본 연구에서는 국제성인역량조사, 세계가치관조사 등 기존 자료들을 분석하는 한편, 한국, 중국, 일본, 미국 등의 4개국 대학생들에 대한 설문 조사를 통해 사회자본의 다양한 실태와 교육의 영향에 관한 국제비교를 수행했다. 또한 교수학습법에 따른 사회자본의 변화를 관찰한 교육실험의 수행 결과를 보고하고, 사회자본 제고를 위한 교육의 변화에 대하여 제언하고 있다.

사회정책 효과성 평가를 위한 정책실험 도입방안 연구



박윤수 편

정책연구시리즈 | 크라운판 | 63쪽 | 정가 2,000원

본 연구는 정부가 구상 중인 Policy-lab 시범사업을 실제 적용할 수 있도록 구체화하는 것을 목표로 추진되었다. 저자들은 '신규 사업의 도입 여부를 판단하기 위하여 실험을 활용'한다는 Policy-lab의 기본 개념을 '시범사업의 지속·확대 여부를 판단하기 위하여 실험을 활용'한다는 개념으로 수정할 것을 제안하고 있다.

경기순환에 따른 재정정책의 시간변동효과 측정

이태석



정책연구시리즈 | 크라운판 | 74쪽 | 정가 2,000원

재정정책이 국민경제에 미치는 영향은 일반적으로 규정되기 어려운 특성이 있다. 이에 본 연구는 최근의 거시·재정 자료를 이용하여 분석기간의 구별에 따른 재정정책의 효과를 평가하는 한편, 경기 국면에 따라 재정정책의 효과가 달라질 수 있는 평활국면전환 벡터자기회귀(STVAR) 모형을 통하여 재정정책효과의 시간변동성을 분석하였다. 분석 결과, 정부지출의 효과는 경기 국면과 변동성 수준의 영향을 크게 받는 것으로 나타났다.

플랫폼 경제의 시장기제와 정부정책

이화령 · 김민정



연구보고서 | 크라운판 | 180쪽 | 정가 5,200원

본고에서는 플랫폼 경제의 성장에 따라 제기되는 다양한 경제학적·정책적 이슈를 검토한다. 특히 상대적으로 연구가 많이 진행되지 않은 두 이슈—온라인 후기 시스템의 효과성과 플랫폼의 역할 및 유인, 데이터 집중에 따른 소비자 보호와 경쟁정책 문제—에 집중하여 새로운 함의를 도출하고자 한다. 또한 플랫폼 경제에서 데이터의 활용과 관련하여 나타날 수 있는 경쟁 이슈와 정책적 시사점에 대해서 논의했다.

재정사업 성과관리체계 개선방향: 심층평가를 중심으로

이재준 외



연구보고서 | 크라운판 | 318쪽 | 정가 8,800원

우리의 재정여건이 건전하게 유지되어 올 수 있었던 것은 거시적으로 적절한 재정수지 관리와 낮은 수준의 정부부채뿐만 아니라, 재정사업의 전후 과정에서 다차원의 평가체계를 적용하여 미시적 비효율을 최소화하려는 정책적 기반이 있었기 때문이다. 재정건전성은 각각의 재정사업의 효율적 집행과 성과를 전제로 하는바, 본 연구는 개별 사업군별로 재정사업의 효율성과 효과성을 분석하고 정책적 시사점을 제시하고 있다.

비소구 대출제도가 은행의 신용위험관리에 미치는 영향

이기영



정책연구시리즈 | 크라운판 | 42쪽 | 정가 2,000원

본 연구는 비소구형 주택담보대출상품의 도입이 대출자의 대출상환 의사 결정과 금리 결정 메커니즘에 미치는 영향을 이론적으로 규명하였다. 비소구형 주택담보대출제도가 시범적으로 도입된 만큼 실제 경제효과를 통계적으로 분석하기가 어렵다는 한계를 고려할 때, 본 연구의 분석 결과가 관련 정책의 파급효과를 예측하는 데 기여할 것으로 보인다.

KDI 도서회원제 안내

• 회원에 대한 특전

- 본원에서 발행하는 모든 간행물을 우송하여 드립니다. (단, 비공개 자료 및 배포제한 자료는 제외)
- 본원이 주최하는 각종 행사(세미나, 정책토론회, 공청회 등)에 우선적으로 참가하실 수 있습니다.
- 발간된 연구보고서(인쇄물)를 KDI 홈페이지에서 추가로 구매하실 경우 10%의 가격을 할인받으실 수 있습니다.

• KDI 발간자료

- 단행본, 연구보고서, 정책연구시리즈, KDI 정책포럼, KDI FOCUS, 연구자료, 기타 보고서
- 월간 KDI 경제동향, KDI 북한경제리뷰, Economic Bulletin, 나라경제
- 분기 한국개발연구, 부동산시장 동향
- 반년간 KDI 경제전망

• 연간회비

- 개인회원 10만원
- 기관회원 30만원

• 가입방법

KDI 홈페이지에서 도서회원 가입신청서를 작성하신 후 아래의 방법으로 회비를 입금하시면 됩니다.

계좌입금: 우리은행 254-012362-13-113(예금주: 한국개발연구원)

지로(지로번호: 6961017), 신용카드 및 핸드폰으로 결제 가능합니다.

본원 기록관리팀(발간자료 담당자)에 직접 회비를 납입하실 수 있습니다.

• 문의사항

중앙도서실 기록관리팀 발간자료 담당

TEL (044) 550-4265 / FAX (044) 550-1310 / E-mail book@kdi.re.kr

• 판매처

- | | |
|----------------------|--------------------|
| • 교보문고(광화문점 정부간행물코너) | TEL. (02) 397-3628 |
| • 영풍문고(종로점 정치경제코너) | TEL. (02) 399-5632 |

연구보고서 2017-09

한국 금융감독체계에 대한 정치경제학적 연구

인 쇄 2017년 12월 27일

발 행 2017년 12월 30일

저 자 김재훈 편

발행인 김준경

발행처 한국개발연구원

등 록 1975년 5월 23일 제6-0004호

주 소 세종특별자치시 남세종로 263

전 화 (044) 550-4114

팩 스 (044) 550-4310

© 한국개발연구원 2017

ISBN 979-11-5932-360-7

값 8,400원



* 잘못된 책은 바꿔드립니다.