

본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라
집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다. 따라서
본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는
집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

바람직한 금산분리제도 재정립방안에 대한

이론 고찰

중앙대학교 경영학부

여은정

동국대학교 경제학부

전주용

I. 서론

최근 기술 발전과 새로운 플레이어들의 등장으로 금융과 비금융간 융복합이 빠른 속도로 진행되고 있으며 전통적인 금융의 역할에 대한 유효성에 의문이 제기되고 있다. 경제학 교과서에 나오는 금융의 정의에 따르면 금융은 자원의 제2차적 분배기능을 수행함으로써 경기자라 할 수 있는 산업자본에 대한 심판 역할을 한다고 알려져 있다 (정운찬, 김홍범, 2008). 소위 금산분리로 대변되는 금융이 기업의 자금고화 될 가능성에 대한 경계와 심판 역할을 의미한다고 할 수 있다. 가장 최근의 금산분리 규제가 유지되어야 하는 사례로 많이 일컬어지는 것이 동양종금사태이다. 소위 거대 재벌기업의 자금고화의 폐해가 드러난 사례라고 할 수 있다. 다만, 2000년대 들어오면서 대기업의 보유 유동성이 빠르게 증가하면서 예전과 달리 기업이 더 이상 자금 수요자가 아닌 공급자가 되었다는 사실이 현금흐름을 왜곡할 동기가 낮아졌다고 볼 수도 있다.

최근에 나타나고 있는 디지털 전환과 산업 간 결합을 통한 새로운 혁신은 엄청난 부가가치를 창출할 수 있으며, 빅테크/핀테크 금융 확산은 자원흐름의 왜곡이 아닌 가치 창출에 주안점을 두고 이루어지고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 플랫폼을 통한 서비스가 보편화되었고, 하나의 플랫폼에서 금융과 비금융 서비스를 통합적으로 제공할 수 있다는 점에서 편리성이 매우 크다고 할 수 있다. 그 과정에서 비금융과 금융 데이터를 함께 활용하여 금융서비스의 질을 향상시키는

것이 금융의 새로운 방향성이자 금융회사의 핵심 경쟁력이 되어가고 있는 상황이다.

게다가 우리나라의 경우 은행에 대해서는 산업자본과의 분리가 엄격하게 적용된 반면, 은행이 아닌 증권, 보험, 종금사 등의 경우 소유에 대해서는 규제가 상대적으로 적은 편이다. 2023년초부터 금융위원회가 금융회사 자회사 출자 제한 이라든지 금융회사의 부수 업무에 대한 개선 등 금융자본의 산업자본에 대한 소유, 지배 금지 규제를 다소 완화하고자 추진 중에 있다. 또한 비금융자본의 금융 분야로의 진출로 대변되는 진정한 금산분리 이슈는 거시건전성과 빅테크의 은행 진출에 따른 리스크 등을 고려하여 추진해야 할 것이다.

이러한 상황 변화를 고려하여 본 연구의 초점은 금산분리 제도에 대한 국내외 현황 및 모형분석을 통해 금산분리제도 재정립의 방향을 제시하는 것이라고 보는 것이 타당할 것이다. 먼저 기존 관련 문헌에 대한 조사와 정리를 바탕으로 금산분리제도 재정립에 대한 바람직한 방향을 가늠할 것으로 기대한다.

주지하다시피 우리나라 현행 금융규제는 전업주의 원칙에 따라 면허를 획득한 개별기관을 대상으로 한 업권별 금융감독을 금융감독원에 의하여 감독하는 형태이다. 이러한 형태의 규제는 현재와 같이 금융기관 외에도 다양한 플레이어가 혁신을 기반으로 하는 다양한 플랫폼 기반 서비스를 제공하는 상황에는 규제 실효성이 떨어질 수밖에 없다. 더욱이 소비자의 지급결제를 선점하는 것이 금융의

디지털화의 핵심이며 플랫폼경제에서 금융산업은 지급결제 분야를 중심으로 재편 될 것이라고 예측되는 상황이기 때문이다 (Brunnermeier 2018). 따라서 본 연구의 목적인 금산분리 제도에 대한 고찰을 기반으로 향후 바람직한 금산분리제도 재정립 방안 및 관련 규제에 대한 시사점을 도출하는 것은 매우 중요하고 시의적절하다고 할 수 있다.

현재까지 금융서비스를 제공하는 빅테크 플랫폼은 핵심인 결제서비스 외의 분야에서는 직접서비스를 제공하기 보다는 접점제공 역할만 수행하는 형태를 취하는 경우가 많았기에 규제의 직접적인 적용대상이 아니었다. 그러나 빅테크가 제공하는 플랫폼금융의 확대가 금융안정을 훼손할 가능성으로 인해 전통적인 금산분리 필요성의 근거인 부실계열사로의 자본흐름 왜곡 및 그로 인한 비효율 및 건전성 위험 문제가 일어날 가능성도 배제하기 어려울 것이다. 더욱이, 플랫폼은 범위의 경제를 추구하는 특성으로 인하여 연계성이 높고 복잡성이 크기 때문에 (이효섭, 2023) 플랫폼금융이 본격화되면 금융감독의 사각지대가 발생할 수 있는 것도 사실이다. 최근 금산분리제도의 일부 규제 완화를 추진하였거나 추진 중인 일본이나 미국의 사례도 참고할 만할 것이다.

다음으로 이론모형을 분석하여 금산분리 유지 혹은 완화에 따른 효율성 및 금융안정에 대한 영향과 관련된 기존의 주장 및 시사점들이 어떠한 경우에 어떠한 형태로 나타나게 되는지 살펴본다. 본 연구의 이론모형은 뱅크런 이론 연구의 시효라고 할 수 있는 Diamond & Dybvig (1983)을 기반으로 확장하고자 한다.

Diamond & Dybvig (1983)은 두 개 내쉬균형 중 하나가뱅크런 모형이며, 실제로 중간에 유동성 수요가 발생하는 경우 고려한다고 할 수 있으며, 그 결과 예금보험제도의 필요성을 제기하였다. Rochet & Vives (2004)은 예금자들의 실제 유동성 수요로 촉발되는 경우가 아닌 투기적 뱅크런 (speculative bank run)의 가능성에 대하여 글로벌 게임 모형을 이용하여 분석하고 있다. Freixas & Ma (2014)도 글로벌 게임 뱅크런 모형을 이용하여 은행의 debt-equity 포트폴리오 선택 및 그로 인한 다양한 종류(개별 및 시스템 위험; 유동성 및 지급 불능 위험 등)의 위험 확률을 분석한다. Jun & Yeo (2021) 또한 글로벌 게임 기반 뱅크런 모형을 이용하여 CBDC 도입이 금융 안정에 미치는 영향을 분석한다.

이들 선행 연구는 주로 예금자의 조기 인출에 대한 판단과 그로 인한 은행 위험을 중심으로 하고 있으나, 본 연구는 은행의 소유구조 형태(독립 vs 금산겸업 형태)에 따른 기업 대출 결정과 그로 인한 은행 위험을 중심으로 한다는 점에서 차이가 있다. 따라서 본 연구는 금산분리 제도에 대한 보다 종합적인 분석을 가능하게 하는 이론 모형을 제공한다는 측면에서 학술적 기여가 있으며, 향후 바람직한 금산분리제도 재정립방안 도출과 그에 따른 규제 관련 시사점을 제공한다는 점에서 정책적인 기여도 있다고 할 수 있다.

모형 분석 결과 독립적 은행이 대출해 주지 않을 신용상태인 경우에도 금산겸업 기업은 계열 기업에게 대출을 제공하는 경우가 나타나게 된다. 효율성 측면에서 본다면 긍정적 효과, 즉 사회적으로 효율적일 수 있음에도 불구하고 제공되

지 않을 대출이 금산겸업 기업에 의해 제공되는 경우와 더불어, 부정적 효과, 즉 사회적으로 비효율적임에도 불구하고 계열 기업에게 대출이 제공되는 경우가 모두 나타난다.

본 연구의 이론 모형 분석은 금산겸업 기업의 상태에 대한 정확한 정보를 시장 및 관계기관이 세부 경제 및 기업 관련 변수들을 보다 정확하게 관찰하고 대응해 나가는 것이 필요하다는 점을 시사한다. 예를 들어, 금산겸업 내 개별 계열 기업들에 대해 정확도가 높은 신용정보를 시장에서 신용평가사 등을 통하여 접근할 수 있도록, 금산겸업 기업집단 내부와 외부 간 정보 격차를 완화하여 기업 신용도를 외부에서도 보다 정확하게 판단할 수 있도록 제도를 개선해야 할 것이다. 만일 이와 같은 제도 개선이 여의치 않다면 금산겸업 기업에게는 계열 기업에 대한 대출 비중에 따라 대손충당금 및 예금보험 요율을 차등적으로 올리고, 은행과 거래플랫폼 겸업 금지 또는 대출유동화 증권 (LBS) 유통 겸업 규제 등의 추가적 규제 조치를 통해 효율성을 개선하면서 정보비대칭에 따른 부정적 영향을 줄이는 방안도 고려할 수 있을 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 다음 장에서 우리나라와 다른 나라의 금산분리 제도 현황을 살펴보고, 3장에서 이론모형 구축을 통해 벤치마크 사례와 금산겸업 사례에 대한 비교 분석을 수행하고, 가독성을 높이기 위해 시뮬레이션을 기반으로 한 numerical example을 제시하고, 4장에서 시사점을 도출하면서 마무리한다.

II. 우리나라와 미국, 기타 국가의 금산분리 규제 현황

1. 금산분리 제도 개요

금산분리는 간략하게 말해서 금융과 산업자본을 분리하고자 하는 원칙으로 미국의 금산분리 원칙을 “banking/commercial separation doctrine”이라고 일컫는다. 금산분리 규제는 소유와 지배를 매개로 금융과 산업이 사적 이익의 동반자가 되어 금융의 공적 역할을 훼손하는 것을 억제하는 금융정책이다 (김자봉, 2021). 여기서 언급하는 ‘금융의 공적 역할’이 금산분리 규제의 목적으로 금융시스템 안정성 및 금융회사 건전성 유지, 공정하고 효율적인 신용배분, 시장의 integrity 유지, 금융 고객과 산업자본 간 이해상충 가능성 예방, 경제력 및 금융의 집중화 방지, 신인의무에 기반한 금융소비자 보호에 이르기까지 다양하다. 금산분리는 금융회사가 산업자본을 소유·지배하는 것과 산업자본이 은행을 비롯한 금융회사를 소유·지배하는 것을 금지하는 것으로 크게 구분할 수 있다.

금산분리 규제는 조직설계 원리로서의 안전성과 효율성이 충돌되는 전형적인 사례라고 볼 수 있다 (정순섭, 2022). 특히 금산분리 가운데 금융회사의 자회사 보유나 금융회사의 부수업무범위 제한의 이론적 근거는 타업에서의 위험이 전파되는 것을 원천적으로 차단함으로써 금융회사 고유업무의 건전성을 유지하고 훼손되지 않도록 예방하고, 고유업무와 타업 간 이해상충을 방지하고 금융회사의 우

월적 지위를 타업에 남용할 가능성을 원천적으로 차단하는 목적이 있다.

2. 우리나라 금산분리 제도 현황¹

우리나라 금산분리 제도는 1982년 동일인의 의결권 있는 은행 주식 8% 초과 소유 및 사실상의 지배를 금지한 은행법 개정을 통해 제도화되었다고 알려져 있다 (김&장, 2022). 금산분리 제도는 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'(이하 "공정거래법"), '은행법', '금융지주회사법', '보험업법', '금융산업의 구조개선에 관한 법률' 등 여러 법률을 통해 구체화되고 있다. 우리나라에서는 산업자본의 은행 소유가 엄격히 제한되고 있는 반면, 산업자본의 비은행금융회사 소유는 허용되어 대기업집단으로 대변될 수 있는 산업자본이 비은행금융회사를 상당수 소유하고 있다. 이에 따라 은행을 제외한 보험, 증권, 투신, 여신전문업 등 거의 모든 금융업종에서 대기업집단이 지배적 위치를 구축하고 있다. 따라서 우리나라에서 금산분리 제도는 소유의 측면에서 볼 때 은산분리 정책이라고 볼 수 있다 (이병윤, 2006)

앞서 언급한 바대로 금산분리 제도는 산업자본의 금융자본 소유·지배 금지와 금융자본의 산업자본 소유·지배 금지로 구분할 수 있는데, 일례로 산업자본의 금융자본 소유·지배 금지 관련하여 (1) '은행법'상 비금융주력자(계열회사 중 비금융회사의 자본총액이 전체 자본총액의 25% 이상이거나 비금융회사의 자산총액 합계액이 2조 원 이상 등에 해당하는 산업자본)는 원칙적으로 은행의 의결권 있는

¹ 해당 절은 "금산분리 규제 완화 동향" 김&장, 2022을 참고하여 서술하였다.

주식을 4%(의결권을 행사하지 않는 조건으로 10%) 초과하여 보유할 수 없으며 ('은행법' 제16조의2), (2) '금융지주회사법'상으로도 비금융주력자는 은행지주회사의 의결권 있는 주식을 4%(지방은행지주회사의 경우 15%) 초과하여 보유할 수 없고 ('금융지주회사법' 제8조의2), (3) '공정거래법'상 일반지주회사는 원칙적으로 금융업 또는 보험업을 영위하는 국내회사의 주식 소유가 금지된다 ('공정거래법' 제18조 제2항제5호).

금융자본의 산업자본 소유·지배 금지 규제와 관련하여서는 (1) 은행과 보험회사는 각각 비금융회사의 의결권 있는 주식을 15% 초과하여 소유할 수 없고('은행법' 제37조제1항, '보험업법' 제109조), (2) 금융지주회사는 금융업 또는 보험업 이외의 비금융회사의 주식을 소유할 수 없다('금융지주회사법' 제6조의3, '공정거래법' 제18조제2항제4호).

그동안 금산분리 규제 완화에 대한 논의는 지속되어 왔다. 2018년 롯데그룹의 지주회사 전환에 따른 금융회사 지분 매각 시에는 일반지주회사의 금융회사 지분 보유 금지가 합리적인 것인지, 역차별의 소지는 없는지 등에 대한 문제제기가 있었으며, 2019년 시행된 '인터넷전문은행 설립 및 운영에 관한 특례법' 제정 시에는 인터넷전문은행의 경우 일반 은행과 달리 비금융주력자가 의결권 있는 주식을 34% 이내에서 보유할 수 있도록 규정하는 부분에 관한 논의가 있었다.

주지하다시피 최근 핀테크 및 빅테크 기업들의 등장으로 금융과 디지털 융합

현상 (빅블러 Big Blur)이 가속화됨에 따라 금산분리 규제 완화에 대한 요구가 커지게 되었다. 은행 등 금융회사들은 금산분리 완화를 통해 기 보유한 소비자 데이터와 업무역량을 비금융 영역에서 활용하여 보다 고도화된 맞춤형 서비스를 제공하고, 빅테크를 비롯한 비금융회사들 역시 누적된 정보 및 플랫폼을 활용한 금융업의 진출이나 금융 서비스 제공을 하고자 한다.

최근 정부가 금산분리 규제 완화 정책을 시사하고 관련 논의를 시작하였는데 우선은 금융자본의 산업자본 소유·지배 금지 부문에 대한 완화 논의의 중심이 되고 있다. 따라서 금융위원회 제4차 금융규제혁신회의에서도 (1) 금융회사의 자회사 투자 허용 기준으로서 현행 금융업종 관련성 외에 효율성 기준 등의 새로운 기준의 도입 필요성 및 현행 출자총액한도 등 위험관리 규제가 충분한지 여부, (2) 금융회사의 부수업무 범위를 현행과 같이 고유업무와 유사한 업무로 한정함이 바람직한 지 및 업무 허용 기준으로서 효율성 기준 추가 및 부수업무로 인한 위험 총량 통제 장치 도입 여부 등을 중점 검토할 필요가 있다고 논의하였다 (4차 금융규제혁신회의, 2022. 11).

3. 미국의 금산분리 제도

미국은 1956년 은행지주회사법 및 이후 1966년 및 1970년 수정법안을 통해 금산분리 규제의 정책 목표에 부합할 수 있도록 은행으로 분류될 수 있는 주체들

을 엄밀하게 정의하였다. 특히 1956년에 제정된 은행지주회사법에서 은행을 지배하는 회사를 은행지주회사로 정의하고 이 회사는 은행업과 밀접한 관련이 있는 업무만 할 수 있도록 함으로써 일반 기업과 은행을 동시에 소유할 수 없도록 하여 은행과 산업의 분리를 더욱 공공히 하게 되었다 (이병윤, 2006). 1970년 수정법안에 따라 다른 금융기관과 차별화되는 기능에 따라 은행을 "요구불 예금과 상업대출을 동시에 취급하는 금융기관"으로 정의한 것이다.

그러나 이와 같은 정의에 따라 비금융회사들이 '은행'의 정의를 피해 예금만을 취급하거나 또는 상업대출만을 취급하는 금융기관을 인수하기 시작하는 등의 도치 않게 규제의 허점을 발생시키기도 하였다. 이러한 기관들은 '비은행은행(nonbank bank)' 또는 산업대부회사(ILC)로 지칭하였다. 지주회사가 비은행은행을 소유하여 은행지주회사법의 감독의무는 벗어나되, 비금융회사를 소유하여 비금융 활동을 영위하게 된 것이다.

이러한 금산분리 원칙의 훼손을 막기 위해 1987년 경쟁동등성 은행법(CEBA)을 통해 은행의 정의를 넓혔으나, 기존의 산업대부회사와 비은행은행에 대해 자산규모의 증가에 대한 상한 규제 등을 두고 용인하게 되었다. 다만 예외 조건은 1)산업대부회사가 영업허가를 받은 주가 연방예금보험공사 예금보험 가입을 의무화한 경우, 2)자산규모가 1억 달러 미만인 경우, 3)자산규모가 1억 달러 이상이지만 요구불예금을 받지 않는 경우, 4)1987년 이래 지배체제에 변화가 없는 경우(no change in control)로 정하였다. 당시 규제 면제 기관의 공통점은 예금을 받되 요

구불예금을 취급하지 않거나, 상업대출 활동이 미미한 경우이다. 외국계은행(foreign banks), 예금보험에 가입된 저축대부조합(federally insured S&L associations), 신용조합(credit unions), 신용카드은행(credit card banks), 그리고 예금보험에 가입한 대부분의 산업대부회사(ILC)에 대해서는 면제 조치를 취하였다.

따라서 미국의 산업대부회사가 상업은행에 비해 상대적으로 느슨한 규제를 받아왔던 이유는 금산분리의 완화가 아니라 애초에 금산분리 규제의 필요성이 크지 않다고 보는 부문에 대해 예외를 둔 것으로 해석하는 것이 바람직할 것이다. 더욱이 2007년 산업은행지주회사법(Industrial Bank Holding Company Act)과 후속 조치에 따라 연방예금보험공사의 산업대부회사의 지주회사에 대한 감독환경이 연방준비제도이사회가 은행지주회사를 감독하는 수준과 유사해졌다.

상당히 오랜 기간 동안 금산분리 원칙을 고수하던 미국 금융당국은 대형 핀테크 회사들을 대상으로 기존 정책을 적용해 오다가 2015년 이후 일부 규제 완화를 추진 중에 있다. 이와 같은 정책 변화의 근거 중 하나로 금산분리 일부 완화가 오히려 금융기관 간 포트폴리오의 다양성을 촉진할 수 있어 글로벌 금융위기와 같은 위기 시 위기 확산을 방지할 수 있다는 주장도 제기되었다 (Baradaran, 2012). 미국의 예금보험공사 FDIC의 의장인 Jelena McWilliam은 최우선의 임무가 신규은행의 설립을 촉진하는 것 (priority of mine is encouraging de novo bank formation)이라고 밝히기도 하였다 (2019.1). 또한 미국의 통화감독청인 OCC 보고서에 따르면 "은행이라고 불리우는 것(that which we call a bank)"의 정의를 보다

넓게 하겠다는 정책 의지를 표명함으로써 핀테크 회사들에 대해서도 동일 규제를 적용하겠다는 점을 시사하기도 하였다. 더불어 국법은행이 자회사를 통해 은행업무나 부수업무를 수행할 수 있도록 인정하겠다고 밝히기도 하였다 (자회사 보유 범위 기준에 대한 은행업무나 부수업무해석이 '효율성' 기준으로 완화).

1995년 미국 최초의 인터넷전문은행인 Security First Network Bank 설립을 기점으로 미국의 인터넷전문은행은 비용절감을 바탕으로 한 경영혁신과 인터넷 서비스 확대를 목적으로 은행 및 비은행 금융회사의 자회사 형태로 설립되었다. 인터넷전문은행은 일반은행과 동일한 기준에 의해 인가되었으며, 기존의 대형은행들이 아닌 주로 상업은행, 지방은행, 저축은행들이 인가를 획득하여 영업을 추진하였다. 이에 OCC는 인터넷전문은행의 특수성을 고려하여 인가지침(2001년)을 수립하여 무분별한 난립을 방지하는 조치를 취하였다. OCC는 인터넷전문은행이 기존 시중 일반은행과는 다른 특징을 가지고 있는 점을 고려하여, 고객 접점, 유동성 위험, 고객확인, 재해발생과 관련한 별도 지침을 마련하여 인터넷 전문은행의 영업과 관련한 위험을 사전에 예방할 수 있도록 조치하였다.

여기서 유의할 점은 미국의 은산분리 원칙은 경우에 따라서 보조적인 업무로 확장 허가가 가능하지만 연방 수준(federal level)의 은행들에서만 적용되는 것이다. 즉, 주 수준(state level)의 은행에 대해서는 적용되지 않으며, 이들은 핀테크 회사와의 자유로운 경쟁을 할 수 있다 (Ford, 2019). 미국(연방 수준만 해당)에는 은행, 증권 및 보험회사 등을 구분하는 기관 중심 규제로 투자은행, 보험, 연방 차원의

은행 규제가 구분되어 있으며, 각 연준, 통화감독청(OCC), 재무부(및 금융안정감독위원회(FSOC)가 의장을 맡고 있음) 및 연방 예금보험공사(FDIC)는 핵심 은행 규제 문제에 관여하고 있다. 소비자금융보호국(CFPB)도 소비자의 재무적 보호 문제에 대한 권한을 가지고 있다.

2020년에는 핀테크 플랫폼 기반 은행서비스를 제공하는 Varo Bank를 최초로 인가하였다. 그 보다 앞서 2009년에 산업대부회사(Industrial Loan Company, ILC)인 Square Bank의 인가가 이루어지기도 하였다. 2022년 기준 핀테크 플랫폼 기반으로 은행 서비스를 하는 회사(Challenger banks 또는 Neobanks)는 약 50개 정도이며 Chime의 경우 이용자가 가장 많아 1천2백만명 이상이며, MoneyLion 9백만, Dave 6백4십만, Varo와 Current가 각각 4백만명인 것으로 나타났다 (American Banker, 2022).

그러나 2022년 American Banker에 따르면 Varo bank와 Chime 모두 경영 난관에 부딪혔는데 Chime의 경우 사기가 의심됨에 따라 고객 계정을 폐쇄하였고, Varo bank는 막대한 손실을 입어 투자금을 전부 소진하였다고 알려지기도 하였다. 이에 미국 금융소비자 보호국 (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB)는 은행 임대 (rent-a-bank) 또는 특권 임대 (rent-a-charter) 프로그램으로도 알려진 은행 파트너십을 검토하고 있으며, 많은 핀테크 은행들이 법적 적법성과 FDIC 보험에 의존하고 있는 현실을 드러내고 있다.

다만 최근 핀테크업체인 Square의 자회사 Square Financial Services는 Industrial bank이지만 레버리지 비율을 일반은행보다 높은 수준인 20%로 규정하기도 하였다. FDIC 문서에 따르면 해당사의 레버리지 비율과 총자본비율은 어떠한 경우에도 영업 첫 3년 동안 2019년 8월 23일에 개정된 은행 사업 계획에 명시된 수준보다 낮아서는 안 된다고 밝히고 있다. 그 이후 역시 레버리지 비율과 총자본비율을 FDIC가 매년 승인하는 은행 사업 계획에 명시된 수준 이상이어야 하며, 어떠한 경우에도 은행 레버리지 비율은 FDIC의 자본 규정에 따라 계산되며 20%보다 낮아서는 안 된다고 명시되어 있다 (FDIC 2020). 이는 핀테크 기업이라고 무조건 기존 은행보다 완화된 규제를 적용할 것이라는 기대와 달리 오히려 안정성을 더 중시할 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

종종 미국의 성공적 인터넷전문은행으로 예시되는 Pitney Bowes Bank와 First Electronic Bank 등은 우리나라와 같은 인터넷전문은행이라기 보다는 모기업인 ICT기업의 고유 업무와 연관도가 높은 고객들을 대상으로 주로 특정 영업을 하는 틈새은행(niche bank) 또는 특화은행으로 보는 것이 적절할 것이다. 실제로 Pitney Bowes Bank는 미국의 e-commerce total solution 제공 업체인 Pitney Bowes 소유이며, First Electronic Bank는 미국의 미디어/전자기기 유통업체인 Fry's 소유로 일부에서 미국 인터넷전문은행의 성공적 사례인 동시에 금산분리 완화의 예로 종종 인용되고 있다. 그러나 이들은 모기업인 ICT기업의 고유 업무와 연관도가 높은 고객들을 대상으로 특정 비즈니스 대출을 주요 분야로 하는 산업은행(Industrial

Bank)으로 우리나라의 인터넷전문은행과 동일시하기 어려운 측면이 있다고 할 것이다.

4. 기타 국가에서의 금산분리

미국과 우리나라 이외에 산업자본의 은행지분 소유에 제한을 두는 나라는 호주 정도인 것으로 알려져 있다. 호주에는 기관과 특정 투자자 간 재무적 관계를 제한하여 금융 안정성을 높이기 위해 금융 부문 회사에 대한 20% 소유권 한도가 존재한다 (The Law Reviews, 2023).² 2018년 금융부문 소유 관련 법 개정을 통해 기존의 산업자본의 지분소유한도인 15%에서 20%로 여타 국가들과 마찬가지로 금산분리 관련 소유 규제가 다소 완화된 것으로 보인다.

이웃나라 일본 역시 우리나라와 같이 오랜 기간 금산분리 원칙을 고수하다가 유사한 이유로 다소 완화되었다. 구체적으로 2016년 은행법 개정을 통해 은행이 핀테크에 참여할 수 있도록 조치를 취했으며, 기존의 기관 중심 규제 (entity-based regulation)에서 보다 부문 간, 목적 지향적인 규제 (purpose-oriented

² 호주의 경제적 번영과 관련하여 승인된 예금수취기관(authorised deposit-taking institutions, ADI)의 중요성을 고려할 때, 소유권 한도는 금융 시스템에서 어떤 개인도 막대한 권력을 축적하는 것을 방지하고자 한다. 1998년 금융 부문(주식 소유)법(Cth) 개정안(2018년 발효)은 계약에 따라 한 사람 또는 두 명 이상의 사람이 재무부의 동의 없이 금융 부문 회사의 의결권 주식 중 20% 이상을 취득하는 것을 금지한다. 20%를 초과하는 주식을 보유하는 것은 용납할 수 없는 주식 보유 상황으로 간주되며 인수로 인해 다음이 발생할지 여부에 대해 부주의한 경우 400 벌금 단위(작성 당시 A\$110,000) 이하의 벌금에 처해질 수 있는 위반 행위가 된다. 이러한 금융 부문 회사에는 ADI와 ADI의 지주 회사가 포함된다.

regulation)로의 전환을 고려하고 있다고 볼 수 있다. 또한 은행이 클라우드 펀딩, 디지털 통화 생성 등 더 광범위한 디지털 서비스에 참여할 수 있도록 하는 명확한 조치를 취했다. 다만 이러한 활동은 여전히 거의 전적으로 "금융 행위"의 범위 내에 있으며 완전한 "상업적" 범위로 벗어나지 않는다는 점에 유의할 필요가 있다.

최근 2021년 일본은 또 한번의 은행법 개정을 통해 은행업 고도화와 경제활성화 목적으로 은행의 업무범위에 대한 규제 완화를 추진하였다. 그 결과 전자계약 서비스, 인벤토리금융, 전력회사 등 기업생산성 향상과 지속가능사회 구축에 기여하는 은행업고도화등회사 설립 기반을 마련하였다. 또한 종속업무 규제완화로 인재소개, 광고, 사업자연결 사업에 진출하기도 하였다 (하나금융경영연구소, 2023).

한편 EU 국가들은 대부분 은행산업을 통일적으로 규제하는 "EC의 제2차 은행업 지침(The EC Second Banking Directive)"을 적용하고 있다. 동 지침에서는 비금융회사의 은행지분소유를 직접적으로 제한하고 있지는 않다. 다만 은행 주식의 일정 비율(10%, 25%, 33%) 이상을 직간접적으로 보유하고자 할 경우에는 감독기관에 보고하고(Article 11.1), 동 비율별로 감독당국의 출자자 적격성 심사를 받으며, 감독기관은 은행이 건전하고 신중하게(sound and prudent) 경영될 수 있을 경우 이를 승인하도록 하고 있다 (이병윤, 2006).

III. 바람직한 금산분리 제도 재정립을 위한 이론모형

본 장에서는 이론모형을 분석하여 금산분리 유지 혹은 완화에 따른 효율성 및 금융안정에 대한 영향과 관련된 기존의 주장 및 시사점들이 어떠한 경우에 어떠한 형태로 나타나게 되는지 살펴본다.

1. 모형 - Benchmark

벤치마크 모형은 하나의 기업(f 로 표기) 및 하나의 금융기관 (이후 은행으로 지칭하며, b 로 표기)이 존재하는 4단계 ($t = 0, 1, 2, 3$) 구조를 갖고 있다.³ 그러나, 기업이나 은행 모두 이자율에는 영향을 미치지 못하며, (무위험) 시장 이자율 및 대출 이자율은 각각 외생 변수인 r 및 R ($0 < r < R < 1$)로 각각 취급한다고 가정한다.⁴ $t = 0$ 에서는 은행 및 기업 모두 본격적 영업활동은 하지 않고 자본 확보만 이루어진다.

기업은 $t = 1, 3$ 에서 모두 영업 활동 (투자를 통한 생산활동)을 수행한다. 이

³ Diamond and Dybvig (1983) 이래 뱅크런 모형은 기간 불일치를 반영하기 위하여 주로 3단계 모형을 쓴다. 본 연구에서는 기업에 긴급 대출 수요가 발생할 경우 금산분리 유지 상황과 금융겸업 상황 간 은행 대출 의사 결정의 차이를 알아보기 위하여 기업활동 결과가 나오는 기간을 한번 더 추가하였다.

⁴ 즉, 여기서 은행(금산겸업기업)은 금융시장의 가격 수용자(price-taker)이다. 또한 이러한 가정은 R 을 경쟁시장의 균형 이자율로 취급한다는 의미가 아니라 독립적 은행이 기업을 대상으로 대출 의사 결정을 내릴 경우와 금산겸업 은행이 계열기업을 대상으로 대출 의사 결정을 내릴 경우의 차이를 비교하기 위하여 설정한 것이다.

때, 기업은 $t = 1, 3$ 에서 각각 생산에 필요한 복구 불가능한 비용 c 를 투입해야 한다. 또한, 기업은 $t = 1, 3$ 에서 영업활동의 결과는 G(ood) 또는 B(ad) 중에서 하나의 상태(state, 이후 혼용 표기), $\theta_f \in \{G, B\}$ 에 있게 된다. 만일 $\theta_f = G$ 일 경우에는 기업은 k 만큼의 매출을 얻게 되는 반면, $\theta_f = B$ 일 경우 기업의 매출은 0이다. 따라서 c 만큼 손실이 발생하게 된다 (즉 $-c$). 따라서 $t=1$ 에서 $\theta_f = B$ 인 기업이 $t = 3$ 에서 영업활동을 계속 하려면 은행으로부터 대출을 받아야 한다. 여기서 k 와 c 는 둘다 독립적 은행 혹은 금산겸업 기업의 계열 은행이 수신한 예금을 1로 정규화할 경우의 각 비중(ratio)이라고 해석하는 것이 적절할 것이다.

한편, 기업과 달리, 은행의 상태 $\theta_b \in \{G, B\}$ 는 $t = 3$ 에서만 정해지게 된다. 만일, $t = 1$ 에서 Bad state에 있는 기업이 은행에 대출을 받고자 한다면 은행은 대출 제공 여부를 결정한다. $t = 2$ 에서는 예금 조기 인출 (이후 bank run 또는뱅크런으로 표기) 및 유동성으로 인한 은행 실패 발생 여부가 결정된다. 은행에 예치된 예금의 경우 만일 $t = 2$ 혹은 $t = 3$ 에서 은행 실패가 일어나지 않는다면 $t = 3$ 에는 원금과 이자율 r 이 적용되어 예금자에게 지급된다. 동시에, 은행이 $\theta_b = G$ 에 있다면 다시 1만큼의 신규 예금 유입과 더불어 r 만큼의 투자 이익(율)을 얻게 된다. 즉, $1 + r$ 만큼의 자산이 신규 유입된다는 것이다. 반면 $\theta_b = B$ 에 있다면 $t = 3$ 에서 신규 예금 유입 이에 따른 이익은 0이 된다.

독립된 은행(혹은 경영진)의 목표는 $t = 3$ 에서 대출에서의 기대 이익 및 예금 운용에서 얻은 기대 현금흐름의 합(이후 기대 잉여현금흐름으로 표시)을 극대화

하는 것이다. 또한, 금산겸업 기업(혹은 경영진)의 경우는 계열 은행의 기대 이익과 계열 기업의 기대 잉여현금흐름의 합을 극대화하는 것을 목표로 한다.

가) $t = 0$

최초에 기업은 c 만큼의 자본을, 은행은 1의 예금 및 w 의 자기자본을 확보한다. 이 때, c 와 w 는 전체 예금의 크기를 1로 정규화(normalize)할 경우의 각 비율이라고 해석한다. 은행이 $t = 0$ 에서 확보한 예금 및 자기자본은 $t = 1$ 에서 기업 대출 자금 및 $t = 2$ 에서 예금 조기 인출(bank run) 시도에 대응하는데 활용될 수 있다.

나) $t = 1$

기업의 상태 θ_f 가 G 일 경우 매출에 따른 기업의 현금흐름 유입은 k 가 되며, 이때 기업의 이익은 $k - c$ 가 된다. 이 경우 기업은 은행 대출 없이, 계속 기업활동을 이어갈 수 있게 된다. 반면 $\theta_f = B$ 일 경우 기업활동을 이어가기 위해서는 c 만큼 은행 대출이 필요하다.

[가정 1] $r < c, r < w, w < c + r$ 및 $c(1 + r) < k < 1$

가정 1이 만족된다면 Good state에서 기업의 이익 $k - c(1 + r) > 0$ 을 만족하게 되며, 이는 기업이 Good state에서 시장 이자율보다 더 높은 수익률을 기록할 수 있다는 의미이다. 반면, 기업 상태가 Bad state일 경우 기업의 현금흐름 유입

은 0이 되는 반면에 영업활동에 c 의 비용이 이미 지출되었기 때문에 이익의 크기는 $0 - c = -c$, 즉, 당기 손실을 기록하게 되고 남은 자본은 $c - c = 0$ 이 된다. 이 경우, $t = 2$ 에서도 기업이 영업활동을 유지하기 위해서는 외생적인 시장이자율 $R(>r)$ 의 조건으로 은행으로부터 c 만큼의 추가적인 대출을 받아야 하며 대출을 받지 못하면 바로 부도 및 청산된다.

한편 은행의 보유 자산은 대출 제공이나 조기 인출이 없다면 $t = 1$ 에서는 변동 없이 $1 + w$ 로 유지된다. $t = 3$ 에서 현재 상태가 Bad인 기업이 대출을 받아 영업 활동을 지속할 경우 Good state로 변경될 확률을 q 로, 은행이 Bad state에 돌입할 확률을 p 로 나타낸다. 여기에서 q 는 기업의 생존율로 지칭할 수 있으며 이는 기업의 신용등급 등으로도 해석할 수 있다. 가정 1의 부등식 조건 $w < c + r$ 는 대출이 실패하고 은행이 Bad state에 있다면 은행이 예금 및 이자를 약정대로 반환할 수 없는 지급불능 상태가 됨을, 즉 은행실패가 발생함을 의미한다. 끝으로, 생존율에는 정보비대칭이 존재할 수 있으며, 정보비대칭이 없는 금산겸업 기업이 내부적으로 알고 있는 생존율과 외부에서 평가한 생존율(신용등급)이 다른 경우를 고려하여 모형을 풀어갈 수 있다. 이에 대해서는 다음 장에서 논의한다.

또한, 본 모형에서는 기업과 은행의 상태는 서로 독립적으로 결정된다고 가정하지만 이는 질적인 차이를 만들어 내지는 않는다. 그 이유는, 이후 살펴보는 바와 같이 금산겸업 기업의 경우 은행 부문의 기업 부문에 대한 대출 결정은 독립적인 은행이 독립적인 기업에 대출을 제공할 때와 합리적 제약 조건(individual

rationality)이 다르기 때문에 대출을 결정하는 q 의 범위에 대하여 서로 비교가 가능하다.

$t = 1$ 에서 Bad state에 있던 기업이 $t = 3$ 에 q 의 확률로 기업은 다시 Good state로 돌아올 경우 k 만큼의 현금흐름을 창출하여 $c(1 + R)$ 만큼 은행에 갚게 된다. 즉, $k - c(1 + R) > 0$ 이면 기업은 존속하게 된다. 그러나, $t = 3$ 에서도 계속 Bad state에 있다면 기업은 청산된다. 이 때 기업에는 유한책임(limited liability)이 적용된다. 즉, 발생하게 된 손실을 모두 다 떠안지는 않으며 청산되는 기업의 손실은 c 가 아니라 남은 자본만큼만 발생한다는 의미이다. 그런데, 가정에 따라 $c - c = 0$ 이므로 기업은 $t = 3$ 에서 Bad state에 돌입해도 남은 자본이 없기 때문에 청산되지만 할 뿐 기업은 추가로 손실을 떠안지 않게 된다. 이는 $t = 0$ 에서 기업의 자기 자본 초기값이 c 라는 다분히 편의적 가정에서 도출된 결과이지만, 모형을 단순화하면서도 전체적인 의의를 손상시키지는 않는다.

대출을 받는 기업의 기대 이익은

$$q(k - (1 + R)c) \tag{1}$$

과 같이 나타낼 수 있으며, 가정 1에 따라서 $k - (1 + R)c$ 의 값이 0보다 크기 때문에 기업은 은행으로부터 대출을 받는 것이 유리함을 알 수 있다.

은행은 $t = 3$ 에서 기업이 Bad state에 머물게 될 가능성이 존재함에도 불구하고 대출을 제공할 수 있으며 또한 기대 후생 측면에서 더 나올 수 있다. 만일, $t =$

1에서 은행이 대출을 한다면 이제 은행에게 남은 유동화 가능 자산은 $1 + w - c$ 가 된다. 이는 은행에 제공하는 대출 c 는 만기($t = 3$)가 돌아올 때까지 처분되지 못하는, 즉 originate-to-hold 개념이 적용되는 자산이라는 의미이다.⁵ 대출이 이루어질 경우 $t = 3$ 에서 은행의 기대 잉여현금흐름은

$$w - r + (1 - p)(1 + r) + (q(1 + R) - 1)c \quad (2)$$

와 같이 나타낼 수 있다. 여기서는 $t = 0$ 에서 확보한 $1 + r$ 의 예금 및 자본이 $t = 2$ 에서 예금 및 이자로 다시 빠져나가면서 서로 상쇄되는 부분을 포함하여 나타내면 식 (2)는 $(1 + w) - (1 + r) + (1 - p)(1 + r) + (q(1 + R) - 1)c$ 와 같이 나타낼 수 있다. 식 (2)에서 $w - r + (1 - p)(1 + r)$ 항은 기업 대출 제공 여부와 무관하다는 것을 알 수 있다. 즉, 대출에 따른 은행의 기대 초과이익은 $(q(1 + R) - 1)c$ 와 같이 나타난다. 식 (2)의 $-c$ 항을 해석한다면, $t = 3$ 에서 기업이 Bad state에 빠져도 은행은 제공한 대출 c 에 대한 책임을 내부화 한다는 뜻으로 볼 수 있다. 다만, 식 (2)가 기대값임을 감안한다면 이는 은행이 대출 실패 발생에 따른 사후적인 책임을 실제로 모두 진다고 해석하기 보다는 은행(경영진)의 대출 결정이 유한책임으로 인한 도덕적 해이(moral hazard, 이후 영문 표기)의 영향을 받지 않는다고 해석하는 편이 적절할 것이다.⁶

⁵ 만일 originate-to-distribute 구조일 경우 은행은 해당 대출 채권을 증권(ABS)화 하여 사전적으로 시장에 판매할 수 있다. 이 경우에 대해서는 4장 후반부에 다시 논의한다.

⁶ 4장에서는 유한 책임을 넣을 경우를 살펴본다. 결과적으로는, 모형의 복잡도를 증가시키는 반면 대출이 이

만일, $q(1 + R) - 1 > 0$ 을 만족한다면 대출로부터 기대하는 은행의 이익이 양 (+)이 된다. 즉, 은행이 기업에 대출을 해줄 경우 다음 부등식

$$q > 1/(1 + R) \quad (3)$$

이 항상 성립한다.

만일 대출을 하지 않을 경우의 기대 현금흐름은 은행이 $t = 3$ 에서 Good state 경우 들어오게 되는 자산과 이익의 합 $1 + r$ 에 대한 기대값 $w - r + (1 - p)(1 + r)$ 이 된다. 따라서, 대출을 할 경우와 그렇지 않을 경우의 기대 잉여현금흐름 차이는 대출에 따른 은행의 기대 잉여현금흐름 식 (2)에서 $w - r + (1 - p)(1 + r)$ 를 빼 $(q(1 + R) - 1)c$ 로 나타난다. 이제 여기에 대출을 받을 경우의 기업의 기대이익 $q(k - (1 + R)c)$ 을 더하면 대출에 따른 기대 후생의 증가는 다음 식

$$qk - qc - (1 - q)c = qk - c \quad (4)$$

과 같이 도출되며 이것이 0보다 크면 대출에 따른 기대 후생이 양이 된다. 여기서 대출 이자 R 은 영향을 미치지 않음에 주목하자.

은행의 대출 시행에 대한 individual rationality 조건은 식 (3)에 따라 $q(1 + R) > 1$ 와 같이 나타난다. 이는, 식 (4), 즉 $qk - c > 0$ 이 만족되어 대출에 따른 기

뤄지는 이자율 R 의 범위 외에는 분석 결과에 질적 차이를 만들어내지 않는다. 현실에서도 은행 및 금융기관에 대해서 건전성 규제 등을 통해 자체적 혹은 공동으로 예비 유동자본 확보를 강제하는 형태로 어느 정도는 구현하고자 하는 부분이다.

대 후생—이 경우는 은행의 기대 잉여현금흐름과 기업의 기대 이익의 합—증가가 양(+)이 됨에도 불구하고 식 (3)에서 나타난 은행의 individual rationality가 만족되지 않는 경우, 즉 다음 부등식이

$$\frac{1}{1+R} > q > \frac{c}{k} \quad (5)$$

성립하게 되는 경우가 존재할 수 있다. 이는, 또한 은행이 해당 기업에 대출을 해주지 않는 결과가 존재함을 의미한다.⁷

[가정 2] $1 + R < k/c$ (식 (1)) 및 $q > c/k$ (식 (5)의 우측 부등식) 을 만족한다.

즉, 가정 2가 만족된다면 $t = 1$ 에서 Bad state에 빠진 기업은 대출을 받는 것이 사전적으로 항상 이익이며 банкрот이 일어나지 않을 경우 은행이 기업에게 대출을 해줄 경우의 기대 후생 또한 양이 된다는 의미이다. 그럼에도 불구하고 은행이 자발적인 대출 여부에 대한 결정을 내릴 경우 효율적인 대출이 이루어지지 않는 경우가 존재하며 항상 사회적으로 최적의 결과를 가져오지는 않는다.

[Proposition 1] 가정 2를 만족하며 대출이 이루어질 경우의 기업 기대 이익 및 기대 후생 모두 양(+)임에도 불구하고 식 (5)가 성립하는, 즉 독립적인 은행이 기업에 대출을 제공하지 않는 경우가 존재한다.

⁷ 외생적으로 주어지는 대출 이자율에 따른 결과로 기업 대출이 이루어지지 않는 상황이 가능한가에 대하여 의문을 제기할 수도 있으나 이는 시장 균형 이자율이 아니라 금산분리 하의 은행과 금융겸업 기업의 은행의 의사 결정 차이를 비교하기 위하여 설정한 장치로 이해해야 한다.

다) $t = 3$

기업 및 은행의 state 변수 θ_f 및 θ_b , 그리고 기업 대출 제공 여부에 따라 구분되는 시나리오 별로 은행의 생존 및 실패 여부를 살펴본다. 각 시나리오는 ($f: \theta_f \theta_f$; $b: \theta_b$; loan/no loan)와 같은 방식으로 표기할 수 있으며, 기업(f)의 $t = 1, t = 3$ 에서의 상태, 은행(b)의 $t = 3$ 에서의 상태, 그리고 기업에 대출(loan) 제공 여부를 의미한다. X 는 기업이 $t = 3$ 에서 청산된 상태라는 의미이다. 또한 $-$ 는 해당 state나 loan 여부와 무관하게 나머지 변수의 상태에 따라 은행 실패의 발생여부가 결정된다는 뜻이다. 결과적으로, 만약 기업에 대출이 제공되는 경우, $t = 2$ 에서 bank run이 없고 $t = 3$ 에 기업 및 은행이 모두 Bad state에 돌입할 경우에만 은행 실패가 일어난다.

($f:G-$; $b:-$; no loan)일 경우

$t = 1$ 에 Good state($\theta_f = G$)에 있는 기업이라면 대출은 불필요하기 때문에 대출 제공이 당연히 이루어지지 않는다. 설사 $t = 3$ 에서 $\theta_f = B$ 에 돌입하게 되더라도 이미 $t = 1$ 에서 확보한 자본 k 는 $k - c > 0$ 을 만족하므로 기업은 생존하게 된다.

은행이 $t = 3$ 에 Good state($\theta_b = G$)에 있을 경우 1만큼의 신규 예금 및 r 만큼의 이익이 유입되며, $t = 0$ 에서 받은 예금에 대한 원금 및 이자를 반환하게 되면서 $1 + w + (1 + r) - (1 + r) > 0$ 을 만족하기 때문에 생존한다. 설령 $t = 3$ 에서 은행이 Bad state($\theta_b = B$)에 돌입하여 신규 예금 및 이익의 유입이 없더라도 은행이

$t = 1$ 에서 기업에게 대출을 제공하지 않았기 때문에 $1 + w$ 의 자산은 그대로 유지되면서 $(1 + w) - (1 + r) > 0$ 으로 약정 예금 및 이자를 전액 반환할 수 있기 때문에 지급불능에 빠지지 않고 생존하게 된다.

(f:BX; b:- ; no loan)일 경우

만일 $t = 1$ 에서 은행이 Bad state에 있는 기업에게 대출을 해주지 않는다면 기업은 바로 청산된다. 이후 은행이 $t = 3$ 에서 Good state에 있다면 앞서 살펴본 바와 같이 신규 예금 및 이익 $1 + r$ 이 추가적으로 유입되면서 은행의 총 보유자산은 $1 + w$ 이 된다.

실사 $t = 3$ 에서 은행이 Bad state에 있더라도 $t = 1$ 에서 Bad state에 있는 기업에게 대출을 해주지 않는다면 기업은 이미 청산되었으며, 은행은 앞서 첫번째 시나리오에서 살펴본 바와 같이 현금흐름 유입이 없는 상태에서 $(1 + w) - (1 + r) > 0$ 으로 약정된 예금 원금 및 이자를 모두 반환할 수 있고 지급불능에 빠지지 않게 된다.

(f:BG; b:-; loan)일 경우

기업이 $t = 1$ 에서 Bad state에 있으며 은행이 대출을 해줄 경우, 만일 기업이 $t = 3$ 기에 Good state로 돌아가면 기업은 생존하게 되며 대출금 및 이자 $c(1 + R)$ 을 반환하게 된다. 이 경우 은행도 $t = 3$ 에서의 state가 Good일 경우는 $1 + w +$

$cR > 0$ 이며 설사 Bad일 경우에도 이제 $1 + w + cR - (1 + r) > 0$ 이기 때문에 은행의 state와 무관하게 은행 실패는 일어나지 않는다.

(f:BB; b:G; loan)일 경우

은행이 $t = 1$ 에서 기업에 대출을 제공하였는데 $t = 3$ 에도 Bad state에 있게 된다면 기업은 지급불능 상태에서 청산되며 은행에게는 c 의 손실이 발생한다. 하지만, $t = 3$ 에서 만일 은행이 Good state ($\theta_b = G$)에 있을 경우는 새로 유입되는 예금 및 이익 $1 + r$ 로 인하여 은행의 기대 잉여현금흐름은 $1 + w - c - (1 + r) + (1 + r) > 0$ 이기 때문에 은행 실패는 일어나지 않는다.

(f:BB; b:B; loan)일 경우

은행이 $t = 1$ 에서 Bad state 기업에 대출을 제공하였는데, $t = 3$ 에서 기업은 물론 은행도 모두 Bad state에 있게 된다면 기업은 청산되며 은행에는 신규 예금 및 이익의 유입이 없기 때문에 은행의 보유 자산은 가정 1에 따라 이제 $1 + w - c - (1 + r) < 0$ 과 같이 나타나게 된다. 즉, 은행이 $t = 3$ 에서 약정된 원금 및 이자 전액을 모든 예금자에게 돌려주지 못하는 지급불능(insolvency) 상태에 돌입하게 되면서 건전성 문제로 인한 은행 실패가 발생한다.

라) t=2 뱅크런(bank run)의 발생

위에서 살펴본 바와 같이 만일 은행이 $t = 1$ 에 기업에 대출을 해주고 $t = 3$ 에

기업과 은행 모두 Bad state에 돌입할 경우 은행은 지급 불능(insolvency) 상태에 빠지게 되어 일부 예금은 돌려주지 못하는, 즉 회피 불가능한 은행 실패가 발생할 수 있다. 회피 불가능의 의미는 만일 은행이 $t = 1$ 에 기업에 대출을 해주었다면 $t = 3$ 에서 은행의 기대 잉여현금흐름은 식 (2), $w - r + c(q(1 + R) - 1) + (1 - p)(1 + r)$ 와 같이 나타난다. 그런데, 사후(ex-post)적으로 실제 state가 확인되고 난 후 은행의 순자산이 0보다 작다면 $t = 2$ 에서의 조기 인출 발생 여부는 $t = 3$ 에서의 지급 불능 상황 및 은행 실패 여부를 변화시키지 못한다. 이러한 은행 실패를 회피 불가능하다고 지칭하며, 이 경우 $t = 2$ 에서 뱅크런이 발생하는 것은 비효율적이라고 보기는 어렵다 (Freixas and Rochet, 2008 등).

그러나, $t = 3$ 에서 은행이 지급 불능 상태에 빠지지 않을 수 있음에도 불구하고 은행 실패 발생 가능성을 우려한 다수의 예금자들이 $t = 2$ 에 조기 인출을 시도할 수도 있다. 만일 은행에게 이에 대응할 수 있는 유동성이 부족할 경우 역시 은행 실패가 일어날 수 있다. 이러한 은행 실패는 조기 인출이 없었더라면 회피할 수 있었음에도 불구하고 일어났다는 점에서 비효율적이라고 할 수 있다. 이에 대해 다음과 같은 모형을 통해 보다 자세히 살펴본다.

$t = 1$ 에서 생존률 q 인 기업에 대한 은행의 대출 여부 결정을 지켜본 예금주는 $t = 2$ 에서 조기 인출을 선택할 수 있으며, 이 경우 $t = 3$ 에서 받기로 약정된 r 만큼의 이자를 포기해야 한다. 은행은 조기 인출 요청이 들어올 경우 이에 대응하기 위하여 가지고 있던 (유동화 가능) 자산 중 일부(혹은 전부)를 시장에서 할

인하여 처분하고 이를 유동성으로 전환하여 조기 인출 요청에 대응하게 된다.⁸ 모형 설계 편의상 은행은 현금을 보유하고 있지 않은 반면 은행이 보유한 자산은 모두 시장에서 할인하여 판매한다면 즉시 유동화가 가능한 자산이라고 하자. 그런데 단기에 다량의 자산을 판매하게 될 경우 필연적으로 가격이 하락할 수밖에 없다.⁹ 즉, 은행은 보유하고 있는 자산 중 일부(a 로 표기)를 d 의 할인율을 적용해서 급하게 처분해야 한다는 것이다. 조기 인출이 요구된 예금의 크기를 $L(0 < L < 1)$ 이라 표기하자. 이 때 L 은 균일확률분포 $U[0,1]$ 를 따르는 확률변수라고 한다. 만일 L 이 다음과 같은 부등식을 만족한다면 보유 자산 할인 판매를 통한 조기 인출 대응이 가능하며 은행 실패는 일어나지 않게 된다.

$$\frac{a}{1+d} > L \quad (6)$$

[가정 3] 다음 부등식 $r < d \leq w$ 및 $d < c$ 가 만족된다.

앞서 $t = 1$ 에서 은행이 (할인) 판매 가능한 보유자산은 대출이 있을 경우 $1 + w - c$ 없으면 $1 + w$ 이 됨을 확인했다. 즉, 대출이 있으면 $t = 3$ 에서 은행의 기대 잉여현금흐름은 $w - r + c(q(1 + R) - 1) + (1 - p)(1 + r)$, 없으면 $w - r + (1 - p)(1 + r)$ 으로 대출하는 쪽이 크지만 $t = 1$ 에서 기업에 대출할 경우 더 낮은 수준의 보유

⁸ 즉, 기업 대출에 대해서는 originate-to-hold 기준을 엄격히 적용하여 유동화증권을 발행하거나 혹은 대출 클레임을 시장에서 할인 판매하여 현금 흐름을 조달하는 것이 불가능하다고 가정한다는 의미이다.

⁹ 예를 들어 올해 초 미국 실리콘밸리은행(SVB)뱅크런 사태에서도 미국 국채와 같이 상대적으로 유동성이 높고 위험이 없는 안전한 자산조차도 뱅크런 상황에서는 할인판매를 피할 수 없게 됨을 확인했다

자산으로 인하여 뱅크런이 일어나지 않는 L 의 범위, 다시 말하자면 식 (6)을 만족하는 L 의 범위가 줄어들게 되며, 이는 은행이 기업에 대출을 해줄 경우 뱅크런 상황에 대응하기 위한 보유 유동성이 줄어들게 되고 이로 인한 은행 실패 발생 가능성 증가를 감내해야 한다는 뜻이다.

만일 은행이 조기 인출 시도에도 불구하고 은행 실패를 면했다면 기대 잉여 현금흐름은

$$1 + w - L(1 + d) + c(q(1 + R) - 1) + (1 - p)(1 + r) - (1 - L)(1 + r) \quad (7)$$

이 되며 $d > r$ 임을 감안할 때 식 (7)의 값은 조기 인출이 없을 때의 기대 잉여 현금흐름을 나타내는 식 (2) 혹은 $w - r + (1 - p)(1 + r) + c(q(1 + R) - 1)$ 보다 항상 작다. 따라서, 조기 인출 L 이

$$(1 + w - c)/(1 + d) < L < 1 \quad (8)$$

와 같은 관계를 보이는 경우는 $t = 3$ 에서 지급 불능 문제가 일어나지 않을 수 있음에도 불구하고 $t = 1$ 에서 뱅크런이 일어나고 그에 따른 유동성 부족으로 인한 은행 실패가 발생할 수 있다. 즉, 식 (3) 혹은 $q(1 + R) - 1 > 0$ 이 만족되며 조기 인출이 일어나지 않는다면 $t = 1$ 에서 기업에 대출을 해줄 경우 $t = 3$ 에서의 은행의 기대 이익이 더 높다. 그럼에도 불구하고 식 (6)을 만족하지 못하기 때문에, 즉, 뱅크런이 일어나고 유동성 문제로 인한 은행 실패가 발생할 수 있는 경우가 존재하기 때문에 은행은 기업에 대출을 제공하기를 포기하게 되는 경우가 발

생할 수 있다는 것이다. 또한, 식 (8)은 만일 대출이 없고 가정 3과 같이 $w \geq d$ 를 만족할 경우 조기 인출에 따른 유동성 부족으로 인한 은행 실패가 발생하지 않는다는 점을 시사한다.

은행 실패가 발생할 경우 은행은 청산된다. 이 때, $t = 1$ 에서의 남은 자산 $1 + w - c - L(1 + d)$ 및 기업이 대출을 상환하면서 발생하는 $t = 3$ 에서의 자산 유입 $c(1 + R)$ (단, 기업이 $t = 3$ 에서 Good state에 있는 경우)은 모두 남아 있는 예금 및 이자 $(1 - L)(1 + r)$ 의 반환에 이용되고 은행 주주 및 경영자에게는 아무것도 남지 않는다고 (즉, 0이 된다고) 가정한다. 이는, 기업에 대한 대출이 성공적이지 못할 경우 발생하는 손실과 달리, 은행 실패 발생으로 인한 예금 지급 불능 상황 및 그로 인한 추가적인 손실에 대해서는 유한 책임(limited liability) 형태가 적용된다는 뜻이다.¹⁰

대출을 해줄 경우 조기 인출 발생에 따른 유동성 부족 문제로 인하여 은행 실패가 발생 가능성은 다음 식

$$\Pr\left(L > \frac{1 + w - c}{1 + d}\right) = 1 - \Pr\left(L < \frac{1 + w - c}{1 + d}\right) = 1 - \left(\frac{1 + w - c}{1 + d}\right) = \frac{d - w + c}{1 + d} \quad (9)$$

와 같이 나타낼 수 있다. 또한 할인율 d 는 $d > R$ 및 $0 < \frac{d - w + c}{1 + d} < \frac{1 + w - c}{1 + d} < 1$ 을

¹⁰ 대출 부실화에 대한 대응은 관련 대상 및 기관을 특정할 수 있고 사전적으로 이뤄질 수 있으나, bank run의 경우 외부적 요인의 영향이 크며 기관 외에도 금융 시스템 차원에서도 대응한다는 점을 반영한다.

만족한다고 가정한다. 이후 $\bar{L}(R, d) := \frac{1+w-c}{1+d}$ 과 같이 정의하며 이는 bank run으로 인한 유동성 부족으로 은행 실패가 일어나지 않을 확률을 의미한다. 여기서 은행 실패 발생 가능성 $\Pr(L < \frac{1+w-c}{1+d})$ 의 값은 $q(1+R)$ 와 무관하다는 점에 유의할 필요가 있다. 즉, 은행의 기대 수익과는 달리 대출 이자율이나 기업의 생존율이 아닌 대출 여부만이 은행 위험에 영향을 미치는 구조이다. 다음 장에서 이러한 요인들이 은행 위험에 영향을 미치는 구조일 경우에 대해서 살펴볼 것이다.

은행이 $t = 1$ 에서 은행 실패 가능성이 있다는 점을 알고 기업에게 대출할 경우 $t = 3$ 에서 은행의 기대 자산은 이제 다음 식

$$\begin{aligned} & \Pr(L > \bar{L}(R, d)) (q(1+R)c \\ & \quad + (1+w-c - E_L[L|L > \bar{L}](1+d) - (1 - E_L[L|L > \bar{L}])(1+r)) \\ & + \Pr(L < \bar{L}(R, d)) [1+w-c - E_L[L|L < \bar{L}](1+d) + q(1+R)c + (1-p)(1+r) - (1 \\ & \quad - E_L[L|L < \bar{L}])(1+r)] \end{aligned}$$

과 같이 나타낼 수 있다. 이후에는 $E_L[L]$ 은 필요할 경우 $E_L[L|L < \bar{L}(R, d)]$ 을 지칭하는 표현으로 이용할 것이다. 위의 식의 첫번째 항(윗 줄)은 다시 다음과 같이 정리된다

$$\Pr(L > \bar{L}(R, d)) (q(1+R)c - c + w - r - E_L[L|L > \bar{L}](d-r))$$

L 이 $U[0,1]$ 을 따르는 확률변수이므로 $E_L[L|L > \bar{L}] = \frac{1}{2} + \frac{1+w-c}{2(1+d)}$ 와 같다. 이를 대입하면

$$\Pr(L > \bar{L}(R, d)) \left(q(1+R)c - c + w - r - \left(\frac{1}{2} + \frac{1+w-c}{2(1+d)} \right) (d-r) \right)$$

과 같이 나타나며 할인율 d 에 대해 감소함을 알 수 있다.

[가정 4] 할인율 d 의 값은 다음 부등식

$$q(1+R)c - c + w - r - \left(\frac{1}{2} + \frac{r-c+1}{2(1+d)} \right) (d-r) \leq 0$$

을 만족한다.

가정 4는뱅크런으로 인한 은행실패가 일어날 경우 은행의 기대 잉여현금흐름이 0보다 작다는, 즉 손실이 기대된다는 의미이다.

[가정 5]뱅크런이 발생할 경우 은행은 사후적 이익 여부와 무관하게 구조조정이 되며 은행의 자산 및 이익은 0이 되고 사후적 손실 혹은 이익은 모두 사회로 환원된다.

가정 5는뱅크런에 따른 은행 실패가 일어날 경우의 은행의 보유자산은 0으로 처리하게 된다는 뜻이다. 가정 4에 따르면 은행 실패 발생시 은행의 기대 잉여현금흐름이 0이하이기 때문에 은행의 의사결정에 미치는 영향이라는 측면에서는 limited liability로 인한 moral hazard와 유사한 면도 있다. 하지만, 앞서 언급한 대로 사후적으로 손실이 발생하는 경우가 아니라 은행 실패 자체에 대해 적용된다는 점이 다르다. 은행 경영자 입장에서는 결국 은행의 기대 잉여현금흐름은 은행 실패가 없을 경우에만 그 크기가 양이 되며 이를 정리하여 나타내면 다음 식

과 같다.

$$\left(\frac{1+w-c}{1+d}\right)[w-r+E_L[L|L<\bar{L}](r-d)+q(1+R)c+(1-p)(1+r)-c] \quad (10)$$

[Proposition 2] 다른 조건이 동일하고 가정 4를 만족한다면 대출 이자율 R의 값이 증가할수록 은행의 기대 잉여현금흐름이 증가한다

또한, 은행이 사전적으로 후생 개선이 가능함에도 불구하고 기업에게 대출을 하지 않을 경우는 다음 부등식

$$\left(\frac{1+w-c}{1+d}\right)[w-r+E_L[L|L<\bar{L}](r-d)+q(1+R)c+(1-p)(1+r)-c] < w-r+(1-p)(1+r)$$

이 성립하게 됨을 알 수 있다. 이를 정리하면 다음과 같으며

$$\frac{1}{(1+R)}\left(\left(\frac{d-w+c}{1+w-c}\right)\frac{w-r+(1-p)(1+r)}{c}-\left(\frac{1+w-c}{2(1+d)}\right)\frac{(r-d)}{c}+1\right) > q > \frac{c}{k} \quad (11)$$

가정 4가 만족된다면 식 (5)와 비교하여 다음과 같은 시사점을 이끌어낼 수 있다.

[Proposition 3] 조기 인출 및 유동성 위기로 인한 은행 실패 위험이 존재할 경우에는 해당 위험이 없을 경우에 비해 은행의 individual rationality가 만족되지 않는 q의 값이 축소된다. 즉, 기업에 대출을 해주지 않는 q의 범위가 확대된다.

Proposition 3은 다음과 같이 해석할 수도 있다. 기업은 가정 2에 따라 항상

은행에서 대출을 받고자 한다. 반면 은행은 대출을 제공하게 될 경우 식 (10) 즉, 대출을 할 경우의 기대 추가 이익 식이 양(+)이 되는 경우에만 대출을 실시하게 된다. 이 때, 할인율은 이자율보다 크기 때문에 (즉, $d > r$) 식 (5)와 비교해보면 좌변에 추가된 항 $\left(\frac{d-w+c}{1+w-c}\right)\frac{w-r+(1-p)(1+r)}{c} - \left(\frac{1+w-c}{2(1+d)}\right)\frac{(r-d)}{c}$ 은 0보다 크다는 것을 알 수 있다. 즉, 앞서 식 (5)에서 은행이 기업에 대출을 제공하지 않는 R 의 범위와 비교하면 보다 넓은 R 의 범위에 대해서 대출을 제공하지 않게 됨을 알 수 있다.

기업의 기대 이익을 나타내는 식 (1)에 유동성 문제로 인한 은행 실패 발생 가능성을 고려한 대출 제공 시 은행의 기대 잉여현금흐름을 나타내는 식 (10)을 더하면 이제 다음 식과 같이

$$q(k - c(1 + R)) + \bar{L}(R, d)[w - r + E_L[L|L < \bar{L}](r - d) + q(1 + R)c + (1 - p)(1 + r) - c]$$

$$= q(k - (1 + R)c) + \left(\frac{1+w-c}{1+d}\right)\left(w - r + \left(\frac{1+w-c}{2(1+d)}\right)(r - d) + q(1 + R)c + (1 - p)(1 + r) - c\right) \quad (12)$$

대출 제공에 따른 기업-은행 통합 이익 및 자산(joint profit-asset) 식을 도출할 수 있다. 여기서 $r < c, r < R < d$ 임을 감안한다면 이는 기업의 기대 이익을 나타내는 식 (1)과 은행 실패가 없을 경우의 은행의 기대 잉여현금흐름을 나타내는 식 (2)의 합 $qk + w - r + (1 - p)(1 + r) - c$ 보다 작음을 알 수 있다. 또한, 식 (12)는 대출 이자율 R 에 대하여 감소하는 선형함수이다. 기업과 은행의 통합 기대 이익(현금흐름 유입 포함)과 R 의 관계는 다음과 같이 정리할 수 있다.

[Proposition 4] 기업과 은행의 통합 기대 이익은 대출 이자율 R 이 커질수록

감소한다.

대출 이자율의 증가에 따라 기업-은행 통합 기대 이익이 감소한다는 결과를 해석할 때 주의할 필요가 있다. 대출 자체는 앞서 살펴본 바와 같이 기업과 은행 간 유동성의 이동이며 후생에는 영향을 주지 않아야 한다. 그럼에도 불구하고 대출 이자율 R 이 증가할수록 기업-은행 통합 기대 이익이 감소하는 결과가 나오게 되는 이유는 은행 실패 발생 시에는 은행 정리절차에 들어가면서 사후적으로 손실이 발생해도 은행이 책임을 지지 않는 반면, 은행이 살아남은 상황에 기업이 청산되면 R 이 클수록 대출 회수 실패로 인한 은행의 기대 손실이 늘어나기 때문이다.

앞서 확인한 바와 같이 조기 인출이 없을 경우는 기업 실패 발생시 limited liability로 인하여 발생하는 외부성을 은행의 의사 결정 과정에서 내부화 하기 때문에 기업과 은행의 통합 기대 이익 (및 자산)은 기대 후생과 동일하게 된다. 그러나, 조기 인출에 따른 은행 실패가 발생할 경우 은행은 일단 청산되고 0의 자산만 남기게 되며 남은 자산 혹은 미지급 예금에 대한 부담은 사회로 넘기기 때문에 식 (12)는 더 이상 후생을 나타내는 식이 될 수 없다. 즉, Bank run에 따른 은행 실패가 일어날 경우에는 은행 대신 사회가 떠안게 되는 조기 인출하지 못한 예금에 대한 원리금 손실 및 기업이 성공적으로 상환하는 대출을 후생에 반영해야 한다. 이를 식으로 확인해보자.

기대 후생은 유한 책임을 적용하지 않은 기업의 기대 이익과 은행의 기대 잉여현금흐름의 합, 즉

$$qk - c + w - r - \left(\frac{d-w+c}{1+d}\right)(E_L[L|L > \bar{L}](d-r)) + \left(\frac{1+w-c}{1+d}\right)[E_L[L|L < \bar{L}](r-d) + (1-p)(1+r)](13)$$

와 같이 나타난다. 이 때 대출 자체는 기업과 은행 사이에서 주고받는 현금 흐름이기 때문에 대출 이자율 R은 후생에는 영향을 주지 않는다는 점을 다시 한번 확인할 수 있다.

[Proposition 5] 후생은 대출 이자율 R과 무관하다.

또한, 미회수 예금 및 이자에 대한 사회적 비용이 포함된 후생을 나타낸 식 (13)은 식 (12)와 같이 구해진 기업의 기대 이익과 은행의 기대 잉여현금흐름의 합에 비해 작음을 알 수 있다.

2. 모형 - 확장

본 장에서는 벤치마크 모형에 유한책임 적용의 확장, 기업의 생존율과 은행 위험 간의 관계, 그리고 금산겸업 기업의 계열 기업 대출에 대한 의사결정 등이 추가로 고려될 경우의 기업 대출 결정 및 후생 변화에 대하여 살펴본다.

가) 은행 Limited Liability의 확장 적용

Benchmark 모형에서는 기업이, $t = 1, 3$ 연속 Bad state를 기록할 경우 기업은 청산되며, 손실은 은행이 그대로 떠안는다. 즉, 대출을 제공할 경우 확률 $p(1 - q)$ 로 은행이 지급 불능 상태에 돌입할 가능성이 있다. 그런데 만일 이러한 형태의 은행 실패가 발생할 경우 은행에 유한 책임이 적용된다면 가정 4와 5에 따라 은행의 최종 자산은 0이 되며, 추가적 손실이 있다면 사회가 부담하게 된다.

그런데 실패한 대출에서 발생한 손실에 대하여 은행에게 유한 책임이 적용되면 moral hazard 문제가 발생할 수 있다. $t = 3$ 에서 은행과 기업 모두 Bad State에 있게 될 경우 은행의 기대 잉여현금흐름은 이제 다음 식

$$(1 + w) - (1 + r) + (1 - p)(1 + r) + (q(1 + R) - 1)c + p(1 - q)c \quad (14)$$

와 같이 나타나며, 이는 식 (2)에 새로운 항 $p(1 - q)c$ 을 더한 것으로, $t = 2$ 에서 사후적(ex-post)으로 기업과 은행 모두가 Bad state로 돌입하고 건전성으로 인한 은행 실패(insolvency bank fail)가 발생할 때 유한 책임이 적용되어 은행이 c 만큼의 예금 채무를 이행하지 못하게 되는 경우를 반영한 값이다.

앞서 살펴본 바와 동일한 방법을 적용해보자. 유한 책임을 적용하면 이제 은행의 기대 잉여현금흐름이 양(+)이 될 조건은

$$w - r + (1 - p)(1 + r) + q(1 + R)c - c + p(1 - q)c > 0 \quad (15)$$

과 같이 나타나며 이를 만족한다면 대출 제공에 따른 기대 잉여현금흐름이 제공하지 않을 경우보다 크다고 할 수 있다. 이 때, 추가된 항 $p(1 - q)c$ 는 항상 0보다

크기 때문에 R이 앞서 식 (2)를 만족시키지 못하는 경우에도 식 (14)가 만족되는 경우가 존재함을 알 수 있다.

[Proposition 6] 은행에 대한 limited liability의 적용 범위가 기업 대출 손실에도 적용될 경우, 은행이 기업에 대출을 제공하게 되는 외생적 대출 이자율 R의 하한선은 limited liability가 (확장) 적용되지 않을 경우에 비해 낮아진다.

즉, 사후적으로 기업에 연속적 손실이 발생하여 청산될 경우 기업의 미이행 채무를 은행이 떠안게 되는 상황일 때, 벤치마크 모형에서는 은행이 기업에 대출을 해주지 않는 범위의 대출 이자율이 적용되는 경우에도 대출 손실에 대하여 limited liability가 적용된다면 대출이 제공될 수 있다는 의미이다.

나) 대출, 기업 생존률 및 은행 실패 위험 간 관계

은행 실패 발생 확률을 나타내는 식 (9) $\Pr(L > \frac{1+w-c}{1+d}) = 1 - \Pr(L < \frac{1+w-c}{1+d}) = 1 - \left(\frac{1+w-c}{1+d}\right) = \frac{d-w+c}{1+d}$ 를 살펴보면 외생적으로 주어지는 대출 이자율 R 및 생존율 q가 은행 실패에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타난다. 이러한 특징은 사실과 부합한다 보기 어렵다. 따라서, 대출을 받은 기업의 생존율 혹은 신용등급이 은행 실패 발생 확률에 영향을 미치도록 모형을 확장한다.

보다 구체적으로는, 조기 예금인출의 크기 L이 0과 1 사이의 확률 분포를 따르는 것이 아니라 L의 하한이 0보다는 크며 대출 여부 및 c, R 및 q의 영향을 받

게 됨에 따라서 L 이 높은 값을 가질 확률이 전반적으로 상승하게 되는 확률 분포를 고려하는 것이다.

여기에서는 기업에 대출을 제공할 경우 균일분포를 따르는 조기 인출 확률 변수 L 의 하한이 0에서 $(1 - q)(1 + R)c$ 만큼 올라간다고 가정한다.¹¹ 즉, (기회 비용을 포함한) 은행 대출의 기대 손실 이상의 조기 인출이 발생하게 된다는 뜻이다.¹² 만일 $q = 1$, 즉 $t = 3$ 에서 기업의 생존이 확실하거나 $c = 0$, 즉 대출이 없다면 하한은 여전히 0임을 알 수 있다. 또한, q 값이 작아질수록, c 와 R 값이 커질수록 은행 실패 위험이 증가하게 됨을 알 수 있다.

L 의 하한을 $\underline{L}(q, R, c) := (1 - q)(1 + R)c$ 과 같이 나타내자. 이제 은행 실패가 일어나지 않을 확률은 $L \in U[\underline{L}, \bar{L}]$ 이 균일분포를 따른다는 가정에 따라서

$$\Pr\left(L < \frac{1 + w - c}{1 + d}\right) = \frac{\bar{L} - \underline{L}(q, R, c)}{1 - \underline{L}(q, R, c)} = 1 - \frac{(d - w + c)/(1 + d)}{1 - (1 - q)(1 + R)c} \quad (16)$$

과 같이 나타난다. 이는 $\bar{L}(R, d) = \frac{1+w-c}{1+d}$ 에 비해 작음을 알 수 있다. 또한, 은행의 기대 이익은

¹¹ 이는 암묵적으로 주어진 변수들이 $(1 - q)(1 + R)c < \frac{1+w-c}{1+d} = \bar{L}$ 를 만족함을 가정하는 것이다. 그렇지 않으면 모형의 정합성이 무너진다.

¹² 이는 다분히 임의적인 가정이나 L 의 하한에 영향을 미치는 요소가 외생적인 한 일반적인 함수 표현을 이용하더라도 결과의 질적인 차이는 존재하지 않는다.

$$\left(1 - \frac{(d - w + c)/(1 + d)}{1 - (1 - q)(1 + R)c}\right) [w - r + E_L[L|\underline{L} < L < \bar{L}](r - d) + q(1 + R)c + (1 - p)(1 + r) - c] \quad (17)$$

와 같이 나타낼 수 있다. 끝으로, 은행 실패가 일어나지 않을 경우 조기 인출 요청의 크기에 대한 기대값은

$$E_L[L|\underline{L} < L < \bar{L}] = (\underline{L} + \bar{L})/2 = ((1 - q)(1 + R)c + (d - w + c)/(1 + d))/2$$

이므로 다음과 같은 결론을 이끌어낼 수 있다.

[Proposition 7] $t = 1$ 에서 Bad state에 돌입한 기업의 생존율 q 가 증가할수록 유동성으로 인한 은행 실패 위험은 감소하고 은행의 기대 잉여현금흐름은 증가한다.

대출 이자율 R 의 경우 R 이 증가하면 은행 실패 위험은 증가하는 반면 대출이 성공적일 경우 사후적으로 은행의 잉여현금흐름도 증가하기 때문에 전체적인 효과는 R 의 범위에 따라 달라지며 이를 수식으로 유도하는 것은 매우 복잡하다. 다만 q 가 1에, R 이 0에 충분히 근접한 값을 갖는 경우라면 R 이 증가함에 따라 은행의 기대 수익은 증가하는 것으로 나타난다.

다) 금산겸업 기업의 결정

본 절에서는 이제 은행과 기업을 모두 보유하고 있는 금산겸업 기업의 의사 결정에 대하여, 보다 구체적으로는 금산겸업 기업 계열 은행이 내부의 계열 기업에 대한 대출 결정을 내릴 경우를 독립적인 은행에서 이루어지는 의사결정과 비

교하여 분석한다.

우선 뱅크런을 고려하지 않은 상황에 대하여 분석한다. 가정 2에 따라 기업이 대출을 받을 경우의 기대값은 항상 양(+)이다. 이제, 금산겸업 기업의 이익은 식 (1)과 식 (2)의 합

$$qk + w - r + (1 - p)(1 + r) - c \quad (18)$$

로 나타난다. 식 (18)에서 R은 더 이상 존재하지 않는다는 점을 주목한다면 은행 실패 위험이 없을 경우의 금산겸업 기업의 의사 결정은 다음과 같이 정리할 수 있다.

[Proposition 8] Bank run 위험이 없고 가정 2가 만족될 경우 금산겸업 기업의 은행은 Bad state에 있는 계열 기업에게 항상 대출을 제공한다.

은행 실패를 고려할 필요가 없는 경우는 금산겸업 기업의 내부 대출 이자율은 이익 극대화 측면에서 후생 극대화 경우와 마찬가지로 더 이상 고려대상이 아니다. 이는 기업 대출이 제공될 경우의 기대 후생이 보다 높음에도 불구하고 은행의 individual rationality가 만족되지 않아 대출이 일어나지 않는 경우가 사라진다는 것을 의미하며, 결과적으로 뱅크런으로 인한 은행실패 위험이 없다면 금산겸업 기업의 대출 결정은 독립적 은행이 결정할 경우보다 후생 측면에서도 낮다고 볼 수 있다.

그러나, 은행 실패가 일어날 가능성이 있는 경우, 대출에 따른 유동성 보유 부족 및 그로 인한 은행 실패 위험이 증가하게 되는데, 특히 금산겸업 기업의 경우는 은행 실패 위험 증가에 따른 비용을 내부화하지 못한다는 문제가 발생한다. 즉, 금산분리가 적용되는 경우에는 $t = 1$ 에서 은행의 individual rationality가 만족되지 못하게 되면서 비효율적인 기업 조기 청산 가능성이 늘어나지만, 그로 인하여뱅크런 및 유동성 문제로 인한 은행 실패 위험이 억제되는 효과 또한 존재한다.

금산분리 상황에서 외생적 대출금리가 R 일 경우 은행이 대출을 해줄 조건은 앞서 살펴본 식 (11)과 같이 나타난다.¹³ 만일, 금산겸업 기업 계열 은행이 식 (11)을 만족하지 않는 수준의 낮은 생존율 $q' (< q)$ 가 예상되는 내부 기업을 대상으로 대출을 실시한다면, 기업-금융 부문의 복합 이익-자산은 식 (1)과 (17)의 합

$$q'(k - (1 + R)c) + \left(1 - \frac{(d - w + c)/(1 + d)}{1 - (1 - q')(1 + R)c}\right) [w - r + E_L[L|L < \bar{L}](r - d) + q'(1 + R)c + (1 - p)(1 + r) - c] \quad (19)$$

과 같이 나타난다. 이 때 은행의 생존 확률 $1 - \frac{(d - w + c)/(1 + d)}{1 - (1 - q')(1 + R)c}$ 는 감소하였음을, 즉, 은행 실패 위험이 증가하였으며, 대출에 따른 기대 잉여현금흐름의 값도 명백히 낮아짐을 알 수 있다.

결국 식 (19), 즉 계열 기업에 대출을 제공할 경우의 이익은 대출을 제공하지

¹³ 외생적 대출 이자율에 비해 낮은 대출 이자율을 적용할 가능성도 있으나 이 경우 회계적으로 문제가 될 수 있기 때문에 고려하지 않는다.

않고 계열 기업을 청산하여 통합 이익이 은행의 기대 잉여현금흐름 $w - r + (1 - p)(1 + r)$ 만으로 결정될 때에 비해 대출을 통한 금산겸업 기업의 기대 추가 이익은 식 (19)에서 $w - r + (1 - p)(1 + r)$ 을 빼서 구해진

$$q'k - c + \left(1 - \frac{(d - w + c)/(1 + d)}{1 - (1 - q')(1 + R)c}\right) \left[\left((1 - q')(1 + R)c + \frac{(d - w + c)}{1 + d} \right) \frac{(r - d)}{2} \right] + \frac{(d - w + c)/(1 + d)}{1 - (1 - q')(1 + R)c} (c - (w - r) - (1 - p)(1 + r) - q'(1 + R)c) \quad (20)$$

과 같이 나타난다.

후생은 식 (13)을 이용하여 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$qk - c + w - r - \Pr[L > \bar{L}](E_L[L|L > \bar{L}](d - r)) + \Pr[L < \bar{L}][E_L[L|L < \bar{L}](r - d) + (1 - p)(1 + r)] \quad (13')$$

이제 금산겸업 계열 기업에 대출이 이루어질 경우 그렇지 않을 경우에 대비하여 기대되는 추가 후생은 식 (13')에서 $w - r + (1 - p)(1 + r)$ 을 뺀 다음의 식

$$q'k - c + \frac{(d - w + c)/(1 + d)}{1 - (1 - q')(1 + R)c} (E_L[L|L > \bar{L}](r - d) - (w - r) - (1 - p)(1 + r)) + \left(1 - \frac{(d - w + c)/(1 + d)}{1 - (1 - q')(1 + R)c}\right) \left[\left((1 - q')(1 + R)c + \frac{d - w + c}{1 + d} \right) \frac{(r - d)}{2} \right] \quad (21)$$

과 같이 나타난다. 이제 $E_L[L|L > \bar{L}] = \left(\frac{d - w + c}{2(1 + d)} + \frac{1}{2}\right)$ 을 대입하고 식 (19)에서 식 (13')을 빼서 (혹은 (20)에서 (21)을 빼서) 얻어진 식

$$\Pr(L > \bar{L}) \left(c + \left(\frac{d - w + c}{2(1 + d)} + \frac{1}{2} \right) (d - r) - q'(1 + R)c \right) \quad (22)$$

은 가능한 q' 의 범위 내에서 0보다 크다. 즉, 식 (20)은 식 (21)보다 크며, 이 경우

만일 $1 - q'(1 + R) > 0$, 즉 해당 대출 이자율로 기업 대출을 시행할 경우의 독립적인 은행의 individual rationality가 만족되지 않으며, 식 (21)이 0보다 작음에도 불구하고 식 (20)은 0보다 크게 만드는 생존률 q' 이 존재할 수 있다는 것을 의미한다. 이를 정리하면 다음과 같다.

[Proposition 9] 조기 인출로 인한 유동성 부족 및 은행 실패 위험으로 인하여 금산겸업 기업이 계열 기업에게 대출을 해줄 경우 기대 후생 증가가 0보다 작음에도 불구하고 계열 기업에게 비효율적 대출을 해주는 상황이 발생할 수 있다.

다만, 앞서 살펴본 바와 같이 종합적인 효과는 각 변수의 상대적 크기에 따라서 달라진다. 가령, 위와 마찬가지로 $1 - q'(1 + R) > 0$ 일 경우 $c + \left(\frac{d-w+c}{2(1+d)} + \frac{1}{2}\right)(d-r) - q'(1+R)c > 0$ 을 만족하지만 이번에는 식 (21)이 0보다 크다면 이 때 이루어지는 은행 대출은 사전적으로 효율적이다. 하지만, 독립적인 은행은 금산겸업 기업과는 달리 해당 기업에 대출을 제공하지 않을 수도 있다.

정리하자면, 금산겸업 기업에 소속된 은행은 생존율이 낮은 계열 기업에게 대출해주는 경우가 많고 그로 인하여 조기인출 증가 및 뱅크런으로 인한 유동성 부족으로 은행 실패 위험성을 높인다고 할 수 있다. 하지만 은행이 독립적일 경우와 비교하여 기대 후생이 감소할 것이라고 단정지을 수는 없다.

라) 수치 및 그래프 예

이제 수치 및 그래프 예를 통해서 앞서의 결론들의 유효성을 확인하고 추가적인 시사점을 도출하고자 한다. Figure 1, 2는 q 의 값에 따라 은행 및 금산겸업 기업의 기대 추가 이익, 그리고 기대 추가 후생을 나타낸 그래프이다. 주요 외생 변수 값들은 $r=0.03$, $R=0.05$, $c=0.06$, $d=0.055$, $w=0.08$, $p=0.001$ 이며, Figure 1은 $k=0.102$, 2는 $k=0.095$ 와 같이 주어진다. 그래프의 가독성을 위하여 독립적 은행의 경우 예금 입출금에 따른 유동성 유출입과 관련된 잉여현금흐름 전체를 반영하지 않고 기대 추가 이익만 고려한다. 앞서 설명한 바와 같이 c , k 는 전체예금을 1로 둘 경우와 비교한 비중으로 해석한다면, $c=0.06$, $k=0.1$ 정도의 값은 금산겸업 기업의 경우를 염두에 둔 설정이라고 볼 수 있고 독립은행의 경우는 생각하기 어려운 높은 비중이다.

Figure 1 생존율(q) 일부 구간에서 후생 손실이 발생하지만 내부 대출이 일어나는 경우

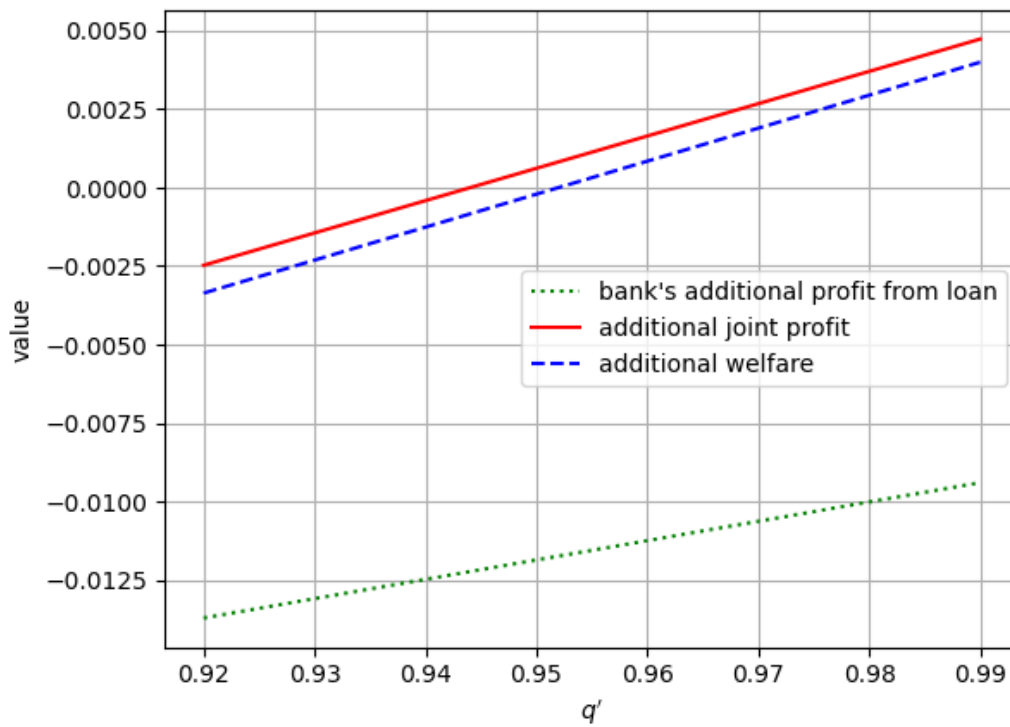


Figure 2 모든 생존율 구간에서 후생도 늘어나지 않으며 내부 대출도 일어나지 않는 경우

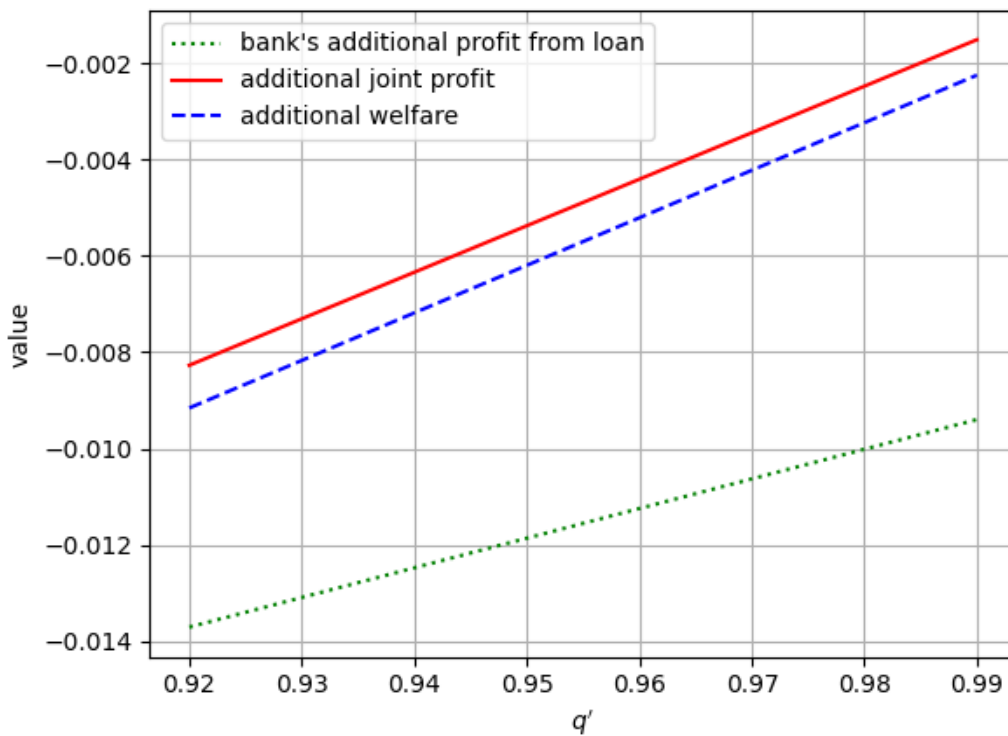


Figure 1에서 보는 바와 같이 가령 q 가 0.95 혹은 그보다 약간 작을 경우¹⁴ (추가적) 기대 후생이 0보다 작음에도 불구하고 대출에서 오는 금융겸업 기업의 (추가적) 기대 이익은 양(+)이므로 비효율적 내부대출이 발생하게 된다. 반면 q 가 0.96 이상이면 (추가적) 기대 이익 및 후생이 모두 양(+)이 되며, 이 경우의 내부대출은 효율적이 된다. Figure 2 에서는 모든 q 에 대해서 (추가적) 기대 이익 및 기대 후생이 모두 0보다 작으며 대출이 일어나지 않는 경우를 나타낸다. 또한, 독립적 은행은 Figure 2처럼 기업의 기대 추가 이익 및 기대 추가 후생 모두 음(-)이 되는 구간은 물론 Figure 1에서처럼 양(+)이 되는 구간이 존재할 경우에서도 대출을 해주지 않는 것을 확인할 수 있다. 정리하자면, 독립적 은행이 대출을 거부하는 상황에서 금산겸업 기업이 내부 대출을 제공할 경우 Good state에서의 기업의 수익(k)이 낮다면 비효율적, 높다면 효율적이라는 점을 확인할 수 있다.

다만, 분석의 편의상 중도 인출되는 유동성의 크기가 균일분포를 따른다는 가정때문에 본 수리 예에서 도출된 숫자들을 그대로 받아들이는 것은 곤란하며 해석에 주의할 필요가 있다. Figure 3에서 확인할 수 있는 바와 같이 본 예에서는 $t=1$ 에서의 중간 인출 규모 크기, 그리고 bank run으로 인한 은행 실패가 발생할 가능성이 과장되어 계산된다. ($t = 1$ 에서의 평균 중도 인출이 0.48로 거의 절반 수준) 이로 인하여 대출이 없을 경우 은행 실패가 일어나지 않도록 하기 위하여

¹⁴ 한국기업평가(2023)에 따르면 1998-2022동안 1년 부도율은 BB등급 3.63%, B등급 7.17%, CCC등급 7.92%로 나타났다.

$t=1$ 에서 fire sale을 통해 자산 유동화를 할 경우에 적용되는 외생적 할인율 d 의 값을 다른 이자율들과는 달리 실제 값보다 상당히 낮게 (5.5%) 설정했다.¹⁵ Figure 3은 (a) Figure 1 (다시 나타냄) (b) 은행/금산겸업 기업 생존 확률, (c) 중도인출 유동성 하한, (d) 평균 유동성 인출 크기(생존 시)를 q 의 함수로 각각 나타낸 그래프들이다.

¹⁵ 대개는 20% 이상이며 금융위기 상황에서는 50%까지 가기도 한다.

Figure 3 (a) Figure 1 (b) 은행/금융겸업기업 생존확률, (c) 중도인출 유동성 하한, (d) 평균 유동성 인출(생존시)

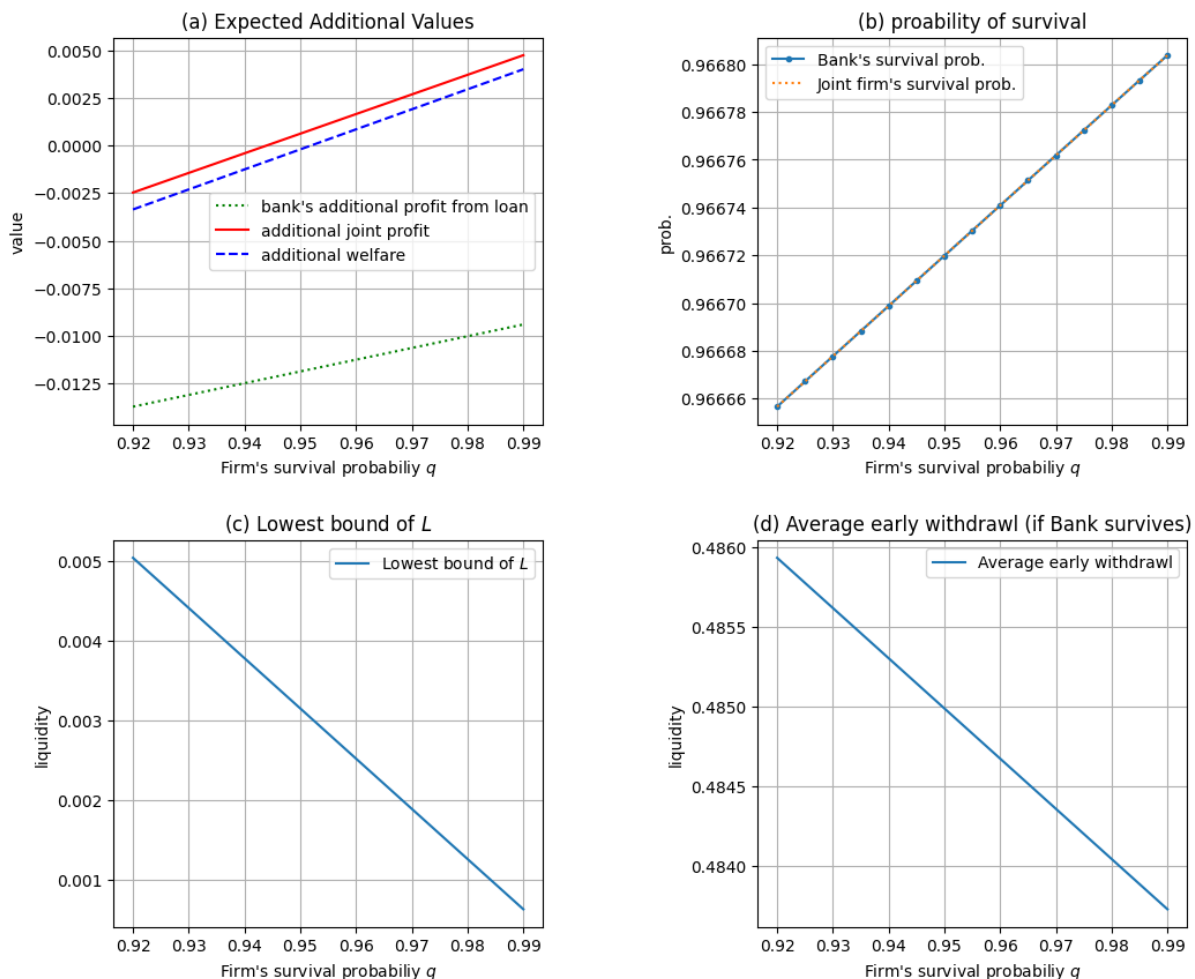


Figure 1과 2에서 나타나는 금산겸업 기업의 이익 및 후생에 대한 효과의 경우 기업의 수익을 나타내는 k (Figure 1, 2에서 각각 $k = 0.102, 0.095$)에 대해서 상당히 민감하게 변동하는 것으로 나타나는데, 이 역시 중도 인출이 일어나는 유동성의 크기(혹은 비중)가 균일분포를 따라간다는 가정으로 인한 효과이다.

이러한 한계에도 불구하고, 제시한 수치 예 및 그래프들로부터 기대 후생이 나빠지더라도 금산겸업 기업의 내부 대출이 가능함과 더불어 독립된 은행의 존재

가 반드시 기대 후생 측면에서 바람직한 것만은 아닐 수 있다는 것을 모두 확인할 수 있었다. 또한, 위험에도 불구하고 금산 겸업 기업의 내부 대출을 허용하는 쪽이 보다 후생 측면에서 나은 결과를 가져올 수 있는 경우는 계열 기업이 고위험 고수익 비즈니스 성격(즉, k 와 q 가 모두 높을 경우)을 나타낼 경우임을 확인할 수 있었다.

마) 영향과 originate-to-distribute 모형

여태까지 수행한 분석에서는 기업 생존율 q 의 값에 대해서 어떠한 환경에서도 정확히 알고 있는 것으로 암묵적으로 가정하고 있다. 그러나, 실제로는 해당 기업 내부적으로 인지하고 있는 생존율, 혹은 신용 등급과 은행 및 시장이 알고 있는 기업의 생존율 혹은 신용 등급은 다를 수 있다. 이렇게 정보비대칭이 존재할 경우 금산겸업 기업 외부에 있는 금융기관으로부터 금산겸업 기업으로의 대출은 사실상 이루어지지 않게 된다. 이에 대하여 보다 자세히 살펴보자.

금산겸업 기업이 내부적으로 계열 기업의 생존율 q 를 정확하게 인지하고 있다고 가정하자. 만일 시장에서 공유하는 해당 기업에 대한 생존율 혹은 신용등급에 대한 합의된 추정치인 \tilde{q} 가 실제 q 보다 낮다면 (즉, $\tilde{q} < q$) 대출을 하는 것이 효율적임에도 불구하고 독립적인 은행은 대출을 하지 않을 가능성이 존재한다. 금산겸업은 이러한 상황에서는 효율성을 개선할 수 있다. 하지만, 그 반대(즉, $\tilde{q} > q$)의 경우는 moral hazard가 영향을 미치게 되면서 금산겸업 기업은 외부에서 자

본을 조달하려는 동기를 갖게 될 것이다. 그러나, 해당 금산겸업 기업이 외부에서 자본을 조달하려는 시도를 할 경우 합리적인 시장 참가자들은 $\tilde{q} > q$ 라는 것을 알 수 있다.¹⁶ 즉, 기업의 실제 생존율이 낮을 가능성이 높다고 판단하게 되며 대출이 이루어지지 않게 되거나 보다 높은 이자율을 적용하게 된다. 따라서, 정보비대칭 여부와 무관하게 금산겸업 기업은 계열 은행을 통해서만 자본을 조달하는 것을 선택하게 되며 결과적으로 계열 기업에 대한 대출 결정은 정보비대칭이 없는 경우와 동일하게 일어난다고 볼 수 있다.

이 경우 앞서 Proposition 9에서 정리한 바와 같이 비효율적 대출이 일어나는 경우가 발생한다. 이를 줄일 수 있는 방법으로 우선 생각해볼 수 있는 것은 금산겸업 기업의 내부 대출의 경우 예금보험 요율을 차등적으로 적용하는 규제를 부과하는 것이다. 만일, $\tilde{q} < q$ 일 경우라면 은행은 약간의 추가적 비용을 부담하더라도 대출을 실시할 것이며 설사 대출 실패가 발생하더라도 사회가 떠안는 부담을 일부 완화할 수 있다. 반면, $\tilde{q} > q$ 일 경우라면 추가적 비용으로 인하여 후생 측면에서 사전적으로 나아질 수 없음에도 불구하고 자체 대출을 실시할 가능성이 보다 떨어질 것이고 사회적 비용 또한 줄어든 것이다.

¹⁶ 보다 정확하게 기술하자면 완전 베이시언 균형(Perfect Bayesian Equilibria) 중 금산겸업 기업이 외부에서 자본을 조달하려 할 경우 해당 기업의 생존율이 낮은 수준이라는 사전적 믿음(prior)이 시장 참가자들 사이에서 충분히 크다면 이러한 믿음을 유지 및 강화시키는 분리 균형 (separating equilibrium)이 존재하게 된다는 뜻이다.

다만, 이 경우 금산겸업 기업은 추가적 부담을 피하고자 전통적 은행의 대출 방식인 originate-to-hold가 아닌 자산 유동화 등 originate-to-distribute 형태의 비즈니스 모델을 채택할 가능성이 있다. 이에 대해 보다 자세히 살펴보자. 이제, $t = 1$ 에서 독립적인 은행 혹은 금산겸업 기업이 대출을 제공할 경우 이를 기반으로 한 유동화자산(Loan-Backed Securities, LBS)을 발행하고 판매한다고 하자. 해당 대출의 기대 수익률은 $q(1 + R) - 1$ 이기 때문에 독립적인 은행 혹은 금산겸업 기업은 이제 투자자들의 individual rationality, 즉 $q(1 + R) - 1 \geq 1/(1 + h)$ 을 만족하는 할인율 h 를 적용한다면 대출을 유동자산화 하여 시장에 판매할 수 있다. 편의상 등식이 적용된다고 하자. 이제 $t = 2$ 에서 은행이 보유한 유동성의 크기는

$$1 + w - c + c/(1 + h)$$

와 같으며 자산 유동화 실시 이전보다 늘어나 있음을 알 수 있다. 반면, 대출 불이행 위험은 이제 은행으로부터 유동화자산 투자자들에게 전이되었다. 기업의 생존율 혹은 신용등급에 대한 정보비대칭이 없을 경우 이러한 상황은 유동자산과 기업 채무 간에 자산 만기 불일치(duration mismatch)가 없기 때문에 유동성으로 인한 은행 실패를 피할 수 있게 되는 바람직한 결과라고 할 수 있다.

그러나, 정보비대칭이 있는 경우는 은행 혹은 금산겸업 기업에게 동기 왜곡이 일어날 수 있다. 생존율 q 의 값은 $t = 2$ 에서 확인되며 $t = 1$ 에서는 이에 대한 시장의 컨센서스 \tilde{q} 만 알고 있다고 하자. 그런데, 투자자의 결정은 $t = 1$ 에 일어난

다. 물론, 투자자들은 불확실성으로 인하여 보다 높은 할인율 h 를 요구할 것이다. 그렇지만 해당 은행 혹은 금산검업 기업이 판매한 유동화자산에 대한 애프터마켓(aftermarket)을 운영하고 $t = 2$ 에서 거래가 이루어진다면, $t = 1$ 에서 높은 할인율을 적용하더라도 추가적으로 수수료 수익을 거둘 수 있다.¹⁷ 그런데 $t = 2$ 에서는 확인된 생존율 q 가 \tilde{q} 보다 크거나 작은 경우 모두에서 거래가 일어나게 되며 수수료 수익을 얻게 된다. 즉, 이제 $q > \tilde{q}$ 인 경우라고 하더라도 금산검업 기업이 계열 은행을 통하여 계열 기업에 직접 대출을 해줄 필요가 없이 시장의 컨센서스 \tilde{q} 에 따라서 LBS를 발행하고 판매하게 되는 경우가 존재하게 된다. 게다가, $q < \tilde{q}$ 일 경우에는 금산검업 기업은 이제 전통적 originate-to-hold 대출 모형에 따른 대출만 가능한 경우와 다르게 실제 자신이 보다 정확하게 내부적으로 알고 있는 q 값이 실제로 더 높고 낮음과 무관하게 시장의 컨센서스 값 \tilde{q} 에 따라서 계열 기업에 대해 대출을 제공하고 이를 기반으로 한 LBS증권을 판매하는 통합(pooling) 균형이 존재할 수 있게 된다는 것이다. 이 경우 은행 실패 위험 자체는 감소할 수 있지만 이는 저신용 계열 기업을 거느린 금산검업 기업의 moral hazard를 유발하게 되는 부정적 효과를 일으킨다.¹⁸

¹⁷ 이는 가장 잘 알려진 핀테크(혹은 P2P) 대출 기업인 미국의 렌딩 클럽(Lending Club)이 실제로 채택한 비즈니스 모델이다.

¹⁸ 부실한 계열기업이 발행한 단기사채(CP)를 금융계열사를 통해 일반소비자에게 판매하여 문제를 일으킨 동양증권 사태의 경우와 유사한 부분이 있지만 불완전 판매라는 기망행위가 개입된 부분이 있기 때문에 모든 시장 참가자의 합리성을 가정한 본 연구에서의 접근과는 차이가 있다.

정책 측면에서는 대출을 일으키고(originate) 이에 기반하여 LBS를 발행한 은행 혹은 금산겸업 기업이 자신이 운영하는 애프터마켓에서 다시 거래를 중개하는 형태는 moral hazard에 취약하다는 점을 감안하여 애프터마켓의 운영은 반드시 다른 기관이 맡도록 하거나, 혹은 모든 대출이 아닌 정해진 비율 내에서만 유동화를 허용함으로써 대출을 일으킨 은행 혹은 금산겸업 기관이 위험을 모두 외부로 떠넘기지 못하도록 규제가 필요한 부분이라고 볼 수 있다.

끝으로, 이러한 결론은 생존율 q 의 분포 및 컨센서스 \tilde{q} 의 정확성에 따라 달라진다는 점에 유의할 필요가 있다. q 가 좁은 범위에만 분포하거나 \tilde{q} 가 정확성이 높은 편이라면 (즉, 분산이 작다면) $t = 2$ 에서 수수료 부담을 안고 애프터마켓에서 굳이 거래를 해야 할 필요가 떨어질 것이며 LBS 거래 규모 또한 줄어들게 될 것이다. 이런 경우라면 기존 대출 모형을 적용할 경우와 별 차이 없는 결과로 이어질 수도 있다.

IV. 정리 및 시사점

금산겸업 기업이 계열사에게 대출을 제공하는 것이 가능할 경우 유한책임 적용에 따른 효과가 강화되어 대출을 제공하는 계열 기업 신용도의 범위가 늘어나고 그로 인한 은행 위험도 증가하는 것으로 나타난다. 반면, 은행 실패 위험은 기대되는 후생의 증가가 양(+)임에도 불구하고 대출을 제공하지 않는 이자율의 범위를 증가시키는 반면, 은행에 대한 유한책임(limited liability)의 확대 적용은 이를 감소시킨다. 유한 책임을 적용하게 될 경우 은행 실패에 따른 비용을 이제 사회가 보다 많이 떠안게 되기 때문에 금융기관은 대출 의사 결정에 moral hazard의 영향을 보다 많이 받게 된다. 특히, 금산겸업 기업의 경우는 만일 계열기업이 $t = 2$ 에서의 생존율(혹은 신용 등급)이 낮아서 독립적인 은행이라면 대출을 제공하지 않았을 경우에도 해당 기업에게 대출을 제공해줄 동기를 갖게 된다.

이는 은행 위험을 증가시키며 사전적인 후생 관점에서 비효율적인 경우에도 기업에 대출이 제공되는 원인으로 작용하지만, 반면 사전적인 후생 관점에서 효율적임에도 불구하고 은행의 기대 이익이 낮아서 대출을 제공하지 않는 경우에도 대출이 이루어지는 경우로 이어질 수 있다. 구체적인 후생 효과는 기업과 금융시장의 관련 변수들의 조합에 따라서 다르게 나타나며, 특히 대출이자율의 영향은 일관적이지 않게 나타난다. 그럼에도 불구하고, 대출 기업 신용등급의 상승은 긍정적, 은행 보유 자산 할인율의 상승은 부정적 영향을, 은행 위험 및 후생 모두에

미친다는 것을 확인했다. 대손 총당금 확대 등의 건전성 규제는 개별 은행이 건전성 위험을 감소시키고 지급불능(insolvency) 상태에 빠지는 것을 어느 정도는 통제할 수 있다. 하지만 유동성 위험 및뱅크런으로 인한 은행 실패 위험의 경우는 실리콘밸리은행(SVB) 사태에서 보듯 규제나 모니터링으로 잡아내기 어려운 심리적 요인도 무시 못할 영향을 끼치며 사회적 비용과 효율을 비교하는 것을 더욱 어렵게 만든다.

비효율적 대출이 일어난 경우를 줄일 수 있는 방법으로 우선 생각해볼 수 있는 것은 금산겸업 기업의 내부 대출의 경우 대손 총당 비중 혹은 예금보험 요율을 차등적으로 적용하는 규제를 부과하는 것이다. 하지만 이는 금산겸업 기업이 대출에 있어서 originate-to-hold 방식 대신에 originate-to-distribute 비즈니스 모델을 택하면서 은행 위험 가능성을 줄이는 반면, 사회적 비용은 금산겸업 기업의 moral hazard로 인하여 오히려 증가하게 되는 효과가 발생한다.

핀테크 기술의 발전, 빅테크 금융의 확산과 더불어 금융-비금융 겸업 추세가 세계적으로 진행되는 상황을 고려한다면 우리나라도 현재와 같은 형태의 금산분리 규제를 현재와 같이 강한 형태로 지속하기는 더 이상 쉽지 않으며, 변화하는 세계적 흐름에 맞춘 금산분리의 제도의 유연한 적용이 필요하다고 볼 수 있다. 특히, 금융 효율성 개선을 염두에 두고 있다면 금산겸업 규제를 단순히 은행이 비은행 분야를, 혹은 기업이 금융기관을 소유 허용 여부만을 따지는 것으로 국한하는 것은 이제 실효성이 없을 것이다. 그보다는, 금산겸업 기업의 상태에 대한

정확한 정보를 시장 및 관계기관이 세부 경제 및 기업 관련 변수들을 보다 정확하게 관찰하고 대응해 나가는 것이 필요하다는 점을 시사한다. 예를 들어, 금산검업 내 개별 계열 기업들에 대해 정확도가 높은 신용정보를 시장에서 신용평가사 등을 통하여 접근할 수 있도록, 금산검업 기업 집단 내부와 외부 간 정보 격차를 완화하여 기업 신용도를 외부에서도 보다 정확하게 판단할 수 있도록 제도를 개선해야 할 것이다. 만일 여의치 않다면 금산검업 기업에게는 계열 기업에 대한 대출 비중에 따라 대손충당금 및 예금보험 요율을 올리고, 은행과 거래플랫폼 검업 금지 혹은 대출유동화 증권 (LBS) 유통 검업 규제 등의 추가적 조치를 통해 효율성을 개선하면서 정보비대칭에 따른 부정적 영향을 줄이는 방향으로 나아가야 할 것이다.

향후 관련 연구과제로 은행의 포트폴리오 구성에 있어 대출과 자기자본 비중을 달리할 경우 금융안정성에 미치는 영향을 살펴보는 모형으로 확장하여 연구할 수 있을 것이다.

참고문헌

- ◆ 김&장 (2022) “금산분리 규제 완화 동향”, 뉴스레터.
- ◆ 김자봉 (2021) “금산분리의 법리와 경제분석”, 박영사.
- ◆ 금융위원회 (2022) 보도자료 “제4차 금융규제혁신회의 개최”
- ◆ 금융위원회 (2023) 보도자료 “제8차 금융규제혁신회의 개최”
- ◆ 이병윤 (2006) “금산분리 관련 제도의 현황과 논점” 『금융연구』, 제20권 별책.
- ◆ 이호섭 (2023) “빅테크 금융진출과 금융안정” 자본시장연구원.
- ◆ 정순섭 (2022) “금산분리 규제의 과제와 전망”, 제1차금융규제혁신위원회
- ◆ 정운찬, 김홍범 (2008) “화폐와 금융시장” 율곡출판사.
- ◆ 하나금융경영연구소 2023 “금산분리 규제 완화와 일본은행들의 비금융 비즈니스 진출”, 하나Knowledge+, 제4호.
- ◆ 한국기업평가 (2023). 신용등급별 평균누적부도율 (1998-2022) (https://www.korearatings.com/cms/frCmnCon/index.do?MENU_ID=480)
- ◆ American Banker, 2022 “Warning signs emerge for neobanks: ‘Doomed to not survive’”, [Warning signs emerge for neobanks: ‘Doomed to not survive’ | American Banker](#)
- ◆ Andrea Beatty et al., The banking regulation review: Australia, The Law Reviews, 2023 May 02 <https://thelawreviews.co.uk/title/the-banking-regulation-review/australia#:~:text=Control%20of%20banks%20and%20transfers%20of%20banking%20business&text=A%2020%20per%20cent%20ownership,particular%20investors%20and%20their%20associates>
- ◆ Baradaran, M. 2012 Reconsidering the Separation of Banking and Commerce. George Washington Law Review. Vol. 80, p. 385.
- ◆ BIS, 2021b, Regulating Big Techs in Finance: BIS Bulletin No 45.
- ◆ BIS, 2022, Gatekeeping the Gatekeepers: When Big Techs and Fintechs Own Banks – Benefits, Risks, and Policy Options, FSI Insights No 39.

- ◆ Cristie Ford, 2019, The Banking/Commercial Separation Doctrine in Comparative Perspective, working paper, Allard Faculty Publications at Allard Research Commons
- ◆ Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of political economy*, 91(3), 401-419.
- ◆ FDIC (2020). Application for FDIC, Square Financial Services, Inc.
- ◆ Freixas, X., & Ma, K. (2014). Banking competition and stability: The role of leverage.
- ◆ Freixas, X., & Rochet, J. C. (2008). *Microeconomics of banking*. MIT press.
- ◆ FSB, 2019, BigTech in Finance: Market Developments and Potential Financial Stability Implications, Research Paper.
- ◆ Haubrich, J. G., & Santos, J. A. (2005). Banking and commerce: A liquidity approach. *Journal of Banking & Finance*, 29(2), 271-294.
- ◆ Jun, J., & Yeo, E. (2021). Central bank digital currency, loan supply, and bank failure risk: a microeconomic approach. *Financial Innovation*, 7(1), 1-22.
- ◆ Krainer, J. (2000). The separation of banking and commerce. *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, (1), 15-25.
- ◆ OCC, 2016, Supporting Responsible Innovation in the Federal Banking System: An OCC Perspective.
- ◆ Rochet, J. C., & Vives, X. (2004). Coordination failures and the lender of last resort: was Bagehot right after all?. *Journal of the European Economic Association*, 2(6), 1116-1147.
- ◆ Saunders, A. (1994). Banking and commerce: An overview of the public policy issues. *Journal of banking & finance*, 18(2), 231-254.
- ◆ Vives, Xavier (2018) *Competition and Stability in Modern Banking: A Post-Crisis Perspective*. IESE business school, working paper.