
금융경제총서
2001. 3. 제 5 호

금융안정에 대한 연구

정익준 · 차진섭

한국은행 특별연구실

서 문

우리 특별연구실의 다섯번째 「금융경제총서」로서 「금융안정에 대한 연구」를 발간하는 바이다. 집필자는 정익준 박사와 차진섭 부조사역이다.

우리가 특히 1997년말 경제위기 이후에 경험하고 있듯이 금융안정의 유지는 국가경제에 있어서 매우 중요한 과제이다. 금융안정이 없이는 통화정책의 효과적인 시행과 이를 통한 물가안정 그리고 안정성장 및 고용안정 또한 기대하기 어렵다. 금융불안정은 국민경제의 원활한 작동과 국가경제의 경쟁력 향상 역시 어렵게 한다. 또한 금융안정의 회복에는 국민 부담이 뒤따르게 된다. 금융안정이 갖는 이러한 실제적인 중요성 때문에 정부와 중앙은행은 이 문제에 크게 주의를 기울이고 있으며 일반 국민들도 관심을 갖게 되는 것이다.

이 연구보고서는 우리나라를 비롯한 각국의 금융불안정 사례 및 금융안정정책과 관련된 주요 쟁점들을 검토하는 한편 바람직한 금융안정 정책 방향을 제시하고 있다. 이 연구보고서가 우리가 금융안정 문제를 이해하고 또 이에 대처해 나감에 있어서 도움이 되기를 기대하는 바이다.

끝으로 이 보고서의 내용은 집필자들의 개인 의견이며 한국은행이나 특별연구실의 공식 견해가 아님을 밝혀둔다.

2001년 3월

특별연구실장 이근영

차 례

I. 머리말	1
II. 금융의 기능·금융안정·금융불안정	3
1. 금융의 기능과 역할	3
가. 금융시장의 기능	3
나. 금융기관의 역할	4
다. 금융중개기능과 경제성장	7
2. 금융안정과 금융불안정	9
3. 금융불안정의 원인과 확산	11
가. 순환론적 접근	11
나. 통화론적 접근	12
다. 불완전정보	13
라. 금융자산가격의 과도한 변동	16
III. 각국의 금융불안정 사례	25
1. 외국의 금융불안정 사례	25
가. 미 국	25
나. 일 본	32
다. 스웨덴	37
라. 노르웨이	40
마. 핀란드	43
바. 멕시코	45

사. 아르헨티나	56
아. 태 국	60
2. 한국의 금융불안정 사례	64
가. 1972년 금융불안정	65
나. 1980년대 초반의 금융불안정	70
다. 1990년대 초반의 금융불안정	76
라. 1997년 금융불안정	78
3. 정책적 시사점 및 교훈	96
IV. 금융안정정책 관련 논의	100
1. 금융기관의 영업행태 규제	100
2. 금융시장 개입 여부 및 기준	105
3. 금융산업의 구조조정시 고려사항	108
4. 공적 안전망에 따른 도덕해이	110
5. 협의의 은행업	115
6. 국제적 협력 문제	116
V. 바람직한 금융안정정책	119
1. 금융불안정 예방 정책	119
가. 시장원리에 충실한 예금보험제도의 구축	119
나. 지속적인 시장규율 강화	125

다. 금융감독의 협조체제 강화 및 경쟁원리 도입	132
라. 금융기관 경영선진화 유도	134
2. 금융불안정시 대응 정책	138
3. 사후관리를 위한 정책	142
VI. 맺음말	145
〈 참고문헌 〉	149
〈 부록 1 〉 한국은행 유동성 지원의 법적 근거	162
〈 부록 2 〉 1997년 이후 주요 금융안정정책	164
〈 부록 3 〉 부문별 구조조정 실적	179
〈 부록 4 〉 감독기능 강화 조치	184

표 차례

〈표Ⅱ- 1〉 기업의 자금조달 상황	18
〈표Ⅲ- 1〉 주요 개발도상국의 국제수지 및 환율	46
〈표Ⅲ- 2〉 멕시코의 국제수지 및 실질실효환율 추이	49
〈표Ⅲ- 3〉 증권종류별 멕시코 공공부문의 채무	51
〈표Ⅲ- 4〉 멕시코의 최근 경제지표 추이	55
〈표Ⅲ- 5〉 1972년 금융불안정기의 주요 경제지표 추이	66
〈표Ⅲ- 6〉 1972년 금융불안정기의 한국은행 유동성 지원 내용	69
〈표Ⅲ- 7〉 1980년 금융불안정기의 주요 경제지표 추이	70
〈표Ⅲ- 8〉 경기·충북은행의 부실대출 상황	71
〈표Ⅲ- 9〉 1989년 금융불안정기의 주요 경제지표 추이	77
〈표Ⅲ-10〉 1997년 금융불안정기의 주요 금융지표 추이	79
〈표Ⅲ-11〉 제조업 재무구조 비교	80
〈표Ⅲ-12〉 일반은행 무수익 여신 추이	81
〈표Ⅲ-13〉 일반은행 주요 경영지표 추이	82
〈표Ⅲ-14〉 금융산업 구조조정 추진 현황	86
〈표Ⅲ-15〉 공적자금 지원 실적	87
〈표Ⅲ-16〉 한국은행의 유동성 지원	89
〈표Ⅲ-17〉 외국의 금융불안정 사례 (요약)	98
〈표Ⅲ-18〉 한국의 금융불안정 사례 (요약)	99
〈표Ⅳ- 1〉 GDP대비 금융위기 해결비용 규모	101
〈표Ⅳ- 2〉 금융산업 구조조정의 종류	108

〈표Ⅳ-3〉 금융기관 수신 동향	114
〈표Ⅴ-1〉 주요국의 예금보험한도	120
〈표Ⅴ-2〉 후순위채 발행 현황	131
〈표Ⅴ-3〉 일반은행의 이사회 구성 현황	134
〈표Ⅴ-4〉 은행 이사회 제도의 주요 연혁	135
〈표Ⅴ-5〉 종합리스크 관리시스템 구축 일정	138
〈표Ⅴ-6〉 미국 도산은행의 원인별 비율	141
〈표Ⅴ-7〉 공적자금 운용 현황	143

그림 차례

〈그림 II-1〉 개발도상국에서의 금융불안정 확산 과정	23
〈그림 II-2〉 선진국에서의 금융불안정 확산 과정	24
〈그림 III-1〉 주요 경제지표 추이	64
〈그림 III-2〉 일반은행 Z 지표 변동 추이	82
〈그림 III-3〉 금융자금대출금 및 어음부도율 추이	95
〈그림 V-1〉 금융안정화 수단	125
〈그림 V-2〉 총수신 증감 추이	126

I. 머리말

1980년대 이후 전세계적으로 금융혁신, 금융자유화 및 국제화가 급속히 진전되면서 금리, 주가, 환율 등 금융변수들의 변동성과 연계성이 높아지고 아울러 금융기관간 경쟁이 심화되면서 특정 금융기관 및 금융시장의 불안정이 전체 금융시스템으로 확산되는 시스템 위험(systemic risk)이 증가하고 있다. 최근에는 1994년 멕시코 및 1997년 아시아 금융위기에서 보듯이 금융불안정이 국가의 금융기능을 마비시키고 경기침체를 가속시킬 뿐만 아니라 다른 국가로까지 확산되는 국제적 전염효과가 높게 나타나고 있다. 한편 미국의 저축대부조합사태 및 북구 3국의 사례에서 보듯이 금융불안정은 개발도상국뿐만 아니라 발전된 금융시스템을 보유한 선진국에서도 발생한다.

금융시스템은 기본적으로 저축과 투자 결정을 합리적으로 수행할 수 있는 기초환경을 제공하는데 이러한 금융시스템이 불안정하면 미래에 대한 불확실성이 높아지고 이에 따라 장기금융계약이 감소하는 등 자본배분의 왜곡을 초래하게 된다. 더욱이 금융불안정이 심화되면 자금공급이 극도로 위축되어 실물기업이 도산하게 되고 이는 다시 금융기관의 자산부실화 및 도산으로 이어지는 악순환이 발생함으로써 경제가 침체되고 실업 등 여러 가지 사회경제적 문제를 야기한다. 금융기관이 도산하게 되면 금융기관의 예금자들이 손실을 입게될 뿐만 아니라 정부가 금융기관도산에 따른 문제점을 해결하기 위하여 막대한 비용을 부담하게 되고 이는 궁극적으로 국민부담으로 돌아오게 된다. 따라서 금융거래비용의 감축 등 미시적 측면에서의 금융의 효율성 제고와 더불어 예금보험제도 및 최종대부자 기능과 같은 공적 안전망을 시장원리에 충실하게 구축하고 금융기관 파산 절차 및 금융감독 및 규제 제도 등을 개선함으로써 금융안

2 금융안정에 대한 연구

정을 유지하는 것이 매우 중요하다고 하겠다.

본고에서는 이와 같이 경제발전에 중요한 역할을 담당하는 금융이 왜 불안정해지는지를 이론적으로 살펴보는 동시에 국내외 금융불안정 사례 분석 및 금융안정 관련 논의를 바탕으로 우리나라가 지속적으로 경험하고 있는 금융불안정을 해소하는 데 도움이 될 수 있는 방안을 제시하고자 한다. 먼저 제Ⅱ장에서는 금융의 역할과 기능을 살펴보고 금융불안정이 왜 발생하며 어떻게 확산되는지를 이론적으로 고찰한다. 이어서 제Ⅲ장에서는 외국 및 우리나라의 실제 금융불안정 사례를 통해 정책적 시사점을 모색한다. 제Ⅳ장에서 금융안정정책과 관련된 주요 논의 및 쟁점 사항을 검토한 후 이를 바탕으로 제Ⅴ장에서 장기적인 금융안정을 위한 바람직한 정책 방안을 제시하고자 한다.

II. 금융의 기능 · 금융안정 · 금융불안정

1. 금융의 기능과 역할

가. 금융시장의 기능

금융시장은 투자기회는 있지만 자금이 부족한 경제주체와 자금여유는 있지만 투자기회가 없는 경제주체를 연결시켜주는 기능을 수행한다. 다시 말하면 경제주체들이 자신들의 장기적 욕구를 만족시켜주는 소비시점을 자유롭게 선택할 수 있게끔 함으로써 경제주체들의 의사결정과정에 시간적 차원에서의 신축성을 제공하는 것이다.¹⁾ 기본적으로 기업은 자금부족 주체이며 가계는 자금잉여주체이므로 균형을 맞추기가 어렵다. 따라서 경제주체들의 저축과 투자행태가 다양해질수록 가장 적은 비용으로 편리하게 자금과부족을 해결함으로써 모든 시장참여자들의 효용을 극대화하는 효율적인 금융시장의 필요성이 커진다고 하겠다.

한편 금융시장의 효율성이 제고되려면 유통시장의 발달이 필수적이다. 유통시장의 존재는 자금잉여주체가 투자에 따른 유동성 위험을 부담할 수 있도록 한다. 만약 미래에 보유현금 이상으로 투자하고자 할 경우 보유자산을 유통시장에서 처분하여 초과금액을 충당할 수 있기 때문이다. 이러한 신축성으로 인하여 자금잉여주체는 현금으로 보유하기보다는 자신의 저축금액을 다른 자금부족 주체들이 이용하도록 할 수가 있는 것이다. 아울러 유통시장에서 결정되는 가격과 수익률은 발행시장에서의 가격결정

1) 이러한 금융시장의 기능에 관한 보다 자세한 이론적 설명은 Irving Fisher(1907)에 의해 최초로 소개된 이자율 결정 모형과 그 이후에 Jack Hirshleifer(1958)가 동 모형을 발전시킨 적정 투자 모형에서 잘 제시되고 있다.

4 금융안정에 대한 연구

에 합리적인 근거를 제공하게 된다. 결국 이와 같은 유통시장의 특성은 기초증권(primary securities) 발행을 통한 자금흐름의 효율성을 높임으로써 저축이 보다 용이하게 가장 전망이 좋은 투자부문으로 흘러 들어가는 데 기여한다.

나. 금융기관의 역할

정보가 완전하고 완전경쟁적이며 마찰적 요인(market friction)이 없는 금융시장에서는 개별 시장참여자가 직접 자산·부채 변환 및 정보생산이 가능하므로 금융기관이 불필요하다. 그러나 현실적으로는 정보비대칭, 불완전경쟁과 같은 마찰요인으로 인하여 시장이 불완전함으로써 금융거래에는 적지 않은 비용이 수반된다. 마찰요인은 크게 기술적 마찰(technical friction)과 인센티브 마찰(incentive friction)로 구분할 수 있다(Zsolt Betsi and Ping Wang, 1997). 거래비용과 같은 기술적 마찰이 있는 경우 개인은 다수의 금융계약을 통해 단위당 금융거래비용을 낮추는 규모의 경제효과를 추구할 수 없게 된다. 한편 인센티브 마찰은 정보획득에 비용이 수반되고 개인별 정보비대칭이 존재하며 또한 각종 법률적 제약에 따라 모든 상황에 적합한 금융상품이 제공되지 못함에 따라 계약이 불완전(incomplete contract)한 경우를 지칭한다. 금융기관은 기본적으로 금융거래를 중개함으로써 이와 같은 시장의 불완전요인을 상당부분 제거할 수 있다.

〈 기술적 마찰요인의 제거 〉

금융기관은 자본 및 정보의 전달을 통해 저축을 투자로 연결시키는 기능을 수행한다. 이 과정에서 금융기관은 기업이 발행한 만기가 길고 규모

가 큰 기초증권(주식 및 채권 등)을 최종투자자인 개인들이 수요하는 간접금융증권(요구불·저축성 예금 등)으로 변환시킨다. 아울러 가계부문에서 기업부문으로의 효율적 자금흐름을 방해하는 기술적 마찰요인을 규모의 경제 효과 등을 통해 제거할 수 있다(John G. Gurley and Edward S. Shaw, 1960). 이를 보다 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

첫째, 금융기관은 자금의 통합운영(fund pooling)을 통해 기업이 발행한 유가증권의 불가분성(indivisibility) 문제를 해소하여 개별 저축자들이 금융기관을 통해 대규모 투자에 참여할 수 있도록 함으로써 개인 투자자의 대규모 투자에 대한 욕구를 충족시키는 동시에 자원배분의 효율성을 제고시킨다. 예를 들어 개인 투자자가 주식에 투자하는 경우 채권에 비해 기대수익률은 높은 반면 배당 및 수익률에 대한 불확실성이 크다. 그런데 이러한 불확실성은 포트폴리오를 구성하여 분산투자를 하게 되면 제거될 수 있다. 개별 투자자는 투자자금의 한계로 인하여 이와 같은 분산투자가 불가능하지만 금융기관을 통하면 가능해 진다.

둘째, 금융기관은 위험의 통합관리(risk pooling)를 통해 개별 저축자가 선택가능한 위험-수익 집합보다 우월한 집합을 제공할 수 있다. 위험도가 높은 투자안은 위험도가 낮은 투자안에 비해 기대투자수익률이 높는데 개인투자자들은 투자재원이 적기 때문에 이와 같은 고위험 투자를 감당하기 어렵다. 금융기관은 위험도가 다양한 기업에 대출함으로써 위험분산 포트폴리오를 구성하고 예금주에게는 개별투자자보다 위험도가 낮은 자산(예금)을 제공함으로써 개인투자자들도 포트폴리오에 투자한 것과 같은 효과를 누릴 수 있게 된다.

셋째, 금융기관은 유동성 관리(liquidity management)를 통해 장기 투자를 활성화한다. 이는 금융기관의 부채변환기능(liability transformation function)에 의해 수행된다. 수익률이 높은 대규모 투자안의 경우 투자기간이 장기인 것이 보통인데 개별 저축자들은 예상하지

못한 현금수요 등으로 인해 투자자금이 장기화되는 것을 꺼린다. 따라서 장기투자자는 수익률이 높더라도 유동성이 낮아 투자비용이 높아진다. 금융기관은 유동성 수요가 서로 다른 저축자들을 모집함으로써 장기투자자금을 제공하고 비유동적 투자안에 대한 투자비용을 절감함으로써 규모의 경제효과를 가져온다. 금융기관은 경험적으로 어느 정도의 예금이 인출될 것인지를 예측할 수 있고 따라서 인출에 대비한 적정수준의 유동자산을 보유하기만 한다면 예금자에게는 유동성을, 대출자에게는 장기대출을 제공할 수 있다. 이와 같은 금융중개기능에 의해 저축자의 비용은 절감되고 장기투자가 활성화됨으로써 경제 전체의 효율성이 증대된다.

< 인센티브 마찰요인의 제거 >

개인투자자는 일반적으로 투자대상기업에 대한 정보보유수준에서 해당 기업보다 열위에 있게 된다. 이와 같은 정보비대칭이 존재하면 역선택(adverse selection)과 도덕해이(moral hazard) 문제가 발생하여 투자규모가 축소된다.²⁾ 금융기관은 기업의 투자전망에 대한 분석 및 투자활동에 대한 사후감시 등 정보생산기능(information production function)을 통하여 개인투자자와 차입기업간에 존재하는 정보비대칭 때문에 실행 불가능하던 투자계약을 가능하게 한다.

정보를 생산하여 제공하는 금융기관이 없으면 개인투자자는 시간적, 금전적 제약 때문에 기업의 성과측정 및 감시·통제와 관련된 정보를 획득할 수 없으며 제한된 공공정보에만 기초해서 투자의사결정을 하게 되어

2) 역선택은 비대칭 정보에 의해 균형가격(대출금리)이 상승하고 이에 따라 우량기업은 시장에서 이탈하고 상대적으로 불량기업만 시장에 남게 되어 계약이 불가능해지는 문제이고 도덕해이는 계약이 이루어진 후에 기업의 경영자가 투자자의 이해와는 배치되는 고위험 투자전략을 채택하거나 투자사업의 성과를 정직하게 보고하지 않는 문제로서 양자 모두 투자규모를 축소시킨다(George Akerlof, 1970).

금융기관이 존재하는 경우보다 투자규모가 축소된다. 또한 투자대상 기업들도 개별 투자자에 의한 감시가 증가할 것을 우려하여 차입규모를 축소하게 된다.

금융기관은 대량정보수집이 가능하고 수집된 정보를 개인투자자보다 저렴하게 평가할 수 있으며 이러한 정보를 투자자에게 제공함으로써 정보비대칭현상을 해소할 수 있다. 즉 금융기관은 기업에 대한 감시 및 통제기능 면에서 규모의 경제를 실현함으로써 투자자와 기업간에 발생할 수 있는 이해갈등, 즉 인센티브 마찰을 제거하게 되는 것이다(Douglas W. Diamond, 1984). 또한 금융기관은 기업의 약속이행을 강제하는 금융계약을 고안해냄으로써 장기 금융계약을 활성화하고 경제전체의 효율성을 제고시킨다.

다. 금융중개기능과 경제성장

금융기관은 투자 정보를 생산하고 자금을 효율적으로 중개함으로써 투자에 소요되는 비용이 절감되고 저축-투자 흐름이 활성화됨으로써 경제 성장에 기여한다. Walter Bagehot(1873)은 19세기 영국의 급속한 산업화과정에서 금융기관이 중요한 역할을 담당했던 것으로 평가하고 있는데 이는 금융기관이 정보의 유통속도를 가속화시킴으로써 수익성이 낮은 투자안으로부터 높은 투자안으로 자금이동을 촉진함으로써 투자의 효율성을 증대시켰기 때문으로 해석하고 있다. 또한 Joseph Schumpeter(1911)는 은행가의 기업가 정신과 더불어 자본주의 발전의 원동력으로서 혁신적 사업에 자금을 지원하는 은행의 역할을 강조하였는데 금융기관이 혁신적인 투자안을 탐색하고 자금을 공급함으로써 경제성장을 촉진시킨다고 하였다.

전통적인 경제성장 모형에서는 생산과정에 투입되는 물질적 자본재인

자본의 수확체감으로 인하여 지속적인 투자건인 성장은 가능하지 않으며 경제성장은 외생적 기술발전과 인구증가에 의하여 결정된다. 그러나 현대의 내생적 성장이론에서와 같이 자본의 개념을 확대하여 인적자본, 지식과 같은 무형자본 및 투입·산출물의 질을 향상시키는 기타 요인 등도 포괄하는 것으로 파악하면 개별적 자본투입의 수확체감이 존재하더라도 내생적 기술발전에 의해 적어도 장기적으로는 수확체감이 성립하지 않을 수도 있다.

이와 같은 내생적 기술발전은 학습효과(learning by doing) 및 혁신을 통해 설명될 수 있는데 학습효과는 지식의 축적과 인적자본을 증대시키며 이로 인한 자본투자의 파급효과(spillover effects)가 자본의 수확체감 경향을 없애는 요인으로 작용한다. 또한 기업가는 시장지배력 확보와 이윤 추구를 위하여 재화와 투입요소의 질적 향상과 전문화 증대를 도모하는 혁신을 추구한다. 특히 상품차별화가 가능한 혁신적인 기업은 가격에 대한 시장지배력을 갖게되어 단기적인 초과이윤을 얻을 수 있기 때문에 혁신을 위해 투자를 하게 됨으로써 지속적인 경제성장이 가능해진다.

내생적 성장이론에서 금융기관은 혁신과 지식창조가 자본축적과 성장에 기여하는 과정에서 중요한 역할을 담당하게 된다. 따라서 혁신과 지식창조를 위한 외부금융의 의존도가 클수록 금융부문의 효율성과 발전정도는 경제성장에 크게 영향을 미치게 된다. 금융기관은 정보를 생산하고 위험분산(risk diversification) 기능을 수행함으로써 전체 투자의 질을 향상시키고 보다 많은 자본이 장기투자자로 흐를 수 있도록 함으로써 경제성장에 기여하게 된다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 앞서 금융기관의 기능에서 살펴본 바와 같이 금융기관의 정보생산 및 감시·통제기능은 경제성장을 촉진한다(Jeremy Greenwood and Boyan Jovanovic, 1990). 즉 금융기관은 개인투자자로부터 자금을 모집하여 전망이 좋은 사업에 투자하는 한편 투자대상 기업을 감시함으로써 기대수

익률을 높이게 되어 궁극적으로 경제성장을 촉진시킨다. 또한 기업들이 비교적 위험하지만 생산성이 높은 사업에 대한 투자를 확대함으로써 금융기관은 이들 사업에 대한 보다 많은 정보를 축적하게 되고 이에 따라 대출이자율을 낮춤으로써 더욱 많은 투자자를 유치하게 되고 이것이 고도성장과 지속적 금융발전에 기여하게 된다(이병운, 2000). 둘째, 금융기관은 소액투자자의 투자자금을 모집하여 주식시장에 투자함으로써 포트폴리오 다각화에 따른 위험분산효과를 개인투자자에게 제공함으로써 개인의 효용을 증대시킨다(Gilles Saint-Paul, 1992). 셋째, 금융기관의 유동성관리기능은 만기전 유동화로 인한 투자수익의 감소를 방지하고 자금을 장기·고수익 투자안으로 증개함으로써 경제성장에 기여하게 된다(Douglas W. Diamond and Phillips H. Dybvig, 1983).

2. 금융안정과 금융불안정

금융안정은 크게 나누어서 금융시스템을 구성하는 금융산업의 안정(institution stability)과 금융시장의 안정(market stability)으로 구분할 수 있다(Andrew Crockett, 1997a). 금융산업이 안정성을 유지한다는 것은 정부 또는 중앙은행과 같은 외부의 지원 없이도 시스템을 구성하는 금융기관들이 안전하고 건전함으로써 금융계약에 따른 의무를 중단없이 지속적으로 이행할 수 있는 상태를 의미한다고 볼 수 있다. 그러나 이 상황에서도 하나 또는 그 이상의 금융기관이 부실경영 등으로 도산될 수도 있는데 만약 이에 따른 예금자들의 동요가 여타 금융기관으로 확산되지 않는다면 이러한 현상은 시장규율을 제고시키는 정상적인 시장의 선택과정(market process)으로 볼 수 있다.

한편 금융시장이 안정하다는 것은 금융시장 참여자들이 신뢰를 갖고 금융거래를 할 수 있는 상태로써 이러한 금융시장에서 형성된 거래가격은

시장의 기초여건(fundamental)을 반영하게 되며 기초여건에 변화가 없는 한 가격이 단기간에 급격히 변동하지 않는다. 다시 말하면 경제적 충격을 유발할 수 있는 급격한 가격변동이 없는 상태를 의미한다고 하겠다. 경제의 기초여건 변화로 설명되지 않는 가격변동은 자원의 비효율적 배분을 초래한다. 즉, 가격변동에 대한 불확실성이 증가하면 금융시장 참여자들이 장기금융계약을 회피하게 되고 금융시스템을 통한 저축의 투자로의 이동 및 배분을 축소시켜 경제성장에 악영향을 미치게 된다. 또한 급격한 가격변동은 금융시스템에 대한 신뢰를 약화시켜 금융기관에 대한 예금인출 사태를 유발함으로써 금융산업의 불안정을 초래하기도 한다.

이와 같이 금융기관들의 계약의무 이행능력이 취약해지는 금융불안정은 경제에 심각한 영향을 미치게 된다. 금융기관은 유동적인 단기부채를 조달하여 비유동적인 장기자산으로 전환하는 자산변환기능을 수행한다. 그러나 금융기관은 유치한 예금의 일부분만을 지급준비금으로 보유하므로 기본적으로 불안정한 속성을 지니고 있다. 금융불안정으로 인하여 예금인출사태가 야기되면 일부 취약한 금융기관이 유동성 위기에 처하게 되고 이러한 유동성 위기가 다른 금융기관으로 확대되면 다수의 금융기관이 도산하는 결과로 이어짐으로써 금융시스템이 붕괴될 가능성이 높아진다. 또한 금융중개규모가 위축되고 실물기업으로의 자금공급 규모가 감소하게 되어 실물기업의 도산으로 이어진다. 이러한 실물경제의 위축은 경제불황을 야기함으로써 대량실업과 같은 또 다른 사회적 문제를 야기하기도 한다. 한편 금융불안정으로 주식시장이 폭락하고 경제가 흔들리면 외국인 투자자금이 급속히 유출되는 등 외환시장이 불안해짐에 따라 우리나라와 같은 소규모 개방경제의 경우 외환위기로 이어질 수도 있다. 이처럼 금융산업은 외부성(externality)과 정보의 비대칭성이 다른 산업에 비해 크기 때문에 이로 인한 시장실패의 가능성이 높고 금융불안정으로 인한 폐해 또한 크기 때문에 공공정책(public policy)의 목표가 되기도 한다.

(Andrew Crockett, 1997b).

3. 금융불안정의 원인과 확산

금융불안정의 원인과 그 확산과정을 설명하는 이론들은 순환론적 접근, 통화론적 접근 및 정보비대칭 이론 등으로 구분될 수 있다. 각 이론들은 금융불안정의 원인을 경기순환과정, 통화긴축 및 금융시장의 비대칭정보 등 각기 다른 측면에서 찾고 있으나 1980년대 이후 개발도상국의 금융불안정이 국제적 전염효과에 의해 다른 나라에까지 확산되는 현상이 나타난 이후에는 정보비대칭 이론이 보다 많은 설득력을 얻고 있다.

가. 순환론적 접근

금융불안정을 경기순환과정의 일부로 파악하는 관점에서 경기변동과정에서 경제가 추세를 벗어난 침체상태에 이르면 금융불안정이 나타난다는 이론이다.³⁾ 금융불안정은 금융자산가격의 상승을 유발하는 경제호황에서 시작된다. 경제호황기에는 현재와 같은 금융자산 가격상승이 미래에도 지속될 것이라는 경제주체들의 기대 때문에 금융자산 수요가 증가함에 따라 가격은 더욱 상승하는 경향을 갖는다. 이때 외부충격에 의해 가격상승에 대한 기대가 붕괴되면 금융자산 가격이 폭락하고 이에 따라 자금을 차입하여 금융자산에 투자하고 있던 금융기관 및 투자자들이 대규모 손실을 입게 되면서 금융불안정 현상이 나타난다.

이러한 금융불안정은 정책당국이 자산 인플레이션 단계에서 긴축정책을 통해 어느 정도 사전에 예방할 수 있으나 그 단계를 지나 자산 인플레

3) 순환론을 주장한 학자로는 Hyman P. Minsky(1997) 및 Charles P. Kindleberger(1978) 등이 있다.

이선이 디플레이션으로 진행된다면 신뢰도가 낮은 제2금융권으로부터 도산이 시작되면서 발생하게 된다. 특히 금융자유화, 새로운 금융상품 및 금융기법의 개발, 고수익·고위험 금융자산 비중의 증대, 제2금융권의 급성장 등 금융시스템이 급격히 발전하는 과정에서 대두될 가능성이 높다. 대표적인 사례로는 1930년대 미국의 대공황, 1973~1974년중 영국의 secondary banking crisis⁴⁾, 1980년대 미국의 저축대부조합 사태 및 1990년대 초반 일본의 중소 금융기관의 도산 사태 등을 들 수 있다.

나. 통화론적 접근

통화론자들은 일시적 금융부문의 침체현상이 발생했을 때 통화공급이 현저하게 감소함으로써 경기침체가 경제전반으로 확산되는 것이 금융불안정이라고 정의한다.⁵⁾ 금융불안정의 원인은 통화정책에 있으며 통화정책 운용에 오류가 있을 때 미미한 금융시장의 교란요인이 금융불안정으로 발전한다.⁶⁾ 따라서 금융불안정이 발생했을 때 중앙은행의 적절한 조치가 없으면 금융불안정은 통화에 대한 초과수요를 초래하고 통화신용정책의 파급경로를 통해 더욱 확산된다.⁷⁾

4) 1971년 대형 상업은행(clearing bank)에 대한 여신규제 및 금리카르텔의 폐지로 대형 상업은행이 중소형 금융기관(secondary bank)에 대하여 경쟁력 우위를 확보하게 되자 중소형 금융기관들은 이에 대처하기 위하여 외환시장에서 투기적으로 자산을 운용하고 고수익·고위험 상품에 대한 투자를 확대하였다. 그러나 이들 중소형 금융기관들은 금융기법이 낙후된 데다 당시 제1차 석유파동으로 경기가 급속히 침체하고 자산가격이 폭락함에 따라 부실화되고 많은 수가 도산하게 되었다.

5) Milton Friedman and Anna J. Schwartz(1963) 참조.

6) Anna J. Schwartz(1986)는 통화량의 급격한 감소를 동반하지 않는 금융시장 교란상태를 준금융불안정(pseudo financial instability)이라 하였다.

7) 통화신용정책의 파급경로는 통화중시견해(money view)와 신용중시견해(credit view)로 나누어 볼 수 있는데 통화중시견해에 따르면 금융불안정에 의해 통화량이 감소하면 금리가 상승하고 투자가 감소하여 경기침체 및 금융불안정이 확산된다(금리경로). 한편 신용중시견해는 이와 같은 금리경로 이외에도 금융불안정 발생시 금융기관의 대출(신용공급량)이 감소함으로써 금리경로만을 감안했을 때 보다 그 효과가 증폭된다(신용경로).

다. 불완전정보

금융불안정을 유발하는 중요한 원인중의 하나는 금융시장 참여자간의 비대칭정보(asymmetric information)이다. 거래 양방은 서로 다른 정보를 가지고 있고 거래에서 유리한 정보만을 공개하고자 하므로 문제가 발생하게 된다. 이와 같은 정보비대칭 문제는 금융중개기관의 존재 이유인 동시에 금융시스템이 불안정한 속성을 지닐 수밖에 없는 원인이 되기도 하다(Hayne E. Leland and David H. Pyle, 1977, Tim S. Campbell and William A. Kracaw, 1980).

금융거래자간에 정보비대칭 현상이 발생하면 도덕해이와 역선택 때문에 정보가 완전한 경우보다 불리한 수준에서 거래가 이루어지게 된다(George Akerlof, 1970). 차입자와 대출자가 거래하는 대출시장의 경우 차입자는 자신이 투자하려는 투자안의 위험-수익 특성에 관한 정보를 대출자 보다 많이 지니게 되어 차입자는 대출자가 기대하는 수준보다 높은 위험을 지닌 투자안에 투자함으로써 자신의 이익을 극대화하려는 도덕해이가 발생한다. 또한 대출시장에서 결정된 이자율이 전체 투자안의 평균 위험-수익을 반영하는 수준이라면 이러한 이자율은 고위험 투자안에 대해서는 낮고 저위험 투자안에 대해서는 높은 수준이므로 고위험 투자안을 지닌 사업자에 대해서만 대출이 이루어지는 역선택 현상도 발생한다.⁸⁾

금융중개기관이 안전하고 건전할 경우 차입자에 대한 신용등급 평가, 위험도에 따른 차등이자율 적용 및 대출사후관리 등을 통해 정보비대칭 문제를 효과적으로 해결할 수 있지만(Joseph Stiglitz and Andrew Weiss, 1981) 외부충격 또는 내부경영악화 등으로 금융기관의 안정성에 대한 시장참여자들의 신뢰가 무너지면 금융기관의 기능이 약화됨으로써

8) 역선택과 도덕해이가 심해지면 차입자와 대출자가 거래하고자 하는 가격이 형성되지 않아 극단적으로는 대출시장이 침체하거나 없어질 수도 있다.

예금인출사태와 전염효과를 통해 금융불안정이 초래된다.

〈 예금인출사태 〉

금융기관의 부채는 상환요구시 즉시 상환(유동적)되어야 하는 반면 자산은 시장성이 낮고 시장가치도 불확실한 장기자산(비유동적)으로 구성된다. 금융시스템이 정상적으로 작동할 경우에는 예금인출은 대수의 법칙(law of large numbers)을 따르고 대출자산은 만기시 상환이 확실시되므로 금융기관의 자본과 일부 유동자산만으로도 인출 수요를 충분히 충족시킬 수 있다. 그러나 부분지급준비금제도(fractional reserve system) 하에서는 금융기관의 계약이행능력에 대한 신뢰가 약화되면 모든 예금주들이 예금을 인출하고자 하고 먼저 인출한 예금주에 비해 나중에 인출한 예금주는 예금인출 가능성이 점차 낮아지는 등 손실이 예상됨에 따라 예금인출사태(bank run)가 가속화된다. 연쇄적인 예금인출사태가 발생하면 현금확보를 위하여 금융기관은 불리한 조건으로 보유자산을 긴급처분(fire sale)하여야 하므로 예금주와 주주에게 손실을 초래하고 더 나아가 금융기관들이 연쇄도산하는 경우에는 금융안정이 무너짐은 물론 기업의 연쇄도산을 초래하여 실물경제에도 악영향을 미치게 된다(Douglas W. Diamond and Phillips H. Dybvig, 1983).

예금인출사태의 가장 직접적인 원인은 채무자인 기업의 경영악화 등으로 인하여 금융기관의 자산이 부실해지는 것이다. 자산부실화에 따라 금융기관 자산가치가 하락하면 예금자들은 금융기관의 예금지급능력을 의심하게 됨으로써 예금을 인출하고자 한다. 또한 특정 금융기관의 자산가치가 하락하면 정보비대칭으로 인해 예금자들이 다른 금융기관의 자산가치도 낮아졌을 것이라고 추측하여 건전 금융기관의 예금도 인출하는 결과를 초래한다. 이처럼 예금인출사태가 확산되는 데에는 예금자들의 군집행

동(herd behavior)이 크게 작용하는데 군집행동은 정보가 부족한 상황에서 효용을 극대화하려는 예금자의 합리적인 행동으로 볼 수 있다(E. Philip Davis, 1995).

〈 전염효과 〉

전염효과(contagion effect)는 특정 금융기관의 지급불능상태(insolvency)가 다른 금융기관으로 확산되는 현상으로 정보비대칭 현상 및 금융기관간 채권·채무가 지급결제시스템을 통해 복잡하게 연결됨에 따라 발생된다. 일반적으로 정보가 부족한 시장참여자는 금융기관의 건전성을 다른 금융기관의 건전성에 기초하여 판단하는 경향이 많다. 따라서 특정 금융기관의 부실상태가 노출될 경우 다른 금융기관도 비슷할 것이라고 생각하게 됨으로써 전체 금융시스템에 대한 신뢰도가 하락하게 된다.⁹⁾ 이러한 전염효과에 의해 금융기관 도산의 진행 및 확산이 신속하게 진행됨에 따라 예금주들의 손실 규모가 확대되는 등 경제 전반에 미치는 영향도 증가하게 된다.

또한 전염효과는 채권·채무관계가 복잡하게 얽혀있는 금융기관간 지급결제시스템을 통해 전파되는데 특정 금융기관의 자금부족상태가 지급결제흐름을 통해 상호 연결된 금융기관간 채권·채무에 연쇄적으로 영향을 미치게 되어 다른 금융기관의 자금부족으로 급속히 확산된다. 특히 최근 수년간 국제자본시장의 통합이 가속화되고 금융기관간 유가증권 및 외환거래가 증가함에 따라 지급결제 채권·채무의 규모가 급속히 증가하여 금융기관 자본금의 수배에 달하는 등 금융시스템 안정 유지에 위협요소로 작용하게 되었다(Gerald E. Corrigan, 1996). 지급결제시스템의 기능

9) 영국의 Bearings사 파산시 다른 수많은 중소형 부자은행은 Bearings사와는 달리 손실이 발생하지 않았음에도 불구하고 예금인출사태가 발생하였다.

에 대한 신뢰가 저하되면 참가 금융기관이 채권회수에 적극적으로 나서는데 방어적 행동¹⁰⁾을 취하므로 지급결제흐름에 장애가 발생한다. 이 밖에 자연재해, 전산장애 등 물리적 요인에 의해 지급결제시스템이 훼손되는 경우에도 국지적인 시스템상의 문제가 전체 지급결제시스템으로 급속히 확산됨으로써 금융불안정이 초래될 수 있다. 더욱이 외환거래 등 국제간 거래가 급증함에 따라 시간대와 지역이 다른 2개 이상의 지급결제시스템을 통한 결제가 증가하여 특정 금융시스템의 불안정이 국제적인 문제로까지 발전하기도 한다.

한편 비은행 금융기관 및 실물기업·가계도 전염효과를 유발할 수 있다. 과거에는 증권회사와 같은 비은행 금융기관은 신용창출기능이 없기 때문에 이들 기관의 건전성이 저하되더라도 다른 금융기관으로는 확산되지 않는 것으로 인식되었다. 그러나 비은행 금융기관의 파생금융상품 및 외환 거래는 지급결제시스템을 통해 다른 은행과 연결되어 있기 때문에 비은행 금융기관도 금융불안정의 확산을 유발하게 된다(Gerald E. Corrigan, 1990). 또한 경기호황기에 급격히 증가한 실물 기업 및 가계의 부채가 경기불황기에 경기침체의 폭을 더욱 확대시킬 수 있다(George G. Kaufman, 1986). 경제활동 둔화로 인해 기업 및 가계는 부채 상환에 어려움을 겪게되고 추가적인 차입 또한 곤란하게 됨에 따라 부채상환 능력이 약화되어 금융기관의 자산부실화를 초래함으로써 금융불안정을 야기한다.

라. 금융자산가격의 과도한 변동

거시경제상황이 안정적이고 아울러 기업의 수익전망이 양호하여 미래

10) 금융기관이 거래상대방의 건전성에 대해 의심을 갖게 되면 상대방에 대한 채무 지급은 늦추고 채권회수는 앞당기교자 하는데 이는 예금주들의 예금인출상태와 그 효과면에서 유사하다.

에 대한 불확실성이 낮은 경우에는 금융자산가격이 시장의 기초여건(fundamental)을 반영하는 수준에서 안정적으로 움직이지만 반대의 경우에는 금융자산 가격이 과도하게 변동하게 되는데 이러한 자산가격의 불안정은 금융기관의 수익성 및 자산건전성에 영향을 미쳐 금융불안정을 야기한다. 또한 자산가격의 과도한 변동은 금융기관의 문제에만 국한되지 않고 민간소비 등 실물경제 전반에도 직접적인 영향을 미친다. 금융자산 가격의 변동은 민간부문의 부의 규모 및 저축·투자수익률을 변동시킬 뿐만 아니라 기업 및 소비자의 기대에도 영향을 미침으로써 경기변동의 원인으로 작용하기도 한다. 주식시장 등 개별 금융시장의 가격불안정이 전반적인 금융불안정으로 이어지는 과정을 살펴보면 다음과 같다.

〈주식시장〉

주식시장의 불안정은 다음과 같은 경로를 통해 실물경제에 영향을 미치게 된다. 먼저 주식시장이 침체되면 민간부문의 부의 수준이 감소하여 현재 소득에 대한 소비성향에 직접적인 영향을 미친다. 1987년 미국의 Black Monday시 단기 주가폭락으로 인한 부의 감소효과가 미국경제에 미친 부정적인 효과는 GDP의 0.5~1%에 달하는 것으로 조사되었다(International Monetary Fund, 1988). 또한 주가가 하락하면 금융기관이 보유하고 있는 자산가치가 하락하고 이에 따라 정보비대칭 문제가 심화되어 금융중개 규모가 축소된다. 이러한 금융불안정은 생산적 투자기회로의 자금이동을 감소시킴으로써 전체 경제활동의 위축으로 이어진다(Ben Bernanke and Mark Gertler, 1989). 한편 주가하락은 기업들의 보통주 발행을 통한 투자 유인을 감소시켜 투자를 위축시킨다(James Tobin, 1969).

주식시장이 불안정한 원인으로는 비합리적 투기에 의한 주가의 과도한 변동(irrational speculative excess), 거시경제정책의 불안정성

〈 채권시장 〉

채권시장의 불안정을 유발하는 원인은 주식시장의 불안정을 유발하는 원인과 유사하다. 거시경제환경의 변화로 인해 투자자들의 인플레이션 및 실질이자율에 대한 예상이 변화하게 되고 이에 따라 채권가격이 급격히 변동한다. 주식시장과 마찬가지로 거래기법의 발전 등 채권시장구조의 변화 및 투자자들의 투기적 성향 역시 채권가격의 변동폭을 확대시키는 주요 원인이다.

채권시장의 불안정이 실물경제에 미치는 경로 또한 주식시장의 경우와 같다. 다만 채권시장에서는 이자율의 변동에 의해 초래되는 불안정이 주식시장보다 강하게 나타난다. 왜냐하면 기업들이 투자에 소요되는 자금조달 수단으로 주식보다는 채권이나 장기차입에 보다 많이 의존하므로 채권 수익률의 변동은 주가변동보다 기업의 투자환경에 보다 큰 영향을 미치게 된다.

〈 실물시장 〉

부동산과 같은 실물자산의 가격 변동도 금융불안정을 유발할 수 있다. 실물자산의 가격 변동은 인플레이션 또는 디플레이션 압력을 발생시키며 실물자산은 금융기관 대출시 담보로 사용됨에 따라 실물자산의 가격 변동은 금융시스템의 불안정으로 이어진다. 특히 기업 등 차입자가 금융기관에서 자금을 차입할 때 대부분 부동산을 담보로 이용하기 때문에 부동산 가격 변동이 전체적인 경제활동에 미치는 영향이 매우 크다. 1980년대 노르웨이, 스웨덴, 핀란드 등 북구 3국의 금융불안정, 미국의 저축대부조합 사태 및 1990년대 일본의 금융불안정 사례에서 보듯이 경기침체에 따른 부동산 가격 하락은 금융기관의 담보자산 가치를 저하시켜 금융기관의

부실화를 유발한다.

상품시장의 급격한 가격변동 또한 금융불안정을 가져온다. 1970년대 및 1980년대 두 차례 석유파동에서 볼 수 있듯이 원자재 가격의 급격한 변동은 생산원가에 큰 영향을 미쳐 기업의 경영성과를 악화시키고 경기를 둔화시킴으로써 금융시스템을 불안정하게 한다.

〈 외환시장 〉

외환시장에서 유발되는 자산가격의 불안정은 환율제도에 따라 외환위기 또는 과도한 환율변동의 형태로 나타난다. 고정환율제도에서는 환율변동 압력이 누중되어 외환위기(currency crisis)로 발전할 가능성을, 변동 환율제도에서는 기초경제여건 변화로 설명되어지는 수준 이상으로 과도하게 시장환율이 변동(excessive volatility)하는 것을 외환시장의 불안정으로 정의할 수 있다.

외환위기는 시장참여자들이 현재의 환율 수준이 지속가능하지 않다고 판단하여 해당 통화 포지션을 급격히 축소함에 따라 발생한다는 점에서 예금인출사태와 유사하다. 예를 들어 정책당국이 평가절하를 용인하지 않을 경우 투기세력은 해당 통화를 투매하게 되는데 이는 예금인출사태 발생시 예금자들의 행태와 같다고 볼 수 있다. 고정환율제도하에서 외환당국이 투기세력에 대항하거나 환율평가절하의 하한을 설정하여 운용할 경우 금리가 급격히 상승하고 이로 인해 경제활동이 둔화되고 금융중개기관의 자산가치가 하락하는 등 금융불안정이 대두되고 나아가 외환위기로 발전하게 된다. 외환위기의 정도는 통화정책에 대한 신뢰도에 따라 달라지는데 신뢰도가 낮으면 외환시장 안정을 위한 금리상승폭이 확대되며 시장에서 그와 같은 금리상승이 지속될 가능성이 없다고 판단되면 정책당국이 금리를 인상하더라도 외환시장의 안정을 기대할 수 없게 된다. 그러나 통

화정책에 대한 신뢰도가 높으면 금리의 소폭 조정으로도 외환시장의 안정을 도모할 수 있다.

한편 변동환율제도에서는 일반적으로 외환위기는 발생하지 않는 것으로 알려져 있으나 과도한 환율변동문제는 상존한다. 외환시장의 거래량 증가 및 신금융상품 개발에 의해 환율의 단기적 변동성이 증가할 수는 있으나 이러한 단기적 환율 변동은 헤징메커니즘이 있는 한 거래 및 투자 등 실물경제활동에 심각한 영향을 미치지 않는다. 변동환율제도하에서 보다 심각한 문제는 경제기초여건을 반영하지 못하는 환율 수준이 오랫동안 지속됨에 따라 환율조정에 수반되는 비용이 과다해지는 등 자원배분의 비효율성이 커진다는 점이다(John Williamson, 1985).

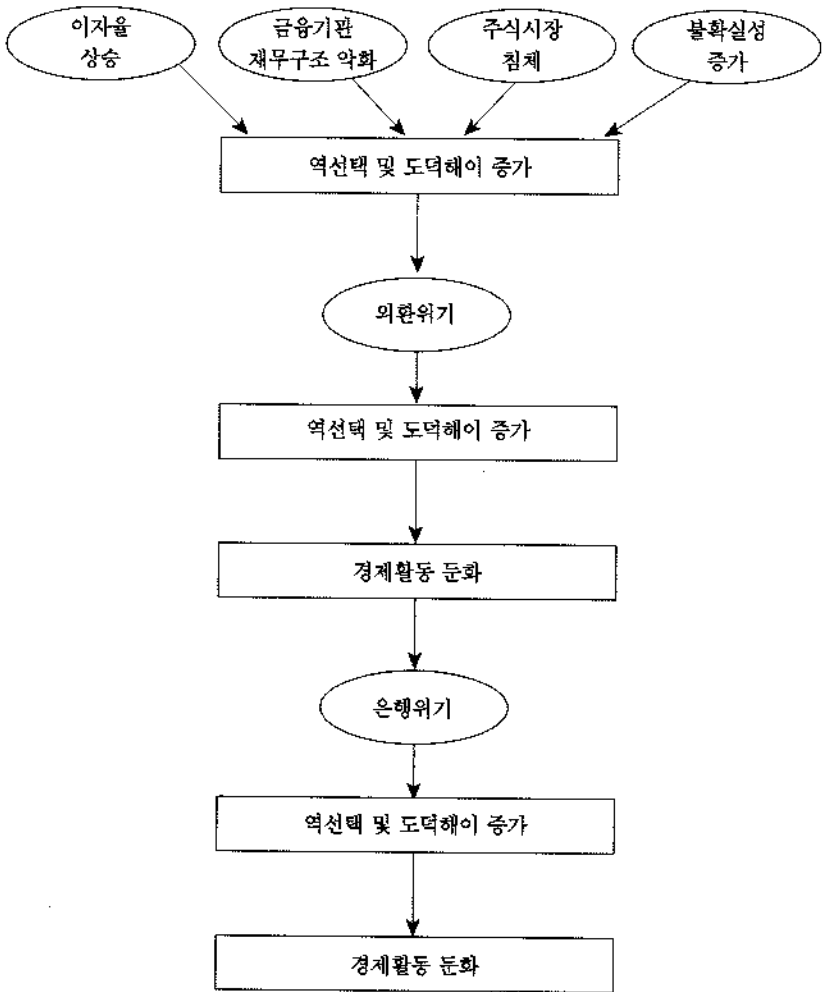
외환부문의 금융불안정이 경제 전반으로 확산되는 과정은 각국의 경제 구조에 따라 달리 나타나는데 개발도상국의 경우에는 인플레이션이, 선진국의 경우에는 부채가치의 하락이 금융불안정 확산이 중요 요인으로 작용한다(<그림 II-1> 및 <그림 II-2> 참조, Frederic S. Mishkin, 1997).

개발도상국의 경우 인플레이션의 수준이 전반적으로 높고 변동도 심하므로 장기채무계약의 위험도가 높아 단기 위주로 금융거래가 이루어져 정부 및 민간채무의 듀레이션이 짧은 것이 보통이다. 이때 외환시장의 불안정이 발생하면 외화표시 단기채무에 대한 이자지급 부담이 급격히 증가할 뿐만 아니라 기대인플레이션이 상승함에 따라 국내 이자율도 상승하여 가계 및 기업의 부채상환부담이 증가하게 된다. 이에 따라 가계 및 기업에 대출한 금융기관의 자산이 부실화되고 부채의 단기화·자산의 장기화로 인해 유동성이 저하되어 금융불안정으로 발전하게 된다.¹¹⁾ 이때 중앙은행이 이자율을 인상하여 평가절하를 방지하려는 정책은 이자율 상승에 따른 금융기관들의 부담 증가로 오히려 금융시스템을 약화시키게 된다.

11) 1997년 한국의 경우에서 보듯이 환율의 평가절하 압력이 기업 및 금융기관의 유동성 위기를 초래하고 나아가 외환위기로까지 발전한다.

한편 선진국은 상대적으로 물가가 안정되고 대부분 대외채무가 자국화폐로 표시되며 듀레이션 또한 길기 때문에 환율의 평가절하와 같은 경제 충격으로 인해 금융불안정성이 확대되지는 않는다. 그러나 외환시장의 불안정으로 인해 경제활동이 위축되면 가계 및 기업의 부채상환능력이 저하되고 이로 인해 금융기관의 손실이 증가하고 자산이 부실화될 수도 있다. 또한 경제침체로 기업의 실질가치가 감소하면 기업들은 정보공개를 꺼리고 자산가치를 증가시키기 위해 위험한 투자사업에 투자할 유인이 증가하는 등 도덕해이 문제가 심화된다. 이와 같이 선진국 경제에서 외환시장의 불안정이 금융불안정으로 이어지는 데에는 인플레이션보다 부채가치의 하락(debt deflation)이 보다 중요한 요인으로 작용한다.

〈그림 II-1〉 개발도상국에서의 금융불안정 확산 과정

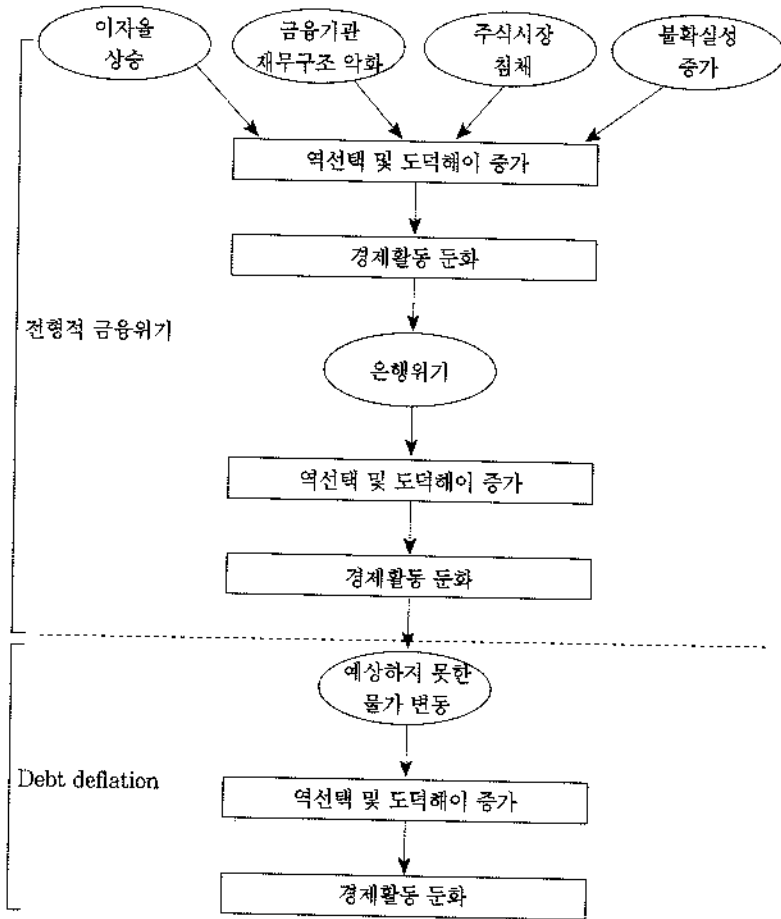


○ : 금융불안정을 유발하는 요인

□ : 금융불안정 요인의 효과

자료 : Frederic S. Mishkin(1997)

〈그림 Ⅱ-2〉 선진국에서의 금융불안정 확산 과정



○ : 금융불안정을 유발하는 요인

□ : 금융불안정 요인의 효과

자료 : Frederic S. Mishkin(1997)