

1980年代 美國에서 나타난 金融 脫規制 (financial deregulation)의 論爭⁽¹⁾

安 賢 孝

이 글은 1980년대 미국에서 추진된 金融 脫規制의 과정을 간략히 검토하고, 이와 관련된 세 가지 쟁점, 즉 기업 引受 및 合併, 주식시장의 效率性, 再規制 정책을 정리하고 있다. 이 쟁점들은 각각 1980년대의 기업 합병의 물결, 1987년 주식시장의 대공황, 1980년대말의 금융부문 규제 재도입이라는 경제적, 정책적 현실과 관련하여 제기되었다. 이 글은 위의 세 가지 쟁점을 서로 분리하지 않고, 자유시장적 접근과 개입주의적 접근이라는 미국 경제학계의 전통적, 이데올로기적 대립을 중심으로 일관되게 파악하려고 노력하였다. 이론과 정책의 양면을 주도하였던 1980년대의 自由市場的 탈규제는 기업 합병의 효율성 문제와 주식시장의 과잉변동성 문제를 둘러싼 심각한 논쟁을 불러일으켰으며 이러한 논쟁을 야기한 합병 및 주식시장의 변동성은 곧 재규제의 도입을 필연화시켰다. 이는 자유시장적 접근의 해계모니 하에서 介入主義를 부분 도입하는 것으로서 재규제가 완전한 의미에서 자유시장적 접근의 부정을 의미하는 것은 아니지만, 1980년대 식의 극단적인 자유시장적 접근의 한계를 보여주면서 1990년대에 제기되는 금융 재규제라는 쟁점의 복잡성을 야기하고 있다. 그러므로 이 글은 1980년대와 1990년대의 금융 탈규제의 물결을 자유시장적 접근과 개입주의적 접근이 상호 논쟁하는 접점으로 봄으로써 1980년대에서 1990년대까지 이어지는 금융 탈규제의 쟁점들을 더 잘 이해할 수 있다고 주장한다. 또한 이 과정의 복잡성에 대한 이해는 우리의 현실에서 제기되고 있는 금융 탈규제의 논의에도 일정한 함의를 가질 것으로 보인다.

1. 序 論

금융 탈규제라는 현상은 1970년대 자본주의 위기 이후 나타난 현대 자본주의의 일련의 새로운 특징 중에서 하나의 중요한 요소이다. 이러한 관점에서 본 현대 자본주의의 새로운 움직임으로는 不確實性(uncertainty), 流動性(mobility), 柔軟性(flexibility) 등을 들 수 있는데 이러한 변화와 새로운 특징을 이해하기 위해서는 그것이 1970년대의 위기, 더 위로 올라간다면 1940년대에 시작됐던 '케인즈주의的 資本主義'에 뿌리를 두고 있다는 점을 인식

(1) 이 글은 학술진흥재단의 1997년 해외 박사후 연수과정 프로그램의 지원으로 쓰여졌다. 한편 이 글을 쓰는 데 도움을 준 크로티(J. Crotty) 및 김수행 교수님과 이 글에 대해 코멘트해 주신 논평자에게 감사드린다.

할 필요가 있다. 왜냐하면 1940년대의 개입주의적 자본주의는 불확실성에 대비되는 (거시적) 安定性(stability), 세계화에 대비되는 國民國家의 自律性(autonomy), 3차 산업 또는 금융, 서비스 산업에 대비되는 2차 산업을 중심으로 한 중화학공업 및 大量生産(mass production) 체제에 기반하고 있었기 때문이다. 불확실성, 유동성은 생산영역에서도 관찰할 수 있지만, ‘金融的 循環’의 공간에서 더욱 확실히 발견할 수 있다.⁽²⁾

이 글은 1980년대와 1990년대 미국에서의 금융탈규제와 관련된 논쟁을 검토하여 금융에서 나타난 불확실성과 유동성의 의미를 우회적으로 검토하고자 한다. 이러한 논쟁의 서베이를 통해서 우리는 금융의 탈규제가 다른 형태의 규제의 도입 없이 일반적으로 진행될 때 그것은 또 다른 무질서를 양산할 뿐이라는 교훈을 얻을 수가 있으며 결국 금융탈규제의 쟁점은 탈규제냐 규제냐가 아니라 어떤 형식의 규제인가하는 점입을 분명히 하고자 한다.⁽³⁾

2장에서는 금융탈규제에 대한 논쟁의 역사적 배경으로서 1970년대 경제위기 이후부터 미국의 금융 탈규제를 낳게 된 역사적 배경을 검토하고 3장에서는 1980년대 금융 탈규제의 결과로 이 시기에 집중적으로 나타난 인수와 합병이 과연 금융자원의 배분에 효율적이었는지에 관한 논쟁을 자유주의적 입장과 개입주의적 입장으로 나누어 검토한다. 거기에서는 자유주의적 입장의 극단적 관점이 1980년대 미국의 금융 불안정성과 일정한 연관을 가짐을 살펴볼 것이다. 4장에서는 인수와 합병에 관한 논쟁의 부산물이면서 특히 1987년의 주식시장의 파동을 거치면서 강력히 제기된 주식시장의 過剩變動性(excessive volatility)에 대한 이론적 입장의 차이를 검토한다. 5장에서는 1980년대의 금융위기를 거치면서 이러한 위기의 조정필요성에서 제기되는 규제의 재도입을 설명하고, 재규제의 구체적 수행에 관한 자유주의적 입장의 논의를 검토하며 개입주의적 입장에서는 이에 대해 어떤 대안을 제시하는지를 검토한다. 6장에서는 각기 다른 주제로 논쟁이 진행된 세 가지 쟁점이 미국의 금융 현상에 대한 경제학계의 두 가지 견해들이 일관되게 서로 대립하는 지점을 구성한다는 점을 보임과 동시에 이러한 쟁점들이 현재 우리에게 주는 시사점을 정

(2) 여기서 ‘金融的 循環’ (financial circulation)이라 함은 생산적 기능에서 유래하는 거래 — 이른바 ‘産業的 循環’ (industrial circulation) — 와 구분되는, 자본재와 상품에 대한 투기적 거래, 어음의 지불이나 갹신 등과 관련된 금융적 거래에서 유래하는 순환을 지칭한다 [Keynes(1930, p. 42)].

(3) 한편 이러한 관점에서 금융 국제화를 연구, 서베이한 책으로는 Helleiner(1994)를 참조하라. 저자는 이 책에서 금융 국제화는 (금융상품의 개발 및 컴퓨터 테크놀로지의 발전 등) 기술혁신과 시장의 압력에 기인하는 것이 아니라 1980년대의 정책적 대전환에서 비롯된 것이라고 주장하고 있다. 그러므로 이에 따르면 금융 국제화, 탈규제는 필연적이거나 반드시 수용해야 하는 것이 아니며 정책의 입안과정에서 얼마든지 바뀔 수 있는 현상으로 파악된다.

리하기로 하겠다.

2. 歷史的 背景

미국을 비롯한 선진국에서 나타난 금융시장의 심대한 변화는 1970년대 중반부터 시작된 것이었다. 1980년대에 나타난 금융시장의 변화 중에서는 다음의 세 가지 즉 1) 브레튼 우즈 체제 붕괴 이후 급속히 가속된 金融의 國際化, 2) 새로운 금융상품의 개발과 이에 따른 金融革新, 3) 국내 금융시장의 脫規制 정책 등이 중요하다고 할 수 있다(Cosh, Huges, and Singh (1992, p. 19)). 우선 위의 세 가지 측면을 중심으로 미국에서의 금융 탈규제와 금융 동학에 대해 간단한 역사적 개관을 하기로 하자.

첫째 金融 國際化 경향은 1944년 이후 성립된 브레튼우즈 체제의 성립 및 붕괴와 연관된다.⁽⁴⁾ 2차 대전 이후 미국 달러 중심의 고정환율제도를 기반으로 한 資本統制(capital control)의 도입으로 각국의 금융시장은 분리되어 있었으나 이후 금융제도에 대한 신뢰가 높아지면서 1960년대부터 서서히 국제적 금융 서비스에 대한 수요가 증가하기 시작했다. 이러한 수요의 징표가 유러달러 시장인데 영국은 영국대로 스태링 위기의 타개책으로서, 미국은 미국대로 국내의 자본통제를 피할 수 있는 좋은 기회로서 유러달러 시장을 활용했다. 따라서 유러달러 시장은 성립의 초기부터 매우 자유주의적인 분위기에서 발전하였다.

예를 들어 미국의 경우 1960년대부터 나타난 國際收支赤字(와 이에서 비롯한 금태환의 러시)를 해소하기 위해 외국의 중앙은행으로 하여금 미 지폐 달러를 보유하도록 강제하였으나 프랑스를 비롯한 유럽 국가의 강력한 반발에 직면하였을 때, 유러달러 시장은 미국의 적자를 메워주는 중요한 자금원이 됨으로써 미국 금의 유출을 막아주는 좋은 수단이 되었다. 하지만 이러한 과정은 그 자체가 미국 내부의 금융규제를 완화하는 중요한 계기로 작용하였다.

1974년 미국이 고정환율제를 포기하고, 카터행정부 시절인 1978-1979년에 들어서 수지 적자로 인해 달러 신뢰도가 매우 급속히 하락하자 카터행 정부는 또 다시 타국 중앙은행에 협조를 요청하였으나 거절당하였다. 경상수지 적자를 외국으로부터의 자금도입에 의

(4) 브레튼우즈 체제는 Helleiner(1994, p. 3)와 Ruggie(1992)에 의해 “embedded liberal” order로 정의되고 있다. ‘介入된 自由主義’ 秩序라고 번역될 수 있는 이 질서 속에서 새로운 개입주의적 복지국가의 정책 자율성을 방어하기 위해 자유시장을 제약하는 경제적 실천이 추진된다. 이러한 관점은 2차 대전 이래 미국주도의 경제질서가 개방된 자유주의적 국제질서라는 傳統的 理解(conventional wisdom)와 상치되는 것이다.

존하여 해결하고 있었던 미국으로서는 타국 중앙은행의 협조도 없는 상태에서의 달러 신 위도 하락은 매우 우려되는 상황이었다. 드디어 1978년말 탈규제주의자인 볼커(Paul Volcker)는 연방준비기금의 의장으로 임명되고 볼커는 매우 강력한 긴축 통화정책을 천명한다. 볼커의 안정화정책은 곧 효과를 나타내어 유러달러 시장으로부터 달러가 유입되기 시작했고 1979년에 이르자 유입된 달러는 미국 통화(M3)의 10%에 이르게 되었다.⁽⁵⁾

이어 1980년대에 들어 레이건 행정부는 군비지출의 증가와 함께 급격한 감세案을 실행함으로써 경상적자 외에도 큰 폭의 財政赤字를 기록하게 되었다. 1981년에 90억 달러였던 재정적자가 레이건행정부 취임 이후인 1983년에는 무려 2,070억 달러에 이른다. 그럼에도 불구하고 이전부터 발전해 있었던 해외자금을 통한 적자의 보충메카니즘이 작동하여 이러한 적자는 유러달러, 일본과 남미의 자본투자에 의해 보완되었다. 달러의 가치는 볼커의 정책에 의해 비교적 높은 수준을 유지하고 있었고⁽⁶⁾ 이로 인해 경상수지 적자는 계속 누적되었다. 이에 따라 미국은 국가간 정책협조보다는 외국의 민간 투자를 유치하는데 더욱 관심을 두게 되었다. 이러한 메카니즘에서 미 달러화 가치의 적정 수준 유지와 더불어 해외 금융시장의 자유로운 발전은 필수적이었다. 그러나 국제 금융시장의 자유로운 발전은 미국 금융산업 역시 국제화시키는 과정이었으며, 국제 금융시장의 탈규제적 속성은 미국내 금융시장에서도 탈규제를 요구하게 되었다.⁽⁷⁾

두 번째 배경으로 들 수 있는 것은 金融革新과 이로 인한 새로운 金融商品의 등장이다. 새로운 금융상품들은 단순한 은행예금이 아니라 보험회사, 연금기금, 상호기금, 투자기금 등 다양한 형태로 저축자를 유인하였다. 따라서 기업 자금 조달의 대표적 세 형태인 株式(shares), 市場性 債券(marketable debt), 銀行의 貸付(bank loan) 중에서 주식과 시장성 채권의 비중이 점차 높아지게 되었다. 이러한 혁신은 비은행 금융기관에서부터 시작되었다. 은행 금융기관은 1940년대 관리통화제 이래 국가로부터 일정한 통제를 받으면서도 동시에 안정성에 대한 보장을 받음으로써 결과적으로 일종의 특혜를 누리게 되었다. 그런데

-
- (5) Helleiner(1994)의 제4장-제7장 참조. 한편으로는 볼커의 긴축정책, 다른 한편으로는 탈규제 정책은 1980년대의 미국 금융혁신의 중요한 배경으로 작용한다. 이 두 가지 요소는 결국 강한 통화와 높은 이자율을 통해 '金融 資本家'(finance capitalist)의 이해를 보장하는 반면 생산을 위축시킴으로써 '産業 資本家'(industrial capitalist)의 이해와는 대립하게 될 것이다.
- (6) 그러나 외국투자의 급증은 미국 이자의 급상승을 막는 요인이 되기도 했다. 어떤 연구에 의하면 외국투자가 없는 경우에 비하여 외국투자는 당시 이자율 5% 이하의 효과를 가지고 있었다고 한다(Marris(1985, p. 44)).
- (7) 미국의 1974년 자본통제 포기과 탈규제 정책은 영국으로도 파급된다. 영국은 1979년 40년 동안의 외환 통제정책을 포기하고, 이어서 1986년 런던주식시장을 외국에 개방함으로써 '빅뱅'이라고 불리는 탈규제 정책을 도입하였다.

이러한 보호로부터 배제된 비은행 금융기관들이 경쟁 과정에서 금융혁신을 도입하자 이러한 혁신은 곧 은행 금융기관으로 파급되었다. 이 과정은 곧 국제적으로나 국내적으로나 규제되지 않은 금융기관의 급증을 의미했다. 그리하여 특히 은행과 같은 특수한 금융기관과 비은행간의 전통적 분업구조가 허물어지게 되었다[Cosh, Hughes, and Singh (1992, pp. 20 이하)].

이는 결국 자본조달구조가 전통적인 은행 대부분부터 시장성 자산(주식, 채권)의 발행에 의존하는 것으로 바뀌는 과정이었다. 주지하듯이 1960년대 후반부터 미국의 경제는 전반적인 하강기조에 들어서게 되는데 [Aglietta (1976), Bowles, Gordon, and Weisskopf (1984)] 이에 동반된 높은 인플레이션과 높은 이자율 하에서, 점차 금융산업의 수익성도 떨어지게 되었다. 그에 따라 금융기관간의 경쟁, 특히 그 중에서도 은행과 비은행 기관과의 경쟁이 치열해지기 시작했다. 비은행 금융기관에서 새로운 금융상품을 통해 은행으로 유입될 저축을 점유해가자, 은행의 경우 이전부터 실행되던 이자율상한 정책으로 인해 이윤폭은 점차 떨어지면서도 이른바 間接金融 縮小의 問題(disintermediation problem)라고 불리는 문제에 직면한다. 이 문제는 금융자산의 구성이 예금 중심에서 보다 높은 수익이 보장되는 화폐시장 중심으로 이동하는 것을 의미한다. 이 과정을 주도한 대표적인 자산이 MMMF(Money Market Mutual Funds)⁽⁸⁾이다. 이러한 현상은 은행을 중심으로 한 금융산업의 각 부문에 비동질적인 영향을 초래하였다. 우선 작은 규모의 은행이나 貸付組合(thrifts)은 예금의 축소를 경험하여 직접적인 피해를 본 반면, 대규모 은행의 경우 예금 축소로 인한 손실을 CD를 발행하거나 MMMF의 유통에 직접 뛰어들으로써 만회하기도 하였다. 한편 금융회사는 정크본드(junk bond: 단기 고수익이 보장되나 위험성이 매우 높은 불량채권)에 투자하거나 MMMF에 자금을 조달해줌으로써 단기적 이익을 챙기기도 하였다. 이 과정을 통해 전체적으로는 예금을 통한 신용팽창이 점차 축소되고 대신 증권시장을 통한 직접 금융이 확대되었다(예를 들면 모게지의 증권화(mortgage securitization)).

세 번째 요소로 들 수 있는 것이 1980년대에 본격화된 미국 내의 金融 脫規制 정책이다. 앞에서 제시한 국제적, 국내적 원인으로 말미암은 금융산업의 수익성 저하의 문제를 해소하기 위해 다음과 같은 정책들이 추진된다. 우선 대부조합에 대해서는 간접금융 축소

(8) 재무성 채권을 살 수 없는 소액저축자들에게 CD(Certificate of Deposit)가 보장하는 것보다 높은 수익을 제공할 수 있게 만들어진 증권산업에서 제공된 새로운 형태의 금융상품이다. 결국 소액예금자의 경우 은행예금보다 높은 이자 수준으로 이 상품을 사기 때문에 은행예금의 수주폭이 점점 줄어드는 결과를 초래한다.

의 문제를 해소하기 위해 1980년에 “預金機關 脫規制와 貨幣 統制 法案(DIDMCA: Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act)”을 통과시켜 예금에 부과하였던 이자율 상한 정책을 철폐한다. 이 법안은 예금수주가 급감하는 것을 막기 위해서 새로이 실시된 것이지만, 아이러니하게도 예금이자율의 상승은 대부조합의 수익성을 하락시키는 결과를 낳았다. 그 중에서도 특히 貯蓄貸付組合(S&Ls)의 문제가 심각하였다. 저축 대부조합의 주된 업무는 예금을 받아 주택대부등 장기대부를 해주는 것인데 단기의 새로운 저축이자율은 높아지는 반면, 수익 원천이 되는 기존의 장기대부이자율은 낮은 상태로 고정되어 있었기 때문이다. 물론 장기의 저이자 대부에 자산이 집중된 대부조합 역시 시장가치의 급감을 겪게 된 것은 당연하다. 이로 인해 1982년에 “The Garn-St. Germain Act”가 통과되어 저축대부조합의 대부행위에 대한 제약이 해제된다. 또한 대부조합의 경우 자산다변화를 할 수 있게 해 주었다. 그런데 그 결과는 단기 수익률에 쫓긴 이 기관들이 대부 대상으로 상업부동산이나 정크본드를 선택하는 것으로 나타나고 말았다.

다른 한편 대규모 상업은행의 형편은 어떠했는가? 상업은행의 경우 초기에는 경쟁 격화와 수익성 저하를 겪었지만 비교적 대규모의 금융거래를 행하고 있었기 때문에 거래 수수료 징수 등을 통해 수익의 손실분을 상쇄하였다. 하지만 이러한 과정은 단기에만 효과가 있을 뿐 장기적으로는 환투기등을 야기하고 위험을 증가시킨다. 두 번째의 조치로는 대부할 수 있는 기존의 투자 대상 대신에 새로운 투자 대상을 발굴하는 것이다. 그리하여 더욱 많은 대부가 개발도상국, 석유산업, 상업부동산, 합병活動(M&A) 등에 이루어졌다. 세 번째 조치로는 專業構造를 철폐하는 것이다. 이를 통해 은행 스스로가 주식투자 등에 참여할 수 있게 되었다(Wolfson (1993, pp. 137-141)).

위의 세 가지 요인들은 서로 어우러져 1980년대 金融自律化의 거대한 물결을 이루었다. 역사적으로든 이론적으로든 금융산업의 불안정성과 취약성은 잘 알려져 있었기 때문에 금융산업 분야는 전통적으로 가장 규제가 심한 산업분야의 하나였다. 그러나 1980년대의 탈규제 과정을 거쳐 금융정책 역시 국내 금융산업의 보호와 신중한 통제를 위주로 한 정책에서 자유경쟁과 시장의 효율성을 강조하는 방향으로 점차 나아가게 되었다고 할 수 있다. 하지만 금융 탈규제와 관련된 요인들은 동시에 1980년대 후반에 이어졌던 금융동학 또는 금융위기의 계기가 되어 1990년대 들어서 새로운 측면에서의 규제의 필요성이 제기 되는 배경이 되기도 한다. 3, 4장에서는 금융 탈규제의 효과와 관련된 이론적 쟁점인 기업 인수와 합병의 문제 및 주식시장의 효율성 문제를 다루고, 이어서 5장에서는 재규제의 문제를 다루기로 하겠다.

3. 企業 引受와 合併에 관한 爭點

1980년에 추진된 금융 자율화의 하나의 결과로서 잘 알려져 있는 것은 미국의 인수, 합병⁹⁾ 경향이다.

(금융자율화에서 야기된 증권화 경향으로 인해-인용자) 금융적 자본과 산업자본의 관계는 더욱 긴밀해지고, 더욱 기술적이고, 더욱 국제적이고, 더 잘 알려지게 되었다. …… 또한 유러터널과 같은 대규모 고위험의 사업프로젝트들에 대한 자금지원이 공적 지원 없이도 가능해졌다. 하지만 이러한 변화들은 모두 대규모 기업들에만 직접 영향을 끼치게 된다. 이러한 기업들만이 새로운 시장에 대한 배타적인 접근이 가능했고 이러한 기업들의 시장력은 더욱 증가하였다. …… 이와 같은 산업적 문제의 ‘市場化’ 뿐 아니라 단기적, 장기적 부채에 대한 접근가능성이 점차 커짐으로써 최근 합병(merger), 引受(takeover), 部分販賣(sell-off) 등이 점증하게 되었다[Cosh, Hughes, and Singh(1992, pp. 40-41)].

이전에도 인수, 합병이 있었으나 1980년대에는 합병 및 기업인수가 규모에 있어 과거와 비교할 수 없을 정도로 진행되었다. 한 연구에 따르면 미국에서 1976년의 인수, 합병의 크기는 총액수로서 200억 달러였으나, 10년후인 1986년 그 크기는 8-9배가 되는 1,700억 달러에 달했다(Goldstein(1991, p. 5)). 그러한 현상의 원인으로서 기존의 反獨占法(anti-trust laws)의 효력이 레이건 정부 이후 많이 반감된 것, 저성장하거나 축소되는 산업부문에서의 자본 철수 및 재배치, 금융·석유 부문 등에서의 탈규제, 引受專門家(raiders) 등의 출현으로 인한 인수 기술의 혁신, 정크본드의 출현 등에 기인한 負債에 基盤한 資金調達(leveraged financing)의 가능성 등이 제시된다(Jensen(1988, p. 24)). “合併熱風(merger mania)”이라고도 불리는 이 현상을 어떻게 파악할 것인가는 금융의 탈규제와 관계된 상당히 중요한 쟁점이다. 따라서 금융 탈규제에 관한 연구는 1980년대 초반까지는 통화정책에 집중되었으나 1980년대 중반부터는 급격히 증가한 금융산업의 합병 속에서

(9) 企業引受(takeover)는 기업의 경영권과 기업의 정책을 변경하기 위해 기업의 소유권을 변동시키는 거래행위 전체를 말한다. 그 형태에 따라 M&A(Merger and Aquisition), LBO(Leveraged Buyout) 등 여러 가지로 나뉜다. 합병(merger)의 경우 대상 기업에 대해 비교적 友好的인 경영권인수가 일어나는 경우가 많은 반면, LBO는 외부 자금(부채)을 동원한 주식매입을 통해 경영권을 직접 장악하는 것이기 때문에 敵對的인 인수가 종종 일어나기도 한다. 따라서 인수는 적대적 인수와 우호적 인수라는 기준에 의해 분류하기도 한다.

합병이 효율적이었는가, 그리고 과연 필요했는가의 문제로 나아갔다.

3.1 企業引受의 效率性에 대한 主張

1980년대의 기업인수 물결은 자연히 이러한 경향이 경제에 미치는 영향에 관한 논쟁을 낳았다. 1980년대의 인수 물결 속에서 수많은 월스트리트의 전문가들은 큰 돈을 벌었는데, 그러한 큰 이득이 과연 기업의 효율성 증대에서 온 것인가, 아니면 금융시장의 투기적 과잉에서 유래한 것인가 하는 문제가 논란이 되고 있다[Crotty and Goldstein(1993, p. 257)].⁽¹⁰⁾

기업인수와 합병이 비효율적 기업을 도태시키고 경제의 효율성을 증가시킨다는 傳統的 觀念(conventional wisdom)에 이론적 기반을 제공한 것은 쟈슨의 剩餘現金(free-cash-flow)이론이다. 쟈슨에 의하면 잉여현금이란 “자본을 적절한 비용으로 할인했을 때 양의 현재가치를 가지는 모든 기업의 신규사업을 자본 조달하는 데 필요한 현금을 넘는 현금 [Jensen (1988, p. 28)]”으로 정의된다. 이러한 현금은 만약 최고경영자가 주식소유자의 이익, 즉 주식(배당) 가치를 극대화하려고 한다면 주식소유자들에게 배분되었어야 할 현금이다. 하지만 소유와 경영이 분리된 현대 기업에 있어 최고경영자들은 기업의 주식소유자의 代理人(agent)으로서 株式所有者(principal)의 이해를 대변하기보다는 경영자로서의 사업확장, 경영소득극대화를 노리게 된다. 이때 주식소유자에게 현금을 배분하게 되면 경영자가 통제할 수 있는 자원이 축소되기 때문에 주식 배당으로 지불되어야 할 사업이득을 유보하여 (불필요하게) 재투자한다는 것이다. 이러한 行爲(non value-maximizing behavior)는 경영자 통제하의 자원을 더욱 증가시키게 되므로 경영자의 권력을 더욱 증가시킬 수 있다. 하지만 잉여현금의 재투자는 이미 효율적인 사업계획을 넘어서 재투자이므로 그 자체가 비효율적일 뿐이다. 이러한 과정이 반복되면 결국 기업의 가치가 하락하게 될 것이다. 반면 주식소유자는 당연히 현금이득이 배당으로 되돌아오기를 바라지만 기업 운영 정보의 비대칭성으로 인하여 경영자를 효율적으로 통제할 수가 없다.⁽¹¹⁾ 그러므로

(10) 왜냐하면 인수과정에서 엄청난 규모의 수수료가 투자은행, 변호사, 회계사, 관련 컨설팅 기업들로 흘러들어가기 때문이다. 어떤 연구에 의하면 관련 자산 가치의 2-6% 정도가 인수 수수료라고 한다.

(11) 이 문제를 內部 統制(internal control)의 실패라고도 하는데(Shleifer and Vishny (1988, pp. 8-10)), 주주가 비록 본인으로서 경영자를 대리인으로 선출하였고 해임시킬 권리를 가진다 할 지라도 소유-경영이 분리된 현대 기업의 구조상 어떤 방법과 수단으로도 경영자가 주주의 이익보다는 자신의 이익을 대변하게 되는 메카니즘을 막을 수 없다는 것이다. Jensen and Murphy(1986)에 의하면 역사적으로 회사 자산이 1,000달러 증가할 때 경영자의 총자산 증가는 1.4달러 증가에 그쳐 실제의 과정에서도 회사자산의 증가가 경영자의 자산 증가로 반영되지 않았다는 것이다.

주식소유자와 경영자 간에는 잉여현금을 둘러싸고 갈등이 증폭될 수 있다.

이 경우에 負債를 동원한 株式買集의 방식으로 이루어지는 企業引受(LBO: leveraged buyout)를 통해 잉여현금이 주식소유자에게 배분될 수 있다는 것이 쟁론의 골격이다. 引受된 企業(target)의 최고경영자는 이제 부채에 대한 이자 및 원금 상환에 잉여현금을 동원해야 한다. 한편 주식소유자의 경우 다소 높은 가격으로 주식을 판 사람은 그로부터 이익을 얻을 것이고, 여전히 주식을 소유한 사람은 증가한 회사의 자산가치로 인해 이익을 얻을 것이다. 뿐만 아니라 대부분의 기존 경영진은 인수 이후 3년 이내에 퇴임하게 되고 새로운 경영진에 의해 기업이 운영되므로 비효율적이고 방만한 경영이 효율적 경영으로 변화함으로써 생기는 자산 가치의 증가도 있을 것이다.

과연 구체적으로 얼마만큼의 이익 차이가 있을까? 쟁론에 의하면 인수된 기업의 주식소유자의 이득은 평균 30% 이상 증가하며, 최근에는 평균 50%까지 증가하였다. 引受企業(bidder)의 주식소유자는 적대적 인수의 경우 4%, 합병의 경우에는 0의 이득이 있었다. 양기업 모두 8%의 자산증가가 있다. 결국 쟁론에 의하면 인수는 단순한 자산분배가 아니라(기업유보현금에서 배당으로의) 전체적인 경제적 효율성의 증가를 결과한다는 것이다 [Jensen (1988, pp. 22-23)]. 여기서 쟁점이 되는 부분은 실제로 명백하게 많은 이익을 보는 집단은 기업인수전문가들이라는 점이다. 쟁론은 이러한 인수전문가의 이득에 대해서 수긍하지만 그들의 활동은 전체적 이득을 위한 것이므로 주식소유자에게 이득이 되는 것이라고 주장한다.

3.2 企業引受의 非效率性에 대한 主張

반면 기업인수가 효율적인 과정이 아니라는 주장도 만만찮다. 기업인수의 효율성을 인정하는 입장에서는 소유와 경영의 분리가 본인-대리인 문제를 가지며, 그러한 본인-대리인 문제 때문에 결국 경영자가 주식가치의 극대화를 추구하지 않게 되고 무리하고 방만한 운영의 결과로 장기적으로 회사가치는 하락하게 될 것이라고 주장한다. 이에 대해, Scherer는 소유-경영의 분리는 1920년대부터 본격적으로 확립되었는데 왜 1980년대에 이 문제가 부각되었는가의 문제와 인수합병이 효율성의 증대를 야기한다면 소유와 경영이 같이 분리된 일본, 독일, 스위스, 프랑스에는 왜 적대적 인수가 나타나지 않는가의 문제를 제기하고 있다 [Scherer (1988, p. 70)].

그는 인수와 합병의 효율성을 주장하는 데 사용되는 실증 방식들이 대개 事例 研究(event study)에 의존하는데 이러한 방법은 전면적 경향을 파악하지 못한다는 문제를 제기하면서, 동일한 자료에 의거하더라도 취득기업의 입장에서는 장기적 손실이 야기된다는

점을 지적한다. 즉 대개 인수에 이득을 계산할때 인수 후 단 몇 주 동안의 주가가격의 동향만을 추적하는데, 인수 후 단기 이득이 발생한 하나의 사례를 일 년 동안 추적했을 때 평균 5.5%의 손실을, 추적기간을 3년으로 늘렸을 때는 16%의 손실을 확인했다는 것이다 (Scherer(1988, p. 71)). 그는 1980년대 합병, 인수과정의 특징으로서 1) 파괴적 인수(인수 기업을 쪼개서 파는 것), 2) 부채를 통한 자금동원, 3) 단기적 경영의 강요를 들고 이러한 특징들이 인수의 비효율성을 야기하는 원인이 된다고 주장한다. 대개의 주식 매집자는 경영권을 장악한 후 부채를 증가시키고(LBO의 경우 부채:자산의 비율은 많게는 10:1, 평균이 5.25:1이다), 고용을 축소하며, 경영자와의 계약을 갱신(혹은 기존의 경영자를 해고)하고, 회사의 부분판매를 통해 단기 수익 증대를 추구한다(Shleifer and Vishny(1988, p. 11)).⁽¹²⁾

드 보프와 허만(Du Boff and Herman)은 인수과정의 문제를 보다 장기 역사적 시각에서 접근하여 합병의 물결을 1897-1902, 1917-1929, 1960년대, 1978-1988년의 네 단계로 구분하여 고찰하였다. 그에 따르면 합병의 물결에는 모두 다음과 같은 특징들이 있다. 1) 금융위기 및 금융위기에 등 비정상적 주식시장의 조건하에서 발생했다. 2) 네 단계 모두에서 합병이 어떤 실질적인 효율성과 수익성을 증가시켰다는 증거가 없다. 3) 네 단계 모두에서 합병의 결과 합병추진자, 은행, 전략적 내부자는 일관성 있게 이득을 본 반면, 인수기업의 주식보유자는 거의 이득을 보지 못하거나 손실을 보았다. 이러한 사실은 합병이 주식소유자(본인)의 이득을 극대화시킬 것이라는 명제에 문제가 있음을 보여준다고 주장한다(Du Boff and Herman(1989, pp. 125-126)). 결국 그들에 따르면 기업인수의 붐과 인수 이후의 주가가치의 급변동은 인수거래의 내부자들(인수추진자들, 引受專門家들(이른바 raiders), 변호사 등)이 자기의 내부 정보를 이용하여 해당 합병에 대한 일반 사람들의 기대가치를 높여 매매차익을 챙기려는 유인에서 발생한다는 것이다. 그런데 이러한 일반 사람들과 인수추진자들간의 정보의 차이는 금융호황기에 가장 극대화된다. 이 점은 기업인수 및 합병의 물결은 모두 금융의 비정상적 시기와 관련된다는 사실을 설명해준다.

비슷한 관점에서 골드스타인(Goldstein(1991))은 投機的 레버리지 理論(speculative leverage theory)을 제시하였다. 이에 따르면 단기투자보다 장기투자를 선호하는 낮은 부채의 기업들이 경쟁적 투자자들의 負債를 이용한 再構造化(LBO)의 좋은 대상이 된다. 어떤 기업이든지 (재무구조가 좋든지 나쁘든지를 막론하고) 일단 기업사냥의 대상이 되면 그 기업의 시장가치는 그 시도 자체로 인해 상승하게 된다. 하지만 이러한 LBO는 결국

(12) 이에 관한 사례연구로는 Bhagat, Shleifer, and Vishny(1990)를 참조.

장기투자자에 주력하는 건전한 기업을 기업 사냥의 제물로 삼음으로써 자금이 단기적·비생산적 부문으로 흘러 들어가게 하여 신용의 생산적 분배를 저해하게 된다고 한다.

4. 株式市場의 效率성에 관한 爭點

한편 드 보프와 허만 및 골드스타인은 모두 기업 인수 및 합병의 효율성에 대해 경험적으로 고찰하면서 그 이론적 기반에 대해서도 문제를 제기하고 있다. 드 보프와 허만에 따르면 기업인수의 효율성을 주장하는 이론들은 1) 효율시장가설, 2) 실질가치에 대한 완전한 정보를 가정하고 있다고 보았다. 그러나 그들에 의하면 실제의 합병과정에서 금융시장은 體系的 誤謬에 취약하며, 체계적 오류가 응집된 결과 합병의 거대한 물결이 나타난다(Du Boff and Herman (1989, pp. 107-108)). 크로티와 골드스타인 역시 잉여현금의 정의를 문제삼으면서 기업의 미래 현금흐름 즉 합병의 현재 효율성 제고 효과는 관찰할 수 없다는 문제를 제기한다(Crotty and Goldstein (1993, p. 259)). 특히 드 보프와 허만의 지적, 즉 합병의 효율성을 강조하는 이론(예를 들어 켄슨의 잉여현금이론)이 효율적 시장가설에 입각하고 있다는 지적은 중요하다. 합병의 효율성을 주장하는 켄슨(Jensen (1978)) 역시 스스로 주식이 가격이 미래현금흐름의 현재가치를 정확하게 객관적으로 반영하고 있다고 보는 효율시장가설이 모든 사회과학의 확립된 진실이라고 선언하기도 했다. 이러한 효율시장가설은 합병의 효율성에서만 쟁점이 되는 것이 아니다. 이 가설은 주식시장의 효율성에 대한 이론적 기반이기도 했다. 그러나 1987년의 주가 대폭락을 계기로 한 주식시장의 과잉 변동성 문제와 관련하여 그에 관해 다시 문제가 제기된다.

4.1 效率市場假說

주식시장에서의 효율시장가설을 가장 단순하게 표현하면 주식이 가격이 모든 정보를 반영하고 있다는 것이다. 요컨대 주식이 가격은 기대 미래현금수입의 현재가치인 이른바 ‘實質價値’(fundamentals: 최적으로 기대된, 합리적으로 기대된 미래의 실질 주식 배당을 실질 할인율로 나눈 값)를 반영한다. 그러므로 주식이 가격이 어떤 외적 요인에 의해 이러한 실질치에서 이탈한다면 과소평가된 자산은 수요 증가에 의해 자산가치가 증가함으로써, 과잉평가된 자산은 매도가 증가하여 그 가치가 하락함으로써 균형 값으로 되돌아갈 것이다.⁽¹³⁾

(13) 효율시장가설은 Fama(1970, pp. 384-417)와 Fama(1991, pp. 1575-1617)에 정리되어 있다. Fama(1991, pp. 1575-1576)는 효율시장가설이 그 자체로는 사실상 검증 불가능하다는 점을 인정하고(소위 ‘結合假說의 問題’), 효율시장가설의 유효성은 자산가격에 대한 균형 모형을

특히 주식시장은 이 점에서 의미가 크다. 왜냐 하면 주식시장에서 주식 매도자와 매수자들은 각기 개별이익을 위해서 거래행위를 수행하지만 이 가설에 의하면 그러한 아비트라지(arbitrage) 행위는 시장의 균형을 성립시키는 데 기여하기 때문이다.⁽¹⁴⁾ 이 입장에 의하면 실제의 주식이가격의 급격한 변동은 예견될 수 없는 외적인 새로운 정보에 기인한 것이다(random walk theory). 그런데 이 외적 요인은 설명할 수 없는 것으로서 경제학 이론의 대상이 아니다.

이 가설은 오랫동안 주식시장에서의 아비트라지 행위에 대한 전통적 설명으로 남아 있었지만, Shiller(1981)의 문제제기와 1980년대말 주식시장의 큰 폭의 변동으로 인하여 재검토되기에 이르렀다. 실러는 실제 주식이가격과 주식이가격의 실질가치를 계산하여 비교한 결과 실질배당을 실질이자로 할인한 주식이가격의 실질가치는 그다지 변동하지 않는 반면 실제의 주식이가격의 변동폭이 지나치게 커서, 이 차이를 단순히 설명되지 않는 偏差 또는 單純 노이즈(random noise)로만 생각할 수는 없다고 주장하였다. 이러한 차이를 주식시장의 투기로 인한 ‘過剩變動性’(excess volatility)이라고 보았다[Shiller(1981, p. 423)].⁽¹⁵⁾

4.2 代案的 理論들

이러한 문제제기에 대해 전통적 입장에서 제시하는 새로운 해석이 노이즈 去來者 理論(noise trader theory)이다. 블랙(Black)은 ‘노이즈(Noise)’를 ‘情報’에 대비되는 말로 사용하며, 특히 관찰을 불완전하게 하는 요소 또는 恣意的 要素(arbitrary elements)들로 정의하고 있다[Black(1986, p. 529)]. 금융시장의 금융거래는 노이즈 때문에 가능하기도 하지만 바로 이 노이즈가 금융거래의 완전성을 해친다는 것이다. Shleifer and Summers(1990)는 “만약 효율시장가설이 (주식시장에서-인용자) 거래되는 증권이라면 그 가격이야말로 대단히 不安定(volatile)할 것이다”라는 문장으로 자신의 논문을 시작하면서 ‘노이즈’라는 개념에 기초하여 효율시장가설과 그 결론에 대립하는 노이즈 거래자 이론을 제시하였다. 그들은 증권의 實質價值(fundamentals)와 실제 증권가치를 비교하여 즉각적으로 거래하는 합리적 아비트라지 행위자(이 경우 증권의 수요곡선은 완전 탄력적이다)만

이용한 실증적 검증력을 통해서만 판명할 수 있다고 말하고 있다. 따라서 그 논문은 효율시장가설의 유효성을 실증적 자료를 통해서 보이려고 노력하고 있다.

(14) 이 가설은 최적화 모형의 금융부문으로의 확장이라는 의미를 가지기 때문에 제기된 이후부터 많은 논쟁의 대상이 되었고 교과서적 수준에까지 언급되고 있다. 하지만 이 글의 성격상 가설 자체에 대한 자세한 소개와 검토는 생략하기로 한다.

(15) 실러에 의하면 실질가치에 영향을 주는 배당과 이자율의 변동은 주식이가격의 변동에 비해 그다지 크지 않았다. 따라서 주식이가격의 큰 변동을 배당의 변동에 의해서도 설명할 수가 없다 [Shiller(1981, pp. 433-434)].

을 가정한 기존의 금융시장의 모형에 비합리적으로 행동하는 노이즈 거래자를 포함시키고 이를 통해 주식시장의 불안정성을 설명하려고 한다.

그들에 따르면 아비트라지는 두 가지의 한계를 가진다. 첫째는 원천적 한계로서 실현된 배당이 기대된 배당과 달라질 가능성이다. 증권의 실질가치를 평가할 때 사용된 기대된 실질 배당이 실현된 실질 배당과 달라질 가능성으로 인해 증권의 실질가치와 실제가격이 미래에도 같아지지 않음으로써 아비트라지는 원천적 한계를 지니게 된다. 두번째 한계는 노이즈 거래자로 인하여 미래의 재판매 가격도 예견할 수 없기 때문에 합리적 거래자가 증권이 과잉평가되었다고 판단하여 이 증권을 매도할 때, 실제의 배당과는 무관하게 미래에 주가가격이 (노이즈 거래자들로 인하여) 더욱 과잉평가됨으로써 그렇지 않았다면 이익을 보았을 조건에서 손실을 보게 되는 문제이다. 이러한 조건으로 인해 합리적 거래자라 할지라도 금융거래로부터 이익을 보기 위해서는 항상 노이즈 거래자의 동태를 주시하지 않으면 안된다. 따라서 금융시장에서는 아비트라지를 통해 금융자산의 가격이 그 실질치로 항상 되돌아간다는 保障이 없다는 것이다(Shleifer and Summers (1990, p. 21)).

다른 한편 노이즈 거래자들의 매도, 매수의 기준은 무엇일까? 노이즈 거래자들이란 실제의 금융시장에서 항상 발견되는 거래자로서 '經濟學者의 견해를 잘 듣지 않고 월스트리트 저널리나 金融投資專門家들의 말에 의해 영향을 받는' 거래자들이다. 만약 이들이 아무런 원리도 없이 무질서하게 거래한다면 서로의 행위가 상쇄되어 시장에 영향을 주지 않을 것이지만, 이들은 일정한 방향성을 가지므로 無差別的 誤謬(random mistake)를 범하는 대신 體系的 誤謬(systematic mistake)를 범하게 된다. 왜냐 하면 투자자의 심리상 추세를 좇으려는 경향이 발생하기 때문이다. 전통적 관념에 따르면 이러한 투기행위는 궁극적으로는 실질치에 배치되기 때문에 합리적 거래자에 의해 손실을 보아야 한다. 하지만 실제로는 그렇지 않을 가능성이 많다. 그 이유를 살펴보면 첫째 노이즈 거래자들은 합리적 차액거래자들보다 훨씬 위험애호적이어서 일반적으로 기대수익이 높기 때문이다. 주식시장에서의 거래를 통한 이익은 실질가치에 의존할 필요가 없고, 실질가치가 판명되기 전에 보다 높은 가격에서 재판매함으로써 얻을 수도 있다. 따라서 노이즈 거래자들의 관심은 실질가치가 아니라 미래에 재판매시 얼마나 더 비싸게 팔 수 있느냐가 된다. 두번째로는 과거 경험(파산과 주가 폭락)으로부터의 교훈과 (합리적 거래자의) 모방 역시 이들에게 별 영향을 주지 못하기 때문이다. 오히려 노이즈 거래자들이 공격적 투기행위를 통해 일단 고수익을 얻으면 다른 사람들이 이들을 모방하기 때문에 그들의 투기행위가 실현될 가능성도 커진다(Shleifer and Summers (1990, p. 25)).

그들에 따르면 이러한 설명방식은 결국 금융투자의 성공은 미래의 실질가치의 예견이 아니라 다른 투자자의 행위를 예견하는 데에 달려 있다는 금융투자에 대한 非學問的 觀點 과도 일치한다. 예를 들어 금융투자자로 유명한 소로스(Soros)의 경우 '성공의 열쇠는 열 광의 비합리적 분위기에 반대하는 데에 있는 것이 아니라 잠시동안이라도 이 물결에 몸을 맡겨 더욱 많이 팔아치우는 데 있다(Shleifer and Summers (1990, p. 29)에서 재인용)' 고 주장한다.

하지만 과연 그것이 비합문적 觀點의 문제일까? 실제의 금융투자과정에서는 아무리 합리적인 투자자라 할지라도 실질가치에만 의존해서는 손실을 보기 때문에 그들 역시 이른바 노이즈 거래자의 투자행위를 잘 관찰하여 모방, 예견하지 않으면 안된다. 결국 역으로 이러한 행위 자체가 합리적인 행위라고 보아야 하지 않을까?(16) 또 이들은 노이즈 거래자 이론에 입각하여 금융시장의 불안정성에 대처할 정책방안을 제시하고 있는데 제시된 정책 방안으로는 노이즈 거래자를 소멸시키기 위해 단기 거래에 세금을 부과하는 것 (이른바 토빈세) 등이 있다. 하지만 앞서 블랙의 말에서 알 수 있듯이 노이즈 자체가 금융거래의 조건이라면 노이즈 거래자의 완전한 소멸은 어떤 방법으로든 금융시장에서는 불가능한 것이 된다.

앞의 노이즈 거래자 이론이 전통적 觀念 내부에서의 자기 비판인 반면 개입주의적 성향을 가진 크로티, 폴린, 덤스키, 울프슨 등 미국의 포스트케인지안은 효율시장가설에 대한 문제제기를 보다 근본적으로 하고 있다.

포스트케인지안의 입장에 따르면 노이즈 거래 이론은 여전히 실질가치와 실제가격 사이의 차이라는 문제의식에 사로잡혀 있다는 것이다.

이 이론에 대한 케인지안적 공격은 그곳에는 발견되어야 할 어떤 미리 결정된 客觀的 未來(실질가치-인용자)가 있는 것이 아니라는 주장에 근거하고 있다. 오히려 미래는 현재와 미래의 경제적 주체들에 의해 '創造'되어야 하는 것이다[Crotty and Goldstein (1993, p. 261)].

케인즈 역시 미인대회에 대한 그의 설명에서 드러나듯이 경제주체의 다른 주체에 대한 모방과 예견 행위가 주식가격 결정에 결정적 역할을 한다고 주장하고 있다. 모방과 예견

(16) 이러한 觀點은 Keynes (1936, p. 156)가 제시한 미인대회의 예에서 찾아볼 수 있다. 슬라이퍼와 서머스가 주식시장의 과잉변동성에 대한 설명에서 케인즈를 언급하지 않고 있음에도 불구하고 결국 이러한 현상에는 심리적 모방동기가 작동하고 있으며 이 점을 케인즈는 잘 지적하고 있는 것이다.

행위는 자기 충족적 속성을 가지고 있어 경제주체들의 판단을 한 쪽으로 몰아넣는 역할을 한다. 그러므로 노이즈 거래 이론에서 제시하듯이 노이즈 거래자들이 금융시장의 불순물이 아니며 오히려 그들이야말로 금융시장에 존재하는 유일한 거래자들일지도 모른다. 금융시장에 관한 이론은 이들의 행위를 이론화해야 하는지도 모른다.

또한 포스트케인지안들은 전통적 관념이 가지고 있는 합리적 기대행위 자체에 대해 문제를 제기하고 있다. 요컨대 합리적 기대행위가 기초하고 있는 확실성이 미래에 대해서는 전혀 없다는 것이다. 예를 들면 케인즈는 “여기에는 무슨 계산 가능한 확률적인 어떤 형태가 있는 것이 아니다. 우리는 단순히 모른다(Keynes (1937, p. 214)).”라고 말한다. 포스트케인지안은 미래에는 확률의 형태로 측정 가능한 危險(risk)이 있는 것이 아니며, 그것은 측정 가능하지조차 않은 不確實性(uncertainty)에 의해 지배되고 있다고 주장한다. 그렇다면 금융시장과 실제 일어나고 있는 수많은 금융거래들이 아무런 질서 없이 그냥 있다고 말할 것인가? 이들이 합리성 자체를 부인하는 것은 아니다. 단지 문제는 확률로 계산 가능한 위험 속에서 최적행위를 하는 것이 아니라 불확실성 속에서 최적행위를 해야 하기 때문에, 다른 주체의 행위에 대한 고려가 필요하고 이 과정에서 개인의 의도와는 별도로 독립적인 제도가 형성된다는 점에 있다. 이제 제도의 형성을 고려하게 되면 개인 행동의 최적화라는 전제는 커다란 의미를 가지지 못하게 된다. 이들에 따르면 금융거래와 금융자산의 가격은 두 가지의 원리에 의해 상호 긴장관계 속에 결정된다.

첫째는 불확실성이 지배하는 상황에서 기존의 행위를 추종함으로써 금융거래와 금융조직이 유지된다. 慣習(convention)이라는 개념이 이러한 제도의 형성을 설명한다. 둘째 경제주체의 판단에서 중요한 것은 무슨 객관적 기준이 아니라 타자의 판단을 모방하는 (間)主體性이다. 여기서 경제주체의 합리적 기대보다도 模倣的 期待(mimetic expectation)의 문제가 제기된다. 미래가 불확실한 상황에서는 모방이 보다 합리적인 행동양식이 된다는 것이다.

위의 두 요소는 상호작용하면서 금융시장에서의 동학을 구성하게 된다. 한편으로 금융시장은 안정적이다. 왜냐 하면 어떤 조건하에서는

불확실한 것에 큰 중요성을 부여하는 것은 매우 어리석다. …… 우리의 일상적인 행위는 현존하는 상황을 취하여, 그것을 미래에 투사하는 것이기 때문이다. 이러한 관습의 본질은 우리가 변화를 예상할 만한 큰 이유가 없는 한 현존하는 상태가 무한히 계속된다고 가정하는 데 있다(Keynes (1936, p. 152)).

다른 한편으로 금융시장은 불안정적이다.

관습이 자의성이 매우 강한 어떤 상황에서는 취약해진다고 해서 놀랄 것이 없다. 이 문제는 충분한 투자를 보장해야 한다는 현재의 문제에서 결코 작은 부분을 차지하지 않는 不確實性(pecariousness)이다[Keynes (1937, p. 153)].⁽¹⁷⁾

Crotty (1994)는 이를 심리적 행위와 구조 사이의 상호 관계에서 발생하는 경제구조의 제도적 양면성이라는 관점에서 파악하고 이 긴장에서 발생하는 제도의 형성을 일종의 條件附 安全性(conditional stability)이라고 부른다(Crotty (1994, p. 111)).

그러므로 포스트케인지안의 입장에 따르면 주식시장에서 나타나는 주식이가격의 과잉변동성은 금융시장 및 주식시장 제도 자체가 야기하는 원천적 불안정성의 동학의 문제가 된다.

5. 脫規制 政策에 관한 爭點

인수와 합병의 효율성, 1987년 주가폭락에서 결정적으로 제기되고 있는 주식시장의 과잉변동성이라는 앞에서의 두 가지 쟁점은 결국 1980년대 급격히 진행된 금융의 탈규제를 어떻게 이해할 것인가라는 문제를 실제적으로 제기하고 있다. 즉 이러한 두 가지 쟁점은 결국 1980년대에 추진된 극단적인 탈규제 정책들이 과연 처음에 의도하고 정의된 바대로 잘 추진되었는가라는 의문을 제기하게 되었던 것이다. 그 결과 1980년대말부터 1990년대에 이르러 탈규제의 극단적 정책들은 다소 수그러들고 再規制(reregulation)의 문제들이 제기되기 시작했다.

금융제도에 대해 보다 광범위하게 새로이 제시된 재규제 정책으로는 대개 세 가지 정도를 들 수 있다. 첫째는 금융위기 발생시 최종대부자로서 개입하는 방식이다. 원래 최종대부자 기능은 일시적 유동성 문제를 해결하기 위해 중앙은행이 금융시장에 개입하는 것으로서 미국의 경우 1930년대의 대공황시 聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank)이 개입하지 않음으로써 겪은 금융적 재난의 경험으로 인해 1940년대 이후 제도적으로 확립된 것이다.

(17) 물론 케인즈는 여기서 관습의 안정성과 불안정성을 모두 고찰하고 있음에도 불구하고 과연 그러한 兩面性(ambivalence)을 가진 관습이 어떻게 형성되는가에 대해 명확하게 설명하고 있는 것 같지는 않다. 『一般理論』 12장에 대한 상세한 연구가 이 문제를 재검토하게 해 줄 것이라고 본다. 흥미 있는 관련 연구로는 Orelan (1989, 1986)을 참조하라.

그러나 1970년대 이후에는 국제적인 금융체제 전체의 안정성을 확보한다는 차원에서 보다 적극적으로 활용되고 있다. 예를 들어 미국 금융시장의 변화에 촉발제로 기능했다고 평가되는 1974년의 프랭클린 은행(Franklin National Bank)의 부도 사태 때에 연방준비은행은 이 은행이 다른 은행에 인수될 때까지 유로달러 시장과 환시장에 적극 개입함으로써 이 은행의 부도가 해외의 금융공황으로 번지는 것을 막았다. 또한 1984년 콘티넨탈 일리노이 은행(Continental Illinois National Bank) 부도 시에는 민간 은행이 인수하기에는 이 은행이 너무 컸으므로 聯邦預金保險公社(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)가 이를 국유화했다. 두번째는 예금보험제도를 보다 확대 실시했다는 점이다. 예를 들어 1974년 은행위기 시에는 외국의 예금자에게도 지불을 보증했으며, 1984년의 위기 시에는 1933년 이래 유지되었던 2,500 달러의 지불 보장 상한을 10만 달러로 높였다. (그 결과 현재는 FDIC에 가입한 은행의 경우 그 은행의 부도나 인수 때 예금자는 10만 달러까지 지불을 보장받는다.) 세번째로는 도산 은행의 인수를 촉진하기 위해 1989년에 “金融機關改革, 救濟 強化法”(Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act)을 제정하여 RTC(Resolution Trust Corporation)가 직접 지불이 불가능해진 대부기관을 흡수토록 했다(Wolfson (1993, p. 141)).

그럼에도 불구하고 은행과 금융대부기관의 도산, 인수는 멈추지 않고 진행되었다. 더욱 강화된 최종대부자로서의 기능으로 인해 금융위기가 확산되는 것은 방지할 수 있었지만, 금융기관들 사이의 무한경쟁으로 말미암아 수익이 저하된 금융기관들은 수익도 높고 위험도 큰 사업 분야에 대부하였기 때문에 장기적인 금융제도의 취약성, 특히 은행제도의 부실화와 예금보험기금의 소진 문제가 야기되었다.⁽¹⁸⁾

5.1 自由市場的 接近

1980년대말 금융제도에 대한 재규제의 움직임은 1987년 미의회에서 시작됐다. 貸付組合(thrift)의 예금보험주인 聯邦貯蓄貸付保險公社(Federal Savings and Loan Insurance Corporation)에 기금의 보완을 승인하면서 이 새로운 ‘非銀行 銀行’(nonbank bank)이라 불리우는 대부조합들의 성장에 제동을 걸었으며, 이후에는 지불능력의 기준을 상향시키고 이를 강제하는 조치를 취하였다. 예를 들어 국내적으로 보다 강력하게 자기자본비율을 높이도록 강제하고, 국제적으로도 자기자본비율을 높이는 ‘바젤 協約’(Basle Accord)을 체결하였다.⁽¹⁹⁾

(18) FDIC의 예금보험 구제로 인한 BIF(FDIC 산하의 보험기금) 자산의 소진과 이에 따른 은행 조직의 취약화에 대해서는 Barth, Brumbough, and Litan (1992) 참조.

(19) 이 조치는 미시적으로는 은행의 지불불능을 막는 효과를 가지지만 거시적으로는 1990년 초

이러한 현실을 반영하여 카우프만[Kaufman (ed.) (1990)]은 다음과 같이 탈규제를 재정의하고 있다.

탈규제란 모든 규제의 완전한 철폐가 아니다. 그것은 정부규제로부터 시장규제로의 이행으로 이해되어야 한다. …… 그러나 시장규제가 효과적으로 작동하기 위해서는 시장원리가 기능할 수 있어야 한다. 이는 낮은 성과에 대한 패널티를 포함한다. 그러나 …… 정책입안자들은 일반적으로 어떤 형태의 市場原理가 적용되는 것에 대해 거부감을 가진다. 특히 경제적으로 파산한 금융기관의 청산과 재조직화가 필요한 경우에는 더욱 그렇다. 그러므로 탈규제에서 정부원리의 축소는 이에 상응하는 시장원리의 증가에 의해 보조가 맞추어지지 않는다고[Kaufman (ed.) (1990, p. 63)].

이러한 재정의에도 불구하고 시장원리에 대한 집착은 여전히 나타나는데 이로 인하여 재규제 정책을 시장원리와 어떻게 조화시킬 것인가라는 문제가 제기된다. 이 시기의 재규제 정책에 대한 연구로 대표적인 것이 두 가지가 있다. 첫째는 {金融體制의 現代化}라는 부시 행정부 때 제출된 재무성의 재규제를 위한 보고서(U.S. Treasury (1991))로서 은행제도내의 경쟁을 강화하기 위해서 기존의 남아 있는 규제를 보다 완화하면서 동시에 자본비용에 대한 통제를 강화함으로써 규제완화의 부작용을 최소화한다는 것이 이 보고서의 골자이다. 한편으로는 예금보험기금의 소진, 다른 한편으로는 예금 보호의 증가에도 불구하고 점점 취약해지는 은행제도를 보완하기 위해 제출된 이 보고서는 구체적으로 다음의 네 가지 대안을 제시하고 있다.

1) 경쟁을 복원하기 위해 연방 차원에서의 보호 외부에서이긴 하지만 은행이 모든 종류의 금융서비스를 제공하도록 허용한다. 동시에 비은행 금융기관, 즉 금융 및 상업 기업들이 은행과 결합하여 강력하고 다양한 금융서비스를 제공하는 체제를 구축하도록 한다.⁽²⁰⁾

2) 과중화된 보험지출을 억제하기 위해 보험의 포괄 대상(종류, 양)을 축소하여 시장원리를 복원한다. 예컨대 이 안에 따르면 1974년의 경우와 같은 해외 부채에 대한 보험의 지급보증은 없어지게 된다. 하지만 이 경우에도 보험제도의 필요성과 보호의 필요성은 부

의 불황의 촉발제가 되었다고 평가되고 있다. 대부분의 은행들과 대부기관들이 자본비용 기준을 맞추기 위해서 대부를 억제하였고 이미 시행된 대부는 회수하려는 경향이 강했기 때문이다[(Newman, Milgate, and Eatwell (eds.) (1992, p. 56)].

(20) 이에 관해서는 대체로 美國型 체제와 유럽型 체제의 두 가지 대안이 제시되어 있다. 미국식의 대안이란 지주회사가 은행과 비은행으로 분리된 금융기관을 보유하면서 은행업무와 증권업무를 동시에 수행하는 경우를 말하고, 유럽형이란 이른바 유니버설 बैं킹(universal banking)이라고 불리는 것으로서 하나의 기관이 두 가지 기능을 모두 수행하는 것을 말한다. 이 중에서도 독일이 원래의 개념에 더욱 가깝다[U.S. Treasury (1991, p. XVIII28-29)].

정되지 않고 있다. 따라서 自己資本比率을 적정하게 유지하도록 하고 위험에 따라 프리미엄을 부과하는 보완책을 동시에 제시한다. 예를 들어 은행의 위험성이 매우 높은 금융행위는 허용하되 보험 보장이 없는 한도 내에서 가능하다는 것 등이다.

3) 규제를 효율적으로 수행하기 위해 규제 조직을 단순화한다.

4) BIF(FDIC 산하의 銀行保險基金)의 자본금을 충당한다.

이 중 1)안의 내용으로서 은행으로 하여금 보다 다양한 금융업무를 수행하도록 완전 허용하는 안과 전국가적 차원의 집중된 국가은행을 육성하고 州의 은행들을 이 은행의 지점으로 하자는 안(U.S. Treasury (1991, pp. XVIII51-53)) 등은 당시 의회에 의해 기각되었지만 두번째 안으로서 자본비율의 통제에 대한 안들은 대체로 시행되었다고 할 수 있다.(21) 요컨대 재무성의 대안은 시장기능과 경쟁을 강조함으로써 1980년대 논리의 연장선상에 있지만 자본비율에 대한 통제를 통해 시장기능과 경쟁의 한계를 보완하려 한다고 볼 수 있다.

두번째의 대안은 이른바 '狹小銀行主義'(narrow bank)이다. 협소은행의 주장자(Litan(1987), Bryan(1991), Piece(1991))들은 기본적으로 시장원리를 추종하지만 위험을 내부적으로 해소하는 금융시장의 능력에 대해서는 회의적이다. 따라서 협소하게 정의된 은행조직은 預金(deposit)만 취급하도록 하여 대출업무에서 발생하는 위험을 가능한 한 없애는 반면, 그 외의 금융조직은 위험을 안고 광범위한 대출행위를 하도록 하는 이른바 예금과 대출의 조직적 분리를 주장하고 있다. 리탄의 안에 따르면 새로운 金融持株會社(FHCs: Financial Holding Companies)의 설립이 허용되고, 이 지주회사가 어떤 금융적, 비금융적 서비스 공급도 가능한 각각 분리된 기업을 보유하게 된다. 우선 이 지주회사가 보유한 '銀行'은 예금업무를 수행하며 (보험 가입된) MMMF로서 기능하기를 요구받는다. 그러나 이 경우 유동성이 매우 크고 안전한 자산, 예를 들어 미재무성 증권이나 연방에 의해 보장된 금융상품에만 투자할 수 있다. 두번째로 은행이 아닌 다른 보유 기관을 통해 지주회사는 그 밖의 모든 종류의 금융서비스를 제공할 수 있다. 하지만 이 경우 보험에 가입되어 있지 않고 지불보증도 없다. 또 이 안은 支拂不能(default) 문제를 회피하기 위해서는 비은행기관과 심지어 지주회사들도 預金計定(deposit account)을 열 수 없도록 해야 한다고 주장하고 있다. 이 안의 장점으로는 통화량 통제의 용이성, 금융위기가 은행제도 전체의 위기로 파급되는 것을 차단하는 효과 등이 제시된다. 그러나 다른 한편

(21) 특히 자본비율의 통제를 강화함으로써 은행제도를 건전화하는 것은 현재 미국에서 금융 재규제의 핵심으로서 FRB의장인 그린스펀(Greenspan)의 지지를 받고 있다.

으로는 은행의 경우 업무 범위가 지나치게 제한되는 반면, 비은행 금융기관은 보장되지 않은 자산으로 대출을 하게 되어 신용위기의 가능성이 커진다는 단점도 있다. 결국 은행의 업무 범위가 자산 다변화를 충족시킬 수 없을 정도로 위축됨으로써 비은행 신용기관이 금융구조를 주도하게 될 텐데 비은행 신용기관은 예금보험의 보장을 받지 못하므로 결국 이는 규제의 완전한 철폐와 다른 없는 효과를 가질 것이다(Litan (1986, pp. 165-166, pp. 182-183)).⁽²²⁾

5.2 介入主義的 接近

Wolfson (1993)은 재규제에 대한 시장중심적 접근을 평가하면서 재무성 안의 경우 규제는 완화하면서 보호는 강화함으로써 이른바 ‘逆選擇’의 문제를 더욱 야기할 것이며,⁽²³⁾ ‘狹小銀行’주의의 경우 규제와 보호를 모두 완화시키므로써 금융위기의 통제를 불가능하게 할 것이라고 비판하고 있다. 대신에 그는 금융제도에 대한 정책은 公的 保護(public protection)와 公的 規制(public regulation) 사이의 적절한 균형을 유지해야 한다고 주장한다. 물론 공적 보호와 공적 규제는 자본주의 황금기의 그것이어서는 곤란하고 새로운 형태여야 한다는 것이다. 과연 어떤 대안들이 제시될 수 있을까? 그 대안들은 체계화되어 있지는 않고 방향만 제시되어 있다. 예를 들면 2차 대전 이래 성립된 경쟁의 장애를 제거해야 한다는 점에 대해서는 시장중심적 접근과 의견을 같이 한다. 왜냐 하면 은행과 비은행의 구분에 기초한 보호 및 규제는 변화한 여건에 맞지 않기 때문이다. 하지만 공적 보호는 금융의 원천적 불안정성으로 인해 여전히 필요하며 동시에 새로운 규제, 예를 들면 생산적 투자를 장려하고, 투기적 투자를 억제하는 방향으로 규제가 필요하다고 주장하고 있다. 이에 따르면 업무영역의 다양화는 인정되나 그에 따라 투자가 어디로 이루어지는지를 조정할 권한이 확보되어야 한다. 특히 강조하고 있는 것은 금융불안정성을 막기 위한 보호에만 역점을 둘 경우 기존의 역사적 사례에서 보듯이 대규모 구제금융이 필요하게 되는데, 이 구제금융의 재원은 세금에서 나오고 결국 지역 공동체에 피해를 입히기 때문에

(22) 리탄은 성과가 낮은 FHC는 결국 대부투자를 위한 자금을 동원하지 못하게 되므로 시장원리에 의해 시장에서 퇴화하게 될 것이라고 말하지만 이러한 설명은 신용위기의 가능성에 대한 대답은 아니다. 신용위기관 궁극적으로 다른 신용구조에 충격을 주면서 진행되는 “낮은 성과의 금융회사가 退化하는 과정”의 다른 표현이기 때문이다.

(23) 이에 대한 반작용으로서 자본비를 상승에 집착하는 것은 은행의 금융대부를 억제하여 실물 영역에서의 불황을 심화시킬 수 있다. 실제로 1990년대 초반의 불황은 이에 기인한 것으로 평가된다(Barth, Brumbaugh, and Litan (1992, p. 151)). 일반적으로 자본비율의 상승을 유도함으로써 은행체제를 건전화할 수 있다. 그러나 이러한 방안은 은행체제가 안정적이고 경제가 호황일 때는 부작용이 없겠지만 경제가 불황이거나 은행체제가 불안정한 상황일 때는 금융공황을 더욱 심화시킬 수 있다.

지역 공동체가 이러한 규제과정에 광범위하게 참여할 수 있는 권리를 확보하는 것이다 [Wolfson(1993, p. 147)]. 이와 같이 개입주의적 입장에서 제시된 대안은 규제의 철폐가 아니라 기존의 규제를 대체할 ‘새로운 規制’라는 관점에 초점이 맞추어져 있다.

우선 Dymski(1993)는 예금보험의 범위를 줄여 예금보험이 무분별하게 남용되어 금융 중개기관들에 대한 보조금으로 변질되는 것을 막아야 한다는 시장중심적 재규제의 논의에 대해 동의하면서도 은행조직에만 한정되어 있는 규제의 범위를 금융조직 전체로 확대해야 한다고 주장하고 있다. 왜냐 하면 과거와 같이 단순히 업무 영역을 구분한다고 해서 위험이 일정 한계 내에서 통제될 것으로는 보이지 않기 때문이다(level the playing field) [Dymski(1993, p. 123)].

두번째로 Pollin(1993) 등은 바젤 협약과 같은 資本/資産 비율에 대한 통제도 긍정적으로 보고 있다. 하지만 단순히 안정성을 확보하기 위한 자본비율 통제가 아니라 생산적 부문으로 금융배분을 유도하기 위해 우선 투자 대상으로서 생산적 분야를 정한 다음 이 분야에 대해서는 자본비율을 완화함으로써 금융재분배의 수단으로도 활용할 수 있다고 본다(asset reserve requirements) [Pollin(1993, p. 337), Wolfson(1993, p. 152)].

세번째는 1980년대의 금융 탈규제와 시장원리의 도입이 자원의 생산적 배분에 기여하지 못했다는 판단하에 생산적 분야로의 금융배분을 적극적으로 지원해야 한다는 것이다. 예를 들어 聯邦準備基金(FRB)이 공개시장조작 대신 할인율의 조작을 통해 자금이 필요한 분야로 집중 지원될 수 있도록 신용할당을 수행해야 한다고 본다(credit allocation) [Pollin(1993, p. 335)].⁽²⁴⁾

네번째는 공적 투자와 民主主義에 대한 요구이다. 개입의 정치적 방향에 대한 것으로서 금융대출이 가지는 스피로버 효과를 감안하여 공동체에 기반한 금융기관 및 공동체에 대한 대출에 보다 많은 강조가 주어져야 한다는 주장이다(social contract and public investment).⁽²⁵⁾ 개입에 대한 강조 자체는 민주주의가 전제되지 않을 경우 개입 관련 정부기관의 부패와 무능으로 이어질 가능성이 있다고 보고 있다. 예를 들어 생산적 분야의 결정시 과연 생산적 분야가 무엇인가라는 문제에서 금융통제기관의 민주적 개편이 선행되지

(24) 이는 민스키의 再割引窓口시스템(a discount-window-system)을 본 뜬 것이다(Minsky(1986, pp. 322-328)). 한편 이러한 신용할당의 예로서는 일본과 프랑스, 한국 등이 제시되고 있다 [Pollin(1993, pp. 341-344)].

(25) 딘스키가 말하는 스피로버 效果(spillover effect)란 금융기관들이 변영하는 산업 및 부자에게 대부함으로써 사회적으로 필요하며 생산적이지만 소규모인 사업 또는 공동체에 대해 대부가 축소되고 이로 인하여 이 분야의 사회적 성장이 더욱 정체되는 것을 말한다(Dymski(1993, p. 126)).

않을 경우 군수산업 등에 집중 투자가 이루어질 가능성도 배제할 수 없기 때문이다. 갈브레이드는 이러한 정책을 포괄적으로 정리하여 저이자율 정책, 신용할당 등의 개입주의적 정책을 광범위한 진보적 개혁과 연관시켜야 한다고 역설하고 있다[Galbraith (1993, p. 30)].

6. 結論: 現在的 意義

지금까지 우리는 1980년대와 1990년대에 미국에서 진행된 금융 탈규제 정책의 역사적 과정을 간략히 정리하고 탈규제의 효과와 관련된 논쟁과 1980년대말의 재규제에 관한 정책 쟁점을 살펴보았다. 이 장에서는 탈규제와 관련한 쟁점에 대한 이 글의 검토가 갖는 몇 가지 함의를 지적하기로 한다.

첫째, 지금까지 검토한 세 가지 쟁점을 볼 때, 우리가 일반적으로 가졌던 생각과는 달리 미국의 금융 탈규제가 활발했던 1980년대는 시장중심적 접근만이 일방적으로 주도했던 시기가 아니며 시장중심적 접근의 한계 역시 중요하게 부각된 시기였다는 점을 알 수 있다. 비록 주류 경제학계의 이론적 입장이 시장친화적인 것은 사실이나 제도학파적인 견해 역시 미국 경제학계에 뿌리 박은 하나의 전통이다. 이 두 전통의 대립 속에서 경제정책에 관한 논의 역시 진행되고 있음을 알 수 있다. 그러므로 1980년대의 탈규제의 쟁점들은 양경향의 갈등과 대립을 포함하고 있으며 이 대립을 통해서 1980년대와 1990년대의 금융 탈규제의 쟁점들은 보다 효과적으로 이해될 수 있다.

둘째, 다른 한편 1980년대말부터 재규제가 논의되어 왔고 부분적으로 이미 도입되고 있음에도 불구하고 금융제도의 실제 개혁은 대부분은 임기응변적 성격이 강했다. 이론적으로는 금융구조의 개편을 논의하고 있음에도 불구하고 실제 현실에서 보이는 것은 몇 가지의 규제정책과 부실화된 은행의 유지, 인수, 합병 등이다. 따라서 현재 미국의 금융 재규제의 상황은 자유주의적 헤게모니 하에서 개입주의적 요소가 부분적으로 도입되는 상황이라고 볼 수 있을 것이다. 어떤 규제가 필요한가? 이 문제를 해결하기 위한 보다 체계적인 금융개혁에 대한 논쟁은 여전히 진행중이라고 봐야 한다. 그럼에도 불구하고 이 과정에서 분명한 것은 완전한 탈규제가 대안은 아니었다는 점이다.

셋째, 역사적으로 주목할 것은 1990년대 후반에 접어든 지금도 여전히 합병, 인수는 계속되고 있다는 점이다. 그러므로 금융 탈규제로 요약되는 1980년대적 현상은 여전히 진행되고 있다. 그렇다면 이러한 현상을 어떻게 규정해야 할 것인가? 대부분의 실증 연구가

1980년대에 시작된 인수, 합병이 이전의 인수, 합병과는 질을 달리한다는 점에 대해 동의하고 있으며, 특히 1940년대 이후 1970년대까지의 인수, 합병과는 양적으로도 매우 큰 차이가 있다고 지적하고 있다. 이 점을 이론적으로 파악하자면 인수와 합병 과정을 경제 공황에서 나타나는 자본 재구조화의 한 표현, 특히 20세기 후반기의 특수한 한 표현으로 보아야 하지 않을까라는 견해도 제기될 수 있다. 자본의 재구조화의 표현이라고 한 것은 1970년대 위기의 특수성으로 인하여 재구조화의 기회를 놓친 자본이 인수와 합병을 통해 결국 해고, 기업매각, 파산 등의 운동 과정을 밟고 있기 때문이다. 특수한 표현이라고 보는 것은 2차 대전 이전만 하더라도 기업 파산과 파산으로 인한 실업증가가 자본 재구조화 과정의 전형이었는데 (물론 20세기 초반에는 이로 인한 독점자본의 형성을 보았다) 현재의 재구조화는 직접적 파산이라기 보다는 인수, 합병의 과정을 거치는 구조조정이기 때문이다.

넷째, 우리 나라의 지금 상황은 금융의 탈규제가 정책의 주요 課題(agenda)로 되어 있다는 점, 자본의 대규모 재편성이 현실화된 점, 합병과 인수에 대한 전통적 반감을 뛰어넘어 객관적 필요성이 제기되고 있는 점 등에만 한정해 본다면 1980년대의 미국의 상황과 매우 유사하다. 그러나 아직까지 이러한 논의는 대체로 탈규제가 세계적 추세라는 정도의 인식에 기초해 있고 탈규제가 도입되는 국내외적 사정, 탈규제의 모순적 효과들, 이후의 재규제의 도입에 대한 충분한 역사적 고찰을 전제로 진행되고 있는 것 같지 않다. 극히 최근에 외환위기를 중심으로 등장한 금융위기는 피상적으로 보기에는 금융의 개방과 탈규제를 더욱 강화하는 방향으로 나아가고, 또 정책 역시 그런 방향으로 가야 할 것 같지만, 미국의 1980년대 금융 탈규제의 경험은 이러한 일방적이고 단순한 해법이 미국의 경험과 착오를 반복하게 할 뿐이라는 점을 보여주고 있다. 더욱이 우리나라의 경우 경제의 규모나 주도성이 세계자본주의 전체의 흐름을 주도할 수 있는 입장이 아니기 때문에 경제 개방의 영향을 다른 선진국에 비해 더욱 크게 느낄 수도 있다. 따라서 현재 중요한 과제로 제기되고 있는 금융개방과 금융의 탈규제라는 문제에 대처하기 위해서는 1990년대에 미국에서 등장한 '再規制'의 논점을 잘 흡수할 필요가 있다. 재규제의 논점에서는 전통적 경제학조치 보호와 규제의 적절한 배합과 균형이라는 관점을 복원하고 있음을 유의해야 할 것이다. 여기에서의 쟁점은 더 이상 규제인가, 탈규제인가가 아니라 어떤 방향으로 보호하고 규제할 것인가의 문제가 된다. 즉 보호와 규제를 통해 강력한 통화 및 고금리 정책을 지속할 것인가 아니면 생산적 분야로의 재분배에 역점을 둘 것인가가 그것이다.

한국사회경제학회 연구위원
430-070 경기도 안양시 동안구 평촌동 향촌APT 204-903
전화: (0343)86-1178
팩시: (02)521-2733

參 考 文 獻

- Aglietta, M.(1976): *The Theory of Capitalist Regulation*, Verso.
- Barth, J.R., R.D. Brumbaugh, Jr., and R.E. Litan(1992): *The Future of American Banking*, New York, M.E. Sharp.
- Bhagat, S., A. Shleifer, and R. Vishny(1990): "Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization," *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomic*, 1-72.
- Black, F.(1986): "Noise," *The Journal of Finance*, July.
- Bowles, S., D. Gordon, and T. Weisskopf(1984): *Beyond the Wasteland*, New York, Anchor Press.
- Bryan, L.L.(1991): *Bankrupt: Restoring the Health and Profitability of Our Banking System*, New York, Harper Business.
- Cosh, A.D., A. Huges, and A. Singh(1992): "Openness, Financial Innovation, Changing Patterns of Ownership, and the Structure of Financial Markets," in T. Banuri, and J. Schor (eds.)(1992), *Financial Openness and National Autonomy*, Wider, Oxford, Clarendon Press.
- Crotty, J.(1994): "Are Keynesian Uncertainty and Macrotheory Competitive?," in G. Dymksi, and R. Pollin (ed.)(1994), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*, Michigan, Michigan University Press,.
- Crotty, J., and D. Goldstein(1993): "Do U.S. Financial Markets Allocate Credit Efficiently? The Case of Corporate Restructuring in the 1980s," in G.A. Dymksi, G. Epstein, and R. Pollin (eds.)(1993), *Transforming the U.S. Financial System*, M.E. Sharpe.
- Du boff, R., and E. Herman(1989): "The Promotional-Financial Dynamic of Merger Movements: A Historical Perspective," *Journal of Economic Issues*, **23**, 1, 107-134.
- Dymksi, G.A.(1993): "How to Rebuild the U.S. Financial Structure: Level the Playing Field

- and Renew the Social Contract,” in G.A. Dymski, G. Epstein, and R. Pollin (eds.)(1993), *Transforming the U.S. Financial System*, M.E. Sharpe.
- Fama, E.(1970): “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,” *Journal of Finance*, May, 384-417.
- _____ (1991): “Efficient Capital Markets: II,” *Journal of Finance*, **46. 5**, 1775-1617.
- Fortune, P.(1991): “Stock Market Efficiency: An Autopsy,” *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, March/April, 17-40.
- Goldstein, D.(1991): *Takeover and the Debt Assessment of Firms and the Stock Market*, Ph.D. Dissertation, University of Massachusetts, Amherst.
- Helleiner, E.(1994): *States and the Reemergence of Global Finance: From Breton Woods to the 1990s*, Cornell University Press.
- Jensen, M.C.(1978): “Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency,” *Journal of Financial Economics*, **6**, 95-102.
- Jensen, M.(1986): “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, **76. 2**, 323-329.
- Jensen, M.C.(1988): “Takeover: Their Causes and Consequences,” *The Journal of Economic Perspectives*, **2. 1**. Winter.
- Jensen, M.C., and K.J. Murphy(1986): “Are Executive Compensation Contracts Structured Properly?,” *Managerial Economics Research*, paper **86-14**, Simon School of Management.
- Jensen, M.C, and R. Ruback(1986): “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics*, **11**, 5-50.
- Kaplan S., and J. Stein(1991): “The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s,” National Bureau of Economic Research Working Paper **3695**, May.
- Kaufman, G.G.(ed.)(1990): *Restructuring the American Financial System*, Boston, Kluwer Academic Publishers.
- Keynes, J.M.(1930): *The Treatise on Money, The Collected Works of J.M. Keynes*, Macmillan.
- _____ (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Cambridge: Cambridge University Press.
- _____ (1937): “The General Theory of Employment,” *Quarterly Journal of Economics*, **51**,

209-233.

Lichtenberg, F., and D. Siegel(1990): “The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior,” *Journal of Financial Economics*, **27**, 165-194.

Litan, R.E.(1987): *What should Banks Do?* Washington, D.C., The Brookings Institution.

Magenheim, E., and D. Mueller(1988): “Are Acquiring-Firm Shareholders Better off after the Acquisition?” In J. Coffee, L. Lowenstein, and S. Rose-Ackerman (eds.)(1988): *Knights, Raiders and Targets*, New York, Oxford University Press, 171-193.

Marris, R.(1985): *Deficits and the Dollar*, Washington, D.C., Institute for International Economics.

Minsky, H.P.(1986): *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, CT, Yale University Press.

Newman, P., M. Milgate, and J. Eatwell (eds.)(1992): *The Palgrave Dictionary: Money and Finance*, Macmillan Press.

Orelean, A.(1989): “Mimetic Contagion and Speculative Bubbles,” *Theory and Decision*, **27**.

_____ (1986): “Mimetisme et Anticipations Rationnelles: Une Perspective Keynesienne,” *Recherches Economiques de Louvain*, **52**, Mars.

Pierce, J.L.(1991): *The Future of Banking*, The 21th Century Fund, New Haven, CT, Yale University Press.

Pollin, R.(1993): “Public Credit Allocation through the Federal Reserve: Why It is Needed; How It Should Be Done,” in G.A. Dymski, G. Epstein, and R. Pollin (eds.)(1993), *Transforming the U.S. Financial System*, M.E. Sharpe.

Ruggie, J.(1982): “International Regimes, Transactions, and the Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order,” *International Organization*, **36**, 379-415.

Scherer, F.M.(1988): “Corporate Takeover: The Efficiency Arguments,” *Journal of Economic Perspectives*, **2**, 1. Winter.

Shiller, R.(1981): “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?,” *American Economic Review*, **71**, 421-436.

_____ (1984): “Stock Prices and Social Dynamics,” *Brookings Papers on Economic Activity*, **2**, 457-498.

Shleifer, A., and R.W. Vishny(1988): “Value Maximization and the Acquisition Process,”

Journal of Economic Perspectives, Winter, **2. 1**, 11.

Shleifer, A., and L. Summers(1988): "Breach of Trust in Hostile Takeovers," In Alan Auerbach (ed.), *Corporate Takeover: Causes and Consequences*, Chicago, University of Chicago Press, 33-68.

Shleifer, A., and L. Summers(1990): "The Noise Trader Approach to Finance," *Journal of Economic Perspectives*, **4. 2**, 19-33.

Skott, P.(1994): "Minsky Cycles and the Rationality of Increasing Financial Fragility," mimeo, University of Massachusetts, Amherst.

U.S. Treasury(1991): *Modernizing the Financial System: Recommendations for Safer, More Competitive Banks*, Washington, D.C..

Wolfson, M.H.(1993): "The Evolution of the Financial System and the Possibility for Reform," in G.A. Dymski, G. Epstein, and R. Pollin (eds.)(1993) *Transforming the U.S. Financial System*, M.E. Sharpe.