

國際金融의 最近動向과 韓國經濟의 適應方案

李 天 杓

최근의 국제금융은 기업주의화, 증권화, 범세계화, 실물경제의 선도 등의 특성을 지니면서 핫머니로 대표되는 부작용도 노증하고 있다. 한국 금융의 현황은 이러한 국제금융의 변화양상에 여러 측면에서 미치지 못하고 있다. 한국 경제가 소규모경제로서 적합력에 한계를 가지고 있고 외환관리상 재량성을 발휘하는 데도 제약이 있기 때문이다.

개방화의 압력을 받고 있는 한국 경제는 경제자유화의 적절한 순서와 속도에 대한 큰 구도 속에서 금융자유화를 추진해 나가야 하는 바, 우리에게 결여된 제도를 도입하여 정착시키고 창의적 금융혁신이 이루어지도록 해야 하겠다. 자유화의 궁극적 목적이 자원배분의 효율화이고 부차적으로 개방 요구에 대응하는 것임을 감안하여, 금융자유화의 추구가 자유화의 궁극적 목적과 배치되지 않도록 유의해야 하겠다.

1. 國際金融의 最近動向

금융시장은 역사적·관습적 산물이며 시간의 경과와 더불어 변천해온 것이다. 특히 1980년대 이래 국제금융은 그 이전과는 질적으로 다르다고 할 만큼 변화하였다. 이러한 변천과정에서 근년에 들어와 소위 金融의 統合化(financial integration)현상이 눈에 띈다. 모든 나라의 금융제도가 국제금융차원에서 나타나는 큰 추세를 반영하면서 그것에 적응하는 방식으로 변화되어 가 종국적으로 모두가 비슷하게 되고 그로써 각국의 제도는 통합된 큰 제도의 일부분이라고 볼 수 있게 되어 가고 있다. 그런데 국제금융시장에서의 변화에 대해 하등 적극적인 영향력을 미칠 수 없는 小規模 依存經濟(small dependent economy)로서는 이러한 변화를 일방적으로 수용할 수밖에 다른 도리가 없다. 때문에 국제금융시장의 변화추이를 올바르게 이해한다는 것은 이들에게는 더욱 중요하다. 이하에서는 소규모경제에게 여건이 되는 국제금융의 큰 추이를 정리해 본다.

1.1. 兼業主義 또는 統合主義

종래 간접금융시장에서 예금과 대출을 취급하는 商業銀行業務(commercial banking)와 직접금융시장에서 직접증권의 거래를 중개하는 投資銀行業務(investment banking)는 서로 구별되어 있었다. 특히 후자의 일종인 증권 딜링에 따르는 위험이 支給決濟制度의 구성원이 되는 은행으로 파급되는 것을 차단하는 것이 매우 중요시되어 있었다. 나라에 따라서

는 이러한 차단이 반드시 이루어지게끔 제도화하기까지 하였던 바, 상업은행업무와 투자은행업무를 겸업하지 못하도록 한 소위 專業主義의 법제화가 그것이라고 할 수 있다. 이러한 차단을 위한 제도의 예가 미국의 글래스 스티걸(Glass-Steagall) 법과 일본의 증권거래법인데, 이 차단을 상징적으로 만리장성(Chinese Wall)이라고 부르기도 한다.

그런데 근년에 들어와서는 이러한 전업주의가 퇴색하면서 겸업주의가 보편화되어 가고 있다. 그 이유로는 다음과 같은 것들을 생각할 수 있다. 첫째, 상업은행업무의 수익성은 떨어지게 된 반면 투자은행업무의 수익성은 높아지게 되자 투자은행들보다 자본금, 고객관계 등 여러 면에서 더 큰 실력을 가지고 있다고 할 수 있는 상업은행들이 투자은행업무에 진출하게 되었다. 이 과정에서는 금융혁신을 통해 종래의 투자은행업무에서는 존재하지 않았던 신종상품이 증권의 형태를 띠면서 새로이 도입되게도 되었다.

나아가 발전하는 정보통신기술을 받아들여 대규모 투자를 한 은행들이 그러한 투자에 대응하는 이익을 회수하려고 하다 보니 업무를 확장하지 않을 수 없었다는 점도 중요하다. 전업주의하에서의 은행업무와 증권업무 사이의 防火壁(fire wall)을 철폐함에 따라 겸업주의로 변신한 일류의 금융기관들은 이러한 변신에서 더 나아가 은행업무와 증권업무 이상인 보험업무, 리스업무 등 모든 가능한 업무를 취급하려는, 수퍼마켓식 통합금융화로의 변신을 시도하고 있다.

겸업주의는 독일에서의 전통이었다. 독일에서는 은행이 증권업무를 취급하는 것을 허용하는 것에서 더 나아가 金融資本이 産業資本과 깊은 연관을 맺는 것도 허용하여 왔다. 한편 영국은 전업주의의 성격을 가진 금융제도를 가지고 지내오다가 1986년 증권시장과 관련된 대개혁인 이른바 빅 뱅(big bang)에 따라 겸업주의를 수용하게 되었다. '1992년 EC 통합'의 노력에서도 겸업주의원칙이 채택되었다. 반면에 미국은 1930년대 이래 전업주의를 고수해 오고 있다. 그러나 겸업주의의 추이에 부응하여 지주회사의 형태를 통한 사실상의 겸업이 시도되고 있고, 겸업주의를 막는 글래스 스티걸법을 개정하려는 움직임이 지속되고 있다. 일본도 겸업주의의 수용을 향한 많은 준비를 진행시켜 왔는 바 근년 들어서 금융기관의 겸업을 허용하려는 동태도 보이고 있다.

1.2. 證券化

상업은행이 발행하여 그것의 계약 상대방에게 교부하는 間接證券은 본래적으로 제3자에게 매매할 수 없는 것이다. 이러한 간접증권은 직접금융시장에서 거래되고 투자은행에 의해 중개되는 直接證券과 달리 유통시장에서의 거래를 통해 그 유동성을 제고할 수 없는 대상이다. 이러한 간접증권의 내재적 약점 때문에 유동성 제고의 필요를 가지는 근년의

금융은 그러한 약점을 회피하면서 직접증권의 매매의 형식을 통하여 발달하여 왔다. 종래에는 없었던 다기한 직접증권을 창안하여 거래되도록 하는 금융혁신을 활발히 수행하면서 변화해 왔다. 종래 금융증개가 은행의 자본 및 신용에 의존하던 것과 대비해 보아 이것은 이제는 은행신용에 대해 상대적으로 독립적인 직접증권의 매매를 중심으로 금융증개가 이루어지게 되었다는 것을 의미하는 바, 이러한 현상을 주목하여 그것을 증권화현상이라고 지칭한다.

이는 한편으로는 자본금규제에 따라 종래의 간접증권의 더 이상의 발행이 어려워졌다는 점과 비은행들도 자체의 신용을 지니게끔 되었기에 은행신용에 반드시 의존하지 않아도 되게끔 되었다는 사정 변화에서 연유한 것이라고도 하겠다.

증권화는 두 가지 방식으로 실제화되었다. 그 하나는 은행이 자금을 운용하면서 대부를 하되 대부채권을 획득하기보다 NIF(note issuance facility)나 RUF(revolving underwriting facility)에서 볼 수 있는 바 퍼실리티 등을 이용하면서 증권 형태의 채권을 획득하려고 하는 데서 나타났다. 은행 본래의 상품인 대부채권 대신 실질적 대부거래의 출발 시부터 어음 등 증권을 발행하고 유통시키는 과정에서 증권화가 실제화되었다. 그 둘은 기존의 대부채권을 전제로 하되 그것을 증권과 교환하게 하거나 그것을 근거로 하여 증권을 새로이 발행함에 따라 나타났다. 은행은 기존의 대부채권을 소위 債務株式스왑(debt-equity swap)을 통해 증권으로 바꾸거나, 기왕의 대부채권을 특수한 시장에서 매매하는 이른바 貸付의 販賣(loan sale)를 행한 뒤, 그 판매대금으로 증권을 매입하여 대부채권 보유를 줄이고 증권형태의 채권 보유를 늘리기도 하였다.

본래 대부증권은 매매될 수 없는 것이다. 대부는 대부하는 은행과 차입자 사이의 쌍무적인 계약이기 때문이다. 따라서 대부채권을 매매하기 위해서 채권자인 은행은 채무자의 동의하에서 대부채권을 새로운 채권자가 되는 대부채권의 매입자에게 판매하여야 한다. 이러한 매매는 통상 공개되지 않는 특수한 시장에서 이루어진다.

이렇게 대부채권을 팔고 증권을 새로이 획득하는 대신 은행은 그러한 대부채권을 근거로 삼은 뒤 그것을 持分化한 새로운 증권을 발행함으로써 대부를 하면서 은행 밖으로 유출되었던 유동성을 사실상 회수할 수도 있다. 이러한 때에는 전혀 새로운 증권이 만들어져 유통되게 되는데, 이를 통해 후술하는 바 소위 금융의 重層化가 심화되었다. 후자의 방식은 미국의 은행들이 住宅資金의 대부에 따라 가지게 된 이른바 모기지(mortgage)를 유동화시키는 과정에서 많이 이용되었다.

금융의 증충화는 간접금융 대비 직접금융의 비중을 높이게 되었다. 또 이때의 직접증권

이 유동성을 지니게 함을 통해 경제·사회 전체에서의 유동성도 제고되었다. 실물경제가 계속 성장해 갈 경우 인플레이션이나 디플레이션 없이 그러한 성장을 지탱하기 위해서는 유동성도 상응하게끔 증가해야 한다. 종래 이러한 필요에 대응하는 유동성의 증가는 주로 간접금융기관의 채무인 현금통화와 예금통화의 공급 증대에 의해 충족되었었다. 그러나 금융의 증충화에 따라 이상과 같은 유동성의 조출이 있게 되자, 이것이 간접금융기관의 전통적 유동성공급 기능을 보충하게도 되었다.

1.3. 汎世界化

통신기술, 교통 관련 기술의 발전에 따라 국제사회의 각국은 보다 긴밀히 교류하게 되었고 보다 잦은 무역거래와 자본거래를 하게 되었다. 금융거래를 여러 지역간의 시차를 뛰어 넘어 實時間(real time)에 할 수 있게도 되었다. 이렇게 하여 전보다 낮아진 위험성 하에서 신속하고 편리하게 금융거래를 할 수 있게 되었고 그로써 확장되는 무역거래와 자본이동을 뒷받침하는 과정에서 각국의 금융도 그것의 활동영역을 자국의 시장으로부터 타국의 시장으로 넓혀가지 않을 수 없게 되었다. 어느 한 나라의 법제와 감독체계의 독점적 지배를 받지 않는 유로 시장도 나타나게 되었다. 각기 상이한 역사적 변천과정을 밟아왔기에 서로 다를 수밖에 없었던 각국의 금융제도는 이러한 변화과정에서 서로 비슷해지게도 되었다. 자연스럽게 비슷하게 되지 않는 부문에 대해서는 서로 상이한 점들을 調和(harmonization)시켜 보려는 노력도 하게 되었다.

서로 근사해진 각국의 금융기관들 사이에서 상호의존관계는 심화되었으며, 주요 국제금융시장에서는 많은 나라들의 금융기관들이 모여 심한 경쟁을 벌이게 되었다. 거래규모가 커지고 거래통화도 다원화되었으며, 금융규제 차원에서도 국제적 표준화를 추구하게 되었다.

금융의 범세계화는 금융감독면에서도 새로운 문제를 야기하였다. 각종 국제금융센터에 외국은행의 지점이나 현지법인이 진입해 와서 소위 域外金融(offshore banking)을 하게 되었는데, 이런 업무를 주로 하는 은행들은 물리적으로 당해국의 감독기관과 떨어져 있었고 법률적으로도 다소 독립성을 가지고 있었다. 이에 따라 이들의 만약의 사고에 대해 어떻게 대처해야 하느냐 하는 것이 문제가 되었다. 특히 형식적으로 법적 독립성을 가진 現地法人의 감독이 문제가 되었다.

각국의 국내금융에서는 엄연한 금융감독기구가 있고 또 최후의 대여자가 있어 개별금융기관의 일상적 영업을 감독하면서 유동성부족에 따르는 만약의 사태에 대한 지원도 하고 있다. 그러나 역외시장에서의 은행들에 대해서는 이런 점이 어떠해야 하는지가 명백하지

않았다. 1973년 변동환율제도가 본격화되면서 환율변동이 심해졌다. 이때 外換投機에 손을 댔던 헤어스타트은행과 프랭클린 루즈벨트은행이 도산하게까지 되었다. 이것이 특히 역외시장의 금융활동에 대한 대비책을 마련해야 할 필요를 불러 일으켰고 이에 대응하여 국제결제은행의 주도하에서 선진 10개국이 협의하게 되었다.

그 결과가 1975년 協約(Concordat)으로서 정리되었다. 이 협약에서는 역외금융기관이 가지는 문제를, 유동성의 유출이 유동성의 유입을 초과함에 따라 나타나는 단기적인 流動性不足의 問題(liquidity problem)와 자산운영을 잘못하여 부실자산을 갖게 됨으로써 총자산의 실질가치가 부채와 자기자본의 합계에 못미치게 되어 나타나는 健全性의 問題(solvency problem)의 두 가지 문제로 구분한 뒤, 전자에 대해서는 금융기관 所在地의 감독기관이 감독책임을 지고 후자에 대해서는 금융기관의 母國의 감독기관이 책임지도록 조치하였다. 동시에 이들 감독기관들은 여러 곳에서 일어나는 모든 업무를 통합해 그것으로부터 얻어진 자료를 근거로 하면서 감독하기로 하였고 관련자료를 모으는 등과 관련하여 서로 긴밀한 협조를 하기로 했다. “銀行의 海外活動의 監督에 對한 協約”(Concordat on the Supervision of Banks' Foreign Establishment)이 이 협약인데 이는 Basle에서 모인 감독관위원회, 일명 Cooke 위원회의 산물이다(Brayant(1987)).

이러한 조치에 따라 각국의 감독기관들이 언제나 쉽게 효과적인 협력을 성사시킬 수 있게 된다면 역외시장에서의 만일의 사고에 대해 상당한 준비가 되어 있다고 할 수 있다. 그러나 협력이 어렵거나 협력에 따른 의사결정과 집행이 충분히 기동적이지 못하다면 사고발생의 불안은 계속 남아 있다고도 할 수 있다. 아무튼 국제금융의 차원에서는 국내금융에서와 달리 최후의 대여자가 명시적으로 존재하고 있지 않다는 것이 근본적인 취약점으로 남아 있다. 그러나 이러한 가운데 주요국의 중앙은행총재들은 適正資本比率(capital adequacy ratio)에 대해 합의할 수 있었다. 각종 은행이 충실한 자본준비가 없이 대출이나 증서매입 등으로 과도하게 영업을 확장하는 것을 제한하기 위하여, 은행의 대차대조표상 각종 자산에 대해 각각의 위험도에 상응하는 가중치를 부여하고 그런 자산의 크기에 해당 가중치를 곱해 잠재적으로 위험성을 가지는 자산의 총액을 계산한 다음, 그러한 총액의 8%에 대응하는 자본을 가져야 하게끔, 은행의 자본충실화를 강제하게 되었다. 이때 잠재적으로 위험성을 가지는 자산으로는 종래부터 존재하던 원상품뿐만 아니라 금융혁신을 통해 새로이 나타나게 된 신상품 및 파생상품 등 簿外資產(offbalance sheet asset) 등을 포괄하도록 하였다. 아무튼 이렇게 자본충실화를 강제할 수 있게 된 것은 금융혁신에 의한 금융관계자들의 규제회피노력에 대해 규제당국이 반격을 한 것이라고도 볼 수 있다.

1.4. 實物經濟의 先導

금융은 본래 실물부문에서 발원한 저축과 투자를 증개하고 연결시키는 서비스업무이다. 종래의 금융은 그것을 선행하는 실물부문의 필요를 따르는 부수적인 것이었다. 그러다가 근년 활발한 금융혁신을 이루어가면서 금융은 실물부문을 한정적이거나 선도하게 되었다. 企業合竝 및 買收(merger & acquisition: M&A), 諮問(consulting), 冒險資本(venture capital)의 공여, 企業資金管理(cash management account: CMA), 企業財務管理(asset and liability management: ALM) 등 새로운 업무를 취급하게 됨에 따라 금융은 산업을 선도하게 되었고, 종래 사각지대에 묻혀 있던 측면을 파헤치면서 그곳에 사장되어 있던 여지를 이용하여 효율성을 제고시켜 보려는 태세를 취하게까지 되었다. 이에 대응하여 기업들도 이른바 재테크의 경향을 보이게 되었다. 기업들은 전통적인 생산 및 판매 업무에 주력하던 데서 한 걸음 더 나아가 금융자산의 관리 및 투기를 통해 더 높은 수익을 올려 보려고도 하게 되었다. 금융기능이 중요해짐에 따라 생산기업들도 한정적이거나 금융업무에 뛰어들게 된 것이다.

과연 최근 외환, 채권, 주식 등 금융자산의 규모는 급속히 증가하게 되었는데, 이들 금융자산잔액은 1980년 이후 선진국 GDP 증가율보다 2.5배 이상 고속성장하였다고 추정되고 있다(The Economist(October 7, 1995)).

1980년대에 들어와 간접금융방식의 국제금융이 상대적으로 줄어들고 직접금융방식의 국제금융이 상대적으로 늘어났다. 저축하는 측과 투자하는 측 사이에 상업은행조직이 개재하여 자신의 신용과 책임을 가지고 자본을 조달하고 운용하는 비중이 줄어들면서, 저축하는 측과 투자하는 측이 각각 자기의 책임하에서 저축을 하고 투자를 해야 하게끔 변화하게 되었다.

간접금융시장의 상품으로서 1970년대에 들어와 가장 많이 쓰인 것이 협조융자였다. 여러 은행이 융자단을 형성하여 거액의 융자를 함으로써 개별은행으로서는 차입자에 대한 교섭력도 높으면서 다변화도 꾀할 수 있게 한 것이었다. 그러나 1982년에 들어와 소위 외채위기가 나타나 협조융자가 위협시되고 또 은행들의 자본금과 대비해 대부자산이 과다하다는 인식도 대두하게 되면서, 협조융자는 NIF, RUF 등으로 형태변환되었다.

차입자는 은행에 대해 일정한 조건하에서 일정한 크기의 자금을 차입할 수 있는 약정을 통해 소위 퍼실리티를 확보해 놓은 뒤, 후에 자금이 필요할 때 보통 CP인 단기증권을 발행하여 은행에 제공하고 약정된 퍼실리티로부터 자금을 인출했다. NIF나 RUF는 대부가 아니기 때문에 은행으로서는 그것에 상응하게끔 자기자본을 늘리지 않아도 되었다. 또 은

행으로부터의 자금유출은 퍼실리티의 구체적인 이용시에나 일어났기 때문에, 실제로 자금 유출이 일어나지 않은 시점에서 보면, 은행은 자금제공 없이 퍼실리티를 제공하기로 한 약정만을 하고서도 수수료수입을 얻을 수 있어서 좋았다. 종래 차입자는 차용한 자금을 실제로 사용하지 않을 경우 대부받은 후 예치해 놓는 수밖에 없었는데 이때의 이자부담에 비해 퍼실리티를 이용하는 것은 퍼실리티 약정의 수수료만을 부담하면 되었기에 부담이 줄어들게 되었고 그러면서도 그 이전과 같이 借入可能性은 확보할 수 있어서 좋았다. 나아가 자금이 유출된 이후에도 은행은 그와 더불어 대부채권보다 유동성이 높은 短期證券을 확보할 수 있어 편리했고, 自己資本을 늘려야 한다는 부담으로부터도 상대적으로 해방될 수 있어 좋았다.

NIF와 RUF는 형식적으로는 직접금융시장의 상품이라고 볼 수 있으나 실질적으로는 간접금융시장의 상품이었다. 그것은 앞에서 본 바 금융의 증권화를 시험하는 예가 되었다.

이러한 선례를 따라 종래 은행의 상품이었으면서 표준화될 수 있는 것들이 증권화되어 직접금융거래의 대상으로 되어가고 있다. 일류기업에 대한 대부, 자금의 유통(cash flow)이 보장된 대부, 신용카드에 따르는 대부처럼 보험의 원리가 적용될 수 있는 대부가 이런 것들이다. 또 저축하는 측과 투자하는 측을 중개하는 투자은행업무도 더욱 활발하게 되었다. 투자은행으로서의 직접금융을 성사시킬 수 있는 금융상품을 만들어 제공하는 것이 대단히 중요하다.

투자은행들은 저축하는 측과 투자하는 측의 다기한 수요에 대응하여 그러한 수요에 대응하는 증권을 설계하는 데 큰 노력을 기울이고 있다. 나아가 그것이 쉽게 매매되도록 하는 중개 본래의 업무에도 매달리고 있다. 이하에서는 최근의 국제금융변화의 핵심이라고 할 수 있는 투자은행에 대해 간단히 살펴본다.

1.5. 一時的 混亂現狀: 핫머니

국제경제사회에서 존속해 가는 경제에 대해 일시적인 혼란 요소로 될 수 있는 것에는 여러 가지가 있다. 1970년대 석유가격이 4배로 올라가 야기된 석유파동, 1970년대의 석유달러의 還流(petro-dollar recycling)에 의해 많은 외채를 지게 된 일부 개발도상국들이 1980년대 들어 약정된 바대로 채무를 상환하지 못하게 됨에 따라 대두한 개도국 외채위기, 1987년 미국을 비롯한 주요 국가의 증권시장에서 주가가 대폭 하락하면서 시험된 10월의 破局(October Crash), 1990년대초 미국과 일본 등에서 부동산가격이 크게 떨어지고 이른바 거품이 꺼지면서 나타난 부동산위기 등등 여러 가지를 생각할 수 있다.

이러한 여러 가지 중 국제금융의 차원에서 가장 주목거리가 될 수 있는 것이 자본자유

화의 기치하에서 자본의 국제적 이동에 대한 제약이 점점 없어짐에 따라 단기적으로 나타나 단기자본이동과 관련되는 경제를 큰 어려움에 빠뜨리기도 하는 핫머니의 이동이다.

핫머니란 국제적으로 이동하는 단기 투기성 자본이다. 핫머니는 오늘날 국제적으로 이동하고 있는 많은 종류의 자본중 하나이다. 그러나 이러한 자본중 핫머니는 그 이동속도가 대단히 빠르다는 특성을 가지고 있다. 핫머니는 오늘날의 정보통신기술을 금융산업이 흡수하여 거액의 자금을 신속히 이동시킬 수 있게 됨에 따라 실제화될 수 있게 된 것이다. 이러한 기술발달이 없었더라면 자금을 국제적으로 신속히 이동시키는 것은 불가능했을 것이고 그로써 핫머니의 이동이라는 현상도 나타날 수 없었을 것이다.

핫머니는 많은 경우 환율과 이자율의 단기적 변동과 긴밀히 관련되어 있다. 평가절하 또는 평가절상을 하여 환율을 변경시키리라는 것이 예측되거나 국가간에 존재하는 이자율의 차이와 그들 통화 사이의 환율의 변화정도에 대한 예상치가 격차를 가질 때, 평가절하(평가절상) 이전에 외환을 취득하거나(처분하거나) 이자율차 이상으로 변화하는 외환을 매매하여 자본이득을 얻으려고 하는 과정에서 핫머니가 이동하게 되는 것이다. 이런 측면에서 보아 핫머니는 투기적 성격을 가지는 것이다.

이러한 핫머니는 그것의 공격 대상이 되는 경제의 환율을 단기적으로 급변하게 만든다. 이 때문에 그것은 해당 경제의 정상적 운영을 어렵게 하고, 특히 환율의 영향을 크게 받으면서 단기적으로 신속한 적응을 하지 못하는 실물부문 중의 중소 제조업체등 약체들을 궁지에 몰아 넣고는 한다. 스스로 자위능력을 충분히 가지고 있지 못하면서 경제사회의 상대적 취약부문인 이들 중소제조업체들이 핫머니의 준동에 의해 결과적으로는 가장 심각한 피해를 입게 된다. 여기에서 경제 전체적인 입지에서 핫머니에 대해 방비해야 할 필요가 대두하는 것이다.

그러나 핫머니에 대한 대응이란 결코 쉽지 않은 과업이다. 경제규모가 작으면서 자금의 이동사실을 신속히 파악할 능력이 한정되어 있는 나라들에게는 특히 핫머니의 이동이 큰 경제의 대상이 된다. 이들은 핫머니에 효과적으로 대처하기 위해 동원할 수 있는 수단을 가지고 있지 못한 경우가 보통이기 때문이다.

오늘날의 핫머니의 주체는 주로 후술하는 바 헤지펀드를 비롯한 선진국의 年金, 基金이거나 단기적으로 잉여의 자금을 가지게 된 기업들일 것이라고 추정된다. 이들은 투자자산으로부터 최고의 수익을 올리기 위하여 투자대상, 투자지역, 투자기간 등을 가리지 않는바, 심한 경우에는 24시간 이내에 자금을 유입시켰다 유출시키는 등으로 이른바 24시간 정도 超短期의 포지션(24-hour position)을 취하기도 한다.

이들 핫머니의 주체들이 핫머니를 단기적으로 이동시키는 행위는 이들의 豫想(expectation)에 의존한다고 할 수 있다. 여기에서 이들의 예상이 어떻게 결정되느냐가 관심거리가 된다. 원칙적으로는 이들의 예상도 경제에 대한 根本要因(fundamentals)에 의존하리라 생각할 수 있다. 그러나 단기적 현실에서 보면 경제에 대한 근본요인이 이들의 예상을 전폭적으로 좌우하리라는 보장은 없다. 사람들의 행위는 이른바 合理的 豫想(rational expectation)의 가설을 믿는 사람들은 용인하기 어려울 정도로 다소 非합리적이거나 反합리적인 요소를 가지고 있기 때문이다. 합리적 예상의 설명을 신봉하는 사람들에게는 결코 본원적이지 아니고 周邊的인(peripheral) 것이 실제에서는, 특히 핫머니의 이동주체에게는, 주변적이지 않은 것일 수 있기 때문이다.⁽¹⁾ 결국 핫머니의 문제는 핫머니의 주체들이 핫머니를 이동시키는 데 있어 적어도 발표되고 있는 경제통계를 통해 볼 수 있는 요인들 이외의 여타 요인을 읽으면서 단기적인 시각을 가지고 자본을 이동시키는 데에서 기인하는 것이요, 그것이 환율이나 이자율의 과도한 변동을 가져와 경제사회에 불필요한 혼란을 가져올 수 있기 때문에 문제가 되는 것이다.

2. 韓國金融 未發達의 斷面

이상 국제금융시장에서의 최근동향을 살펴보았다. 그런데 이와 더불어 고려해야 할 것이 선진금융경제와 비교하여 금융후진국으로서 우리가 결여하고 있는 몇 가지 제도 내지 장치이다. 금융이 충분히 발달해 있다고 할 수 없는 금융후진국은, 금융선진국은 이미 잘 갖추어 놓고 훌륭히 활용하고 있는 여러 제도 내지 장치를 결여하고 있다. 따라서 금융후진국은 이러한 일반적 동향과 더불어 스스로 갖추고 있지 못한 각종 제도 내지 장치들의 역할과 도입여부에 대해 고려해야 할 필요가 있다.

이러한 제도 등은 대체로 최근동향으로서 파악된 바 국제금융의 큰 추이와 합치하거나 서로 보완적인 것들로서 금융선진국에게는 별 새삼스러운 것이 아닐 수 있다. 그러나 자신들에게 주어지는 새로운 여건에 적용해 나가지 않으면 아니 되는 금융후진국에게 이들은 국제금융의 최근동향과 하등 다를 것이 없이 새로운 여건의 일종이라 할 수 있고, 또 최선의 적용을 하는 과정에서 스스로 지니게 되어야 하는 것들이라고도 할 수 있다. 이러한 것들은 우리의 금융이 제대로 발달되어 있지 못하다는 점을 보여주는 것이기도 한데,

(1) Thaler(1994)는 반드시 합리적이라고 할 수 없는 경제활동이 초래하는 여러 가지 경제현상을 예시적으로 보여주고 있다.

이 점과 관련하여 주목해야 하고 특히 그것에 대한 이해를 증대시켜야 할 것이 이른바 금융의 중층화현상 및 투자는행업무이다.

2.1. 金融의 中層化와 金融革新

본래적으로 실물부문에 기반을 두고 발전되었다고 할 수 있는 금융부문은 실물부문의 규모 및 거래내용과 대응하는 금융자산 내지 금융부채를 가지는 것이었다. 그러나 금융시장에서 금융자산이나 금융부채가 실물부문의 거래가 아닌 다른 금융자산이나 금융부채를 근거로 하여 새로이 만들어져 거래될 수 있게 됨으로써 실물부문 대비 금융부문의 규모가 커지게 되었고 거래내용도 복잡하게 되었다. 이로써 금융자산이나 금융부채들 사이에서는 重層構造가 형성되게 되었다.

금융중층화로 금융자산과 실물자산 사이의 비율을 지칭하는 이른바 금융연관비율이 커졌고 실물부문과 간접적이거나 우회적으로 관계를 가질 뿐인 금융거래도 상당히 이루어지게 되었다. 금융거래는 실물에 의존하던 그 본성을 벗어나 그 자체로서 독립성을 띠게까지 되었다.

금융의 중층화는 본래 미국의 저축대부조합들이 그들의 자산인 不動產抵當權附 貸付(mortgage loan)를 기반으로 하여 채권을 발행한 데서 기원하는 것이다. 이때 저축대부조합은 부동산저당권부 대부라는 유동성이 없는 債權(자산)을 새로이 발행한 債券이라는 증권으로 변환한 뒤 債券을 판매하여 채권판매대금을 받아 대부하면서 잃었던 유동성을 회복하였다.

그러나 금융시장 전체의 관점에서 보면 이러한 과정을 통하여 새로이 발행된 채권은 새로운 금융자산이 되었다. 즉 금융경제사회 전체로서는 그로써 금융자산이 늘어나 금융시장이 심화되었다. 동시에 채권발행으로 증권형태의 금융자산이 상대적으로 늘어나게 되었기 때문에 증권화현상의 단면에서도 진전이 있었다 할 수 있게 되었다. 또 이러한 채권의 발행은 그것을 생각하고 실현하기 이전과 비교해 보면 새로운 상품을 도입하여 시장에서 거래될 수 있게 한 것으로서 금융혁신의 일종이라고 할 수 있기도 하다.

모든 금융상품은 수익율, 위험성, 만기, 담보조건, 표시통화 등 여러 측면에서 특정한 속성을 지니고 있다. 금융혁신이란 그것의 수익율이나 위험성 등 금융상품의 속성이 기존의 상품과 다른 새로운 상품을 도입하여 거래되도록 하는 것이다. 그런데 이러한 도입행위는 시장에서 반드시 환영받는다든 보장이 없으므로 다소간의 위험성을 내포하게 된다. 신상품을 시장에 소개하는 금융혁신은 이런 측면에서 보아 위험부담행위라고 할 수 있다. 금융혁신은 형식적으로는 새로운 상품을 소개, 도입하는 행위이나 실질적으로는 그러한

상품을 매개로 하여 새로운 시장참여자가 시장에 진입하는 것이거나 기존의 시장참여자가 새로운 상품을 가지고 시장에 진입하는 것이다.

시장에서의 어떤 거래자가 금융혁신을 하게 되면 그의 경쟁상대들은 시장점유율이 낮아지게 될 염려 등 부담을 가지게 된다. 발행시장에서 이루어지는 이러한 혁신양태의 시장 진입은 그의 경쟁자가 공여하는 조건보다 상품의 수요자에게 더 유리한 조건을 가진 상품을 소개할 여지가 많다. 그래서 시장은 더욱 경쟁적인 것으로 될 수밖에 없다.

1980년대 이후 금융혁신의 핵심은 증권화의 형태를 띠고 나타났다. 따라서 금융혁신은 증권화 형태를 가진 신상품의 소개와 동일시되었다.

금융혁신이 가능한 것은 당시의 시장이 비효율성을 지니고 있기 때문이다. 차입자에게 더 낮은 코스트를 내포하는 자금을 공여할 수 있거나 예금자에게 더 높은 수익율을 보장할 수 있을 때 금융혁신은 성공할 수 있다. 그리고 이에 따라 금융혁신이 있고 나면 해당 금융시장은 보다 더 경쟁적으로 되는 것이다.

금융혁신과 관련하여 기억해야 할 점의 하나는 금융혁신에 대해서는 이른바 지적재산권에 대한 보호장치가 가동되고 있지 않아 누구나 일단 시장에 나타나 거래되고 있는 신상품을 아무런 제약도 받지 않고 모방할 수 있다는 것이다. 이에 따라 금융혁신이 있게 되면 이어 수많은 모방이 따라오게 되고 이들 모두에 의해 시장은 더욱 더 경쟁적이 된다.

금융혁신의 선두주자는 이른바 투자은행이었다. 차후 투자은행업무를 살펴보는 과정에서 알 수 있는 바와 같이 투자은행들은 다른 어느 금융기관들에 비교해 보아도 위험을 부담하는 데에 적극적이었기 때문에 투자은행들이 금융혁신의 선두주자가 될 수 있었다.

금융혁신이 가장 활발하게 시도되는 대상이 금융상품중 이른바 금융파생상품이라고 지칭되는 것들이다. 이들은 기존의 금융상품에 부착되면서 금융상품의 속성을 바꾸어 새로운 금융상품으로 만드는 역할을 하는 것으로서 출발하였으나 오늘날에는 그것의 출발기반이 된 원래의 상품으로부터 독립되어 독자성을 지니면서 거래되기도 한다. 이러한 파생상품을 통하여 각각의 선호에 따라 갖가지 다양한 속성을 가지는 금융상품을 만드는 융통성을 가질 수 있게 되었기 때문에 그런 것을 원하는 금융상품의 수요자의 요구에 부응하면서 동시에 특유의 조건을 가진 금융상품을 발매하려고 하는 금융상품공급자의 요구도 충족시키도록 만들 수 있게 되었다. 이로써 직접금융을 통하는 금융중개를 활발히 행할 수 있게 되었다.

파생상품의 거래에 소요되는 거래비용이 원상품의 그것에 비해 상대적으로 저렴하다는 것도 주목해야 할 사항이다. 파생상품은 거래후 반대거래를 하기도 하고 결제시에는 차액

을 결제함으로써 거래를 종결시키기도 하므로 거래비용이 월등 적게 든다. 따라서 파생상품은 원상품에 비해 상대적으로 활발하게 거래되고 거래량도 많다. 파생상품의 거래에 대해 은행의 자본준비가 원상품과 비교해 작다는 것도 저렴한 거래비용의 한 요소가 된다.

비록 일부 은행에 관해서지만 파생상품을 판다는 것은 은행업무를 영위하는 데 불가피한 필수요소가 되어 있다. 이것이 은행의 이른바 手數料業務(fee business)의 주종이 되어 있으며 그에 따르는 수수료수입이 은행수입의 주요요소로 되어 있다. 기업들도 헛징을 하거나 채테크의 아이디어에 따라 투자를 할 때 파생상품을 이용하지 않을 수 없게 되었다. 파생상품은 오늘날의 금융경제에서는 생활의 일부분이 된 것이다.

그런데 파생상품에 있어서도 거래 상대방이 본래의 약정대로 거래를 하지 못하게 됨에 따라 나타나는 신용위험은 존재한다. 나아가 이러한 신용위험은 거래량이 많으면 많을수록 커진다. 이러한 위험의 누적은 금융제도 전체의 위험성을 내포하게도 된다. 여기에서 가능한 한 이러한 위험을 낮추어 보려고 하는 시도가 나타나게 되고 이에 따라 파생상품의 거래상대방으로는 신용위험이 낮은 대은행을 선호하게 된다. 파생상품의 거래가 미국계 7-8대 은행에 몰리는 작금의 추이는 이러한 사유와 무관하지 않은 것이다(The Economist(April 10, 1993)).

2.2. 投資銀行業務

저축하는 측이 투자하는 측에게 자금을 맡기기 위해서는, 먼저 저축하는 측이 투자하는 측을 잘 알고 있어 차후에 안전하게 원리금을 되돌려 받을 수 있으리라는 것을 믿을 수 있어야 하고, 또 자금을 이전한 뒤 차후 상환받는 것과 관련하여 안전한 회수를 보장하는 제반 제도와 절차가 정비되어 있어야 한다. 여기에서 은행의 신용과 책임을 근거로 하여 예금을 받고 대출을 하는 전통적 商業銀行業務(commercial banking)와 구별되는 投資銀行業務(investment banking)가 필요하게 된다.

상업은행업무와 대비하여 투자은행업무는 보다 표준화된 금융상품을 투자은행 자체의 신용으로부터 다소간 독립된 상황에서 非人格的으로 거래되도록 하는 특성을 지니고 있다. 투자은행업무란 一次市場(發行市場)에서 새로운 증권을 발행하여 판매함으로써 자금을 동원하는 업무와 二次市場(流通市場)에서 기존의 증권들이 활발하게 거래되도록 하려는 목적에서 행하는 딜러나 仲介人(broker)의 업무를 지칭한다.

투자은행업무의 핵심적인 내용은 자금을 조달하는 측(투자하는 측)에게 이들이 발행하는 증권을 설계하여 공여하는 것과, 그러한 증권을 자금을 운용하는 측(저축하는 측)에다 판매하거나 그러한 판매를 용이하게 하는 데에 있다. 상업은행을 신뢰하기 때문에 상업은

행에 예금을 하는 경우와는 달리, 직접금융의 구조하에서 자금을 운용하려는 측은 전적으로 자기책임하에서 자금을 운용하여야 한다. 따라서 이들은 증권을 매입함에 있어 증권을 발행하고 상환의 의무를 지는 측(즉 자금을 조달하는 측)의 사정을 될 수 있는 대로 자세히 알고 싶어하고, 차후 상환받는 것에 대해서도 어떤 보장을 받고 싶어한다. 여기에서 성공적인 중개를 위해 투자은행은 증권발행측의 사업성이나 신용도를 철저히 조사해 두어야 하고 경우에 따라서는 담보를 확보함으로써 증권의 매입자로 하여금 안심하고 증권을 살 수 있게 해야 할 필요를 가지게 된다. 또 일단 증권을 구입한 사람이 구입 이후 유동성을 필요로 할 때에는 증권을 쉽게 처분하여 유동성을 확보할 수 있도록 하여 그러하지 않을 경우보다 증권을 훨씬 활발하게 매입하도록 만들어야 한다. 투자은행은 효율적인 발행시장에 더하여 활성화된 유통시장도 유지·발전시킬 수 있어야 한다.

투자은행업무는 발행시장에서의 업무와 유통시장에서의 업무로 구분하여 생각할 수 있다. 전자는 다시 기획, 인수, 판매로 나눌 수 있고, 후자를 다시 딜링, 중개, 아비트라지(arbitrage)로 나눌 수 있다.

이러한 여러 종류의 투자은행업무중 금융후진국으로서 우리가 가장 소홀히 하고 있는 것이 발행시장업무의 시초가 되는 기획업무이다. 논의의 편의를 위하여 여기에서는 투자은행의 업무중 기획업무에 대해서만 간략히 살펴본다.

투자은행은 근본적으로 투자하는 측과 저축하는 측의 중간에 개재하여 이들 양측이 증권이라는 수단을 빌어 자금을 조달하고 활용하도록 중개하는 기관이다. 이들 사이에서 증권의 매매가 이루어지고 나면 투자은행은 소기의 과업을 완료한 것이 되어 하등 추가의 의무를 지닐 이유가 없다. 그러나 투자하는 측과 저축하는 측은 서로 상대방의 소재나 선호, 요구사항 등을 잘 알 수 없으므로, 투자은행의 중개업무는 스스로 이들 양측을 찾아가 양측의 요망을 식별한 후 그 모두를 충족시키는 방안을 찾아내 중개를 성사시킨다는 의미의 적극성을 띠어야 한다. 이러한 적극성이 가장 잘 나타나는 단면이 企劃(origination) 업무이다.

투자은행은 유리한 투자계획을 가지고 있으면서 그것을 수행하기 위해 자금을 필요로 하는 자금사용자와, 여유자금을 지니고 있으면서 그것을 최선의 방법으로 활용하기를 원하는 자금제공자를 많이 알고 있어야 한다. 투자은행에게는 자금을 사용하려는 기업의 명단 및 자금을 제공하려는 資金源(funding source)의 명단이 중요한 영업자산이 된다. 투자은행은 자금을 필요로 하는 기업이 언제 어떤 규모로 어떤 성격의 자금을 원하는지를 알고 있어야 한다. 투자은행은 기업금융의 노하우를 익히고 있어서 어떤 자금원으로부터 어

때 어떤 규모의 자금을 동원하여 어떤 투자자에게 어떤 조건으로 활용해야 좋겠는지를 알고 있어야 한다. 투자은행은 효과적인 중개를 위하여 자금을 조달하는 측의 요망사항과 자금을 활용하는 측의 요망사항을 자세히 파악하고 있어야 하고, 이러한 요망사항에 근거하여 쌍방 모두에게 합당한 상품을 설계해 제공해 줄 수 있어야 한다. 이를 위한 모든 준비작업이 기획업무이다. 이러한 측면에서 투자은행업무는 왕왕 건설업의 그것과 비교되곤 한다. 모든 건축이나 토목 설계가 수요자의 필요에 따라 유일한 것, 개성을 가진 것이 되어야 하듯이 투자은행에 의한 금융상품설계도 수요를 만족시키면서 특이성을 갖는 것이 되어야 한다. 인수나 판매가 제조기업의 생산이나 마케팅업무에 대응한다고 하면, 이러한 기획업무는 제조기업의 기획업무에 상응한다고 할 수 있다.

제조기업에서도 훌륭한 기획이 선행되어야 바른 상품을 효율적으로 만들 수 있고 그 후 그것을 잘 팔 수 있듯이, 투자은행 업무에서도 훌륭한 기획이 선행되어야 그 후 인수 및 판매에 성공하기 쉽다. 이런 측면에서 기획업무란 투자은행업무 중 가장 중요한 업무라고 할 수 있다.

투자은행은 기획업무를 수행하는 과정에서 법률전문가, 회계전문가, 환경전문가 등의 협력을 받아야 한다. 투자은행 자체가 투자의 타당성을 판별하여 금융중개를 하려고 계획하는 단계에서 해당 판단에 대해 정제가 되는 기술적 사항을 확실히 하기 위해서 이들의 조력을 받아야 한다. 그런데 이들의 조력에 대한 대가는 투자은행으로서 무조건 지불해야 하나 그러한 지출에 대한 대가는 기획업무가 성사되어 인수와 판매를 완수할 수 있을 때에만 받을 수 있다. 이런 의미에서 투자은행의 업무, 특히 기획업무는 위험성이 큰 어려운 업무라고 할 수 있다. 실제로 일류의 투자은행만이 기획업무에 적극적으로 매달리고 있다.

한국금융의 미흡함이 금융중층화 및 투자은행업무의 미진으로 한정될 수는 없을 것이다. 그러나 현상황에서는 이들이 가장 현저한 미비요소라 보여진다. 여기에서는 이 둘을 강조하고자 이들 둘만을 언급하고 여타의 것은 적응방안을 논의하는 뒷 부분으로 미루기로 한다.

3. 小規模經濟의 適應

3.1. 小規模經濟 適應能力的 限界

소규모경제는 밖에서의 상황전개에 대해 일방적으로 적응해야 한다고 하였다. 그러나

그러한 적응이 반드시 용이하지는 않은 바, 이러한 점이 적응에 있어서의 우려사항이 된다.

3.1.1. 밖에 대한 影響力 制限에서 起因하는 適應能力의 限界

정의상 소규모경제란 경제의 절대규모가 작아 국제경제사회에서 별 영향력을 행사할 수 없는 경제이다. 따라서 소규모경제에 대해서는 국제시장에서 결정되는 가격변수인 (어떤 국제통화로 측정된) 이자율이나 (주요 국가들 사이의 통화 사이에서 규정되는) 환율이 주어져 있다 할 수 있다. 소규모경제의 수요나 공급도 국제경제사회 전체에서 종합되는 수요나 공급의 일환인 것만은 틀림없기에 형식논리로 보아서는 소규모경제도 국제적인 이자율이나 환율에 영향을 미칠 수 있다고 할 수 있겠지만 국제사회의 수요나 공급 전체에 비해 소규모경제의 수요나 공급의 비중이 매우 작기 때문에 소규모경제의 영향력은 무시할 수 있는 것으로 되고, 그로써 소규모경제에 대해서는 국제이자율이나 환율이 주어진 것으로 간주되는 것이다.

대국경제의 경우에는 국제시장에서의 이자율이나 환율을 자국이 원하는 방향으로 정착되도록 하기 위하여 독자적으로 또는 다른 나라와 협력하여 영향력을 행사하려고 할 여지가 있다. 제2차 세계대전 이후 미국이 감기에 들게 되면 다른 나라들은 몸살을 앓거나 폐렴에 걸린다고 했던 이야기는 당시의 미국의 막강한 영향력을 상징하는 이야기였으나 동시에 미국의 일방적 영향력이 매우 막강했음을 암시하는 것이었다. 1970년대 중반 機關車 接近法(locomotive approach) 또는 호송단 接近法(convoy approach)의 개념과 더불어 국제경제의 주요 국가들이 서로 협의하여 국제경제 전체의 나아갈 바를 결정하려고 했을 때 이들 주요 국가는 다른 군소국가를 제외한 채 자신들끼리만의 공동보조를 취하려고 하였는 바, 이것 역시 이들만이 국제경제사회에 영향력을 행사할 수 있다는 것을 보여준 것에 다름 아니다. 오늘날에도 이러한 착상은 이른바 G-5 또는 G-7을 통해 남아 있다 할 수 있다.

소규모경제가 이렇게 국제사회에 대해 영향력을 지닐 수 없다는 것은 어떤 외적인 충격이 발생하였다고 할 때 그러한 충격으로부터의 영향을 밖으로 파급시키면서 완화시키려 할 여지가 없으며 오로지 그 자체내에서 내적으로 흡수하지 않으면 안된다는 것을 의미하는 것이다. 소규모경제는 적응을 하는 데 있어 밖을 이용할 여지가 없이 오로지 안에서의 변화를 통한 적응의 길밖에 없다는 의미에서 제한된 적응능력을 가지는 것이다.

3.1.2. 規模의 制限에서 起因하는 適應能力의 限界

소규모경제는 그 자체로서 작다. 때문에 대국에 대해서는 별로 크지 않다고 인지될 정

도의 외적 충격이 소규모경제에 대해서는 매우 큰 것으로 되기가 쉽다. 여기에서, 작은 것을 가지고 큰 충격에 대해 적응을 해야 한다는 소규모경제의 근본치지로부터 기인하는 바, 어떤 적응을 하기 위해서 소규모경제는 규모가 큰 나라보다 그 자신이 더 많이 변화하지 않으면 안된다는 필요성이 나타나게 되는 것이다. 그런데 어느 경제사회에 대해서도 특히 단기간에 많이 적응해야 한다는 것은 부담이 된다. 따라서 소규모경제는 그것이 소규모라는 사정에서 기인하는 바 적응에 있어서의 내적인 어려움을 지니고 있다고 할 수 있다.

3.1.3. 外換管理上 裁量性 發揮의 限界

국제경제사회에서 밖으로부터 파급되어 오는 충격을 완화하고 관리하려고 할 때 최선의 수단이 될 수 있는 것은 외환관리이다. 밖의 다른 나라와의 거래를 위해서는 외환을 벌어들이거나 외환을 이용하는 것이 절대적으로 필요하므로 외환의 조달이나 사용의 단면을 통제함으로써 다른 나라와의 거래를 통제해 볼 수 있기 때문이다.

1970년대까지는 외환을 관리한다고 하여 하등 문제될 바가 없었다. 그러나 이른바 외환자유화의 기치하에서 1970년대말 영국과 서독, 1980년대초 미국, 그리고 이어 1980년대 중반 유럽의 선진소국들, 일본 및 오스트레일리아 등이 외환의 사용과 조달, 확보에 대한 제한을 철폐하게 되었고 그 이후 이들은 다른 나라에게도 외환자유화를 요구하게 되었다. 이에 따라 근자에 들어서서는 재량껏 외환을 관리하는 일이 어렵게 되었다.

선진국 내지 대국들은 솔선하여 외환자유화를 시행한 뒤 다른 나라에 대해서도 외환자유화를 종용하고 있다. 그러나 소국 내지 개발도상국은 외환자유화의 요구에 가벼이 대응하여 외환관리를 전폭적으로 철폐할 처지에 있지 못하다. 그러한데도 불구하고 오늘날의 상황에서 소국 내지 개도국은 상당한 정도 부담을 무릅쓰고 외환자유화의 방향으로 변화해 나가지 않으면 안되게끔 되어 있다. 여기에서 소국 내지 개도국은 외환관리면에서 원하는 바대로 재량성을 발휘하는 데 어려움을 가지게 되는 것이다.

이러한 사정에서 볼 때 어떤 나라가 OECD에 가입하겠다는 의사를 가지고 있고 그것을 추진하는 경우에 이 나라는 다른 나라보다 더 많이 외환자유화의 압력을 받을 수밖에 없게 되리라는 것을 알 수 있다.

3.2. 開放化 壓力下에서의 適正한 經濟自由化 摸索

시장경제의 메카니즘을 활용하여 자원배분의 효율화를 꾀하고 동시에 밖으로부터의 개방화 압력에 대응하는 과정에서 모든 경제는 경제자유화의 길을 택한다. 그러나 자유화가의 외의의 부작용을 가져올 수도 있다. 모든 자유화의 노력은 자원배분의 효율화라는 자유화

의 궁극적 목적과 합치하는 자유화가 되어야 한다. 차후 좌절을 맞보고 후퇴하는 자유화가 되어서는 안되겠다. 여기에서 적정한 경제자유화의 방도를 모색해야 할 필요성이 생긴다.

3.2.1. 自由化와 開放化

경제자유화란 다면적인 개념이다. 세금을 낮추어 이른바 작은 정부를 시현함으로써 민간부문이 보다 큰 역할을 하게 하는 것도 경제자유화라는 개념속에 포괄할 수 있다. 그러나 통상적으로 생각해 경제자유화란 경제생활과 관련된 각종 규제를 완화하여 그러한 규제완화가 있기 이전에 비해 민간부문이 보다 자유로운 경제활동을 할 수 있게 하는 일련의 조치를 지칭한다.

경제자유화의 대상은 내국인과 외국인을 구별하지 아니한다. 경제자유화가 시현되고 나면 내국인과 외국인이 모두 자유로운 경제활동을 할 수 있게 된다. 그러나 규제가 많아 규제완화가 필요시되는 경제, 특히 규제가 상대적으로 많은 개도국경제에서는 내국인보다는 외국인이 규제완화의 필요성을 심각하게 느끼고 규제완화를 요구하게 되기 쉽다. 자국에서 경제활동을 할 때에는 상대적으로 자유로운 여건하에서 활동을 해 왔을 것이기 때문에 이들은 외국에 진입하여 불편과 제약울 더 많이 느끼게 될 것이기 때문이다.

외국인들은 어떤 시장의 경우에는 진입하는 것조차 거부당하거나 제한당할 수 있다. 여기에서 이들은 우선 진입허용을 요구하게 되고 그것이 개방화의 요구로 나타나게 된다. 이렇게 보아 좁은 의미에서의 개방화는 외국인의 진입을 허용하도록 뜻하는 것이며, 진입을 허용하고 난 이후의 시점에서 보면 외국인의 진입을 허용한 경제는 그 이전보다 더 자유화되어 있는 것으로 된다. 즉 개방화란 외국인의 진입과 관련하여 인지된 자유화라고 할 수 있다.

그러나 외국인은 다른 나라에 진입하여 그곳의 제도와 관행이 자국에서의 그것과 다른 경우 그런 것을 고쳐 자국의 관행이나 제도와 같게 만들어 줄 것을 요망하게 되기가 쉽다. 즉 외국인은 진입만으로는 만족하지 않고 제도와 관행의 변경 내지 자유화를 요망하기 쉽다. 이들은 후술하는 바와 같이 아직까지의 국제관행인 內國民待遇(national treatment)의 원칙 대신에 相互主義(reciprocity)를 요구하기 쉽다. 여기에서 진입 이상 제도와 관행의 자유화의 요구를 넓은 의미의 개방화로 인식할 수도 있게 되는 것이다.

3.2.2. 段階的 自由化

외적으로 유래하는 개방화의 요구 및 내적인 필요에 따라 시행되는 자유화의 제반 조치는 그것이 의도하는 바를 달성하도록 하는 것이어야 하되 의외의 부작용을 초래하는 것이

되어서는 안 된다. 미시경제적 차원에서의 조치라고 할 수 있는 자유화를 시도하다가 예컨대 거시경제적 차원에서의 안정성을 잃거나 정치사회적인 마찰을 가져와 결국 자유화조치를 포기하거나 중단할 수 밖에 없는 처지가 되어서는 곤란할 것이기 때문이다. 여기에서 자유화는 그것과 관련을 가지는 경제사회의 여러 측면과의 관련을 무시한 채 그것 단독만을 고려하여 시행할 수는 없다는 것을 인지할 수 있다. 자유화는 마땅히 그것의 여건이 되는 정치사회적 상황과 거시경제적 사정을 감안하면서 이들과 화합하는 것으로 되어야 한다.

이른바 자유화의 順序와 速度에 관한 문헌은 이렇게 주위여건과 화합하고 중단이나 후퇴의 가능성으로부터 해방되는 자유화를 추진하는 방법을 논의해 왔다. 이러한 문헌에서의 논의를 간략히 정리해 보면 아래와 같다.

1) 經濟自由化의 意義

정부의 규제나 감독을 없애고 모든 경제활동을 철저히 민간의 자유로운 행위에 맡겼을 경우 소위 市場의 失敗(market failure)와 결부되는 부작용 또는 폐해가 나타날 수 있다. 때문에 이러한 부작용이나 폐해를 시정하고 예방하기 위한 방도로서 정부의 간여가 통상 정당화된다. 금융에 대해서는 앞에서 본 바 규제가 정당화된다. 그러나 이러한 규제나 감독은 적절한 정도의 이상 또는 이하라는 의미에서 과다 또는 과소할 수 있으며, 이때에는 소위 政府의 失敗(government failure)라고 하는 새로운 부작용이 나타난다. 관료제의 경직성과 비능률이 나타나기도 하고 부정과 부패가 심해져 민간의 창의적 경제활동이 방해받고 어렵게 될 수 있다.

經濟自由化(economic liberalization) 또는 規制緩和(deregulation)란 정부의 실패를 주목하면서 정부의 규제와 감독의 정도를 줄이고 정부의 역할을 축소하자는 것으로서, 규제로 인해 저상되었던 경제효율을 소위 보이지 않는 손의 작용을 통하여 회복시켜 보려는 것이다. 그러나 정부의 실패를 줄이려는 이러한 노력은 시장의 실패를 재생시키거나 증폭시킬 수 있다. 자연적 또는 제도적 이유에 따라 獨寡占이 불가피하고 진입이 제한될 때, 無賃乘車의 문제를 동반하는 공공재의 문제가 있을 때, 스스로의 행동이 아닌 다른 사람의 행동의 영향력을 받게 되어 소위 外部經濟나 外部非經濟가 존재할 때, 情報不足 기타 제도적 사유에 따라 가격조정이 신속성 있게 이루어지지 않을 때에는 아무런 제한을 받지 않는 사적 행위가 경쟁시장이 내포하는 효율성 및 적정성을 보장하지 못하고 시장실패 현상을 가져오기 쉽다. 따라서 이러한 경우에는 무조건 정부의 간여를 줄이는 것이 최선의 방도가 될 수 없다.

추상적으로 말한다면, 시장의 실패로 인한 폐해와 정부의 실패로 인한 폐해의 합이 최소화되게끔 민간의 자유활동과 정부의 간여의 配合(mix)이 결정되어야 할 것이다. 그리고 민간의 활동에 대한 제한을 완화하는 경제자유화란 이러한 배합과 상응하게끔 실제화되어야 할 것이다. 물론 이러한 과업을 이루어낸다는 것은 결코 쉬운 일이 아니다.

개방거시경제론에서는 국제경제를 재화와 서비스의 생산이 이루어지는 실물부문, 생산요소인 노동과 자본이 거래되는 노동부문과 금융·자본부문, 대외거래의 매개수단인 외환이 거래되는 외환부문으로 나누어 논의한다. 경제자유화를 생각하는 데 있어서도 이것에 대응하게끔 실물시장의 자유화, 노동시장의 자유화, 금융·자본시장의 자유화, 외환시장의 자유화를 각각 구분하여 생각할 수 있다. 그리고 어느 시장에서든 자유화조치가 있고 나면 그 시장은 보다 경쟁적으로 되고, 가격기구가 작용하는 영역은 넓어진다. 시장참여를 제한하는 것, 가격변동폭을 제한하는 것, 양적 규제, 특별한 의무나 부담을 부과하는 것 등이 경쟁을 제한하는 실제적 요인들인데, 경제자유화조치 이후에는 이들 제한요인의 영향력이 약화되어 관련시장이 훨씬 더 경쟁적이 될 수 있다.

실물시장에서의 價格上限制나 생산활동에 대한 규제와 감독, 노동시장에서의 最低賃金制나 조합원 대비 비조합원의 차별화, 금융·자본시장에서의 利率上限制나 금융기관 설립 및 신상품 거래의 인허가제, 외환시장에서의 換率統制나 외환거래자자격의 제한 등등이 이들 각각의 시장에서의 경쟁제한요소들이며, 이러한 경쟁제한요소를 제거하거나 약화시키는 경제자유화조치로써 각개 부분은 더욱 자유화되고 경쟁적이 된다.

대부분의 나라에서는 경제활동을 하는 사람이 자국민이나 또는 외국인이나에 따르는 사실상의 차별화가 있다. 흔히 외국인의 활동 또는 외국인의 활동과 관련을 가지는 내국인의 활동은 순수한 내국인의 활동보다 더 제한받는다. 예컨대 외국인의 생산물을 자국시장에 가져다 파는 것을 차별하는 것이 수입제한인데, 이것이 실물부문에서의 규제의 주요 내용으로 되어 왔다. 노동시장에서의 차별화는 다른 어느 부문에서의 차별화보다 극심한데, 모든 나라의 移民政策은 외국인 노동자가 자국의 노동시장에 임의로 진입하여 노동을 공급하는 것을 금지하고 있다. 금융·자본시장에서 외국 금융기관의 신규진입은 자국 금융기관의 신규진입보다 더 어려우며, 자본을 자국에서 외국으로 이동시키거나 외국에서 자국으로 이동시키는 것은 많은 나라에서 특히 외환시장을 관리하는 방식을 통하여 통제되고 있는 대상이다.

외국인 공급자에 대한 차별화는 몇 가지 이유에 의거하여 합리화되기도 한다. 교역의 이익을 증가하는 교역의 폐해, 특히 經濟從屬의 위험이 있으니 이를 회피하기 위하여 외

국민과의 거래를 별도로 취급해야 한다는 것, 통상 어디서나 失業이 문제인데 외국인 공급자의 서비스공급이나 외국인 노동자의 진입이 실업문제를 더욱 심각하게 만든다는 것 등이 외국인의 차별화와 관련하여 얼른 생각할 수 있는 이유들이다.

그러나 국제교역이 긴밀해지고 외국인에 대한 차별이 부당한 경우가 널리 인정되면서, 특히 국내 독과점공급자의 독과점행위를 해결하는 데 외국인 공급자의 진입허용이 매우 효과적인 수단이 된다는 점이 인식되면서, 외국인 공급자에 대한 차별은 점차 완화되고 시정되어 가고 있다. 이에 따라 대외거래의 자유화가 시도된다.

2) 對外去來自由化의 順序와 速度 및 巨視的 安定化의 維持

경제자유화의 한 차원인 對外去來自由化란 무역거래, 자본거래, 서비스거래 등 대외거래에 있어 종래부터 있어온 정부의 간여와 제한을 완화 내지 철폐하는 것이다. 경제사회 내에 왜곡이 많고 경직성이 격심하여 자체적으로는 충분히 경쟁적이지 못한 양상을 극복하기 어려운 때, 밖에 대해 문을 열어 대외거래를 보다 자유롭게 함으로써 경쟁성을 확보해 보려는 것이다.

• 對外去來自由化 順序에 관한 常識

대외거래자유화의 순서에 대한 각종 논의에서 널리 동의되어 상식이라고까지 받아들여지게 된 내용은 貿易自由化를 가장 먼저 단행하고, 그 이후에 국내금융의 자유화를 이룬 뒤, 국제자본이 자유롭게 이동할 수 있도록 하는 資本自由化를 조치하라는 것이다. 무역자유화와 관련하여서는 먼저 쿼타제 등 양적 규제를 풀고 나중에 관세율을 낮추는 등 가격에 대한 제한을 제거하라는 것이다.⁽²⁾

이러한 논의는 자유화를 시행해 나가야 할 경제에, 독과점이 존재하거나, 당시 자유화되어 있지 않은 상태에서 출발하여 자유화해 나감에 있어 상당한 調整費用(adjustment cost)이 든다거나, 외부경제현상이 존재하여 사회적인 효용이나 비용과 개인적인 효용이나 비용이 동일하지 않다는 의미에서 각종 歪曲(distortion)이 존재하고 있음을 논의의 출발점으로 한다. 또 많은 경우 상당한 인플레이션이 진행되고 있으며 財政赤字도 무시할 수 없을 만큼 큰 상황을 자유화 시도의 배경상황으로 한다. 이러한 상황에서 출발하여 시장기구의 역할을 증대시키고 경쟁을 강화함으로써 기존의 왜곡을 시정하거나 왜곡이 가져오는 후생면에서의 손실을 줄여 보려고 하는 데 자유화 노력의 본질이 있다고 여긴다.

이러한 논의는 자유화조치로써 경쟁이 심화되고 특히 대외개방이 이루어지게 됨으로써

(2) Corbo and Melo(1985), Corbo, Melo and Tybout(1986), Edward(1985), Krueger(1984), Ramos(1986) 등에서의 논의이다.

효율은 증대될지 모르나 소득분배가 악화될 가능성을 외면하지는 않는다. 또한 자유화조치가 기존 경제정책이나 정치사회적 조치와 상충하게 되거나 그것으로 손해를 보는 이해관계집단의 반발을 불러일으켜 자유화가 본래의 의도대로 성공할 수 없을 수도 있고, 또 자유화조치가 틀림없이 시행될 수 있으리라고 국민들에게 강한 신뢰감을 심어주지 못하여 실패할 수 있음도 인정한다. 이러한 사유에 따라 시장경쟁을 제한하는 외부경제성이 있거나 가격신호가 변화하더라도 시장의 수요와 공급이 신속성있게 적응하지 못하는 등 경제사회적 경직성이 존재하는 경우에는 그러한 것이 없는 경우에 비해 자유화의 속도가 상당히 지체되리라고 본다. 또 자유화가 소득분배를 악화시키거나, 일시적으로 실업을 크게 증대시키거나, 어떤 특정한 이익집단의 매우 큰 반발을 불러 일으킬 때에는 자유화의 속도를 늦출 수밖에 없다는 정치경제적 제약도 수긍한다.

효율성 제고를 위해서는 경제자유화가 추진되어야 한다. 그러나 자유화조치 때문에 경제전체의 안정성을 깨게 되어서는 안된다. 이런 의미에서 거시적 안정성은 경제자유화의 선결조건이 된다 할 수 있다.

• 信賴받을 수 있는 自由化와 自由化의 速度

비록 올바른 자유화의 순서를 따라 자유화를 시행한다고 하더라도 국민들로부터 그러한 자유화조치가 신뢰받을 수 없다면 자유화는 성공하기 어렵다. 자유화는 그것의 집행이 성과를 낼(feasible) 수 있을 때 추진되어야 하며 이를 위해서는 자유화에 대한 국민들의 신뢰성을 확보할 수 있어야 한다.

신뢰성을 확보하기 위해서 특히 유의해야 할 것은 각종 경제정책이 서로 모순되어서는 안되겠다는 것이다.

아르헨티나에서는 1973-1982년의 경제자유화 실험기간 중에 인플레이션을 수속하기 위해서 평가절하의 계획을 미리 발표하는 이른바 '타블리타(tablita)' 정책을 채택하여 자유화 추진노력의 주요 내용으로 삼은 적이 있다. 그런데 계획된 스케줄에 따라 평가를 조정하겠다는 이러한 정책조치는 당시의 극심한 재정적자 등 상당한 인플레이션을 사실상 지속시키는 데 기여하던 요인과 서로 모순된다고 민간에게 인식되었다. 그에 따라 계획한 대로 평가를 바꾸겠다는 정책은 국민들에게 신뢰받을 수 없었고 때문에 그것은 기도한 바를 이룰 수 없었다.

평가절하의 스케줄을 미리 세우고 그것에 따라 평가절하를 하겠다고 공표한 정책조치를 취한 이유는 다음과 같다. 극심한 인플레이션 상황에서는 인플레이션에 대한 사람들의 예상이 인플레이션율을 높이는 중요한 요인이 된다. 따라서 인플레이션을 수속하기 위해서

는 인플레이션에 대한 예상치를 낮출 수 있어야 하는데, 이를 위해서는 한편으로는 자본 자유화를 하면서 다른 한편으로는 평가절하의 계획을 공표한 후 그러한 계획에 따라 평가 절하를 하는 것이 필요하다고 생각되었다.

먼저 자본자유화를 단행하면 크게 보아 利子平衡의 定理(interest parity theorem)가 성립 하게 되어 해외의 이자율과 국내의 이자율은 국내통화의 平價變更의 예상률만큼의 차이를 가지게 된다. 그런즉 먼저 자본자유화를 하여 해외에서의 비교적 안정적인 이자율에 평가 절하의 계획에 들어 있는 정도의 평가변경의 예상치를 합한 것과 같은 정도가 되게끔 국내의 이자율이 일단 결정될 수 있도록 한 뒤, 점차 폭이 줄어드는 평가변경외 계획치에 상응하게끔 국내의 이자율이 단계적으로 낮아지도록 유도한다면, 사람들은 평가변경의 계획에 들어있는 정도만큼 평가변경이 이루어질 것이라고 믿게 될 것이고, 그것에 상응하게끔 평가변경의 예상치의 값을 결정하게 될 것이다. 나아가 이러한 상황이 정착되면 평가 변경의 예상치는 상당한 정도 하향조정될 수 있을 것이다.

그런데 구매력평가설을 상기할 때, 국내의 인플레이션율은 해외의 인플레이션율에다 평가변경의 예상치를 합한 것과 같다. 평가변경의 예상치가 낮은 수준에서 안정되면 국내의 인플레이션율은 해외의 그것에서 크게 벌어지지 않게끔 안정되고, 그로써 인플레이션을 잡을 수 있게 된다.

결국 아르헨티나는 반인플레이션 대책으로서 자본자유화와 평가변경계획의 공표 및 집행이라는 두 가지 정책조치를 채택하였고, 이 과정에서 경제자유화의 마지막 조치라고 인정되던 자본자유화를 단행하였다. 그러나 이러한 조치는 국민들의 신뢰를 받을 수 없었다. 당시의 막대한 재정적자를 방치한 채 자본자유화와 계획에 따른 평가절하만을 한다고 하였기에 사람들이 인플레이션이 수속될 수 있을 것이라고 믿지 않았기 때문이다. 이들 조치와 재정적자의 방치는 서로 모순된다고 보았기 때문에 정부의 계획에 따르는 평가절하의 기계적인 집행과 자본자유화에도 불구하고 국민들은 인플레이션에 대한 예상치를 정부의 의도에 상응하게끔 하향조정하지 않았다.

이러한 실패의 예는 경제자유화조치를 그것의 어떤 단편적인 측면만을 보고 단행해서는 안되리라는 점을 알려준다. 그것은 다른 경제정책들과 조화를 이루고 있어 사람들에게 신뢰받을 수 있는 것이 되어야 함을 알려준다. 특히, 막대한 재정적자라는 거시적 불안정성의 요인을 외면한 채 자본자유화를 했다가는 큰 부작용을 맛볼 수 있다는 것을 알려준다. 이에 따라 이하의 논의에서는 각종 자유화조치란 신뢰받을 수 있는 것이 되어야 한다는 것을 자유화의 선결요건으로 받아들여기로 한다.

나아가 신뢰를 잃을 염려가 생기는 경우에는 자유화의 집행을 일시 중단하거나 유보하여야 한다. 이를 통하여 신뢰를 잃지 않을 수 있고 그로써 종국적으로 자유화를 성공적으로 이루어 낼 수 있겠기 때문이다. 이는 자유화의 집행속도가 미시적인 자유화조치 및 그것의 각종 시장에 대한 영향과 거시적 안정성의 종합적 고려속에서 결정되어야 하겠음을 의미하는 것이며 자유화의 집행이 일방적으로 되기보다 당시까지의 성과와 미래에 있어서의 효과를 감안하면서 이루어지는 일종의 피드 백(feedback process)이 될 수밖에 없다는 것을 의미한다.

3) 金融自由化의 여러 側面

국내의 화폐금융부분의 자유화가 자본자유화 이전에 이루어져야 한다는 인식도 비슷한 필요로부터 유래한다. 우선 화폐금융제도란 본래적으로 자유방임에 맡길 수 없는 公共財(public good)의 성질을 가지고 있음을 상기하자. 화폐금융제도의 근간은 安定的인 支給 決済制度(stable payment and clearing system)이며, 이것의 안정성은 모든 은행이 안전하다고 여겨질 때 확보될 수 있다. 안정적인 지급결제제도는 자유방임하의 은행들의 경쟁만으로는 보장받을 수 없다. 때문에 그것의 보장을 위한 법적·정책적 장치가 준비되어 있어야 한다. 예컨대 중앙은행이 존재하고 적절한 은행감독이 시행되어야 한다. 화폐금융제도의 안전성 확보를 향한 종래의 고려는 이자율상한제, 업무영역제한, 지급준비금의 부과 등을 내포하였고, 그로써 소위 금융억압을 초래하기도 하였다. 그러나 개발도상경제에서의 금융억압 조치는 장기금융이 불가능하거나 불충분하여 장기투자사업을 피할 수 없었던 시장실패현상에 대한 대응노력이기도 하였다.

아무튼 정부규제가 지나쳐 금융억압이 나타났기에 이것을 시정하는 방법으로서 금융자유화가 시도되었고, 그것의 구체적 방법으로서 금융기관을 민영화하고 새로운 금융기관의 설립을 허용하며 감독의 강도를 완화하면서 경쟁에 의한 시장테스트가 규제를 대신해 주기를 기대하게 되었다.

그러나 금융기관끼리의 경쟁이 금융억압의 폐해를 극복하게 되는 것까지는 좋으나 지급결제제도의 안정성을 해치는 데까지 나아가서는 안되겠기에 금융자유화는 매우 조심스러운 과정이어야 했다. 이것은 새로운 상품을 소개하는 금융혁신 및 금융서비스 공급에 있어서의 가격경쟁 등을 가져와야 하나, 그 과정에서 일부 금융기관이 열등한 금융기관으로 인식됨으로써 그것이 제공하는 서비스의 이용이 제한되고 그로써 지급결제제도가 위축되게까지 진척되어서는 안되었다.

그런데 금융자유화가 시행되는 때 자본자유화도 이루어져 외국의 지급결제제도를 이용

할 수 있는 길이 열린다면, 사람들은 금융억압의 영향을 받지 않으면서 최소한 대외자본 거래와 관련하여서는 관련 서비스 제공에 보다 능숙하리라고 여겨지는 외국의 금융기관 및 외국의 지급결제제도를 이용하려고 하게 되기 쉽고, 이렇게 되면 국내의 화폐금융제도는 붕괴할 수가 있다. 알레잔드로(C. Diaz Alejandro)는 이러한 시나리오가 전개될 위험성을 “금융억압과 작별하고 나자 金融破綻(financial crash)이 따라오게 된다”는 식으로 표현하면서 경계하였다(Alejandro(1985)).

이런 상황에서는 수입이 좋은 금융기관(특히 외국 금융기관)에는 인재가 몰리고 금융저축은 종래보다 늘어날 수가 있겠으나 그 이면에 실물부문은 위축되고 국민저축은 늘어나지 않는다는 심각한 부작용이 나타나기도 한다.

종국적으로 모든 국민경제는 건전한 실물부문과 더불어 정상적으로 작동하는 화폐금융 부문을 갖게끔 발전해야 한다. 억압되었던 화폐금융부문이 스스로 경쟁력을 길러 정상적으로 기능할 수 있게끔 점진적으로 자유화가 이루어져야 하며, 이러한 자유화과정에서 자본자유화라는 너무 심한 충격이 있어 금융부문의 경쟁력이 저상되거나 금융부문 자체가 붕괴하도록 방임해서는 안된다.

경계해야 할 이러한 사항을 피하려고 할 때 대외거래의 자유화는 앞에서 기술된 상식을 따라 진행되어야 무리가 없으리라 할 수 있다. 우선 무역자유화를 피하여 실물부문의 왜곡을 시정해야 한다. 교역재의 가격이 국제시장의 그것과 차이를 가지게 되는 요인을 시정하고, 국제시장에서 경쟁할 수 있는 교역재의 생산체제를 구축해야 한다. 이를 위해서는 생산요소의 가격이 요소부존이 알려주는 비교우위를 실현할 수 있는 수준보다 높아서는 안된다. 특히 금융억압의 상황에서는 다른 부문에 비해 너무 높은 자본코스트를 갖는 부문이 존재할 수 있는데, 이는 실물부문이 충분히 효율적일 수 없게 하는 것이다. 따라서 이런 부문까지를 포괄하면서 무역자유화의 성과를 충분히 거두어내기 위해서는 무역자유화를 단행한 후 조속한 시일내에 국내적 금융자유화를 피해 이것이 실물부문의 효율화를 기하는 방도인 무역자유화를 보완하도록 해야 한다.

4. 韓國經濟의 適應方案

소규모 의존경제이고 금융후진국이라고 할 수 있는 우리는 이상에서 적시된 국제금융의 추이 및 제도면에서의 미흡함을 배경으로, 또 경제자유화론에서의 각종 교훈을 따르면서 적응하려 함에 있어서 우리가 불가피하게 지니는 적응능력의 한계를 염두에 두고 변신의

양상을 선택해 나가야 한다. 그러나 이러한 선택을 하는 데 있어 우리는 마냥 자유스러울 수는 없다. 우리는 우리의 적응에 대한 외국의 관심과 요구를 어느 정도 수용하지 않으면 안되기 때문이다. 이하 우리의 금융자유화 여건은 어떠한지를 고려하여 자유화 추진에 있어서의 구체적인 제약요인들을 우선 살펴보자.

4.1. 金融自由化의 興件

4.1.1. 밖으로부터의 要求

우리 경제는 세계경제 속의 하나이다. 때문에 우리는 세계경제의 변화에 대응하여 적응해 나아가야 한다. 다른 나라들은 금융자유화를 추구하여 자국의 금융산업의 경쟁력을 높여 나가면서 그것과 병행하여 다른 나라에 대해 금융시장의 개방을 강력하게 요구하고 있는 바, 우리라고 그러한 추이로부터 유리될 수는 없겠다.

종래 국제적 교역과 관련된 기본적 규칙의 하나가 內國民待遇의 원칙이었다. 그러나 이 원칙의 타당성은 1992년말까지 전개되어 온 EC 시장통합과정에서 의문시되었고, UR협상 과정을 거치면서 그것의 규범성과 강제성은 크게 회색되었다. 이것이 과연 모두가 준수해야 하는 객관적 규범이 될 수 있겠는가 의심받기에 이르렀다.

EC와 미국은 자국기관이 진출한 외국에서 자국 금융기관이 충분한 행동의 자유를 누리지 못할 경우에 자국에 진출한 당해 국가의 기관에 대해서는 자국 기관에 당연히 부여하는 권리와 자유를 모두 허락하지 않겠다는 의사를 비치고 있는데, 이는 사실상 종래의 내국민대우 원칙을 무시하고 相互主義의 방향으로 정책적 선회를 꾀하고 있는 것이라고 할 수 있다.

이 점과 관련하여 특기할 것은 미국계 은행의 영업을 제도적으로 차별하고 있다고 생각하는 국가의 은행들이 미국내에 진출할 경우 그런 은행들에 대해 미국이 내국민대우를 해주지 않겠다는 의사를 보이고 있다는 것이다. 즉 신규업무의 취급을 제한하는 등의 제재를 수단으로 하여 미국은 협상대상국 은행시장 개방의 확대를 꾀하고 있으며, 이를 위하여 종전의 금융서비스 공정거래법안(일명 금융보복법안)을 1994년 9월에 內國民待遇 銀行法案(national treatment banking bill)으로 개칭하여 하원 은행위원회를 통과시킨 적도 있다. 이것이 중국적으로 법제화될 경우 그것은 미국행정부로 하여금, 은행시장에 한정되기는 하겠으나, 보복결정권을 무기로 하여 상호주의를 추구하도록 할 것이다.⁽³⁾

미국의 금융서비스 공정거래법의 상호주의적 성격이 가장 분명하게 나타나는 부분이 미국에 진출한 외국기업에 대한 과세와 관련된 것이다. 이것은 미국 주재 기업의 실제 영업 실적에 관계없이 그 기업의 세계 전체에서의 이익의 일정부분을 미국에서 발생한 것으로

추정하여 징세하겠다는 것인 바, 미국 기업에 대해서는 같은 방법을 원용하고 있지 않아 결과적으로는 외국기업에 대해 내국민대우를 배제하는 것이 되고 있다. 미국의 이러한 기도는 다국적기업과 관련된 이른바 이전가격문제에 대한 대응으로서 나타났다는 데서 특히 주목할 만한 것이다.

한편 이 법을 제정하려는 것을 계기로 하여 미국은 여러 나라에 대해 불편사항을 토로하고 있는데, 인도네시아에 대해서는 소유권제한, 브라질에 대해서는 외국인의 주식소유 및 거래 제한, 일본에 대해서는 인수 및 기금관리업무에서의 외국인의 배제, 우리에게 대해서는 외환관리 및 상품도입에 있어서의 자유재량성 제한 등을 적시하고 있다.

이 변화는 GATT에서 인정된 원칙인 “개도국에 대한 상이하고도 특별한 취급의 원칙”을 적어도 금융부문과 관련해서는 더 이상 받아들이지 않겠다는 것이다. 그리고 이것은 상대적으로 덜 자유화된 금융제도를 가지고 있는 나라에게는 큰 부담이 될 수밖에 없다.

과거 내국민대우의 원칙하에서 상대적으로 더 자유화된 금융제도를 가진 나라와 그러하지 못한 나라 사이의 관계를 보면, 전자의 금융기관이 후자에 진출할 경우 자국에서보다 더 제약된 상황에서 활동해야 했고 후자의 금융기관이 전자에 진출할 경우 자국에서보다 더 개방된 상황에서 활동해 왔었다. 이러한 상황은 더 제약된 여건에서 일해야 하는 금융기관에게는 큰 불편을 주는 것이었으나, 덜 제약된 여건에서 일하는 기관에게는 행운이었다. 이러한 양상은 내국민대우의 원칙하에서는 어느 누구도 어찌할 수 없는 불가피한 非對稱性으로 인지되었으며 모두가 그것을 감수하였다고 할 수 있다. 그런데 위에서 적시한 EC와 미국의 최근 태도 변화는 이러한 상황을 더 이상 불가피한 것으로 받아들이지 않겠다는 것으로서, 상대적으로 덜 자유화된 제도를 가진 나라로 하여금 금융제도를 보다 자유화된 제도로 신속히 바꾸도록 강제하는 요소로 되고 있다.

주지하는 바와 같이 지난번의 UR 금융서비스협상에서는 국제적 금융서비스교역에 대한 새로운 규칙이 정립되지 못했다. 1995년 6월 미국을 제외한 채 타결된 WTO 금융합의도 불안요인을 갖고 있다고 할 수밖에 없다. 따라서 현재로서는 이상의 문제에 대한 결말이 예견대 WTO 차원에서 어떻게 귀결될지 확언할 수 없다고 하겠다. 그러나 우리가 원하는 원하지 않든 우리는 미국과 이른바 金融政策協議(financial policy talk)라는 쌍무간 협상제도를 가지고 있고 미국은 이 경로를 이용하여 우리에게 여러 가지 변화를 강력히 요구하

(3) 금융서비스공정거래법안은 불공정거래를 하는 나라에 대한 보복결정권을 미 재무부에 주고 있어 외교통상정책의 추진을 일원화해야 한다는 원리에 반하게 되었기에 1993년 7월 폐기되었다. 그러나 동년 9월 같은 내용이 내국민대우대은행법안으로 가결되었다[한국은행(1994 9 20)].

고 있다. 그러한 즉 우리는 이러한 사실을 우리의 재량성이 발휘되는 금융자유화에 대한 제약요인으로 인식하지 않을 도리가 없다.

4.1.2. OECD 加入등과 關聯된 考慮

우리는 OECD에 가입할 것을 고려하고 있다. 그런데 이 기구의 회원국이 되면 그것에 기인하는 몇 가지 이점도 누리게 되고 또 부담도 지게 된다. 이러한 부담중에는 자본거래의 자유화를 목적으로 하는 상당히 구체적인 부담이 있는 바, OECD의 회원이 되어 우리가 이런 부담을 지게 된다면 그것은 우리가 금융자유화의 최선의 순서와 속도를 선택하는데 대한 실제적 제약요인이 될 것이다.

OECD 회원국이 됨으로써 누리게 되는 이익으로는 여러 가지를 생각할 수 있다. 우선 국제경제의 여러 측면에 대한 최신정보를 신속히 획득할 수 있겠는데, 이 이점은 우리가 하기에 따라 대단한 것이 될 수도 있고 별거 아닌 것이 될 수도 있겠다.

우리가 OECD 회원국이 되면 우리 경제의 대외기반이 확충되고 국가이미지가 제고될 수 있다. 나아가 경제정책 및 제도운영면에서의 선진화, 세계화를 이룰 수 있어 경쟁력제고의 실질적 수단을 보다 용이하게 마련하게 될 수도 있다.

이에 즈음하여 우리는 스스로 필요한 변신을 할 수 있는 능력을 지니고 있는지를 심히 검토해 보아야 한다. 스스로 필요시되는 변신을 할 능력이 없기 때문에 외국에 의해 매를 맞아야 제대로 규제완화도 하고 후술하는 바 올바른 規制-再規制(deregulation-reregulation)의 체계도 정비할 수 있는지를 정말 심각하게 점검해 보아야 한다. 우리가 매우 경직적이고 자력으로 그러한 타성으로부터 벗어날 수 없다면 보다 갖고 강하게 외국의 영향력을 받는 것이 바람직하고, 이러한 경우에는 OECD에의 가입으로는 큰 이득을 볼 수 있을 것이다.

OECD 회원국이 됨으로써 국제금융시장에서 누리게 되는 이익도 감안해야 한다. 우리는 개도국중에서는 국제금융시장을 비교적 많이 이용해 온 나라이기에 이런 면에서의 이익이 사소하지는 않을 수 있다. 그러나 이것은 OECD의 기왕의 상임이사국들이 누리는 정도로 클 수는 없을 것이다.

우리는 아직 개도국의 범주에 들어가는 나라이다. 그러나 일단 우리가 OECD 회원국이 되고 나면 그때부터는 당연히 이상의 것들과 관련된 개도국으로서의 특권을 잃을 수밖에 없다. 따라서 우리가 OECD에 가입한 뒤 더 이상 개도국으로 인정될 수 없게 됨과 더불어 잃게 되는 특권 상실은 특실계산에서 손실항목으로 기록되어야 할 것이다.

우리는 벌써 受援國으로서의 처지는 졸업했다고 보아야 한다. 때문에 원조를 받지 못하

게 된다는 것 등은 사실상 손실이라고 할 수 없다. 반면에 우리 산업계는 적어도 당분간은 유럽과 일본으로부터 GSP 혜택을 받을 것으로 기대하고 있는 듯 보인다. 때문에 우리가 OECD 회원국이 되면서 GSP 혜택을 잃게 되는 것은 주요한 부담요인으로 계산되어야 하겠다.

OECD 회원국이 되고 나면 우리도 GNP의 0.3% 정도를 공적 원조로서 공여해야 할 것이다. 참고로 보면 근년 우리는 GNP의 0.02%에 상응하는 돈을 사실상의 원조자금으로 일부 개도국에 공여하고 있는 바, 앞으로 우리가 OECD 회원국이 되고 나서는 원조규모를 현재의 15배 정도로 증대시켜야 한다는 이야기가 된다. 종래 GNP의 0.02% 정도를 원조 목적으로 공여하다가 그것을 갑자기 0.3% 정도로 늘여야 된다는 것도 상당한 부담이 될 것이다. 우리의 처지에서는 이와 상응하는 GNP 0.28% 정도의 돈을 외국에 원조하는데에 쓰기보다 과학기술투자를 위해 쓰거나 교육부문의 하부구조의 확충을 위해 쓰는 것이 더 긴급하다고 생각될 수도 있기 때문이다.

우리가 OECD 회원국이 될 경우 지니게 될 제일 큰 부담은 회원으로서 그것의 각종 자유화 규정, 특히 자본자유화 규정을 준수하지 않을 수 없게 됨에 따라 반사적으로 지게 되는 것이 되리라 여겨진다. 즉, 개도국이기에 허용됐던 바, 단계적이고 점진적인 자유화를 추구할 수 있었던 재량성을 잃게 되는 데서 나타나는 부담이라 하겠다. 과연 이것은 우리가 경제자유화의 순서와 속도에 관한 교훈을 준수하고 가능한 한 최대한의 내실을 기해 가면서 점진적인 자유화를 시행해 가는 데 대한 최대의 제약요소가 될 것이라 보여진다.

외부로부터의 요구에 밀려 내적 효율화를 추구하는 일을 포기하게 되는 것은 바람직하지 않다. 그런데 OECD 가입을 전기로 하여 내적인 사정이 어떠한 불문하고 외적인 요구에 부응하지 않으면 안될 가능성이 없지 않다. 이렇게 되면 우리는 자신의 처지에 적합한 자유화의 순서와 속도를 선택해 시행할 재량성을 잃게 될 위험이 있는 바 이것이 OECD 가입으로부터의 가장 큰 부담이라 하겠다.

결국 우리의 OECD 가입과 관련하여 가장 큰 관건은 우리가 가입할 때 점진적 자유화를 할 수 있게끔 자유화에 대한 양허조치를 상당한 정도 許與받아 가입 이후에도 우리에게 적합한 속도의 자유화를 추구할 여지를 확보할 수 있느냐의 여부라고 하겠다.

구체적으로 보아 우리가 OECD에 가입하려고 할 때 가장 문제가 될 것은 법적 구속력을 가지는 결정의 형태를 띠고 있으면서 57개 항목으로 되어 있는 경상무역의 자유화규약과 91개 항목으로 되어 있는 자본이동 자유화규약의 양대 규약이다. 재정경제원은 현재

우리는 이들을 각각 30개 및 12개 충족시키고 있는 정도라고 'OECD 자유화규약 수락현황'이란 분석자료에서 밝히고 있다. 이러한 사실속에 내포되어 있는 우리의 유보항목의 수는 기존 OECD 회원국이 평균적으로 유보하고 있는 전자의 7-8개 및 후자의 18개와 비교될 수 없을 정도로 큰 것이다. 현재 우리의 자유화 수준이 이들의 평균수준에 훨씬 못 미친다는 것을 알려주는 바라 하겠다.

우리는 우리의 외환 및 자본거래관련 제도의 자유화계획으로 이른바 '블루프린트'라고 지칭되는 계획을 가지고 있다. 그런데 이것의 내용이 차질없이 시행하게 된다고 할 경우 1996년에 가면 우리는 위의 두 규약을 각각 44개 및 47개 항목 충족시킬 수 있게 될 것이라고 예견되고 있다. 그에 따라 OECD가 가입시 우리가 충족시켜야 할 자유화의 수준으로 회원국의 평균 정도를 요구하게 될 경우 우리는 가입에 어려움을 맛보게 되든지 아니면 블루프린트의 내용 이상으로 자유화를 가속시키지 않으면 안될 것이다.

이와 관련하여 가장 최근 OECD에 가입한 멕시코는 기존 회원국이 대부분 유보하고 있는 항목에 대해서도 유보를 철회하였고 또 NAFTA규정에 따르는 모든 자유화조치를 OECD 회원국에게도 확대 적용하기로 함으로서 기존 회원국을 만족시키게 되었다는 해석도 있어 이 양대규약과 관련하여 상당한 정도 양허를 받을 것을 낙관할 수 없게 하고 있다.

자유화 규약의 준수 가능성에 대한 이러한 총체적 판단은 금융자본부문의 여러 세부 부문에 대한 분석에 의해 보완되고 있다(김세원 외(1995)). 첫째, 지불서비스, 은행 및 투자서비스 등 7개의 소항목을 가지고 있는 은행 및 금융서비스 시장의 자유화에 관련하여 기존 OECD 회원국의 자유화 유보 현황과 우리의 그것을 세세히 비교 분석한 다음 우리의 대응자세에 대해 언급하고 있다. 우선 이 부문에서의 자유화규정이 선진국들로서도 수용하기 어려운 정도의 이상적 내용을 담고 있기 때문에 모든 회원국에서 이 부문의 유보가 다른 부문의 유보보다 더 높게 나타나고 있다는 점을 주목하고, 그 이유가 이 부문에서의 자유화조치가 자본이동과 밀접히 관련되어 있기 때문일 것이라고 추정한다. 다음 내국민대우의 원칙을 지키는 OECD의 체제 하에서 일단 어떤 시장에 진입하기만 하면 외국 인도 내국민과 동일한 대우를 받을 수 있다는 점을 상기하면서 이 부문에서는 진입장벽의 문제가 협의의 초점으로 되고 있으며 그 다음에 업무영역의 확충의 문제가 제기되고 있음을 주목한다. 이에 따라 이 부문에서 자유화를 꾀함에 있어 대외개방에 대해 신중할 필요가 있음을 주문한다. 보다 자유화된 체제에 적응하는 데에는 일정한 시간이 소요됨을 상기하고 정부는 외부적 자유화에 앞서 내부적 자유화를 진척시키면서 우리 금융시장으로

하여금 자율화체제에 적용할 수 있는 시간을 허여해 주어야 할 것이라고 요망한다.

보험부문에서는 사회보장 및 사회보험, 국제교역상품관련 보험 등 8개 세부항목에 대한 자유화 규약의 내용을 밝히고, 현재의 쟁점사항이 되어 있는 것이 보험사업자의 사업적 주재 및 영업조건에 관한 자유의 문제와 보험서비스의 국경간 거래의 문제임을 적시한다. 다음 이들 세 부분 각각에 대한 OECD 회원국의 자유화 정도 및 유보현황을 밝히고 우리가 OECD에 가입할 경우 우리 보험시장이 당면하게 될 영향에 대해 생각해 본다. 특히 상업적 주재, 보험모집의 채널, 보험상품의 개발과 모집자유화의 측면에서 가장 큰 영향을 받게 될 것으로 예상하고 이에 대응하기 위해서는 전문인력을 육성하고 인수기법을 개발하고 체계화해야 하며, 위험관리능력을 제고하고, 잠재적인 구매자시장 수요에 대응하는 보험상품을 개발하며, 자산-부채관리기법등 선진금융기법을 도입하는 데 부지런해야 할 것임을 적시한다. 나아가 보험산업의 해외진출이나 보험감독 및 규제 투명성 제고 등 보다 적극적인 해법도 제시한다. 나아가 이 부문의 자유화가 종국적으로는 자본이동거래에 심대한 영향을 미치게 될 것이라는 점을 다시 상기하고 보험산업의 개방이라는 직접적 효과 이상의 간접적인 효과도 감안하여야 한다는 점을 언급한다.

증권시장부문에 대해서도 증권거래관련 자유화규약의 내용과 이사회의 권고사항을 적기하고 그런 것들과 관련된 우리나라의 제도를 검토하고 있다. 이러한 검토를 통하여 우리의 자유화 유보정도가 OECD 회원국 중에서는 개발도상국이라고 볼 수 있는 그리스, 아이슬란드, 멕시코, 폴투갈과도 비교할 수 없을 정도로 높으며 내용적으로도 최근 가입한 멕시코보다 매우 제한적이라고 판단한다. 그리고 우리가 이러한 격차를 점진적으로 줄여 나가야 1999년에 가서 OECD 선진국의 유보 수준에 이르게 될 것이라고 전망하고 있다. 이러한 격차를 그대로 두고 OECD 가입의 협상을 지속할 수 있을런지는 언급하지 않은 채 이 책은 이어 증권시장의 자유화시 나타날 거시경제적 효과와 증권시장에 대한 영향을 고려해 보고 있다. 전자와 관련해서는 자본이동의 효과를 올바르게 예측, 파악하고 단계적으로 대응할 수 있어야 할 것이고, 후자와 관련하여서는 외국인 투자한도를 점진적으로 확대하되 경영권의 유지 확보를 위해 이와 관련된 특별 조치도 있어야 할 것이라고 주문하고 있다.

단기금융시장과 관련하여서도 OECD에서의 자유화규약의 내용, 모든 회원국의 유보현황을 검토하고 우리의 현황도 살펴보고 있다. 단기금융시장이 금융의 다른 어느 것보다 자본거래, 특히 단기자본이동과 가장 밀접히 관계되고 있음을 감안하여 우리가 단기금융시장의 대외개방에 대해 상당히 엄격함을 인지하고, 현재의 상당한 국내외 금리차하에서

이 시장을 개방하는 것이 가져 올 국제경쟁력이나 물가 등에 대한 불안을 걱정하고 있다. 이에 따라 우선 내부적 자유화와 활성화를 추진하면서 국내외금리차를 줄이도록 해야 하고, 단기자본거래의 자유화 이전에 장기자본거래의 자유화를 꾀해야 하며, 단기자본시장을 개방함에 있어서 원화시장과 외화시장의 상황에 맞추어 충격이 적은 것부터 순차적으로 해야 하며, 자본유입에 대한 것보다 자본유출에 대한 것을 먼저 자유화해야 하고, 유통시장보다는 발행시장을 먼저 자유화해야 하며, 자본도피에 대해서 특히 경계해야 함을 적시하고 있다.

학리적인 시각에 서서 OECD에 대해 연구한 뒤 얻은 이러한 결과가 미처 인지하고 감안하지 못한 여러 사항들이 있을 수 있다. 그러나 그러한 것이 별로 대단하지 않다 하더라도 이상을 볼 때 우리가 OECD에 가입하는 것이 적어도 단기간 동안에는 우리로서 감내할 수 없는 양보를 해야 하는 것이면서 그로써 얻을 것은 별로 없는 현명하지 못한 일이 될 여지가 작지 않다. 아무튼 이 협의체에 가입하기 이전에 우리로서는 보다 다방면으로 이 협의체의 성질과 영향력에 대해 알아야 할 필요가 있다 하겠다.

그런데 이 점과 관련하여서 OECD 가입을 계기로 하여 적절한 양허를 받아 점진적 자유화의 입지를 확보한다고 하더라도 그것으로 모든 문제가 해결되는 것은 아니라는 점을 유념해야 하겠다. OECD로부터 적절한 정도 양허를 받는 경우 현재 우리가 받고 있는 미국으로부터의 일방주의적 압력에서 해방될 가능성이 전혀 없지는 않다고 하겠다. 그러나 그 반대로 설사 우리가 OECD와의 관계에서 점진적 자유화를 추구할 수 있는 여지를 확보했다고 하더라도 그것이 미국의 '一方主義'에 의해 무시될 수도 있겠다.

당연한 이야기이지만 OECD 회원국이라고 해서 모두 같은 수준의 선진사회를 이룩해 놓고 있는 것은 아니다. 이들의 대부분은 아직 개도국의 처지를 벗어나지 못한 우리에게 비해 월등 나은 입지를 가지고 있지만 그리스나 터키 등 우리보다 크게 낮다고 할 수 없는 나라도 있다. 실상 이들은 과거에 마샬원조 수원국이었기에 OECD의 회원국이 되었던 것이요, 그러다 보니 과거 OECD에서는 이렇게 상이한 발전단계에 위치하고 있는 OECD 내 후진국에 대해서는 각종 자유화관련 조치의 약속이나 집행과 관련하여 상당한 자유화 유보조치를 인정하지 않을 수 없었던 것이다. 그럴진데 완전히 달라진 상황에서 새로이 가입하려는 우리에게 과거 후진 회원국에게 양허했던 정도의 유보조치를 용인하려고 할런지는 현재로서는 어느 누구도 단언할 수 없겠다.

흔히 우리는 매우 외로운 외교를 해나가고 있다고 한다. 우리 외교무대가 한정되어 있으며 남북대결의 상황 때문에 다른 나라에 비해 수세에 처하고 있다고 한다. 이런 면에서

볼 때 OECD 가입은 새로운 하나의 외교의 장을 여는 것이 되어 반가운 일이 아닐 수 없다.

그러나 외교적 고립감을 극복하려고 하는 데에는 OECD보다는 APEC을 적극 활용하는 것이 더 효율적이라고 생각되기도 한다. APEC에서도 OECD에서와 마찬가지로 미국, 캐나다, 일본 등 선진국과 교류하면서 많은 정보를 얻을 수 있다. 또 이것을 이용하여 OECD에의 참여를 통해 기대하는 바 미국에 의한 일방주의의 예봉을 회피해 보려고 할 수도 있다. 나아가 그곳에서는 역동적인 아시아국가들이 많이 참여하고 있어 우리와 비슷한 처지에 있는 나라가 많고 또 OECD에서는 얻을 수 없는 역동성의 상승작용에 의한 이익도 기대할 수 있다.

1993년말 미국은 UR 타결 실패시의 대안으로서 APEC을 이용해 보려고 한 적 있다. 당시의 상황에서 UR 타결에 실패하였다면 그것은 유럽, 특히 프랑스 때문이었고, 프랑스 등 유럽국가들은 APEC의 구성원이 아니었기 때문이었다. 그 이후 UR이 타결됨으로써 미국이 APEC에 대해 가졌던 절실한 필요성은 없어진 듯이 보인다. APEC은 이제는 경제 외교를 위한 하나의 마당으로 여기고 있는 정도인 듯하다. 한편 APEC에는 무역투자위원회라는 새 기구가 있고 우리는 그 초대 의장국이기도 했다. 우리로서 외교적 창의성을 발휘할 수 있는 중요한 장이 하나 마련된 것이라 할 수 있다.

현시점의 우리에게서 OECD나 APEC 모두가 정보도 얻고 한정적이거나 정책협력도 시도할 수 있는 외교의 장이라 하겠다. 두 곳 모두가 우리에게서 외교적 고립감을 벗어날 수 있도록 하는 무대가 된다. 한편 APEC에서도 회원국의 경제발전단계에 관한 다소간의 차별을 인정하는 범위내에서 역내에서의 무역 및 투자의 자유화를 꾀하고 있다. 이러한 이상이 실현될 경우 금융시장과 관련하여 나타날 결과는 OECD에서의 자본자유화 및 경상무역외거래자유화 이후 나타날 양상과 대동소이하게 될 것이다.

우리가 외교활동을 위해 쓸 수 있는 재원에는 근본적인 한계가 있다. 때문에 우리는 이들 두 곳에 어느 정도의 에너지를 쓸 것인지를 결정하여야 한다. 그리고 이러한 에너지 배분의 측면에서 볼 때에도 우리는 OECD 가입에 과도하게 경사되는 것을 경계해야 하겠다.

4.1.3. 對內的 要望

종래 金融支援을 받으면서 성장해온 실물부문의 여러 산업들은 계속적으로 금융지원을 받으려고 하고 있다. 대단히 많은 산업에서 다소간의 어려움이 나타나기만 하면 금융지원을 타성적으로 요구하고 있다. 기왕에 政策金融을 받아온 산업 등은 그러한 정책금융을

계속 받을 것을 기대하고 있으며, 금융자유화를 위하여 정책금융을 줄여나가 드디어는 그것을 모두 없애도록 해야 한다는 당위성을 외면하고 있다. 실물부문에서는 실물부문의 요구가 금융부문의 정상적 발전을 해치고 이것이 드디어는 실물부문의 성장에 대해서도 장애요인이 되리라는 것을 정직히 고려하지 않고 있다.

이러한 근시안적 태도는 해외시장에서의 싼 이자율만을 보고 자본자유화를 요구하는 데서도 나타난다. 이러한 요구를 할 때 이른바 利子平衡의 定理(interest parity theorem)가 밝혀 주는 바 異種通貨로 표시된 이자율 사이에 이들 사이의 환율변화율의 예상치 또는 換危險要因(exchange risk factor) 및 외환시장 밖의 요인을 반영하는 政治的 危險要因(political risk factor)이 개재되고 있다는 사실은 의식적 또는 무의식적으로 무시되고 있다. 때문에 외환시장을 둘러싸고 있는 근본요소들(fundamentals)이 변하지 않고 정치적 위험요인이 달라지지 않는 한 이러한 격차가 없어지지 않을 가능성은 별로 감안되지 않는다. 사정이 이러하니 최근의 국제금융시장의 수수께끼라고 적시되는 바 해외투자의 수익률이 국내에서의 그것보다 월등 높고 그것의 分散이 국내투자 수익률의 분산보다 더욱 크다는 점(excess return bias)이나 국제금융시장이 상당히 통합되어 있고 상호간 자본이동의 제한이 없는 선진국들 사이에서도 실제로는 해외투자를 꺼리고 자신의 저축을 국내에다 투자하려는 성향(home bias)을 가지고 있다는 점에 대해서는 더욱 몰이해할 수밖에 없다 [Lewis(1994)].

자본도입이 자유로워져서 많은 자본이 유입되면 일시적으로는 국내의 자금시장에서 자금공급이 자금수요를 능가하게 되어 우리의 원화로 측정된 이자율이 떨어질 수 있겠지만, 머지 않아 환평가의 하락이 예상되고 정치적 위험의 차원에서 위험도의 증대가 인지되어 우리의 이자율이 다시 일본의 엔화로 측정된 이자율과 그 이전에 있던 격차를 유지하는 수준으로 복귀할 것이라는 사실은 의식적 또는 무의식적으로 외면된다. 앞에서 본대로 국제금융시장에서 뚜렷한 현상으로 관찰되고 있는 바 예측가능한 외국투자로부터의 過多 收益의 수수께끼(predictable foreign investment excess return puzzle)는 전혀 고려되고 있지 않다.

우리가 외국의 자본을 들여다 쓰는 나라임을 감안할 때 우리나라의 이자율은 투자국에서의 이자율과 환율의 변화예상을 이외에 투자자들의 모국이 아니라는 사정에 기인하는 바 리스크 프리미엄을 모두 포함하는 것이 되어야 한다. 그렇기에 외국에서의 그 나라의 통화로 측정된 이자율보다는 당연히 높은 수준이어야 할 것이고 최소한 그것들과 단순비교될 수 없는 것이다. 그러나 자본도입을 요구하는 측에게는 이런 점은 관심 밖에 있다.

자본코스트를 낮추기 위해 자본자유화를 요구하는 입장은 또한 우리가 자본을 도입하기로 할 경우 무한대 내지 상당한 규모의 자금을 그때 주어져 있는 이자율에서 도입할 수 있다고 가정하고 있다. 이러한 입장은 우리의 자본도입규모가 증가할수록 국제금융시장에서 차입자로서의 우리의 위험도도 높아진다고 평가받게 되고 그로써 추가 자본도입에 대한 이자율이 차차 높아지게 된다는 점, 즉 해외시장에서의 우리에게 대한 資金供給曲線은 우상향의 정규공급곡선이라는 점을 간과하고 있다.

우리가 자본을 도입하려 할 때의 해외 자금공급곡선이 우상향의 모양을 지닐진대 우리 차입자 중 다른 차입자에 앞서 먼저 자본을 도입하는 차입자에 대한 이자율은 상대적으로 낮을 것이나 나중에 자본을 도입하는 차입자에 대한 이자율은 상대적으로 높아지게 될 것이다. 한편 이들 이자율은 모두 근본적으로는 이른바 한국경제의 信用度(Korean credit rating)에 근거를 두고 결정될 것이다. 따라서 자본을 도입하려는 기업들 사이에서는 낮은 이자율이 적용되는 초기에 다른 기업보다 먼저 차입하려고 하는 경쟁이 벌어지게 될 것이다.

이러한 상황에 임해 우리 전체로서 합리적인 길은 각개 기업체들로 하여금 남보다 먼저싼 이자율의 자금을 도입하려고 경쟁하게끔 방치하는 것이기보다는 주어져 있다고 볼 수 있는 해외의 자금공급곡선을 전제로 하면서 우리에게 적절한 정도의 자금을 도입하도록 한 뒤 그것을 우리 내부에서 합리적으로 배분하도록 하는 일이 될 것이다.

자본자유화란 개별기업의 입장에서 일순간에 인식한 바 해외시장에서의 낮은 자본코스트로 모두 이해될 수는 없는 다면적인 현상이다. 그것은 그것이 국민경제 전체에 끼치는 동태적 효과까지를 고려해야 하는 중차대한 현상이다. 자본자유화를 잘못했다가는 경제전체의 효율화를 위하여 단계적으로 진행시켜 나가고 있는 경제자유화의 전반적 구조를 그르칠 수도 있는 것이다. 때문에 그것은 매우 조심스럽게 추진되어야 하는 것이다.

4.2. 金融自由化의 推進

이제 이상 살펴본 사정을 근거로 하면서 어떻게 금융자유화를 추진해 나아가야 할 것인가를 고려해 보자. 다른 무엇보다도 먼저 우리가 분명히 인식해야 할 것은 금융제도개편 또는 금융자유화란 외부로부터 주어지는 것이 아니고 우리 내부에서 작업하여 이루어내야 하는 과제라는 것이다. 경제자유화를 단계적으로 이루어내려 할 때 어떠한 순서와 속도를 취하며 자유화를 추진해야 하겠는지를 구상하여 가면서 우리 내부에서의 이해관계를 조정하여 기존의 그것과 다른 금융제도를 만들어내야 할 것이다. 이를 위해서는 먼저 세계 전체의 금융구조를 전망해 보고 그 속에서 앞으로 우리 금융부문이 어떠한 정도의 위상을

차지할 수 있겠는지를 대체적으로 결정할 수 있어야 할 것이요, 그런 가상적 상황 안에서 우리가 어떠한 과정을 거쳐 자유화된 금융부문을 갖게 되겠는지를 강구해낼 수 있어야 할 것이다.

4.2.1. 世界 속 韓國 金融産業의 位相

현재 세계금융시장은 汎世界化되어 가고 있다. 금융의 글로벌리제이션 추세는 미국의 뉴욕, 영국의 런던, 일본의 동경이라는 3대 금융센터를 축으로 하면서 진행되어 가고 있다. 이러한 금융센터들은 왕왕 世界金融센터(world financial center)라고 불리우며 휘하에 그것보다 규모가 작은 地域金融센터(regional financial center)를 지니고 있다. 홍콩, 싱가포르, 시드니, 바레인, 취리히, 프랑크푸르트, 파리, 시카고, 샌프란시스코 등이 3대 금융센터 휘하의 지역금융센터라고 할 수 있다.

각개 금융센터에서 활동하고 있는 금융기관에는 여러 종류가 있다. 상업은행, 투자은행 내지 머천트 뱅크, 증권회사, 보험회사, 리스회사, 기타 금융회사 등 여러 가지가 있다. 그러나 글로벌리제이션의 극단에 가서 이들은 이른바 綜合金融을 하는 유니버설 銀行(universal bank)과 한두 가지의 특정한 업무만에 전념하는 金融專門店(financial boutique)의 두 가지로 나누어지리라고 생각되고 있다. 유니버설 은행은 각종 금융업무를 효과적으로 수행하기 위하여 전세계에 걸쳐 독자적 通信網을 깔아 놓는 등 막대한 하부구조관련 투자를 하게 될 터이고 또 전세계적으로 펼쳐져 있는 支店網을 가지게 될 것이다. 결국 유니버설 은행은 그 규모가 대단히 큰 超大型銀行(super bank)이 되기 쉬울 것이다. 반면에 금융전문점은 반드시 매우 큰 규모를 지니지는 않되 한두 가지의 전문취급분야를 가지고 있고 그런 분야에서 나름대로의 경쟁력을 발휘하게 될 것이다. 이러한 극단적 단순화의 상황에서 유니버설 은행은 세계금융센터에 본점을 두고 있는 거대은행 몇 개로 한정되기 쉬울 것이다. 반면에 다른 모든 금융기관들은 사실상 금융전문점의 성격을 띠게 될 것이다.

이러한 구도를 염두에 두고 볼 때 우리나라는 아직 지역금융센터의 반열에도 오르지 못하고 있다고 할 수 있다. 기껏해야 우리나라의 금융시장은 위에서 열거된 지역금융센터의 하부에 위치하는 소지역금융센터에 상응한다고 할 수 있다. 이러한 상황에서 우리나라의 모든 금융기관은 결국은 우리 경제의 금융수요에 최선으로 대응할 수 있다는 데서 경쟁력의 원천을 찾을 수밖에 없는 지역적 금융전문점의 운명에서 크게 벗어날 수 없을 것임을 추리할 수 있겠다.

우리나라의 금융기관들은 본질적으로 우리 시장을 경쟁마당으로 하면서 여기에서 외국

으로부터 진출해온 외국의 금융기관들과 경쟁하는 것을 주된 업무로 하게 될 것이다. 이를 위해서는 외국으로부터의 기관들과 훌륭히 경쟁할 수 있는 경쟁력을 갖추어야 할 것이다. 우선 외국회사들이 취급하고 있는 모든 금융상품을 취급할 수 있는 능력을 갖추어야 할 것이고, 이를 위해서는 국제금융시장에서 기왕에 거래되고 있는 금융상품은 말할 것도 없고 새로이 개발되고 있는 것에 대해서도 상응하는 개발능력을 지니거나 신속히 모방할 수 있는 능력을 갖추어야 할 것이다. 또한 범세계적인 성격을 가지고 있는 거래, 1일 24시간 수행해야 하는 거래도 할 수 있게끔 범세계적 통신망과 지점망을 가지고 있는 세계금융센터의 유니버설 은행과 업무 협조 내지 업무 제휴의 관계를 맺어야 할 것이다. 이러한 때에는 유니버설 은행들 사이의 경쟁관계를 심분 활용하면서 업무 제휴 관계가 일방종속이 되지 않게끔 주의하여야 할 것이다. 이른바 이들과의 公平한 連結(fair connection)에도 유의하여야 할 것이다.

4.2.2. 金融落後의 克復

우리 경제는 실물부문에 비해 낙후된 금융부문을 가지고 있다고 인지된다. 종래 수차례 걸친 5개년 계획을 수단으로 하여 경제발전을 꾀해 오는 과정에서 금융을 산업발전을 위한 최대의 지원수단으로 써 왔던 사정의 이면에서 금융은 독자성을 잃고 자생적으로 발전하지 못하여 실물부문에 비해 뒤떨어지게 되었다는 것이다.

이렇게 금융이 낙후되어 있다는 것이 우리의 금융연관비율이 낮고 금융의 중층화가 다른 나라에 비해 뒤졌다는 것을 의미하기도 하는 바 일차적으로 실물과 금융의 균형된 발전을 도모하고 이차적으로 금융중층화의 추세에 부응하기 위해서는 금융의 낙후를 극복할 수 있어야 한다. 이러한 금융낙후의 극복은 금융자유화를 이루어 시장메카니즘과 상응하는 금융부문을 조성함으로써 가능하게 될 것이다. 금융의 자유화가 이루어지고 나면 금융부문은 정상화되고 그곳의 각종 금융기관들은 외국의 대응하는 기관들과 경쟁할 수 있게 될 것이기 때문이다.

그러나 금융낙후를 걱정하고 있는 현실에서 금융자유화를 이루어낸다는 것은 결코 쉽지 않은 과업이다. 그것은 결국 경제자유화에 대한 큰 구도속에서 단계적으로 추진될 수 밖에 없겠으며 이를 위한 구체적 추진전략을 갖추어 그에 따라 추진되어야 할 것이다. 이에 대해서는 후에 더 언급하기로 한다.

4.2.3. 充實한 金融重層化

금융의 중층화는 작금의 불가피한 추세이다. 그러나 이것은 인위적으로 만들어낼 수 있는 것이 아니고 금융자유화의 분위기와 여건 속에서 각개 금융기관들이 서비스소비자의

평가를 받아가며 부지런히 금융혁신을 행하는 결과로서 얻어지는 것이어야 한다.

우리의 금융중증화는 초기 단계에서는 금융선진국의 과거 경험보다 수월하게 이를 수 있다. 우리 시장에서는 거래되지 않으나 밖의 국제금융시장에서는 상당한 규모로 거래되고 있는 상품이 대단히 많이 있기 때문에 이들을 우선 수입해 거래하는 실험을 할 수 있기 때문이다.

그러나 그러한 상품의 수입은 어디까지나 시장수요에 의해 뒷받침되는 것이어야 한다. 또 그 수입이 일부 기관에게만 허용되는 등 금융상품의 차원에서 기관간에 수입에 차별이 있어서도 안된다. 이러한 것들은 우리에게서 신상품이라고 할 수 있겠기에 이런 것의 수입은 전술한 바와 같이 모든 종류의 기관에 원칙적으로 개방한 다음 그들 사이의 경쟁을 통해 수요에 가장 잘 부응한다는 의미에서 우리 시장에 최선의 것으로 정착되게끔 해야 한다.

파생금융상품이 이런 측면에서 좋은 예를 제공해 줄 수 있겠다. 금융파생상품은 그 거래비용이 낮기 때문에 다른 어떤 종류의 금융상품에 비해서도 널리 거래되게끔 된 것이다. 그것은 실물부문보다 2.5배나 빨리 성장했다고 추정되는 선진 금융시장에서도 금융부문 성장의 중심이 되는 것으로서 오늘날과 같이 이자율과 환율의 변화가 심하고 또 새로운 기술의 개발도 잦아 위험성이 큰 상황에서는 적극 이용하지 않으면 안될 것이다. 그러나 파생금융상품과 관련하여 모든 금융시장의 거래자는 수요자에 불과하고 진정한 공급자란 미국계 투자은행 내지 관련기관 7-8개에 불과하다는 점을 망각해서는 안되겠다. 우리의 경우는 종국적으로 파생금융상품의 수요자가 될 수 밖에 없음을 인지하여 그 이용이 불가피한 최소한의 선에서 우리가 사야 할 파생상품의 규모와 종류를 국내에서의 여과과정을 거쳐 결정하여 그것을 해외에서 사들이는 것이 초점이 될 수밖에 없다는 점을 명심하여야 한다(The Economist(October 7, 1995)).

4.2.4. 投資銀行業務의 定着

미국의 금융제도와는 상이한 금융제도를 가지고 있는 다른 나라에서는 이상의 업무를 반드시 투자은행이라고만 지칭되지는 않는 다른 종류의 금융기관이 담당하고 있다. 일본에서는 이러한 업무를 證券會社(securities company)가 담당하고 있다. 일본에서는 미국과 같이 상업은행업무와 투자은행업무가 각각 서로 분리·독립된 기관이 취급하도록 되어 있어, 이른바 專業主義(sound banking principle)가 채택되고 있다. 그러나 투자은행이라고 불리우는 금융기관은 없는 상태에서 증권회사가 투자은행업무를 담당하고 있다. 단, 일본의 증권회사는 투자은행업무 중 중개업무에 상대적으로 주력하고 있고 기획이나 인수를

상대적으로 소홀히 하고 있다는 느낌도 있다.

종래 영국에서는 투자은행업무를 여러 독립된 기관이 분담해 왔었다. 그러다가 1986년 10월 빅 뱅(big bang)이라고 지칭되는 자유화조치를 취한 것을 계기로 하여 종래 독립적이었던 중개인(broker)과 자버(jobber)의 겸업을 인정하게 되었고, 증권거래소의 회원에 대한 문호를 개방하였으며, 최저위탁수수료제를 폐지하였고, 수수료의 자유화를 허용하였다. 이에 따라 대형 브로커 회사가 주축이 되어 각종 투자은행업무가 통합되어 가고 있다. 또 상업은행들이 투자은행업무를 하는 증권회사 유사기관을 매입하여 투자은행업무에 간접적으로 참여하고 있다.

반면에 독일에서는 兼業主義(universal banking principle)가 인정되어 왔기에 별도로 투자은행이나 증권회사가 없는 상태에서 상업은행이 투자은행업무를 담당하여 왔다. 그에 따라 상업은행이 중개, 딜링, 판매 등을 취급해 왔다. 그런데 대형 상업은행들이 본래의 상업은행업무에 주력하다 보니 투자은행업무에는 상대적으로 소홀할 수밖에 없었다. 그에 따라 독일에서는 어느 금융기관도 기획·인수·판매로 이어지는 발행시장에서의 적극적이고 공격적인 투자은행업무에 대해서 충분한 노하우를 쌓지 못했다는 반성이 있다. 이러한 반성과 더불어 독일계 은행들은 영미의 관행에 따라 운영되어 온 투자은행 유사기관을 매입하여 스스로의 업무 중 취약한 부분을 보충하려 하고 있다.

국제금융시장에서는 겸업주의화의 추세가 현저히 나타나고 있다. 대형 상업은행이 투자은행업무를 취급하기 위해 자회사를 새로이 설립하거나 기존의 투자은행을 매수하고 있으며, 종래 겸업주의를 하던 은행들의 활동이 상대적으로 강화되어 가고 있다. 전업주의의 전통하에서의 은행과 증권회사임에도 불구하고 이들이 공통적으로 취급해도 좋은 업무도 나타나고 있다. 합병과 인수(merger and acquisition), 머천트 बैं킹(merchant banking), 옵션의 거래 등이 이들이 공통적으로 취급해도 좋은 상품의 예가 되고 있다. 종래 중앙은행은 상업은행만을 상대로 하여 감독을 하고 통화관리를 해 왔다. 그러다가 1980년의 銀波動(silver crisis), 1987년 10月の 破局(October crash) 등 위기상황에 임해서는 중앙은행이 직접 투자은행 내지 증권회사를 대상으로 하여 자금지원을 하거나 한정적이거나 감독을 하는 일도 나타나게 되었다. 종래의 전업주의의 관행이 희석되고 겸업주의의 실태가 금융감독의 과정에서도 사실상 인정되게 되었다.

우리 금융경제는 아직까지 투자은행업무에 대해 익숙하지 못하여 투자은행업무라는 용어를 통해 표현되는 다양한 업무를 모두 시험하고 있지 못하다. 그 결과 금융발달이 그만큼 뒤떨어져 있다고 할 수 있고 특히 투자은행들이 선구역을 수행하고 있는 금융혁신에

대해 흡족할 만한 성과를 내지 못하고 있다. 미국의 투자은행에 대응한다고 할 수 있는 기관으로서 증권회사가 있기는 하나 이들은 미국의 투자은행의 업무중 유통시장의 업무에 만 주력할 뿐 금융혁신이 가장 현저하게 실현되는 발행시장의 업무에 대해서는 매우 소홀하다고 할 수 있다. 그 결과 일본에서와 같이 우리나라에서 투자은행업무는 제대로 정착되어 있다고 할 수 없다.

보다 많이 신상품을 도입해 사용하도록 하는 금융혁신에 더 적극적으로 되기 위해서는 투자은행업무를 정식으로 정착시키도록 해야 하겠다. 특히 우리가 상대적으로 소홀히 하고 있다고 할 수 있는 업무인 발행시장의 업무를 비롯한 금융혁신을 동반하는 업무의 취급에 크게 경쟁적이 되도록 금융시장의 분위기가 바뀌어야 하겠다.

4.2.5. 金融革新의 常時化

금융혁신은 금융시장 중 틈새를 메꾸고 사각지대를 해소하는 것으로서 이것이 활발하면 활발할수록 금융시장은 더 효율적으로 되고 완전해진다고 할 수 있는 것이다. 때문에 특히 낙후된 금융부문을 가진 경제에서는 활발한 금융혁신이 일어날 수 있어야 한다. 금융혁신이 상시화되어야 한다.

그런데 이것이 우리나라에서는 그다지 쉽지가 않다. 금융혁신을 의식하고 신상품을 만들어 냈다고 하더라도 그것을 시장에 실제로 내놓는 것이 자유롭다고 할 수 없기 때문이다. 새로운 상품을 소개하는 것이 원칙적으로 자유로운 것으로 인정되어 있지 않고 재정경제원의 담당부서의 재가를 얻어야 하는 것으로 통상 생각되고 있기 때문이다. 이는 새로운 상품의 도입은 반드시 업무영역의 사실상의 변화를 초래하게 될 것인데 업무영역은 행정적으로 결정되어 있는 것이며 그것의 변경은 정식의 조정과정을 거쳐 확정되어야 할 것으로 생각하기 때문이다.

이 문제는 바로 금융자유화의 실제적 집행과 관련된다. 금융시장이 보다 경쟁적인 시장으로 되기 위해서는 새로운 상품을 소개하거나 도입하는 데 별 제한이 없어야 하고 그러한 상품이 시장에서 어떻게 수용되느냐에 따라 시장점유율이 결정되어야 한다. 이에 따라 시장에서 금융서비스수요자들에게 그 필요성이 높다고 평가받는 상품은 널리 거래되고 시장에서 외면당하는 상품은 고사해야 한다. 금융시장에서의 성공은 시장테스트에 의존하는 것이어야 하지 감독관청의 경직적 판단에 좌우되어서는 안되겠다는 것이다.

그런데 금융부문이란 본래적으로 규제를 피할 수 없는 산업이고 지금까지의 역사적 발전과정을 통하여 각개 금융기관들 사이에 독자적인 업무영역이 주어져 있는 것도 엄연한 사실이므로 금융혁신에 대응하여 자유로이 신상품을 개발하여 시장에 도입하는 것은 이러

한 역사적 사정이 부여하는 현실적 제약속에서 이루어지지 않으면 안된다. 여기에서 금융신상품의 자유로운 도입은 종래의 각 기관의 고유상품을 제외하고 새로이 소개되는 신상품을 대상으로 하여 이루어질 수밖에 없는 결과가 나타난다.

결국 금융자유화는 종래 어느 누구의 상품이라고 할 수도 없는 신상품을 대상으로 하여 각개 기관이 아무런 제약이 없이 경쟁적으로 도입할 수 있게 되어야 하고 그러한 것들이 시장에서 어떻게 수용되느냐에 따라 각개 기관의 위상과 시장점유의 정도가 결정되게끔 되어야 한다. 이러한 과정에서는 종래 어느 기관의 고유상품이었던 것이 신상품에 의해 대체되어 시장을 잃게될 수가 있겠으며 그러한 상품은 차차 시장에서 거러되지 않고 퇴역하게 될 것이고 이렇게 시장기반을 잃은 상품만을 고집하는 금융기관은 고사당하게 될 것이다.

종래 우리나라에서는 금융시장의 효율화를 가져오는 이러한 동태적 적응과정이 그다지 활발하였다고 할 수 없다. 묵시적으로 금융신상품을 도입하는 것은 담당관청의 인허가사항이라고 생각해 왔기 때문이다. 그러나 1993년말 UR협상을 종결하는 자리에서 우리는 한미금융협상의 경로를 통하여 미국기관에게 금융신상품의 자유로운 도입을 허용해주시기로 약속하였다. 다른 어느 나라의 기관들보다 더 적극적인 미국계 기관들에게 금융혁신에서의 자유재량성을 허여하기로 한 것이니 이를 계기로 하여 금융혁신의 예가 많아지고 그로써 시장이 보다 경쟁적으로 변화하게 될 것을 기대해 본다. 또 1995년 개인연금이라는 신상품을 은행, 보험회사, 투자신탁회사의 3개 기관에게 동시에 허용하여 이들 사이에서 동일한 상품을 가지고 경쟁이 이루어질 수 있도록 한 것도 금융자유화를 실질적으로 진척시킨 조치라고 할 수 있겠다. 설사 모든 종류의 금융기관에게 신상품을 취급할 수 있도록 한 것은 아니라고 하더라도 이들 3개 기관이 동일한 상품을 가지고 경쟁하여 각자의 경쟁력에 의해 시장을 차지하게 한 것은 우리 금융사에서 획기적인 사건이라 할 수 있기 때문이다.

4.2.6. 段階的 金融自由化의 追求

범세계화, 증권화, 겸업주의라는 외적 추이, 선진금융경제에 못 미치는 금융하부구조, 금융자유화의 순서 및 속도의 선택에 대한 내외적 제약요인들의 조건하에서 우리는 단계적 자유화를 추구해 나가야 한다. 규제완화를 피하고 시장기구의 보다 활발한 활용에 노력해야 한다.

여러 가지 시장실패요인 중 어느 하나만이 존재한다 하더라도 그러한 시장은 완전경쟁시장이 되기 어렵고, 완전경쟁시장이 아닌 경우 가격을 통한 경쟁이 자원배분에 있어서의

효율성을 가져온다는 보장은 없다. 그런데 위에서 보았듯이 금융시장에서는 한정적이거나 시장실패의 여러 요인이 존재하고 있어, 금융시장을 완전경쟁시장이라고 보기는 매우 어렵다. 그러나 시장실패요인의 존재 때문에 경쟁성이 제한되는 정도가 사소한 것이라고 한다면, 앞서 살펴본 바 경쟁시장이 효율적인 자원배분을 가져온다는 명제를 무시하고 자의적으로 시장에 관여해도 좋다고 하기도 어렵다.

금융시장에 대한 신고전파의 시각은 금융시장에서도 장기적으로는 자유로운 진입과 탈퇴가 있어 이윤율을 일정하게 하는 정상적인 금융서비스가격이 성립하게 된다고 본다. 이러한 시각은 금융서비스의 가격이란 당시 주어진 최대한의 정보하에서 결정되는 정상가격이며, 시장에 존재하는 위험성 중 개별적 투자나 저축에 대한 리스크는 다변화를 통해 회피하면 될 성질의 것이고 제도적인 리스크는 그것에 대응하게끔 가격차별화를 하면 적절히 대처할 수 있다고 본다. 총체적으로 보아 금융시장은 가격이 효율적인 배분을 결과할 수 있는 완전경쟁시장이며, 그러한 금융시장에 불안정성이 있다면 그것은 잘못된 정부의 간여 때문이라고 한다. 따라서 정부는 단기적인 視界를 가지고 금융정책을 시행하려고 해서는 안되고, 특히 민간의 합리적 행위에 대해 하등 충격을 주어서는 안된다고 한다. 장기적으로 일정한 실물적 성장률과 대응하는 일정한 통화량증가율을 유지하기만 하면 된다고 한다. 이런 시각은 금융정책의 수행이나 금융규제, 금융감독 등을 일체 부인하고 금융당국은 그저 통화의 일정한 성장률을 지속적으로 유지하는 피동적 태세만을 취하면 좋다는 극단적 시각으로까지 발전하기도 한다.

그러나 이런 견해와 대립하는 시각은 금융시장에서의 시장실패현상을 사소한 것 이상의 본질적인 것으로 보고 자본주의제도 속에 내재하는 불안정성의 주요요인이라고 본다. 금융시장에서의 불안정성 요인은 債務過多負擔(overindebtness), 破局(crisis), 景氣下降(recession) 등을 가져올 수 있으며, 이러한 바람직스럽지 않은 현상에 대처하기 위해서 금융시장은 규제되어야 하고, 금융기관은 감독받아야 하며, 중앙은행이 최후의 대역자로서 금융시장의 불안을 방지할 수 있게끔 대비하고 있어야 한다고 한다.

금융시장의 불완전성에 대처하기 위하여 많은 나라에서 여러 가지 규제제도가 마련되어 왔다. 그런 것들은 시장실패현상을 보완하여 규제가 없었을 때보다 더 나은 자원배분을 꾀하고, 나아가 금융의 공공성도 실현해 보려고 한 것들이었다.

시장실패에 대처하기 위하여 금융규제를 하게 된다는 시각은 정태적인 것이다. 이와 대비되어 규제당국이 그 특유의 목적을 달성하기 위하여 규제를 하게 된다는 동태적 시각도 있다. 특히 경제성장과정에서 많은 자금을 동원하여 특정 목적에 사용해야 할 필요가 있

다거나 특정한 산업정책을 집행하는 과정에서 어떤 부분을 보조해야 할 필요가 있을 때, 이러한 목적을 위해서는 재정 차원의 수단을 동원할 수도 있겠으나 그것보다 정치·행정적으로 비용이 적게 들고 기동성 있게 활용할 수 있는 금융규제의 수단을 이용하게도 된다는 것이다. 이런 시각에서 포스너는 금융규제관, 규제대상을 차별한 다음 특정부문에 대해서는 그것의 이익을 보호하고 보조금을 지급하는 반면 보호받지 못하는 부분에 대해서는 사실상 세금을 부과하는 것과 같은, 사실상의 内部補助金制度(internal subsidization)라고 하였다(Posner(1971)).

이와 관련하여 경제의 다른 부문에서의 효율성 제고를 위하여 금융시장은 다소 비효율적이어야 한다는 케인즈의 관점은 매우 시사적이고 역설적이다(Gowland(1990), Keynes(1971)). 다른 부문에서와 같이 금융시장도 매우 경쟁적으로 되고 나면 최고의 인재들이 금융시장에 모이게 되고 그 이면에서 다른 부문은 최고의 인재들을 잃게 될 것인데, 금융시장에 있어서의 많은 업무는 財를 創造하는 것(wealth creating)이기보다는 지대를 獲得하려는 것(rent seeking)이기 때문에, 금융시장까지도 경쟁적이 될 때 국민경제 전체로서는 인재의 최적배분을 달성할 수 없게 된다는 것이다. 따라서 금융시장은 최고의 인재가 모여 무한의 경쟁을 벌릴 수 없게끔, 그래서 다소간 비효율성도 감지되게끔, 관리되어야 한다는 것이다.

금융시장의 구체적 실체를 보면 어느 나라에서든 규제제도가 있고, 금융기관은 감독을 받고 있으며, 중앙은행이 최후의 대여자로서 존재하고 있다. 금융의 실체를 보면 금융시장에 대한 신고전파의 시각은 비현실적인 추상이다.

나아가 각국에서의 규제제도와 金融監督方式은 각각 상이하다. 유로시장 등 국제금융시장이 확대되고 번성하게 되면서 각국의 제도가 근사해지고 그로써 금융시장이 국제사회 전체적으로 통합되어 가는 경향이 분명 관찰되고 있으나, 이러한 경향에도 불구하고 나라별 차이는 아직 현저하다. 그리하여 우루과이 라운드 협상에 의해 나타난 WTO체제나 1992년 끝낸 유럽통합협상에서는 이렇게 국별로 상이한 제도를 서로 調和(harmonization)시켜 보려고 했었다.

이러한 상황에서 금융부문을 개방하여 자국시장에 외국의 금융서비스 공급자가 진입하도록 하고 또 자국 금융서비스 공급자를 외국에 진출하도록 할 경우 이들 사이에서는 불완전경쟁이 이루어질 수밖에 없다는 점을 감수하여야 한다. 여기에서 금융서비스 공급자의 경쟁력은 어떻게 결정되며, 금융시장을 그러한 불완전경쟁에 위양했을 때 어떠한 효과가 나타나겠는가 하는 것 등이 중요한 문제가 되기 쉽다.

먼저 금융서비스 공급자의 경쟁력과 관련하여 생각해 보자. 어떤 나라이든 금융시장을 지탱하는, 지급결제제도 등 금융하부구조를 구축해 놓고 있고 또 독자적인 규제체제도 가지고 있는데, 나라별로 하부구조를 정비해 놓은 정도나 규제체계의 내용이 상이하다. 나아가 상대적으로는 잘 정비되어 있는 하부구조를 가지고 있고 그다지 엄격하지 않은 규제체계를 가지고 있는 나라의 금융기관이 비교적 높은 경쟁력을 가지고 있다.

하부구조와 관련하여서는 금융산업 전체가 구사하고 있는 정보처리능력이 가장 중요한데, 이는 다시 정보통신기술에 대한 기왕의 투자에 의존한다. 그런데 선진국의 금융산업은 모든 산업 중 정보통신관련투자가 가장 많았던 곳이나 개도국의 금융산업은 그러하지 못하다. 이에 따라 금융산업의 生産性에 있어 개도국은 도저히 선진국에 미치지 못하고 있다.

금융산업의 경쟁력은 국제적인 규제체제에 대한 조화노력에도 의존한다. 각기 상이한 규제체제를 가진 여러 나라들의 규칙을 조화시켜 범세계적인 규제를 정립하려고 할 때 그렇게 정립된 규칙이 어떤 특정한 나라의 기왕의 규칙과 흡사하다면 그러한 나라의 금융기관들은 그러한 규칙에 익숙해 있을 것이고 새로이 적용을 해야 할 필요가 없겠기에 그렇지 못한 다른 나라의 금융서비스 공급자에 비해 우월한 경쟁력을 지니게 되기 쉽다.

금융서비스 공급에 있어서의 경쟁력은 이상의 요인 이외에도 다른 많은 요인에 의해 좌우될 것이다. 그러나 현재의 시점에서 보면 하부구조에 대한 투자, 합당한 규제체제의 존재 여부 및 그러한 여건 하에서 창의적인 활동을 할 수 있는 금융인력의 존재라는 3가지 요소가 다른 무엇보다 중요하다.

각국의 금융기관은 이상의 요인에 따라 서로 상이한 경쟁력을 가지고 있다고 할 수 있다. 그런데 이렇게 각국이 상이한 능력을 가지고 있는 상황을 고려하지 않고 어떤 나라의 금융시장을 무심히 개방한다면, 해외로부터 여러 종류의 경쟁자가 그곳으로 진입하게 될 것이고, 경쟁은 격화될 것이다. 특히 외국으로부터 우월한 경쟁력을 가진 공급자가 진입하게 되면 그러한 공급자가 자국의 금융시장을 압도하게 될 수도 있다.

이에 즈음하여 금융시장의 불완전성에 근거하여 각국의 금융시장이 각각 독자적인 규제체계를 가지고 존립해 왔음을 다시 상기할 필요가 있다. 금융규제의 이유는 그것으로써 금융기관의 건전한 경영을 유도하여 예금자 등 이해관계자를 보호하고, 그로써 안정된 신용질서를 유지하여 국민경제 발전의 기틀을 마련하고자 했던 데에 있다. 이는 각국의 경제발전을 위해서 안정적인 신용질서를 유지하는 것이 절대로 필요하다는 점을 전제로 하고 있는 것이며, 이런 차원에서 信用秩序 내지 金融組織은 國防이나 警察과 마찬가지로

국민경제내에서의 일종의 公共財(public goods)로 인식될 수 있는 것이다. 안정적이고 신속한 지급결제제도가 어떤 사유로 인해 혼란스러워지거나 마비될 때 경제사회 전체에 나타날 혼돈과 어려움을 상상해 보면 신용질서의 공공재적인 성격은 쉽게 이해된다.

그런데 금융개방후 외국의 공급자가 자국의 금융시장을 압도하게 되면 금융의 공공성은 손상되기 쉽다. 외국의 금융기관은 규제당국의 기준이나 철학과 상이한 행동기준을 가지고 있으면서 사적인 이윤극대화에 더 철저할 것이고, 이런 금융기관을 상대로 할 때 규제당국은 효과적인 규제를 함으로써 안정적인 신용질서를 유지하는 데 어려움을 갖게 되기 쉽기 때문이다. 이와 관련하여 일부 금융기관, 특히 범세계적인 차원에서 1일 24시간 영업을 하는 오늘날의 일류 금융기관들은 관련영업지역에 결코 뿌리를 깊게 박고 있지 않아, 가고 싶은 곳이 생기면 언제나 그곳으로 쉽게 가는(footloose) 특성을 가지고 있다는 점을 상기할 필요도 있다.

경쟁력이 우월한 외국의 금융서비스 공급자가 진입하여 금융의 공공성을 훼손할 위험성이 있을 때, 금융시장은 완전한 시장이기 때문에 더 많은 경쟁은 효율적인 자원배분을 가져온다는 추상적 이론에 의거하여, 아무런 대책 없이 금융자유화를 시행하고 그로써 경제발전이 이루어질 것을 기대하는 태도는 정당화되기 어렵다. 이런 상황에서는 각국의 규칙이 조화를 이루고 금융시장이 통합되어 가는 큰 추세에 적응하면서 변화에 대응할 수 있는 경쟁력을 배양해야 하는 동시에 기왕의 규제체제를 조정하여 외국으로부터의 공급자가 자국의 공급자와 팽팽한 경쟁상태를 이루게끔 유도할 수 있어야 한다. 다시 말하면 규제체제를 크게 수정하면서 금융시장을 무조건 자유화함으로써, 외국에서의 사전적 투자에 기인하여 우월한 경쟁력을 가지고 있는 외국 금융기관에 의해 자국의 금융시장이 압도되고 금융의 공공성이 손상을 입을 수도 있는 결과가 나타나는 것을 방지할 수 있어야 할 것이다. 여기에서 단계적, 점진적 자유화가 강구되어야 하겠음이 다시 확인된다.

단순히 금융시장을 경쟁시장이라고 파악하여 가격경쟁의 영역을 무조건 확대하면 된다는 소박한 생각에서 깨어나, 자국의 금융시장의 구체적인 실태를 출발점으로 하면서 범세계적인 금융통합화에의 적응을 목표로 하고 규제체제를 조정하여야 한다. 하부구조의 정비 등 투자를 확충함으로써 외국과의 경쟁에서 경쟁상태를 유지할 수 있도록 해야 하고, 그것에 상응하는 인력도 양성해야 한다. 결국 금융개방은 해외에서의 제도와 시장질서에 상응하게끔 우리의 금융시장을 점진적으로 자유화하는 것이 되어야 하고, 이를 위해서는 해외 금융기관의 진입을 허용하고 그것을 영입하기도 하는 이외에 우리의 금융기관도 해외의 경쟁시장에 진출하여 그곳에서 효과적으로 경쟁할 수 있도록 해야 한다.

금융개방은 종래의 규제체제가 가진 규제의 강도를 줄이고 불필요한 내용을 시정한다는 의미에서 規制緩和(deregulation)의 본질을 가진다. 그러나 본래적으로 금융은 규제될 수밖에 없다는 점을 고려할 때, 규제완화는 규제의 강도를 일방적으로 약화시키는 것만을 내포할 수는 없다. 그것은 새로운 여건에 합치하는 새로운 규제체제를 정립한다는 의미의 新規制(neo-regulation) 또는 再規制(re-regulation)의 실질도 가지게 된다는 점을 간과해서는 안된다.

4.2.7. 自由化過程에서의 피드 백(feedback)

단계적 자유화의 논의가 제안하는 가장 중요한 포인트는 어차피 여러 가지 제약과 어려운 여건속에서 시행되는 자유화이기에 자유화의 초반 조치후 이들을 후퇴시키거나 무산시키는 결과로 이어져서는 안되겠다는 것이다. 자유화를 일거에 또는 신속히 집행하는 것이 어렵다면 점진적이고 단계적으로 할 수밖에 없는 바, 이때 후퇴없는 단계적 자유화를 이루기 위해서는 일단 어떤 자유화조치를 취하고 난 다음에 예상외의 사태가 나타나 앞서 취했던 자유화조치를 그대로 고집했다가는 자유화의 노력 전체를 무산시키게 될 염려가 있을 때 취한 조치의 일부를 중단하거나 수정보완할 수 있어야 한다는 것이다. 여기에서 자유화추진과정은 일방통행식의 과정이 되어서는 아니되고 새로이 전개되는 상황에 비추어 보아 앞의 조치를 수정보완하여 전체적이고 총괄적으로 자유화를 실현하고 그로써 자유화의 목적인 효율성의 제고를 꾀할 수 있는 것으로 되어야 하겠다. 그리고 이를 위해서 자유화추진과정은 피드 백 과정이 되어야 하고 이 과정에서 자유화의 속도는 조절될 수 있어야 하는 것이다.

자유화를 전체적으로 무산시킬 수 있는 거시경제적 불안이 나타나는 경우 추가의 규제완화가 어려워지게 됨은 물론 기왕에 취한 자유화조치 중에서도 더 이상의 진전을 유보시켜야 하는 것들이 나타나게도 될 수 있다. 이와 관련하여서는 이른바 '페소問題(peso problem)'가 시사하는 바 장래 사태 전개에 대한 예상이 반드시 합당하게만 형성되는 것은 아니며 이렇게 불안하게 형성된 예상 그 자체가 다시 불안정성의 요인이 될 수 있다는 것을 상기할 필요가 있다.

자유화의 속도를 관리함에 있어서는 자유화를 꾀해야 할 각종 시장들 사이의 관계를 염두에 두어야 한다. 어떤 시장에서의 자유화로 다른 시장이 받는 영향을 살펴 보아 자유화조치가 해당 시장에는 가장 큰 영향을 미치나 다른 시장에는 비교적 적은 영향을 미칠 때 그러한 시장의 자유화를 보다 쉽게 조치할 수 있어야 한다. 그러나 그 반대의 경우에는 자유화에 신중을 기해야 한다. 이런 때에는 의외의 결과가 초래될 수 있기 때문이다.

추상적으로 말해 규제완화조치를 보다 용이하게 수용할 수 있는 시장과 그러하지 못한 시장을 그 정도에 따라 차별화하여 순위를 매긴 뒤 수용성이 큰 곳부터 자유화해야 하고, 그러한 자유화과정중 거시적 안정성을 해할 수 있는 충격이 발생하면 그러한 충격으로 혼란에 처하게 되는 시장에서의 자유화 추진을 중단하거나 유보해야 한다. 그 이후 안정성이 회복되고 나면 다시 자유화를 계속할 수 있겠으며 이러한 과정을 지속하므로써 종국적으로 반전이 없는 자유화를 성취해낼 수 있도록 되어야 할 것이다.

자유화 추진과정은 이런 의미에서 일방적이고 기계적인 과정일 수는 없고 여러 시장 상황의 전개양상과 자유화로 인한 미시적 효율성 증대 및 거시적 안정성의 보전을 함께 고려하며 집행되어야 하는 피드 백 과정일 수밖에 없겠다. 새로이 나타난 사태에 의해 그런 것이 없었을 때 계획하고 있었던 규제완화의 내용이나 강도를 조절할 수 있는 것이어야 하겠다(Lee(1993)).

4.3. 金融市場 下部構造의 整備

단계적 경제자유화의 구도하에서 금융자유화는 궁극적으로 이런 경제의 금융제도를 금융선진국의 그것과 비슷하게 정상적인 것으로 만들게 될 것이다. 즉 금융자유화는 새로운 상황에 임해 종래의 억압적 규제제도를 완화하는 것일 뿐만 아니라 발달된 외국에서는 존재하나 우리에게 없는 제도를 도입해 장치하는 것이기도 하다. 환언하면, 그것은 規制緩和(deregulation) 뿐만 아니라 新規制(re-regulation)도 포함하는 것이 될 것이다.

우리는 금융시장에서의 규제완화에 대해서 많이 이야기한다. 그러나 이러한 규제완화와 더불어 우리 사회에는 아직 존재하고 있지 않은 많은 제도를 새로이 도입하여 장치함으로써 금융부문을 짜임새있게 정비해야 한다는 점에 대해서는 별로 이야기하지 않는다. 이러한 새로운 제도와 장치를 도입하고 그것들이 작동하도록 하는 것은 규제완화와 대립되는 것으로 영국사람들의 표현을 빌리면 재규제라고 할 수 있겠다. 이러한 재규제의 차원에서 우리가 새로이 장치하거나 강화해야 할 것들로는 증권시장에서의 內部者去來의 단속, 증권시장에서의 발행시장업무의 활성화 및 유통시장업무와의 균형회복, 중개업무와 자기매매업무의 균형화, 공시제도의 확립, 고위험 고수익증권 등 다양한 상품의 도입, 모험자본의 정착, 상호보유의 구조속에 있는 회사나 보다 명시적인 가족회사에 의한 내부거래의 제한, 기본적 금융시장으로서의 국채시장의 조직화 및 활성화, 통화안정증권시장의 축소·지양, 信用評價機構의 정비, 금융기관들의 資本充實化 유도, 금융기관들의 자본부채 관리업무 장려 등을 열거할 수 있겠다.

우리는 1993년 8월부터 金融實名制를 시행하였다. 이러한 금융실명제의 완결을 위하여

所得綜合課稅, 자본이득과세, 租稅構造의 조정 등 몇 단계의 작업을 예정하고 있다. 그러나 이러한 일련의 조치중 제1단계의 조치라고 할 수 있는 1993년 긴급명령의 내용은 철저하지 못하여 금융실명제를 사실상 무력화시키고 있지 않느냐는 의아심이 없지 않다. 이러한 우려는 어서 극복되어야 하며 이를 위하여 금융실명제는 철저하게 보완되어야 한다.

더불어 돈세탁의 방지를 위한 방도를 제도화하여 실시하도록 하여야 하겠다. 정보통신 기술이 발달하여 금융업무에 크게 도입된 오늘날의 상황에서는 종래 방식의 지급결제제도를 근본적으로 개선해야 한다. 특히 앞으로 사실상 자본자유화의 정도가 크게 확대될 것이라는 점을 염두에 둘 때 자금 이동의 관리를 통하여 핫머니의 창궐을 방지할 수 있도록 해야 할 것이다. 또 引出猶豫制度 등을 효과적으로 활용하기 위해서도 돈세탁을 방지하는 여과장치를 갖추어야 할 것이다.

4.4. 金融監督의 適應 및 巨視經濟政策

금융정상화를 위해서는 이상의 것 이상 여러 요소를 지니게 되어야 한다. 그런 것 중 가장 중요한 것은 종래보다 불확실성이 커진 작금의 상황에 임해 우선 금융감독제도를 정비하여야 한다는 것이다. 금융발전심의위원회 금융제도개편연구 소위원회는 우리나라 금융감독의 문제점으로 감독업무에 중복이 있고 감독에 대해 사각지대가 있으며 책임소재가 불분명하다는 점을 적시하였다(금융발전심의위원회(1993)).

금융감독의 제도가 과거의 금융제도를 전제로 하고 만들어진 것이기 때문에 현재의 변화된 상황에 적절히 대응하고 있지 못하여, 한편에서는 중복감독이 이루어지고 다른 한편에서는 감독이 전혀 이루어지고 있지 않으며, 이러한 사정을 어느 기관의 책임사유로 귀책시킬 길도 없다는 것이다.

이렇게 미흡한 점을 극복할 수 있기 위해서는 먼저 겸업주의화에 대응하여 상업은행업무뿐만 아니라 투자은행업무도 일괄적으로 감독할 수 있는 감독체제를 갖추어야 할 것이다. 이를 위해서는 우선적으로 앞에서 재규제와 관련하여 언급한 것 중 투자은행업무와 관련되는 내부자거래의 철저규제, 공시제도의 충실한 운영, 돈세탁방지제도의 장치·운영 등을 실제화해야 할 것이고, 그 다음 현재 상업은행과 대비해 볼 때 비대칭적으로 운영되고 있는 투자은행에 대한 감독을 상업은행에 대한 그것과 대응하게끔 조정할 수 있어야 할 것이다.

둘째, 과거의 直接規制體制를 지양하고 보다 폭넓게 間接規制에 의존할 수 있도록 되어야 할 것이다. 이를 위해서는 먼저 간접규제를 하려고 할 때 선결요건이 되는 각종 간접규제의 수단을 갖추어야 할 것이다. 예컨대 금융시장 중 가장 기본이 되는 國債市場의 육

성에 힘써야 할 것이다.

더불어 각개 금융기관의 自律을 장려하고 이에 따르는 內部統制의 제도를 심분 이용할 수 있어야 할 것이다. 금융기관이 건전하게 운영되도록 하기 위해 일차적으로는 해당 기관의 監査室이 신경을 쓰게 하고 아울러 外部監査制度를 적극 이용하면서 업계의 自律規制機構도 적극 활용하여 감독기관의 노력을 절약하도록 하여야 할 것이다. 거대한 감독기구에 의해 강압적 감독이 이루어지도록 하기보다 자율규제기구에 의한 보다 융통성있는 대처가 가능하게 만들어야 할 것이다. 요약하건대, 종래 규정위반사항을 적발하는 것을 위주로 하던 검사보다 건전 경영 감독에 더 큰 역점을 두어야 할 것이다.

건전 경영 감독과 결부하여 선결지어야 하는 것이 건실한 거시경제관리이다. 이를 위해서는 오늘날의 개방된 상황에서는 통화공급과 외환이 서로 분리된 독립적 요인이 아니라는 점을 철저히 이해하고 이들을 통일적으로 관리할 수 있어야 할 것이다. 세부내용으로는 환율제도를 확실히 하여 국제수지의 불균형이 환율의 변화와 외환보유고의 변화로 어떻게 배분되게 할 것인지를 결정하여야 하고 이러한 배합을 실현하기 위하여 필요한 시장 개입의 방도와 기구를 준비해 놓아야 할 것이다.

이러한 문제는 또한 재정수지의 운영과 분리하여 생각할 수 없다. 재정수지의 적자는 중앙은행으로부터의 차입이나 채권의 발행을 통해 보전될 수밖에 없는데, 전자는 통화공급에 직접 영향을 미치고 후자는 不胎貨政策의 운영과 관련되어 외환시장에 영향을 미치기 때문이다. 과연 불태화정책의 내용을 결정하고 그로써 통화량 변화와 환율 변화의 배합을 결정하는 외환시장 개입정책은 이렇게 통화량을 증감시키는 통화정책과 분리되기 어렵게 되어 있는 것이다.

통화정책은 중앙은행이 관장하고 외환정책은 행정부가 관장하는 것이 종래의 업무분장이었다. 그런데 이상과 같이 불태화정책을 써가며 부분적으로는 환율을 변화시키고 부분적으로는 통화량을 변화시키면서 국제수지불균형에 대응해야 한다면, 이러한 업무분장 및 독자적 정책운영은 별 의미를 못 가지게 된다. 여기에서 통화정책과 외환정책의 통합문제를 심각하게 고려하지 않으면 안된다.

우리 경제는 개도국으로서 심한 정도라고는 할 수 없으나 상당한 정도는 되는 인플레이션을 경험해 왔다. 이런 가운데 부동산 등 자산을 확보하게 되면 자동적으로 큰 부를 축적하게 되어 진정으로 생산적인 활동보다 부동산투기를 쫓는 분위기에 싸이기도 하였다. 이로 인해 나타나는 문제점 중 기업재무 차원에서의 歪曲에 대해서 우리는 자산재평가의 방법으로 대처해 왔고, 원화를 기피하고 원화보다 가치가 안정적으로 유지되는 외화를 매

개수단으로서 選好하는 現象(dollarization)에 대해서는 外換管理의 方法으로 대처해 왔다.

그런데 앞으로 우리의 금융기관들은 동일한 조건과 지반 위에서 외국의 금융기관들과 경쟁하지 않으면 안되게끔 되어 있다. 이들의 대차대조표를 항시 정상가격을 반영하는 것으로 만들 필요도 대두하였다. 커다란 과제를 지니게 된 것이다. 다른 어느 것보다 우선하여 금융기관들의 不實債權의 문제를 해결할 수 있도록 하여 이들이 외국의 경쟁사들과의 경쟁에서 부당하게 불리한 위치에 서지 않도록 해 주어야 하겠다. 그런데 개도국 외채문제와 관련하여 보여졌던 바 국제금융시장에서 채권은행들의 부실채권 극복방안을 보면 부실채권의 문제를 근본적으로 해결할 수 있도록 하는 묘안은 없는 것처럼 보인다. 개도국 외채문제와 관련하여서는 채무와 주식의 스왑도 매우 한정적인 유용성밖에 가지지 못했다. 반면에 우리나라에서는 많은 경우 은행으로부터 차입한 자본을 많이 가지고 있는 기업이 동시에 그 가격이 크게 상승한 부동산 등 실물자산을 많이 보유하고 있기도 하다. 따라서 이런 상황에서 부실채권의 문제를 해결하려는 데에는 채무-주식의 스왑이 꽤 높은 유용성을 가질 수가 있겠다. 이것과 관련하여 상기해야 할 것은 미국이나 일본의 일류 은행들도 1990년대 초의 이른바 거품경제현상에 기인하여 상당한 부실채권을 가지게 되었다는 것이다. 그리고 이들은 이러한 부실채권을 과감한 상각을 통하여 자체적으로 해결했다는 점이다.

은행은 금융기관 중 가장 중요한 것이다. 따라서 은행에 대한 감독제도는 다른 종류의 금융기관에 대한 금융감독제도와 다소간 상이할 수밖에 없다. 금융발전심의위원회의 연구보고서는 은행에 대한 현행의 지도 및 감독 방식을 개선하는 방도로서 다음과 같은 것을 제안하였다. 첫째, 종래의 列擧主義를 包括主義로 바꾸어 감독해야 할 대상에 대한 透明성을 제고한다. 둘째, 직접규제방식 대신에 시장메커니즘을 심분 활용하는 간접규제방식을 채택한다. 셋째, 내부통제시스템의 효율성을 제고한다. 넷째, 常時監督體制를 운영하고 早期警報體制를 갖춘다. 다섯째, 連結貸借對照表 등을 수단으로 하여 巨額信用을 규제하고 자회사의 감독도 철저히 한다. 특히 강조하고 있는 것이 시장을 통한 감시제도의 전제가 되는 은행공시제도인 바, 이를 통하여 자기자본비율의 제고, 포트폴리오의 적정 배합, 신용도의 제고 등을 유도할 수 있다고 기대하고 있다. 나아가 後順位債 및 지분을 발행하여 은행의 이해관계자를 확충함으로써 시장을 통한 감시체제를 강화하는 길도 모색하고 있다.

오늘날의 금융시장에서는 금융의 통합화현상이 보여지고 있다. 은행업무와 은행이 아닌 다른 금융기관의 업무의 차별성이 점차 줄어들고 있다. 특히 지난 1987년 10월에 있었던

10월의 파국(October Crash)은 오늘날의 금융시장이 궁극적으로는 하나의 시장(one market)이라는 명제를 내건 브래디(Brady)보고서를 배출하게까지 되었다. 주식이나 채권 등 현금을 수수하면서 직접 거래하는 現金市場(cash market)과 현금시장에서의 거래에 따르는 위험성을 헛지하고 그곳에서 갖게 되는 리스크 및 이윤의 구조를 바꾸고자 할 때 이용하는 파생금융상품시장이 종래 생각했던 것처럼 서로 대립하고 있는 독립적인 시장들이 아니고 사실상 하나로 통합되어 있는 것이라는 사실을 알게 되었다[Brady et al.(1988)].

이에 따라 서로 분화되어 있는 종래의 금융감독체계를 재검토하지 않으면 안되게 되었다. 우선 단계적으로 증권시장에 이상이 생기자 은행을 통해 유동성을 지원하는 것이 불가피하게 되었고, 이렇게 은행이 비자발적으로 유동성을 지원하게 되다 보니 은행의 건전성이 의문시되었다. 이런 때에는 중앙은행에 의한 최후의 대여자로서의 지원이 또한 불가피하게 되고 있다. 즉 증권시장과 은행시장은 서로 독립된 것이라고 보기 어렵다는 점을 새삼 인식하게 되었다. 더불어 증권감독체계와 은행감독체계를 더 이상 분리한 채 방치해 놓는 것이 위험하다는 점도 알게 되었다. 금융감독기능의 수행에 있어서 통합의 필요성이 제시되었던 것이다.

우리 나라에서는 중앙은행의 독립성 부여의 문제와 맞물려 은행감독, 증권감독, 보험감독의 모든 금융감독기능을 통합하여 관장하는 금융감독원의 설치가 재정경제원에 의해 제 안된 바 있었다.

미국에서는 상기의 브래디 보고서 이래 통합된 금융감독원을 창설하는 것에 대한 검토와 시도가 여러 번 있었다. 그러나 그러한 시도는 의회의 심의과정에서 부결되었는데 이렇게 된 이유로는 미국의 중앙은행격인 FRB의 반대가 주요했던 것으로 보도되고 있다.

오늘날의 금융시장이 통합화되어 가는 추이를 보이고 있다고 하나 아직 이종 금융기관 사이에는 같은 점보다 다른 점이 더욱 뚜렷하다. 특히 보험과 비보험 기능과의 차이는 현저해서 EC통합과정에서도 보험은 다른 금융기능과 차별화되었으며 보험을 위한 독립된 지침을 만들었던 바 있다.

이는 설사 통합된 금융감독기구가 만들어진다고 하더라도 이러한 기구가 상이한 성격의 모든 금융기관을 항상 통합적으로 관장하는 것은 불가능하리라는 것을 시사한다. 실무적으로는 은행감독, 증권감독, 보험감독을 분장하는 하부부서를 두고 이들을 통해 사실상 현재의 상황과 크게 다르지 않은 양태에서 감독기능을 수행하게 되리라는 것을 추정하게 한다.

이상 은행, 증권, 보험시장 사이에서 차별성이 아직은 더 크리라는 점 이외에 하나의

금융시장에서 통합된 금융감독기구가 해야 할 일은 어떠한 것이 되겠는가를 고려해 보게 한다. 통합된 감독기구는 평시에는 중앙은행이 통화가치의 안정화를 도모할 수 있도록 이를 뒷받침하는 감독을 해야 할 것이요, 이것의 핵심은 금융시장의 안정성을 유지하도록 하는 것이라 보여진다. 신용창조기구의 일원이 되어 예금통화를 공급하고 있는 일반은행들에 대해 하등의 정보와 영향력을 직접적으로 가지고 있지 못할 경우 중앙은행이 과연 도덕적 설득이라는 통화정책수단을 구사할 수 있을 것인지, 나아가 이렇게 될 경우 통화시장의 微細調整(fin tuning)을 통해 금융시장의 안정성을 유지할 수 있겠는지를 심각히 점검해 보아야 한다.

나아가 비상시에는 대량, 긴급의 유동성을 공급할 수 있어야 할 것인데, 어떤 기관에 의해 시발된 비상시인지를 불문하고 위기를 맞은 기관은 결국은 최후의 대여자의 도움을 받아야 한다. 그러한 즉 통상적으로 최후의 대여자 기능을 중앙은행이 수행해 왔음을 상기할 때 중앙은행이 금융시장 전반에 대한 정보와 감시 기능을 지니지 못하게 될 경우 이러한 중차대한 기능을 신속히 수행할 수 있겠는지는 의문이다.

미국의 금융감독기구의 통합시도 및 그 처리결과가 시사해 주는 것이 있다면 그것은 아직까지의 금융시장통합 수준을 가지고서는 금융감독기구를 형식적으로 통합하는 것이 반드시 필요하지만은 않다는 것이 아닐까 한다. 어차피 필요한 것은 비상사태의 신속한 認知요, 이를 위해서는 여러 감시팀이 활동해야 하고 조기경보체제가 운영될 수 있어야 하리라 본다. 이렇게 하려 할 경우 기왕의 은행, 보험, 증권이 분권화된 감시감독체제가 당장 통합해야 할 만큼 부적절한 것은 아니라고 여겨진다. 그보다는 현상태를 인정하면서 이들 사이에서 보다 긴밀한 협력체계를 이루어낼 수 있어야 좋을 것이다.

서울大學校 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산 56-1

전화: (02)880-6391

팩시: (02)886-4231

參 考 文 獻

금융발전심의위원회(1993): 『금융제도개편연구』.

김세원 외(1995): 『OECD 가입과 금융시장개방』, 비봉출판사.

- 윤창현(1994): “금융시장개방하 신금융상품도입방안,” 한국선물학회발표논문.
- 이천표(1992): 『한국금융자유화론』, 법문사.
- 정운찬(1991): 『금융개혁론』.
- 조운제(1993): “금리자유화와 정책금융방향에 관하여,” 한국은행 금융연구소.
- 재무부(1993): 『제3단계 금융자유화 및 시장개방계획』.
- 한국은행(1994): 『주간해외경제』, 1994. 9. 20.
- 三輪芳朗(1993): 『金融行政改革』, 일본경제신문사.
- Alesino, A. *et al.* (1993): “The Political Economy of Capital Control,” NBER Working Paper **4353**.
- Brady, N. *et al.* (1988): “Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms,” (일명 Brady보고서).
- Brayant, R. (1987): *International Financial Intermediation*, Brookings Institution.
- Cooper, R., and T. Ross (1991): “Bank Runs: Liquidity and Incentives,” NBER Working Paper **3921**.
- Corbo, V., and J. de Melo (1986): “What Went Wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone,” *Economic Development and Cultural Change*, **34**, **3**.
- Dornbusch, R. (1989): “On the Sequence of Structural Reform,” NBER Working Paper **3138**.
- Dornbusch, R., and A. Reynoso (1989): “Financial Factors in Economic Development,” *American Economic Review*, **79**, **2**.
- Duisenberg, W. (1995): “Prudential Supervision and the Stability of the Financial System,” 한국은행 창립 제45주년기념 국제심포지움 발표논문.
- The Economist (1993): “International Banking: A Comedy of Errors,” April 10.
- _____ (1995): “The World Economy,” October 7.
- Emminger, O. (1977): “The D-Mark in the Conflict between Internal and External Equilibrium 1948-75,” *Essays in International Finance*, Princeton University Press.
- Feldstein, M., and C. Horioka (1980): “Domestic Saving and International Capital Flows,” *Economic Journal*, **90**, **358**.
- Fischer, S. (1995): “Financial Liberalization and Global Banking in Industrializing Economies,” 한국은행 창립 제45주년기념 국제심포지움 발표논문.
- Goodhart, C. (1984): “Structural Changes in Banking System and Determination of the Stock

- of Money,” in R. Masera and R. Triffin (eds.), *Europe's Money*, Clarendon Press.
- Gowland, D. (1990): *The Regulation of Financial Markets in the 1990*, Edward Elger Publishing Company.
- Hubbard, R. (1994): *Money, the Financial System and the Economy*, Addison-Wesley.
- IMF (1993): *Private Market Financing for Developing Countries*.
- _____ (1993): *International Capital Market*, part 1, *Exchange Rate Management and International Capital Flows*.
- Keynes, J.M. (1971): *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Macmillan.
- Kindleberger, C. (1987): *International Capital Movements*, Cambridge University Press.
- Korea Institute of Finance (1995): *Financial Opening: Policy Lessons for Korea*.
- Lee, Chonpyo (1993): “Preconditions for a Successful Financial Liberalization and a Feedback Process of Managing Progressive Liberalization,” *Joint Korea-U.S. Academic Symposium*, 3, KEI.
- Lewis, K. (1994): “Puzzles in International Financial Markets,” NBER Working Paper 4951.
- Mancera, M. (1995): “Financial Liberalization and Monetary Policy: Mexican Experience,” 한국은행 창립 제45주년기념 국제심포지움 발표논문.
- Mathieson, D., and L. Rojas-Suarez (1993): “Liberalization of Capital Account,” IMF Occasional Paper 103.
- McDonough, W. (1995): “Financial Globalization and the Role of the Central Bank,” 한국은행 창립 제45주년기념 국제심포지움 발표논문.
- McKinnon, R. (1974): “Sterilization in Four Dimensions: Major Trading Countries, Euro-currencies and the US.” in R. Aliber (ed.), *National Monetary Policies and the International Financial System*, Chicago University Press.
- Mills, R. (1976): “The Regulation of Short-term Capital Movements in Major Industrial Countries,” in A. Swoboda (ed.), *Capital Movements and Their Control*, Institut Universitaire de Hantes Etudes Internationales.
- Obstfeld, M. (1993): “International Capital Mobility in the 1990s,” NBER Working Paper 4534.
- Posner, R. (1971): “Taxation by Regulation,” *The Bell Journal of Economics and Management Science*.

- Schadler, I.S. (1994): "Capital Movements and Surveillance," T. Balino and C. Contanelli (eds.), *Framework for Monetary Stability*, IMF.
- Swoboda, A. (1974): "The Dual Exchange-Rate System and Monetary Independence," in R. Aliber (ed.), *National Monetary Policies and the International Financial System*, Chicago University Press.
- Thaler, R. (1994): *Quasi-Rational Economics*, Russel Sage Foundation.
- William, G. (1995): *The Vandals' Crown*, The Free Press.