

세계 금융위기와 금융규제



신 인 석

중앙대학교 경영대학 / 교수

❖ 금융위기 원인에 대한 세 가지 관점

금융규제에 대한 철학은 금융위기의 원인에 대한 입장과 불가분의 관계에 있다. 금융위기 원인에 대한 학계의 이론은 ‘시장효율성’, 시장참가자의 ‘합리성’ 등에 대한 관점을 기준으로 세 부류로 분류할 수 있다. 먼저 시장참가자의 합리성과 시장효율성을 전제하고 위기의 원인을 다른 곳에서 찾는 ‘근본주의 견해’가 있다. 시장참가자가 합리적이고 시장은 효율적이므로 이 견해는 위기의 원인을 흔히 ‘부정적 충격’ 또는 ‘정부의 시장왜곡(정부실패)’ 등에서 찾고는 한다. 전자는 시장이 예상하지 못한 부정적 충격이 발생하고 그에 대한 합리적 대응으로 자산가격 등이 급격히 하락하면서 위기적 현상이 나타난다는 주장이다. 후자는 정부의 부적절한 시장개입으로 도덕적 해이 등이 유발되어 시장참가자의 유인체계가 왜곡되고, 이로부터 과잉투자, 과도한 자산가격 상승 등 거품이 나타나고 결국은 위기가 도래한다는 주장이다.

두 번째로는 금융시장의 정보비대칭성 문제를 중시하고 이로 인한 시장실패 가능성을 인정하고 그에 따른 위기발생을 주장하는 ‘대리인 문제 견해’가 있다. 시장참가자는 대체로 합리적이지만 정보비대칭성이 존재하는 상황에서 시장참가자를 대신하여 금융시장을 움직이는 펀드, 은행 등 주요 금융기관 등은 ‘군집행동(herd behaviour)’, ‘단기적 관점의 투자’ 등의 행태를 보일 수가 있다. 예를 들어 은행의 주주, 펀드의 일반투자자는 해당 은행 또는 펀드의 수익성에 따라 은행 경영진과 펀드매니저를 평가한다고 하자. 그런데 정보비대칭성으로 은행의 투자자산, 펀드의 투자자산의 성격을 일반 주주와 투자자는 정확히 평가할 수가 없다. 이 경우 일반 주주와 투자자는 경쟁 은행과 경쟁 펀드의 수익성에 대비하여 평가하는 방법을 택하는 것이 최선일 수 있다. 경쟁자와 대비하여 평가된다는 것을 아는 순간 은행 경영진과 펀드매니저는 다른 은행과 펀드의 투자행태에서 벗어나지 않는 것이 ‘안전’한 경영행태가 된다. 이로부터 ‘무리행동’과 ‘단기

적 관점의 투자'가 야기될 수 있다.

마지막으로는 시장효율성은 물론, 시장참가자의 합리성도 부정하고 금융위기의 원인을 인간의 태생적인 심리에서 찾는 '행태주의 견해'가 있다. 인간 심리에는 과잉반응하는 경향이 내재되어 있고 그에 따라 거품과 거품의 붕괴가 주기적으로 발생한다는 주장이다.

최근까지 학계와 IMF 등 국제기구 등의 금융위기 발생에 대한 정통 견해는 '근본주의 견해'이었다. 이번 미국에서 촉발된 세계금융위기는 이 같은 학계와 국제정책기구의 시각에 큰 충격을 준 사건이었다. 금융위기 에 대한 지배적인 견해와 관점이 이제 '근본주의 견해'에서 '대리인 문제 견해' 또는 '행태주의 견해'로 이동하고 있다고 생각된다.

∴ 1980년대 '탈규제'와 '자유화' 흐름의 배경에는 금융위기에 대한 '근본주의 견해'가 존재

1930년대 이전 선진제국의 금융기관과 금융시장은 거의 아무런 규제 의 제약을 받지 않고 활동하고 있었다. 대공황 등의 여파로 금융의 자유방임시대는 종언을 고하였고 각국은 금융기관과 시장에 엄격한 규제를 도입한바 있다. 1930년대 도입되었던 이들 규제들이 1980년대 영국, 미국 등을 선두로 하여 제거되기 시작한다. 이른바 '탈규제' 또는 '자유화'의 시작이었다. 그 배경에는 금융위기에 대한 '근본주의 견해'의 득세가 있었다. '투자자는 합리적이고 금융시장은 효율적이다; 위기발생은 시장외적 요인에 의한 것이다; 그러므로 금융시장의 자유로운 활동을 보장하고 공적개입을 가능한 한 배제한다면 후생은 극대화될 것'이라는 사고가 학계의 정통 견해로 자리 잡았고, 곧이어 IMF, 세계은행 등에 의해 각국으로 전파되었다. 또한 시기의 차이는 있을지언정 우리나라를 포함한 각국의 금융정책은 이 흐름에 결국은 지배되었다.

1970년대 후반 자유화가 시작되자 금융위기도 복귀한다. 금융위기가 다시 재발하였지만 학계와 국제정책기구의 '근본주의 견해'는 수정되지 않았다. 다만, 은행부문과 자본시장 부문의 차이가 강조되기 시작하였을 뿐이다. 이 당시 금융위기는 모두 은행위기(banking crisis)였다. 이에 유동성 부채인 예금으로 자금을 조달하고 비유동성 자산인 대출을 보유하는 은행의 '특수성'에 위기의 원인이 있다는 이론이 개발되었고 학계의 정통이론으로 자리 잡는다. 동시에 은행은 시스템 위험에 노출되어 있으므로 이를 관리하기 위한 '금융안전망'이 필요하다는 정책철학이 형성된다. 중앙은행, 공적예금보험, 금융감독의 3각 체제가 90년대를 넘어서며 각국에 시스템위험의 관리장치, 즉 금융안전망으로 구축되었다. 국제적으로는 BIS에 의해 은행에 대한 자본건전성 규제가 1980년대 후반 도입되기도 하였다.

❖ 향후 규제정책은 ‘자본시장의 시스템위험 관리’ 흐름으로 전환

특히 1980~90년대 우리나라를 비롯한 개발도상국이 탈규제와 자유화 흐름에 동참하면서 이들 국가에서 금융위기가 빈발하였다. 소규모 개방경제의 특성을 반영하여 이들 국가의 금융위기는 외환위기를 동반한 것이기도 하였다. 금융위기가 세계적 현상으로 부각되었지만 금융위기에 대한 ‘근본주의 견해’는 지속되었다. 오히려 자본시장에 대한 신뢰는 강화되는 듯하였다. 1998년 아시아 금융위기의 원인 중 한 가지로 자금순환에 있어 과도한 은행부문에 대한 의존과 자본시장의 미성숙이 거론된 것은 그 대표적인 예이다. 시스템 위험의 원천은 정부의 개입이 만연하고 특성상 내재적인 취약성도 있는 은행부문이며, 시장원리가 보다 잘 적용되는 자본시장은 이 같은 문제점이 없다는 인식이 만연되어 있었다.

이번 세계금융위기는 이 인식에 변화를 요구한 대사건이다. 20세기 이후 세계가 경험한 최초의 ‘자본시장 위기’이었기 때문이다. 미국 월가의 초단기 자금시장(money market)이 패닉에 휩싸였고, 은행 예금과는 달리 인출사태에서 자유롭다고 여겨졌던 MMF에 대해 미국 FRB는 원금보장을 제공하여야만 하였다. CDS 등 각종 파생상품의 적절성에 대한 의문이 심각하게 제기되고 있고, 자본시장 주요 참가자들의 합리성에 대한 회의가 만연하다. ‘근본주의 견해’는 급격히 쇠퇴하고 있고, 이에 규제철학도 급변하고 있다.

금융위기 원인에 대한 ‘근본주의 견해’가 ‘대리인 문제 견해’와 ‘행태주의 견해’에 자리를 내주면서, 그 동안 금융규제를 지배하여 온 ‘탈규제’와 ‘자유화’ 흐름은 ‘자본시장의 시스템 위험 관리’ 흐름으로 전환될 전망이다. 과거 자본시장은 시스템 위험과 거리가 있으므로 가능한 한 규제의 영역에서 배제되는 것이 바람직한 것으로 간주되어 왔다. 이제 그렇지 않다는 것이 확인되었으므로 자본시장에서 발생할 수 있는 시스템 위험을 판별하고 이를 관리하기 위한 대응이 과제로 등장한 것이다. 예를 들어 2009년 10월 현재 미국과 EU에서 위기에 대한 반성으로 도입이 논의되고 있는 중요 규제가 파생상품에 대한 CCP(Centralized Counter Party)설립 및 거래소 거래의 의무화이다. 자본시장의 시스템 위험관리를 위한 장치도입 필요성이 널리 공감되었기 때문이다.

❖ 선진국에서 ‘증권화’는 둔화될 전망

1990년대 이후 세계 자본시장의 양적 성장을 주도한 것은 전통적인 주식, 채권보다는 기초자산을 배경으로 발행된 증권, 즉 ‘증권화(securitization)’ 상품이었다. 2008년 세계금융위기가 ‘서브프라임(sub-prime) 위기’로 지칭되는 것도 위기의 원천이 부동산대출자산을 기초자산으

로 하여 발행된 증권화 상품에 있었기 때문이다.

‘증권화’ 상품과 함께 자본시장의 양적 성장을 주도한 또 하나의 상품은 각종 파생상품이었다. 자본시장을 통한 거래가 활성화되며 시장참가자들은 위험관리를 가능하게 하는 상품을 찾게 되었고, 이 수요에 부응하여 각종 위험관리 목적의 파생상품이 등장하였고 급속히 성장하였다. 이번 금융위기 확산의 한 원인으로 비판받고 있는 CDS(Credit Default Swap)는 그 대표적인 예이다. 특히 이들 파생상품은 주요 금융기관 사이에 OTC시장을 통해 거래되는 경우가 많았고, 이에 OTC 파생상품으로 지칭되기도 하였다.

‘증권화’와 OTC 파생상품의 성장은 세계적 추세이기는 하였으나 미국의 주요 투자은행에 의해 주도되어 온 다분히 미국적 현상이었다. 미국의 투자은행이 중개하고 증권화와 OTC 파생상품에 의해 주도되었던 과거 20년 자본시장의 성장패턴은 2008년 세계금융위기를 계기로 최소한 성장속도가 둔화될 것으로 전망된다. 먼저 ‘증권화’의 경우 증권화 상품에 내재된 대리인 문제의 존재와 그로 인한 신용위험의 존재가 입증되었기 때문이다. ‘증권화’에는 신용위험의 정교한 측정이 필수적이다. 과거 월가의 투자은행과 Moody's, S&P 등의 신용등급회사들은 신용위험 측정에 자신감을 보였고 이에 기초하여 적극적으로 투자자들에게 증권화 상품을 판매하여 왔다. 위기 이후 과거 이들의 주장에 대한 심각한 회의가 제기되었고 이들이 대리인 문제(고객이 아니라 자신의 이익을 우선)에 노출되어 있었다는 단편적 증거가 속속 나타나고 있다. OTC 파생상품의 경우 상품에 내재된 위험이 시장에 환기되었을 뿐 아니라, 규제당국의 규제움직임도 성장을 제한할 요소이다. CCP와 거래소 거래를 강제하려는 규제움직임은 파생상품 거래의 비용을 높이는 효과를 가져올 것이고 그 만큼 성장속도를 완화할 요인이다.

❖ 자본시장규제의 국제규범 마련은 성과가 제한적일 것

자본시장이 시스템 위험의 원천이 될 수 있음을 경험함에 따라 이에 대한 규제대응의 필요성이 인정되고 있지만, 현재의 금융시스템을 변혁시키는 수준의 규제개혁이 국제규범으로 추진될 것으로 보이지는 않는다. 현재 위기발생의 당사국인 미국에서 추진되고 있는 주요 금융규제 개선안은 파생상품 거래의 CCP 및 거래소 거래 의무화, 일반투자자에 대한 금융상품 판매 규제(금융소비자 보호강화) 등 이다. 그러나 위의 두 개선안의 경우 제안 시점부터 금융업계의 로비로 인해 점차 내용이 희석되고 있다는 우려가 일각에서 제기되고 있었다. 2010년 7월 미국 상하원 합의안으로 통과된 금융개혁법에서 골자는 유지되었으나, 아직 구체화된 단계가 아니므로 실제 실행단계에서 어느 정도의 실효성을 지닐 것인지는 여전히 의문이다.

또한 정작 위기발생의 주범이었던 공룡 투자은행과 이들이 누리고 있는 것으로 확인된 ‘대마

불사(too big to fail)'문제에 대한 대응방안 논의는 구체화되지 않고 있다. 정작 이 문제가 가장 심각한 미국의 경우 정책당국의 공개적인 논의의 대상도 아닌 상황이며, 영국의 경우 보다 적극적이지만 과연 규제로 실현될 것인지의 여부는 불투명하다. 2010년 7월 통과된 미국의 금융개혁법안에서는 잠시 논의되었던 상업은행의 헤지펀드 투자금지 방안이 유명무실화되어, 이 같은 우려가 현실화되고 있음을 방증하였다.

결국 미국 등 세계 주요국의 정책당국과 여론은 자본금 강화 규제에는 대체로 이의가 없는 모습이지만 정작 근본적인 금융규제 개혁에는 소극적인 모습을 보이고 있다. 그러므로 앞으로도 논란은 무성하겠지만, 위기에 따른 금융규제 국제규범의 혁신적 변화가 나타날 전망은 미미하다. 자본금규제강화, 금융상품 판매 강화 등의 건전성 규제와 행위규제를 넘어서 금융시스템의 변화를 가져올 수 있는 업무영역 규제나 시장규제의 새로운 국제기준 도입은 예상되지 않는다. 그 가운데 최적 금융규제의 패러다임은 쉽게 구체적인 모습을 드러내지 않는 혼란상태가 지속될 가능성이 높다.

●● 맺음말

결론적으로 세계금융위기의 여파로 자본시장은 과거의 탈규제 및 자유화의 대상에서 '시스템 위험 관리규제' 또는 '거시건전성 규제(Macro prudential regulation)'의 적용 대상으로 변화하고 있다. 그러나 적정 규제의 내용에 대한 국제적 합의는 상당기간 존재하기 어려울 것이며, 그에 따라 각국은 혼돈속에 자신에 맞는 규제의 틀과 내용을 갖추어 나가야 하는 부담을 지게 될 것이다. 우리나라는 세계금융위기 직전 자본시장 통합법의 제정과 함께 자본시장 규제의 큰 틀을 변혁하는 대장정을 시작하였다. 이 당시 기본 정신은 선진 패러다임의 도입에 있었다고 보아도 크게 틀리지 않은 것이었다. 이제 세계금융위기는 정책당국과 관련 전문가, 업계에 '선진 패러다임이 무너진 가운데 우리에게 맞는 새로운 패러다임의 모색'이라는 어려운 숙제를 제기하였다고 하겠다. 어느 때보다 전문성과 지혜의 집적이 긴요한 시점이다.