經營論集, 第 45 卷 統合號 (2011年 12月)

금융기관의 존재이론에 대한 고찰*

김 영 진**

이 논문은 금융기관경영 분야의 가장 근본적인 주제라 할 수 있는 금융기관의 존재이유에 대한 그 동안의 이론적 발전을 소개하는 것이 목적이다. 물론 금융기관의 자산결정 및 자본조달 결정이 금융기관의 생존을 위해서는 매우 중요한 사안이지만 금융기관이 사기업과 무엇이 다르고 금융기관의 특수성이 어디에 있는가를 파악하는 것은 앞으로 금융기관이 나아가야 할 방향을 제시하는데 꼭 필요한 일이다. 그 이유는 금융기관이 사기업과 다른 특수성을 가지고 있다면 금융기관의 진로는 이 특수성을 살리는 방향으로 나아가야 하기 때문이다. 특히 기술발전과 규제완화로 인하여 금융환경이 급격한 변화하는 상황에서는 이 주제가 매우 중요한 의미를 가진다. 여기서는 금융기관의 존재를 다룬 거래비용이론, 유동성보험이론, 그리고 정보불균형이론을 차례로 설명하고 금융환경의 변화로 인한 이론의 타당성을 논한다. 이러한 논의로부터 결국 정보불균형 하에서 나타날 수 있는 문제를 해결하는 것이 금융기관이 앞으로 경쟁력을 유지할 수 있는 방안이라고 할 수 있겠다. 마지막으로 간접금융을 나타내는 금융기관과 직접금융을 나타내는 금융시장이 공존하는 조건을 제시하고 금융기관이 경쟁력을 보일 수 있는 상황을 규명하였다.

I. 이 주제의 중요성

금융기관이 존재하는 이유를 규명하는 것은 금융기관을 연구하는데 있어 가장 기본이 되는 주제라고 할 수 있다. 그 이유는 금융기관이 일반 사기업과는 다른 특수성이 있다는 전제하에 금융기관에 대한 독자적인 연구가 가능하기 때문이다. 만약 금융기관이 일반 사기업과 근본적으로 다른 점이 없다면 일반기업에 관한 제 이론을 금융기관의 경영에 그대로 적용할 수 있게 되며, 이는 금융기관경영에 대한 독자적인 연구가 필요 없음을 의미한다. 따라서 금융기관이 왜 존재하느냐 하는 질문은 금융기관의 특수성,

*이 논문은 2011년 서울대학교 경영연구소 연구비의 지원을 받아 작성되었음.
**서울대학교 경영대학 교수

즉 금융기관이 일반 사기업과 어떤 점이 다른가를 규명하는데 그 목적이 있다. 금융기관이 일반 사기업과는 다른 어떠한 특수한 기능을 수행하고 있는가를 우리가 알게 되면 금융기관이 가지는 비교우위가 어디에서 비롯되는지를 파악할 수 있다.

전 세계적으로 금융기관이 오래전부터 계속해서 영업을 해왔다는 사실은 금융기관이 직접금융시장보다 저축-투자로 이어지는 중개과정에서 어떠한 역할을 더 잘 수행하고 있다는 것을 의미한다. 만약 그렇지 않다면 시장참여자들은 직접금융시장에서 모든 문제를 해결할 수 있기 때문이다. 특히 은행과 같은 금융기관의 존재는 확실히 금융기관의 특수한 역할이 존재함을 의미하고 있으며 이러한 역할을 할 수 있는 이유가 어디에 있는지를 따지는 것이 존재이론의 과제라고 볼 수 있다.

근래에 나타나는 환경의 변화는 기업의 경영에 큰 변화를 줄 수 있는 요소들이다. 특히 금융기관의 경영에 영향을 미치는 금융환경의 변화는 금융기관의 존립자체를 위협하는 변수로 작용하고 있다. 이러한 시점에서 금융기관의 존립근거를 논의하는 것은 변화하는 환경에서 금융기관이 어떠한 방향으로 특화하여 금융기관의 비교우위를 살릴 수 있겠는가 하는 금융기관 경영의 기본적인 방향을 제시하는데 큰 도움이 될 수 있다. 그리고 정책적인 측면에서도 금융기관의 활성화를 위하여 어떠한 환경이 조성되어야 할 것인가를 결정하는 부분에서도 금융기관의 존립근거에 대한 이해는 중요한 문제이다.

II. 금융기관의 개관

1. 금융기관의 정의 및 역할

금융기관을 좀 더 정확히 정의하면, 금융기관이란 금융계약이나 금융상품을 사고파는 업무를 전문으로 하는 경제주체라고 볼 수 있다. 이는 생산자로부터 물건을 사서 최종 소비자에게 다시 되파는 중개상과 근본적으로 크게 다르지는 않다. 일반적으로 상거래에서 중개상들이 왜 필요한가 하는 문제를 다루는 것은 금융기관의 존재이유를 알아보는 중요한 시발점이 될 수 있다. 중개상이 상거래에서 필요한 이유는 한마디로 거래를 수행하는 과정에서 나타나는 여러 어려움(frictions)을 줄여주어 시장참여자들의 효용을 높이기 때문이다. 예로 금융시장에서 브로커나 딜러가 하는 일이 바로 원활한 거

래에 방해가 되는 거래비용을 줄여 주는 것이라 할 수 있다. 이런 면에서 금융기관은 금융거래와 연관하여 구성원들의 효용을 높이는데 기여하는 모든 참여자로 정의할 수 있다. 전통적인 은행이나 증권회사, 보험회사 등과 같은 형태로부터 브로커, 딜러, 그리고 현재 세분화 되고 있는 모든 금융기관을 포함할 수 있다. 그러나 여기서는 전통적인 금융기관, 즉 은행의 경우를 예로 하여 금융기관의 존재이유를 설명하고자 한다.[1)]

은행은 거래를 원활하게 한다는 면에서 중개인이 틀림없지만, 다른 시장에서의 중개상과는 다른 점이 있다. 우선 은행은 대출이나 예금과 같은 금융계약을 취급하는데 이러한 상품은 금융시장에서 거래되는 주식이나 사채와 같이 쉽게 거래되지 않기 때문에 이러한 계약이 만기가 될 때까지 보유해야 하는 문제를 안고 있다. 또한, 은행이 기업과 같이 자금을 필요로 하는 주체에게 자금을 공여한 결과로 보유하게 되는 금융계약들(대출계약)은 여유자금이 있는 저축자가 원하는 금융상품이 아니라는 문제가 있다. 따라서 이러한 문제를 해결하기 위해서는 금융기관은 여러 변환업무(tramsformation)를 수행해야 한다.[2)] 즉, 물건을 생산자로부터 구입하여 적당한 시기에 더 비싼 값으로 파는 일반적인 중개인과는 달리 증권의 만기나, 위험, 금액, 등을 조정하여 새로운 상품으로 바꾸어 시장에 제공해야 한다. 그러므로 금융기관이 존재하는 이유를 규명하기 위해서는 금융거래에서의 여러 어려움들을 해결하는 과정에서 금융기관이 이러한 변환역할을 잘 수행할 수 있는 조건이 무엇인가를 찾는 것도 매우 중요하다.

2. 완벽한 금융시장과 금융기관의 존재

존재이론을 논의하기에 앞서 금융기관과 같은 중개기관이 필요 없는 상황을 상정하여 보자. 이론적으로 가장 발달된 금융시장을 논할 때 완전시장(perfect market)과 완성시장(complete market)을 예로 든다. 완전시장이란 경제를 구성하는 주체들이 거래를 하는데 원활한 거래를 방해하는 여러 가지 걸림돌(frictions)이 없는 시장을 말한다. 다시 말해, 거래에 소요되는 수수료나 세금 등의 비용이 존재하지 않고 정보의 편재현상

1) 금융기관에 대한 연구는 금융기관들 중에서 가장 중요한 위치를 차지하고 있는 은행을 중심으로 발전되어 왔기 때문에 은행의 경우를 주로 이야기 하고 있다. 물론 중개 내지 변환업무를 수행하지 않는 금융기관의 존립근거에 대한 논의도 활발하게 진행되고 있다.

2) 이러한 주장은 일찍이 Gurley and Shaw(1960), Benston and Smith (1976) 등에 의하여 이론적으로 제기되었다.

(information asymmetry)도 없는 시장을 말한다.[3] 한편 완성시장이란 시장에 나와 있는 상품의 종류가 다양하여 구성원 누구나 자기가 원하는 것을 쉽게 구할 수 있는 시장을 말한다. 금융시장의 경우 금융상품의 종류가 많아서 자기가 원하는 금융수요를 만족시킬 수 있는 경우를 말한다.[4]

이와 같이 완전하고 완성된(perfect and complete) 시장하에서는 금융기관이 존재할 근거가 사라지게 된다. 이러한 환경에서는 경제의 구성원 누구나 자기가 원하는 금융수요를 만족시킬 수 있기 때문에 금융기관이 대신해서 그 업무를 수행할 필요가 없기 때문이다.[5] 그러나 이러한 환경이 성립되지 않는다면 시장의 불완전성을 이용하여 구성원들의 효용을 올리는데 도움을 주는 중개인의 존재가 필요하게 되고 이것이 바로 금융기관이 존재할 수 있는 근거가 된다.

3. 금융기관의 특수성을 나타내는 현상들

금융기관의 존재이유를 이론적으로 규명하기 전에 시장에서 금융기관의 독특한 역할을 암시하는 여러 현상들에 대하여 먼저 살펴보자. 만약 경쟁적인 시장에서 금융기관의 특수한 역할 이외 다른 이유로는 시장에서 나타나는 여러 현상들을 설명할 수 없다면 이는 바로 금융기관이 독특할 역할을 수행하고 있다는 것을 의미한다. 즉 금융기관의 자산과 부채가 다른 경쟁적인 상품과는 다른 특별한 점이 있다는 것이다

먼저 Fama(1985)와 James(1987)는 은행의 CD(Certificate of Deposit)의 예를 들어 은행의 특수성을 주장하고 있다. 즉 지불준비금 규제를 받는 은행은 CD를 팔아서 조달한 자금에 대해서는 준비금을 예치해야 하기 때문에 이러한 규제는 정부의 세금과 같은 역할을 하게 된다. 따라서 이론적으로는 경쟁적인 시장에서는 은행의 CD를 통한 자금조달 행위는 경쟁력이 없으며 따라서 CD와 경쟁적인 위치에 있는 상품들에 의해 지배

3) 일부학자들은 거래가 성사되기 위해서 거래당사자가 지불하게 되는 모든 비용을 거래비용으로 정의하고 있다. 이러한 광의의 정보편재현상과 같은 시장불완전성으로 인하여 나타나는 모든 비용도 포함한다.

4) 이론적으로는 시장에서 독립적인 증권의 수가 미래에 나타날 수 있는 경우(contigencies)의 수만큼 많을 때를 완성시장이라고 한다.

5) 이러한 환경에서는 투자가나 자금을 필요로 하는 기업가나 모두 자기가 원하는 최적의 포트폴리오를 구성할 수 있기 때문에 중개인의 도움을 받을 필요가 없다.

되어 시장에서 사라져야 한다는 것이다. 왜냐하면 이러한 세금은 은행의 예금자나 대출을 받아가는 주체가 결국 부담해야 하기 때문이다. 그러나 현실에서는 이러한 불리한 조건에서도 CD를 통한 자금조달이 계속해서 행해지고 있으며 이에 따른 추가비용은 예금자나 대출수요자가 부담할 수밖에 없다. Fama는 CD 이자율과 다른 경쟁적인 상품(commercial paper, 또는 Bankers Acceptance)들의 수익률을 비교한 결과 유의적인 차이가 없음을 발견하고 이러한 상황은 결국 예금자가 아닌 대출수요자가 이 세금을 부담한다는 것을 의미하며 그 이유는 은행의 대출이 특별한 역할을 한다고 주장한다.[6)]

한편 기업의 입장에서 은행을 통한 자금 조달이 채권발행 등 다른 형태의 자금조달 방범과 다르다는 점을 보임으로서 은행의 특수성을 강조한 경우도 있다. 기업이 주식이나 채권 등 다양한 방법으로 직접금융시장에서 자금을 조달할 경우 대체로 주식가격에 부정적인 결과를 가져온다는 연구결과가 일반적인 반면 은행대출을 통한 자금조달의 경우 주가에 긍정적인 결과를 가져온다는 실증적 결과를 토대로 은행대출의 특수성, 나아가 금융기관의 역할을 강조하고 있다.[7)] 다른 학자들은 한 걸음 더 나아가 신규대출의 경우와 대출연장의 경우를 비교하여 신규대출에 비하여 대출연장의 경우가 차입기업의 주가에 더 큰 영향을 미친다고 주장하고 있다. 이러한 대출연장의 결정에는 금융기관이 차입자에 대한 새로운 정보를 시장에 보냄으로서 차입기업과 금융기관의 관계유지가 시장에서 중요한 역할을 하고 있음을 보여주고 있다.

한편 은행은 단순한 자금공여자의 역할을 넘어 차입자와 고객관계를 유지한다는 면에서 은행의 특수성을 보이는 연구도 있다. 이 연구는 거래 은행이 도산할 경우 도산은행과 대출을 통하여 관계를 유지하고 있는 기업의 주가가 어떻게 영향을 받는가를 밝힘으로서 은행의 특수성을 설명하고 있다. 만약 거래은행을 차입자에게 제공하는 특별한 역할이 없이 단순히 자금을 기업에 투자하는 투자가라고 보면 거래은행이 도산할 경우 기업은 다른 은행이나 직접금융시장에서 자금을 동원하면 문제가 없기 때문에 은행도산이란 사건이 주식가격에 영향을 미치지 않게 된다. 그러나 은행과 기업 사이에 고객관계(customer relationship)가 유지되어 은행이 기업에 대한 사적 정보를 가지게 될 때 은행의 도산은 기업의 손실로 이어질 수 있다. 이러한 견해에 대한 실증적인 연구는

6) James(1987)도 지불준비율 변화에 따른 여러 상품들의 변화를 관찰한 결과 유사한 결론을 내리고 있다.

7) James(1987), Mikkelson & Partch (1986)의 논문들이 이 점을 보이고 있다.

은행의 파산이 차입기업의 주가에 부정적인 영향을 미쳤다는 결과를 보이고 있다.[8)]

이 외에도 기업의 채권자와의 협상상의 용이성을 기준으로 은행대출과 채권발행을 차이를 비교함으로서 은행의 특수성을 밝히려는 시도도 있다. 기업의 입장에서 은행대출이 금융시장을 통한 자금조달과 다른 점은 기업이 재무적으로 문제가 생겨 채권자와 재협상을 통한 구조조정을 원할 때 은행대출의 경우가 훨씬 용이하다는 것이다. 그 이유는 기업의 입장에서는 대출 은행과 협상을 하는 것이 수많은 채권자와 일일이 협상을 하는 것보다 훨씬 쉽기 때문이다. 따라서 은행대출을 통하여 자금을 동원하는 것이 기업이 문제가 생겼을 때 재협상을 통한 회생의 여지가 높기 때문에 이는 금융시장을 통한 자금조달에 비하여 기업에게 유리하며 이점이 바로 은행의 특수한 역할이 될 수 있다. 이러한 은행의 역할은 은행중심의 자금조달의 비중이 상대적으로 높은 독일이나 일본의 경우 주거래은행제도(main bank system)라는 형태로 나타나 있다. 특히 일본의 경우 은행을 포함하는 재벌기업군에 속해 있는 기업의 경우 다른 기업에 비하여 유동성문제를 쉽게 해결할 수 있으며 장기투자도 용이하게 할 수 있다는 연구도 있다.[9)]

앞에서 논의한 은행의 특수성을 보이는 현상들은 결국 은행과 같은 금융기관은 금융시장이 수행할 수 없는 독특한 역할을 수행하고 있다는 것을 보이고 있다. 이제 이러한 현상을 설명할 수 있는 이론적 접근에 대하여 논의하기로 하자.

III. 존재이론의 소개

금융기관의 존립 근거를 설명하는 이론으로, 대체로 다음과 같이 세 가지 방향으로 연구되어 왔다. 그 첫 번째는 협의의 거래 비용에 근거한 것이다.[10)] 금융기관은 금융거래를 하는데 있어 규모의 경제와 범위의 경제를 이용할 수 있어 직접금융의 경우보다 훨씬 싸게 금융서비스를 제공할 수 있기 때문에 존재할 이유가 있다는 것이다. 이런 측

8) Slovin, Sushka and Polonchek(1993)과 Gibson(1995)가 은행의 파산과 은행의 건전성이 정도가 기업의 가치에 영향을 준다는 것을 각각 보이고 있다.

9) Hoshi, Kashyanp and Scharfstein(1990) 논문이 일본의 주거래은행의 경우를 보이고 있다.

10) 일부 학자들은 거래가 성사되기 위해서 거래당사자가 지불하게 되는 모든 비용을 거래비용으로 정의하고 있다. 이러한 광의의 의미는 세금이나 수수료뿐만 아니라 정보편재현상과 같은 시장불완전성으로 인하여 나타나는 모든 비용도 포함한다.

면에서 금융기관을 규모의 경제와 범위의 경제를 이용하기 위한 주체들의 결합체라고 볼 수 있다. 두 번째 방향으로는 금융기관은 불확실한 상황에서 다른 기관보다 구성원들의 기대치 않은 유동성 수요를 더 잘 만족시켜 줄 수 있는 위치에 있기 때문에 존재한다는 것이다. 즉 금융기관을 이용하여 유동성 조절을 할 경우가 다른 대안보다도 구성원들의 효용이 극대화된다는 것을 보임으로써 금융기관의 존재 이유를 찾고 있다. 세 번째 방향은 자금의 수요자와 자금의 공급자 사이에 정보편재현상으로 생기는 문제를 금융기관이 해결해 줄 수 있기 때문에 존재한다는 것이다. 이하에서는 이러한 논의를 체계적으로 논하고자 한다.

1. 거래비용 접근법

앞에서 언급한대로 금융기관은 자금을 중개하는 과정에서 자산의 변환업무를 수행한다. *즉 금융기관은 예금과 같이 만기가 짧고 분할성이 높으며 위험이 낮은 증권을 발행하여 자금을 조달하고, 이 자금을 대출과 같이 만기가 길고 분할성이 매우 낮으며 위험이 높고 시장성도 낮은 증권을 보유하는 변환서비스를 수행한다.* 이러한 변환업무가 금융기관의 독특한 역할이라면 금융기관의 존재 이유를 설명하기 위해서는 먼저 왜 이러한 업무가 자금을 직접 공급하거나 필요로 하는 주체가 아니라 금융기관에 의하여 이루어지는 지를 규명해야 한다.

거래비용접근법에서는 자금의 수요자와 공급자가 직접 거래를 할 경우보다 금융기관이 그 사이에서 중개 역할을 할 때 훨씬 거래비용이 낮아 질 수 있으며, 그 이유는 금융기관이 규모의 경제와 범위의 경제를 효과적으로 이용할 수 있기 때문이라고 보고 있다. 현실에서는 시장이 *완벽하지 않기 때문에* 금융거래를 위해서는 시장에서 거래비용을 지불해야 하는데 이를 줄이는 *과정에서* 금융기관이 출현했다는 것이 이 논의의 *핵심*이다. *다시 말해서,* 금융기관은 규모의 경제와 범위의 경제를 이용하여 구성원들의 거래비용을 줄여줌으로써 구성원들의 효용을 높여주기 때문에 존재한다는 것이 거래비용에 근거한 존재이론의 골자이다.

1) 규모의 경제와 금융기관

금융기관이 규모의 경제를 이용하여 다른 주체들이 할 수 없는 역할을 수행함으로서

존립가치를 인정받기 위해서는 첫째 시장에서 금융기관이 거래의 양을 증가시켜 단위당 거래비용을 줄일 수 있거나 둘째, 금융기관이 거래비용에서의 비교우위를 이용하여 구성원들이 미래소비에 대비하여 보유하기를 원하는 포트폴리오를 구성하는데 더 좋은 환경을 조성해 줄 수 있어야 한다. 여기서 더 좋은 환경이란 구성원이 자기가 원하는 최적의 소비형태를 포트폴리오구성을 통하여 어려움 없이 만들 수 있는 환경을 말한다.

규모의 경제에 근거한 금융기관의 존재를 설명하기 위한 첫 번째 경우로 먼저 거래에 있어 고정 거래비용(fixed transactions cost)이 존재하여 거래의 량이 증가함에 따라 단위 거래비용이 감소해야 한다. 이러한 고정 거래비용의 경우를 효과적으로 이용하기 위해서는 거래당사자가 서로 연합하여 규모를 크게 함으로서 이 비용을 여러 주체들에게 서로 나눌 수 있어 거래당 거래비용을 줄일 수 있어야 한다. 이러한 현상은 고정자산의 투자가 많이 요구되는 상황에서는 그 효과가 더 크게 나타난다.[11] 같은 업무를 계속해서 수행함으로서 양의 증가로 인한 단위당 비용이 감소하는 전통적인 경우가 여기에 속한다고 할 수 있다.

금융기관이 같은 성격의 예금업무나 대출업무를 여러 건 수행함으로서 건당 비용이 급격히 줄어들게 된다. 이러한 비용의 감소는 구성원들의 이익으로 돌아갈 수밖에 없다. 특히 근래에 정보기술 발달로 인하여 고정자산에 대한 투자가 크게 요구되고 있는 상황에서는 거래양의 증가로 인한 단위거래비용의 감소는 규모의 경제를 이용할 수 있는 대표적인 경우라 할 수 있다.[12]

한편 거래비용의 수준과 증권의 분할성의 관계를 이용하여 금융기관이 구성원들의 투자환경을 개선시켜 금융기관의 존재와 역할을 설명한 연구도 있다.[13] 만약 시장에서 거래되는 증권의 분할성(divisibility)이 낮으면 이는 구성원들이 투자를 위한 포트폴리오 구성에 많은 제한을 받게 된다. 이 경우 낮은 거래비용을 이용하여 분할성이 높은 증권이 시장에 출현할 경우 구성원들의 선택의 폭이 넓어져 효용이 올라가게 된다.

Klein(1971)은 자본자산가격결정모형(CAPM) 환경 하에서 금융기관이 규모의 경제

11) 거래비용이 거래의 수에 따라 비례하여 증가하는 경우에는 이 논리가 성립되지 않으므로 거래 비용을 구성하는 부분 중 고정부분이 존재해야 만 이 논리가 설득력이 있다.

12) 예로 internet banking의 경우 고정비용의 규모가 매우 큰 반면 한계비용은 매우 낮아서 규모의 경제를 이용할 수 있는 대표적인 부문으로 꼽을 수 있다.

13) Klein, M., “The Economics of Security Divisibility and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, 1973, pp.923-931.

를 이용, 낮은 비용에 근거하여 분할성이 높은 증권을 발행하게 되면 구성원들에게 효용을 증가를 가져오기 때문에 금융기관의 존재이유가 있다는 것을 보이고 있다.

만약 시장에서 거래되는 증권의 분할성(divisibility)이 낮다면 투자자금에 한계가 있는 투자가들은 포트폴리오를 구성하는데 큰 제약을 받게 된다. 이러한 상황에서 시장에 분할성이 높은 증권이 출현한다면 이는 투자가들이 선택할 수 있는 기회를 확장시켜 구성원의 효용을 높이는데 기여하게 된다.[14)]

한편 기업도 자금을 조달하는데 있어 분할성이 높은 증권을 발행하는데 추가비용이 들지 않는다면 증권의 분할성을 높임으로써 더 높은 가격을 받을 수 있고 그 결과 자본조달 비용도 낮아지게 된다. 그 이유는 분할성이 높은 증권일수록 그 증권에 대한 투자가들의 수요가 많아서 증권의 가격이 증가하게 되고 그 결과 자본조달 비용은 낮아지게 된다. 그러므로 기업들은 자본조달비용을 최저화하기 위해서 최저 구입단위가 1원인 증권을 발행하는 것이 최적결정이 될 수 있다. 그러나 분할성이 높은 증권을 발행, 판매하는 데는 현실적으로 여러 비용이 발생한다. 소규모의 투자가를 일일이 찾아야 되는 탐색비용과 이들 모두에게 기업의 정보를 제공하는데 발생하는 비용 등의 마케팅비용이 발생한다. 이 마케팅비용은 발행하는 증권의 분할성에 비례하여 증가하게 된다. 즉 분할성을 높여 투자가들에게 더 좋은 투자기회를 제공해 주면 줄수록 비용은 많이 들게 된다.

그런데 은행은 예금[15)]과 같이 분할성이 매우 높은 증권을 판매하는데 있어 다른 기업과 같이 큰 비용이 소요되지 않는다. 그 이유는 은행은 이러한 증권을 판매하는 것이 주력 사업이기 때문에 다른 사기업보다 훨씬 저렴한 비용으로 증권을 팔 수 있기 때문이다. 분할성이 높은 증권을 원하는 투자자는 은행의 지점으로 자진해서 찾아오기 때문에 탐색비용과 마케팅비용도 많이 들지 않으며, 예금을 관리하고 대출을 해 주는 단순업무를 하기 때문에 규모의 경제를 통하여 비용을 과감히 줄일 수 있는 위치에 있다. 이러한 측면에서 보면 금융기관은 구성원들이 금융거래를 하는데 수반되는 거래비용을 줄여주는 역할을 하기 때문에 존재한다고 할 수 있다.

---

14) 증권의 분할성이 높으면 일정한 투자자금으로 투자가들이 구성할 수 있는 포트폴리오가 매우 다양해진다.

15) 예금이란 분할성이 가장 높은 부채계약(debt contract)으로서 계약의 만기를 증권보유자가 결정하는 매우 특수한 채권이라고 할 수 있다.

2) 범위의 경제와 금융기관

거래비용을 이용하여 금융기관의 존립근거를 정당화하는 또 하나의 시도는 금융기관의 업무들 사이에 범위의 경제가 성립한다고 보는 견해이다. *금융기관이 현재 수행하고 있는 업무들 사이에 범위의 경제가 존재한다면 이는 금융기관이 범위의 경제에서 나오는 효율성을 이용하여 거래비용을 줄임으로써 구성원들의 효용을 올릴 수 있는 여지가 있어 존재가치가 있게 된다. 따라서 금융기관이 수행하고 있는 기본적인 업무들 사이에 어떠한 관계가 있는 가를 먼저 따져 보아야 한다.*

금융기관은 역사적으로 다양한 업무를 동시에 수행하여 왔다. 은행발달의 초기에는 주로 환전 업무나 보관 업무를 주로 하였으나 근대에 와서는 금융기관의 주된 업무로 다양한 증권을 자기 신용으로 발행하여 자금을 조달하고 이 자금으로 대출을 포함한 신용업무를 수행하고 있다. 따라서 기본적으로 이 두 업무 사이에 범위의 경제가 있을 때 금융기관의 존립 근거가 정당화된다고 할 수 있다.[16)]

일반적으로 범위의 경제를 설명할 때는 위치모형(location model)을 이용하여 한 주체가 다양한 업무를 수행하는 것을 정당화 하고 있다. 즉 경제의 구성원들이 여러 곳으로 나누어 분포되어 있고 이 구성원들이 한 곳에서 다른 곳으로 움직이는데 비용이 든다면 한 곳에서 여러 업무를 취급하는 것이 당연히 구성원들에게 유리하다. 그리고 여러 업무를 한 사람이 수행할 수 있다면 다양한 업무의 수만큼 인력을 고용할 필요도 없어 경제적일 수 있다. 이러한 경우가 금융기관의 경우에도 바로 적용될 수 있다. 구성원들이 거래를 위하여 움직이는데 소요되는 비용이 상당하다면 한 지점에서 예금업무와 대출 업무를 취급하는 것과 함께 이 두 업무를 한 사람이 수행할 수 있다면 훨씬 더 효율적일 수가 있다.

그러나 이러한 범위의 경제에 대한 설명은 금융기관, 특히 은행에만 적용되는 것은 아니고 서비스를 제공하는 다른 일반적인 상황, 즉 백화점이나 거래소 같은 경우에도 중앙위치이론[17)](central place theory)이라는 이름으로 적용되고 있다. 따라서 범위의 경

16) 규모의 경제가 금융기관의 업무들 사이에 존재하느냐에 대해서는 이론적으로나 실증적으로 많은 연구가 있어 왔으나 아직 규모의 경제의 존재에 대한 결론이 나지 않은 상태이며 특히 이 논의는 증권업무(investment banking)와 상업어음할인업무(commercial banking)의 분리를 규정한 Glass-Steagal Act의 이론적인 정당성에 대한 논란과 직접적인 관계가 있다.

17) 구성원들이 여러 곳에 분포되어 있을 때 이 분포의 중앙에서 서비스를 제공하는 것이 사회 전체

제를 이용하여 금융기관의 존재를 설명하기 위해서는 금융기관이 왜 자금조달 업무와 대출업무 같은 독특한 업무를 동시에 수행하고 있는 것을 설명할 수 있어야 한다는 것이다.

이러한 이론적 설명의 첫 번째 시도가 포트폴리오 이론을 이용한 것인데 이 접근은 은행을 투자가가 보유하는 최적 포트폴리오로 간주하여 금융기관을 어떠한 증권(예로 대출)에 long position을 택하고 다른 증권(예로 예금)에 short position을 택하는 포트폴리오로 인식한다. 즉, 은행은 예금이라는 증권을 팔아 (short position) 자금을 조달하고 그 자금으로 대출이라는 증권에 투자하는 (long position) 포트폴리오로 간주될 수 있다고 보는 견행이다.[18] 그리고 금융기관으로 간주되는 이러한 포트폴리오를 투자가들이 최적선택으로서 보유하기 위해서는 어떠한 조건이 만족되어야 하는가를 찾아봄으로서 금융기관이 존재하는 조건을 찾으려고 한다. 이러한 접근에서는 포트폴리오를 구성하는 투자가의 위험에 대한 태도(risk- taking behavior)에 대한 가정을 통하여 금융기관의 존재를 설명하는 방법과 포트폴리오에 포함된 자산들의 수익률의 상관계수(correlation)에 대한 제한을 가하여 금융기관의 존재를 설명하려는 노력이 있다.[19]

그러나 금융기관을 포트폴리오로 간주하는 위의 이론적 접근에 대한 비판도 많다. 금융기관이 발행하는 예금은 유한책임(limited liability)의 성격을 가지고 있으므로 시장에서 거래되는 증권과는 다르며 무위험 자산과도 그 성격이 다른 독특한 증권이며, 금융기관이 보유하는 대출과 같은 자산도 유동성과 시장성이 높지 않기 때문에 보다 완벽한 상황을 가정하는 포트폴리오 이론을 이용하여 금융기관을 설명하기가 용이하지 않다는 주장이다. 따라서 포트폴리오 이론 외에도 정보편재현상과 같은 금융시장의 특별한 현상이 함께 고려되어야 범위의 경제를 이용하여 은행을 비롯한 금융기관의 존립근거에 대한 설명을 체계적으로 할 수 있다고 보고 있다.

적으로 바람직하다는 이론들을 일컷는 기본적인 모형을 말한다.

18) 포트폴리오 이론을 동원하여 어떤 경우에 투자가들은 은행의 대차대조표와 같은 포트폴리오를 가장 선호하게 되는가를 규명하는 시도로 은행을 투자가들이 보유하는 포트폴리오로 간주한다.

19) 이러한 견해와 여러 조건들을 규명하는 시도는 Pyle(1971)에 의하여 제시되었는데 금융기관을 위험에 대한 회피도가 낮은 투자가가 구성하는 포트폴리오로 볼 수 있으며 증권들 사이에 positive correlation이 있을 경우 포트폴리오 이론으로 금융기관의 존립을 잘 설명할 수 있다고 주장한다.

2. 유동성 조정장치로서의 금융기관

시장참여자들이 금융거래를 하는데 소요되는 여러 비용들을 금융기관이 줄여 줄 수 있다는 점에서 존립근거를 찾는 앞의 주장과는 달리, 이 접근법은 시장참여자들이 금융기관을 통하여 미래에 일어날 수 있는 기대치 않았던 유동성수요를 대비할 때 그들의 효용이 극대화 된다면 측면에서 금융기관을 유동성 조절을 위한 최적 장치로 간주하고 있다.

일반적으로 개인들은 현재와 미래의 소비로부터 얻는 만족을 극대화하려고 노력한다. 미래상황이 확실한 경우에는 그들은 각자 원하는 현재소비와 미래소비의 조합을 만들기 위한 투자결정을 하게 되고 그 결과 그들의 효용을 극대화하는 소비를 할 수 있다. 그러나 미래상황을 확실히 예측할 수 없는 경우에는 기대하지 않았던 유동성수요가 생기게 된다. 이때 급히 유동성을 구할 방법이 없다면 많은 사람들은 미래의 불확실성에 대비하여 높은 수준의 유동성을 현금의 형태로 보유해야만 한다. 금융시장이 발달되지 않은 상황에서는 미래의 기대치 않은 유동성 수요에 대처하는 방법은 유동성을 직접 보유하는 길 밖에 없다. 이 경우 **보유한** 자금을 높은 수익을 보장하는 자산에 투자하지 못하고 현금의 형태로 보유해야 하기 때문에, 미래에 그들이 향유할 수 있는 미래소비의 수준은 감소하게 되고 그 결과 그들의 효용은 감소하게 된다.

그러나 만약 기대치 않던 유동성 수요가 나타 날 경우 급히 유동성을 구할 수 있는 장치가 있고 급히 유동성을 구하는데 비용이 크지 않다면, 유동성을 직접 보유하여 미래의 불확실한 상황에 대비할 때보다는 구성원들의 효용이 증가될 것이다. 시장에서 급히 유동성을 구할 수 있다는 것은 금융시장이 존재하여 현재 소비와 미래소비가 교환될 수 있다는 것을 의미한다. 이 경우 유동성을 조절하기 위해서는 직접금융시장과 간접금융시장**을 사용할 수** 있다. 직접금융시장은 현재 자금을 필요로 하는 사람과 미래에 자금을 필요로 하는 사람들이 서로 직접 자금을 거래하는 것을 말한다. 증권시장이 이러한 시장의 대표적인 예가 될 수 있다. 반면 은행과 같이 당장 자금이 필요하지 않은 사람으로부터 자금을 빌려 그 자금을 자금이 필요한 사람에게 연결해 주는 금융기관을 통한 유동성 조절은 간접금융의 경우라고 하겠다.

여기서 금융기관의 존립이 정당화되기 위해서는 구성원들이 직접금융시장을 통하여

유동성 조절을 할 때 보다 금융기관을 통하여 유동성조절을 할 경우 구성원들의 효용이 증가되어야만 한다.

이러한 이론적 접근은 바로 금융기관의 존재가 구성원들의 유동성 수요에 대비하는 가장 좋은 방법이라는 것을 보이고 있다. 이 이론의 요점은 다음과 같다.

구성원들이 유동성수요가 발생할 경우 직접금융시장(e.g. bond market)을 통해 채권을 팔아 유동성을 확보할 경우, 교환의 기회가 없을 때(현금을 직접 보유하는 경우) 보다 구성원들의 만족수준은 증가한다. 그러나 직접금융시장을 통한 유동성 조절은 여전히 최적(first best)의 유동성 조절장치는 되지 못한다. 그 이유는 채권시장을 통해서는 불확실한 유동성 수요에 대한 완전한 대비(complete contingent)가 이루어지지 않기 때문이다. 그러나 이러한 문제는 금융기관이 존재하여 각 구성원들의 불확실한 유동성 욕구를 감안한 투자와 유동성 보유에 관한 최적결정을 한 후 이를 요구불예금계약의 형태로 각 구성원들에게 제공해줌으로써 해결될 수 있다. 따라서 유동성 제공을 통한 각 구성원들의 효용증가를 통해서 금융기관의 존립이 정당화되는 것이다.

3. 정보 편재현상 하에서 금융기관의 역할

거래비용의 감소나 미래의 불확실한 상황에서 최적의 유동성 조절 수단을 제공한다는 면에서의 금융기관의 존재이유를 설명한 앞서의 접근법과는 달리, 이 접근법은 금융기관의 존재의 근거를 정보의 편재현상에서 찾으려고 한다.

일반적으로 논의되는 정보편재로 인한 시장실패는 역선택과 도덕적 해이의 문제로 인한 것이다. 먼저 역선택(adverse selection)의 문제를 살펴보자.

이 문제는 사전적으로 거래 상대방 간의 정보편재(hidden information)로 인한 것이다. 이러한 경우의 대표적인 예가 중고차거래에서 나타나고 있다.[20] 이를 금융시장의 경우에 적용하여 논의하자면, 자금이 거래되는 시장에는 자금을 필요로 하는 자와 자금을 빌려주는 사람사이에 자금이 투자계획에 대한 정보의 편재현상(information asymmetry)이 있다는 것을 가정한다. 즉 기업가는 투자안에 대하여 자금을 빌려주는 사람보다 훨씬 더 정확한 정보를 가지고 있다는 것이다. 자금을 빌리려고 하는 주체(기

20) Akerlof(1970)는 중고차시장에서 역선택의 문제로 인하여 시장의 실패가 일어나는 이유를 정보의 편재현상에서 찾는 중요한 논문을 발표하였다.

업, borrower)와 자금을 빌려주는 주체(투자자) 사이에 차입자가 추진하는 투자안에 관한 정보의 심각한 편재현상이 있으면 일반적으로 거래가 성립되지 않는다. 따라서 이러한 문제가 해소되어 자금이 투자자로부터 기업가에게로 원활히 이전되기 위해서는 기업가가 가지고 있는 투자안에 대한 정확한 정보가 시장에 전달되어야 한다. 이러한 방법들 중의 하나로서 신호전달(signaling)이 있는데, 이는 좋은 투자안을 가지고 있는 기업가가 그렇지 못한 기업가가 흉내낼 수 없는 방법으로 자신의 신용도를 시장에 정확히 전달하는 것이다. 여기서는 좋은 투자안을 가지고 있는 기업가들이 서로의 정보를 공유하여 시장에 믿을만한 신호를 보냄으로서 시장에서 좋은 조건에 자금을 함께 조달하고 투자안으로부터의 수익을 공유하는 하는 기업가들의 연합체를 금융기관이라고 보고 있다.

정보편재로 인한 또 다른 문제점은 계약 후 거래일방의 위약적 행동을 통제하지 못해 발생하는 도덕적 해이(moral hazard)의 문제이다. 이는 사후적으로 거래상대방의 행동을 관찰할 수 없음(hidden action)으로 인해 나타난다. 이를 금융시장의 경우로 살펴보자면, 계약 후 차입자가 자신의 유인구조에 의해 투자안의 위험을 증가시키거나 최선의 행동을 포기함으로써 대부자의 이익을 침해하는 것을 말한다. 이러한 문제를 해결하기 위하여 자금 공여자는 여러 가지 방법의 활동을 할 수 있다. 이러한 활동의 대표적인 것으로는 심사활동(screening), 감시활동(monitoring), 제재활동(punishing) 등이 있다. 물론 이러한 활동들은 자금 공여자가 직접 수행할 수도 있다. 만약 이러한 활동을 대부자보다도 금융기관이 훨씬 더 효율적으로 수행할 수 있다면 금융기관의 특수한 역할이 정당화 될 수 있고 따라서 금융기관의 존립근거가 된다는 것이 이러한 연구의 주장이다.

1) 역선택 하에서 차입자와 투자가의 행동에 의한 시장균형

이 모형은 정보편재현상이 있는 시장에서 좋은 투자안과 나쁜 투자안을 보유한 기업가들이 자금을 조달하려고 할 때 어떠한 현상이 일어나는 가를 보인다. 이 모형에서의 가정은 다음과 같다. 질이 다른 투자안을 가지고 있는 많은 기업가들이 자금을 빌리려고 하는데 투자안에 소요되는 자금은 1원이다. 투자안의 위험[21]에 대해서는 기업가만이 그 정보를 알고 있고 투자가는 단지 다양한 질의 투자안에 대한 분포만 알고 있다.

21) 투자안의 위험을 기대치와 분산으로 측정한다. 편리상 각 투자안의 기대치는 다르고 분산은 같다고 가정한다.

그리고 가능한 한 기업가들은 투자안으로부터 나오는 위험을 감수하려고 하지 않는다.[22] 따라서 가능한 한 자금조달은 주식을 외부투자가에게 전부 팔아서 하려고 한다.

이 경우 만약 투자가들이 기업가가 투자하려고 하는 투자안의 질에 대하여 정확히 알 경우, 모든 기업가는 시장에게 투자안에 대하여 정확한 평가를 받게 되고 따라서 정당한 가격을 받을 수 있다. 그러나 정보의 편재현상 때문에 질에 관계없이 평균가격으로 평가되기 때문에 질이 나쁜 투자안을 가진 기업가만 그 투자안을 시장가격에 파려고 하는 유인이 생긴다. 이러한 연선택의 문제가 있을 경우, 시장에서 나타나는 균형은 결코 효율적이지 못하다. 이 경우 좋은 투자안을 보유하고 있는 기업가는 시장에서 형성되는 투자안의 가격에 주식을 팔아 투자안을 수행하는 대신에 자기자금을 동원하여 투자자금의 일부에 사용하려고 할 것이다.[23] 그러나 기업가는 위험 회피적인 성향을 가지고 있기 때문에 가능하면 적은 양의 자기 자금을 사용하려고 할 것이다. 여기서 자기자금을 투여하는 이유는 투자안에 소요되는 자금 중 일부(α)를 자기자금으로 투자함으로써 일반 투자자에게 투자안의 질이 높다는 것을 알리려는 것이다. 위험을 회피하기 위해서는 자기자금을 넣는 것은 옳지 않지만 시장에서 높은 평가를 받기 위해서는 신호전달이 필요하고 여기서 α가 투자안의 질을 알리는 신호로 작용하게 된다. 그러나 α를 100%로 할 필요는 없기 때문에 질이 나쁜 투자안을 가지고 있는 기업가가 모방하지 못할 수준에서 α를 정하는 것이 최적이다.[24] 이러한 상황에서는 신호전달로 인한 균형이 시장에서 형성될 수 있다.

2) 정보를 공유하는 연합체로서의 금융기관

이 문제를 해결하기 위해 좋은 투자안을 가지고 있는 기업가들이 공동으로 증권을 발행하고 그것에 대한 수익을 공유한다면 각 프로젝트의 기대수익은 같지만 분산이 작

22) 기업가는 위험회피형 효용함수를 가지고 있는 반면 일반 투자가는 위험중립적인 효용함수를 가지고 있다고 가정함으로서 위험을 일반 투자가가 부담하게 되는 경우를 말한다. 여기서는 기업가들은 다음과 같은 Von Newuman-Morgenstern 효용함수를 가지고 있다고 본다: $u(w) = -e^{-\rho\omega}$, 여기서 w: 최종 부, ρ: 절대위험회피도(ρ>0)이다.

23) 이 모형에서는 기업가는 위험회피형이며 투자가는 위험중립적이라고 가정하기 때문에 정보편재현상이 없는 경우 기업가는 자기의 자금을 투자하지 않고도 모든 자금을 주식을 외부에 팔아 조달할 수 있다.

24) 나쁜 투자안을 가진 기업가는 좋은 투자안을 가진 기업가에 비해 자기자금을 투여할 유인이 적다. 왜냐하면 신호전달로 인하여 얻는 이익이 후자에 비해 적기 때문이다.

아지므로(diversification effect) 효용이 그 전보다 증가한다. 즉 역선택의 문제가 있는 상황에서는 기업가들이 연합하여 자금을 빌리게 되면 개인적으로 빌릴 때 보다 훨씬 유리한 조건에 자금을 빌리수 있게 된다.[25] 좋은 투자안을 가지고 있는 기업가들이 서로의 정보를 공유하여 자금을 조달하고 수익을 갖는 것을 금융기관의 역할이라고 본다면, 바로 이러한 점 때문에 금융기관이 존재하게 된다는 것이다.

추가적으로 관련 연구들을 살펴보면, Ramakrishnan and Thakor(1984)는 정보생산에 있어서 규모의 경제효과로 인해 금융기관의 역할을 설명하고 있다. 정보분석가가 투자자들보다 정보수집 및 해석능력이 우수할 뿐만 아니라 그 성과에 있어서도 탁월해 투자자들이 기꺼이 그에 대한 비용을 지불하려고 할 경우, 투자자와 정보분석가들 사이에는 대리인관계가 형성되며 이로 인하여 정보비대칭문제가 발생한다. 이때 동질적인 정보분석가들이 연합을 형성하여 투자자들과의 계약은 독립적으로 하되 그들 간의 수익을 공유할 수 있으면 위험회피자인 경우 더욱 많은 이득을 얻게 된다는 논리로서 금융기관의 타당성을 설명하고 있다. 여기서 금융기관은 일종의 정보분석가들의 공제조합의 성격을 띈다고 할 수 있다. 이에 대해 Boyd and Prescott(1986)은 이질적인 대리인들 간의 연합체로서의 금융기관의 성격을 분석하였다. 좋은 투자안과 나쁜 투자안을 가진 기업가가 있을 때 그들이 연합을 할 경우 cross-subsidization효과로 인해 양자가 모두 이득을 얻을 수 있다는 것이다. 마지막으로 Gorton and Pennacchi(1990)는 은행의 자산변환활동 측면에서 금융기관의 타당성을 설명하고 있다.

3) 위임감시자로서의 금융기관

앞서의 논의에서 정보의 편재로 인한 도덕적 해이의 문제를 해결하기 위한 방안의 하나로서 감시활동(monitoring)의 역할을 논의하였다. Hellwig(1991)는 이러한 감시활동을 다음과 같은 개념을 포괄하는 의미로 정의하고 있다. 먼저 역선택의 맥락에서 사전적으로 기업의 투자안을 검색(screening)하거나, 투자안의 실행 중 차입자의 기회주의적인 행동(도덕적 위해)을 방지하거나, 계약상 의무조항을 이행하지 못한 차입자를 벌하거나 감사(auditing)하는[26] 제반행위를 일컫는다.

25) 독립적인 여러 투자안들이 포트폴리오로 구성되게 되면 그 투자안의 포트폴리오로부터 기대되는 수익은 같은 수준에 유지되는 반면 위험은 분산효과 때문에 급격하게 줄어들게 된다.

26) 이를 'costly state verification'이라 하며, 이와 관련된 은행대출의 특성은 4절에서 논의된다.

정보 비대칭성이 존재하는 경우 이러한 감시활동은 차입자-대부자간 부채계약의 효율성을 증진시켜준다. 이러한 모니터링활동은 이에 특화된 개별대부자(기업)에 의해 더 잘 수행될 수 있는데, 여기에는 신용등급회사, 증권분석가, 감사인 등이 있을 수 있다. Diamond(1984)에 의해 제기된 금융기관에 의한 대리감시활동(delegated monitoring)이론이란 은행이 이러한 감시활동에 있어 비교우위를 가진다는 것이다. Diamond의 논의를 자세히 소개하면 다음과 같다.

먼저 n개의 기업들은 모두 1원의 자금을 조달하여 투자하면 다음 기에 $\tilde{y}$의 불확실한 현금흐름을 얻는다. 여기서 $\tilde{y}$는 i.i.d.(identically independently distributed)이며 차입자는 사전적으로 관찰 불가능하다. 1인의 대부자는 모두 $1/m$만큼의 여유자금이 있으며, 따라서 1개 기업이 차입을 위해서는 m명의 대부자가, 그리고 시장 전체적으로는 nm명의 대부자가 필요하다.

관찰 불가능한 $\tilde{y}$로 인한 도덕적 해이의 문제를 해결하는 방법으로는 먼저 K의 비용으로 직접 감시하는 방법이 있고, 다른 방법으로는 위약 시 C의 비금전적비용(nonpecuniary cost)을 부과시키는 부채계약이 있다. 편의상 두 모수가 외생적이며, $K<C$라고 가정하자. 따라서 단위부채계약에서는 직접감시가 더 효율적이다.

먼저 직접금융시장을 고려해보자. 이때에는 nm명의 대부자가 n개의 기업활동을 감시하는데 드는 비용은 모두 nmK이다. 다음으로 은행이 개입되는 간접금융시장을 고려해보자. 은행이 대부자를 대신해서 기업들의 행동을 감시하는 데는 직접감시가 더 효율적이며($K<C$), 이에 소요되는 총비용은 nK이다. 여기서 대부자의 입장에서는 추가적으로 기업행위 감시자인 은행을 감시해야하는 문제가 발생하는데, 직접감시를 하는 경우는 nmK의 비용이 발생하므로 직접금융의 경우보다 비효율적이다. 따라서 간접금융시장의 경우 대부자와 은행 간에는 예금이라는 부채계약을 통해 해결해야하는데, 여기서 문제는 이러한 부채계약을 통한 대리감시가 직접감시보다 효율적이겠는가 하는 것이다. 이에 대해 Diamond는 감시활동이 더 효율적이고($K<C$), 대부자의 대부금액은 기업투자 소요액 보다 적으며($m>1$), 각 기업의 투자안은 양의 NPV를 갖는다($E(\tilde{y})>K+R$)는 전제 하에, n이 커질수록 은행을 통한 대리감시활동이 직접금융보다 효율적임을 보였다($nK+C_n<nmK$). 이러한 결론은 은행의 대출포트폴리오가 분산될수록(즉, n이 커질수록) 대수의 법칙으로 인해 각 기업 투자안의 현금흐름이 기대수익으로 수렴하여 예금부채계약의 위험이 사라진다. 따라서 각 대부자가 부담하는 부채계약으로 인한 비금전적

비용도 불필요하게되어 결국은 대리감시가 직접감시보다 더 효율적이라는 것이다.

4. 기업의 직접금융과 간접금융 이용

지금까지는 금융기관의 존재이유를 거래비용의 측면에서 찾아보는 이론들을 소개하였다. 금융기관이 다른 사기업과 어떻게 다른가, 즉 금융기관의 특수성을 알아보는 것이 주된 관심사였다. 따라서 이전의 논의에서는 금융기관을 다른 사기업과 다른 주체로 보고 다른 기업들 보다 금융기관이 어떤 면에서 비교우위가 있는가를 찾아내어 그 존재이유를 규명하고 있다. 이러한 입장은 금융기관이 금융시장이 할 수 있는 것보다 훨씬 더 중개기능을 잘 수행하여 구성원들의 만족을 올릴 수 있다는 것을 의미한다.

이러한 금융기관을 통한 자금의 중개가 이론적으로 중요하다는 이러한 논문들의 결론에도 불구하고 현실에서는 금융기관을 통한 간접금융보다는 발전된 금융시장에서 금융기관을 통하지 않고 자금의 차입자와 대여자가 직접 만나 거래를 하는 현상, 즉 직접금융현상이 근래에 크게 대두되고 있다. 이러한 현상은 탈중개현상(disintermediation)이라는 이름으로 금융기관의 경영에 큰 영향을 끼쳐왔다. 금융시장이 발달될수록 대기업은 기업의 높은 신용도를 이용하여 금융기관으로부터 자금을 빌릴 때 보다 더 낮은 비용으로 직접 자금을 조달하고 있다. 일반적으로 거래에 중개인이 끼어들게 되면 거래가격이 비싸질 수밖에 없다. 이런 측면에서 보면 금융기관은 자금의 중개과정에서 대기업에 비하여 비교우위가 없을 수도 있다. 이와 같이 가격측면에서 금융기관이 비교우위가 없어 보이는 데도 금융기관이 존재하는 이유를 찾으려고 하는 연구가 꾸준히 진행되어 오고 있다. 그리고 이러한 연구들의 기본적인 주제는 간접금융이 비교우위가 없어 보이는데도 왜 시장에는 직접금융과 간접금융이 동시에 존재하고 있는 가를 다루고 있다. 즉 직접금융시장과 간접금융시장이 시장에서 같이 나타나고 있는 현상을 이론적으로 설명하는 것은 금융기관의 역할을 규명한다는 면에서 의미가 있다.

자금의 차입자와 자금의 공여자 간에 은행을 포함한 금융기관이 그 중개역할을 함으로서 금융기관의 역할을 부각시킨 연구로는 James의 논문을 들 수 있다. James(1987)는 부채시장에서 정보비대칭성이 존재하는 경우 기업의 은행대출이용이 갖는 정보효과를 실증 분석하였다. 은행은 다른 채권투자자들이 갖지 못하는 기업(차입자)에 대한 정보를 가지고 있기 때문에, 기업입장에서 은행대출은 일종의 기업내부자금(inside-debt)

이며, 이 때문에 정보비대칭과 관련된 과소투자 등의 문제를 해결할 수 있을 것으로 보았다. 실증분석에서도 기업의 공적부채 발행공시에 대해서는 유의적인 주가반응을 관찰하지 못한 반면, 은행대출이용에 대한 공고 시에는 유의적인 양(+)의 주가반응을 관찰하고 이를 정보 비대칭성이 존재하는 재무시장에서의 은행에 의한 정보전달효과로 해석하였다. 따라서 James는 기업이 은행으로부터 대출을 받는다는 사실이 그 기업에 대한 좋은 정보를 전달하는 효과가 있어 은행의 대출결정이 금융시장에서 그 기업에 대한 좋은 반응을 가져다준다는 점을 들어 은행의 역할이 특수하다는 것을 강조하고 있다.

Diamond(1991)는 동적 모형에서의 명성효과를 통해 성공적인 기업이 조달비용이 더 비싼 은행차입대신에 공적부채를 이용할 유인이 있음을 보였다. 즉 모든 기업들은 최초의 시점에서는 은행차입을 통해서만 자금을 조달하지만 최초투자에 성공한 기업들은 계속되는 투자의 자금조달을 공적부채를 통해 조달하더라도 도덕적 해이의 행동유인이 적어짐을 보임으로써, 부채시장의 동적 균형에서 성공확률이 높은 기업들은 직접조달이 가능하고 중간정도의 기업들은 계속적인 은행차입을 통해 신용관련 명성을 쌓아야 하며 성공확률이 낮은 기업들은 부채조달 자체가 불가능하다. 이러한 결과를 단일기간을 가정한 정태모형의 결과에 비교해 살펴보자면, 성공적 기업의 신용관련 명성의 고려가 해당기업의 도덕적 위해 유인을 감소시켜 이로 인한 문제가 완화됨을 알 수 있다.

Rajan(1992)은 은행대출로 인한 비용과 효익을 고려하여 기업의 부채선택이 이루어짐을 보여주었다. 은행은 감시활동을 통해 기업의 투자결정에 영향을 미치며, 또한 이를 통해 해당기업의 부채관련 여러 문제점을 효율적으로 해결해줌으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다. 그러나 은행은 기업과의 재협상과정을 통해 해당기업의 투자로부터 발생하는 투자성과에 대해 일정지분을 요구하게 되어(hold-up problem), 이로 인해 해당기업의 경영자가 최적투자결정의 왜곡을 초래하기도 한다. Rajan의 분석결과에 의하면 아주 좋은 투자안을 가진 기업은 은행대출이나 공적부채 간에 무차별하며, 중간정도의 투자안을 지닌 기업은 은행대출 이용으로 인한 투자결정조절의 효익이 기업가의 도덕적 해이로 인한 비용을 압도함으로써 은행차입이 유리하다. 그러나 낮은 등급의 투자안을 지닌 기업의 경우에는 은행대출 이용으로 인한 비용이 높아 공작부채가 더 유리한 것으로 나타났다.

Holstrom and Tirole(1993)은 기업이 가지고 있는 기존순자산의 가치가 해당기업의

도덕적 해이의 유인을 줄여줌으로써 은행차입을 통한 은행감시활동의 필요성을 대체할 수 있음을 보이고 있다. 이들은 균형에서 기존순자산의 가치가 큰 기업은 직접부채의 조달이 가능하며, 중간 단계의 기업들은 은행차입만이 가능하고 기존순자산의 가치가 낮은 기업들은 부채관련 비용의 과다로 인해 부채조달이 불가능함을 보인다.

Yosha(1995)는 은행대출과 같은 양자 간 부채계약(bilateral financing)은 공적부채 등의 다자간 부채계약(multilateral financing)에 비해서 정보공개비용이 저렴할 뿐만 아니라 부채계약과정에서의 불가피한 기업관련 정보누출의 가능성도 적음에 주목하였다. 기업의 사적정보가 누설되었을 때 타격을 크게 받는 일종의 '민감한 정보'를 가진 기업은 관련정보의 누설을 피하기 위해 양자 간 계약형태(은행대출)를 선호할 것이다. 그리고 경쟁기업은 상대기업이 양자 간 부채계약체결사실을 통해 상대기업의 혁신이나 투자전망 등의 좋은 정보를 감추려는 것을 예측하고 이에 적절하게 대응하게 된다. 이에 균형에서는, 높은 정보공개비용과 경쟁기업의 경쟁행위를 유발하는 것이 일종의 비용역할을 하게 되어 좋은 투자안을 가진 기업은 다자간 부채계약을 피하고 양자간 부채계약을 선택한다. 반면 좋지 않은 투자안을 가진 기업은 불필요한 경쟁을 유발하지 않기 위해 높은 정보공개비용 부담하더라도 다자간 부채계약을 선택한다는 것이다.

참고문헌

Akerlof, G. A. (1970). The market for lemons: Qualitative uncertainty and the market mechanism. Quarterly Journal of Economics 84: 488-500.

Benston, G. and C. W. Smith (1976). A transaction cost approach to the theory of financial intermediation. Journal of Finance 31, 215-231.

Boyd, J. and E. C. Prescott (1986). Financial intermediary coalitions. J. Econ. Theory 38, 211-232.

Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. Rev. Econ. Stud. 51, 393-414.

Fama, E. (1985). What's Different about Banks? JME, 29-39.

Gibson, Michael S. (1995). Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan.

Journal of Business 68(3), 281-308.

Gorton, G. and G. Pennacchi (1990). Financial intermediaries and liquidity creation, J. Finance 45, 49-71.

Gurley, J. and E. Shaw (1960). Money in the theory of finance. Washington: Brookings Institution.

Hellwig, M. (1991). Banking, financial intermediation corporate finance. In European financial integration, edited by A. Giovannini and C. Mayer. Cambridge: Cambridge University Press.

Holmstrom, B. and J. Tirole. (1993). Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. IDEI, Toulouse University. Mimeograph.

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David Scharfstein (1990). The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan. Journal of Financial Economics 27(1), 67-88.

James, C. (1987). Some evidence on the uniqueness of bank loans, J. Finan. Econ. 19, 217-235.

Klein. A. (1971). The Economics Security Divisibility And Financial Intermediation. The Journal of Finance, 923-931.

Mikkelson, W. and M. Partch (1986). Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process. Journal of Financial Economics 15, 31-60.

Pyle, D. (1971). On the theory of financial intermediation. Journal of Finance 26(3), 737-747.

Rajan, R. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. J. Finance 47, 1367-1400.

Ramakrishnan, R. T. S. and A. V. Thakor (1984). Information reliability and a thory of financial intermediation. Rev. Econ. Stud. 51, 415-432.

Slovin, M. B., M. E. Sushka, and J. A. Poloncheck (1993). The value of bank durability: borrowers as bank stakeholders. Journal of Finance 48, 247-266.

On the Theories of Existence of Financial Institutions

Young-Jin Kim*

This paper tries to show the theoretical developments on the issue of the existence of financial institutions over the years. Although the issue of the optimal management of asset, liability and equity items of banking institutions is the important and urgent concerns for the survival of banking firms, we have to understand the reasons why banking institutions should be treated differently from other private firms. The fact that banking institutions have been with us for such a long period means that there must be something special about the banking firm. If we do not agree on the uniqueness of banking firms, then the theories of corporate finance can be easily applied to the management of financial institutions, meaning no need to study the subject of management of financial institutions. A look into this existence issue allows us to find the comparative advantages of banking firm, which is the area the managers of banking firm should concentrate on for the future competitiveness of banking firm. The recent changes in the financial environment caused by the technological and regulatory changes have threatened the very survival of the banking firms.

This paper begins to discuss the reasons for the existence of banking firms based on the reduction of transactions costs for the members of the economy. Although this approach has been a very powerful explanation for the existence of banking firm in the past, the recent environmental changes have proven that this area is no longer the root of the competitiveness of the banking. The banking institution as a vehicle through which individuals can adjust their unexpected liquidity needs has also been under attack due to the emergency of all the liquidity adjustment tools such as credit

*Professor of Finance, College of Business Administration, Seoul National Univserity

card. The information asymmetry approach to the existence of banking firm has been well accepted as the real source of competitiveness of banking firm recently. More specifically, banking firm as information sharing coalition and delegated monitor has been analyzed for the more acceptable justification for the existence of banking firms of recent years. Finally, the conditions for the coexistence of direct and indirect financing were analyzed to show the conditions under which banking institutions and financial markets can be a competitive financing alternative for borrowers. This discussion tells us that the competitiveness of banking firms lies in the efficient usage of the relevant information for the asset and financing decisions.

Keywords: existence of financial institutions, transactions cost, information asymmetry, delegated monitor, coexistence