

金融機關存立 및 經營理論에 관한 고찰

金 榮 珍

《目 次》	
I. 序 論	2) 市場不完全條件下的 金融機關存立理論
1. 本論文의 必要性	3. 金融機關經營理論
2. 金融機關經營理論의 時代的 흐름	1) 在庫理論의 모델
3. 本論文의 構成	2) 危險回避모델
II. 金融機關經營理論의 基本的 接近法	3) 獨占모델
1. 基本的 接近法 및 그 重要性	4) 統合的 모델
2. 金融機關의 存立根據에 관한 理論	III. 結論 및 앞으로의 研究方向
1) 完全市場下的 金融機關存立理論	

I. 序 論

1. 本論文의 必要性

우리 나라의 금융시장은 투자에 필요한 資金의 動員이라는 측면 뿐만 아니라 금융시장의 가장 중요한 기능이라 볼 수 있는 配分의 效率性面에서도 크게 歪曲되어 있다. 또한 금융시장을 구성하고 있는 금융기관 역시, 비록 금융기관에 대한 규제가 많다고는 하나, 效率的 經營을 하고 있다고 보기는 힘들다. 경제성장에 필요한 財源을 소위 해외저축에 의존함으로써 현재 나타나고 있는 外債問題, 成長에만 주력한 결과 지금까지 무시되어 온 富의 再分配問題, 관주도의 정책금융으로 인한 不實產業(不實企業)問題, 70년대말의 경기 침체를 타개하기 위한 資金의 調達源泉으로 外國銀行을 끌어들임(swap line)으로써 파생되고 있는 富의 海外流出問題 등등 우리가 안고 있는 모든 경제현안이 직접 간접으로 금융부문의 비효율적인 운영과 관련되어 있다. 이러한 맥락에서 볼 때 경제성장을 위한 投資資金調達 뿐만 아니라 資金의 效率的인 配分을 위해서도 금융발전은 실로 필요불가결한 과제인 것이다. 금융시장이 발전하기 위해서는 금융기관의 私企業으로서의 特性을 제약하는 여러 규제조항을 최소화하고 금융기관의 民營化를 추진해야 하는 등 자율적인 금융기관 경영을 위한 환경의 조성이 전제되어야 한다. 그러나 이러한 외부적인 요인의 조성

筆者: 서울大 經營大 助教授

더불어 보다 더 중요한 것이 금융기관의 效率的인 經營이며, 이는 금융시장의 효율성 제고를 위한 필수적인 선결과제라고 할 수 있다. 왜냐하면, 현실적으로 볼 때 금융기관 경영자의 효율적인 운영 즉 금융기관의 私企業으로서의 목표인 주주의 부의 극대화를 위한 최적 대차대조표의 구성없이 는 규제의 완화라든지 민영화가 직접 금융발전으로 이어진다고 보기는 힘들기 때문이다. 다시 말하자면 個別金融機關의 效率的 經營→私企業으로서의 目標追求(효용극대화)→競爭的 均衡의 達成→資金の 파레토(pareto)最適配分の 實現, 곧 金融市場 즉 金融仲介機能의 效率的 達成으로 이어질 수 있기 때문이다.

이와 같이 금융발전을 위한 금융기관의 효율적 경영이 중요한 데도 불구하고 금융기관의 효율적 경영을 위한 이론적 발전이 企業財務論이나 投資論에 비해 늦을 뿐만 아니라 기존의 문헌도 체계적으로 分類·整理되어 있지 않고 있다. 따라서 본 논문은 금융기관에 관한 微視的 研究를 중심으로 그 理論的 發展과정을 알아보고, 接近方法(approach)別로 細分함으로써 금융기관경영에 관한 이론적 연구의 방향을 제시하고자 한다.

2. 金融機關經營理論의 時代的 흐름

1960년대 초까지만 해도 금융기관의 재무관리(financial management of financial institutions)에 관한 이론은 거의 찾아보기 힘들었다. 이렇게 금융기관경영에 관한 이론적 접근이 늦게 이루어진 주된 이유로는 금융기관의 公共性으로 인한 과도한 규제, 비교적 안정된 경제 환경과 낮은 이자율수준 현상유지에 대한 사람들의 선호 등을 들 수 있다. 따라서 1960년대 초까지의 금융기관경영이론은 流動性管理(liquidity management)나 支拂準備金管理(reserve management)에 국한되어 있었다. 즉 예금인출이나 법정준비금에 대비하기 위해 충분한 유동성을 유지하는 것만이 금융기관 재무관리자의 주된 관심사이었던 것이다.

1960년대 초에 이르러서 資產管理(asset management)에 관한 관심이 제고되어 “충분한” 유동성수준의 유지가 아니라 될 수 있는 한 유동성을 줄여 “최적” 유동성수준을 유지하고 餘裕資金을 수익성이 높은 資產에 투자하고자 하는 積極的 資產管理(aggressive asset management)가 이루어지게 된다. 즉 지불준비금수준을 변경시킬 때의 비용과 수익을 고려하여 최적의 유동성수준을 찾아내고자 하는 것이다. 여기서 금융기관은 이익을 극대화하는 私企業으로 간주되어 資產포트폴리오를 최적으로 구성하여 이익을 극대화한다고 가정하고 있다. 이 단계까지는 금융기관의 規模가 外生的으로 결정되는 것으로 간주되었다. 다시 말하면 부채의 규모나 구성에는 영향을 줄 수 없는 受動的인 借入者로서 금융기관을 파악한 결과라고 볼 수 있다. 따라서 주어진 규모하에서 최적의 자산포트폴리오를 구성함으로써 이익을 극대화하고자 하는 금융기관경영모델은 대차대조표의 부문관리로서 部分모델(partial

model)이라고 할 수 있다.

그러나 금융시장의 급격한 변화는 금융산업에 새로운 문제를 던져 주게 된다. 1960년대 후반부터의 높은 인플레이션율과 격심한 이자율변동 등 급변하는 경제상황은 금융기관경영자에게 커다란 위협이 될 수도 있고 기회를 제공할 수도 있는 환경변화라고 인식되기에 충분했다. 이 시기에 있어서 금융기관 특히 商業銀行(commercial banks)의 예금이나 대출에 대한 심한 이자율 규제와 함께 앞에서 언급한 인플레이션과 이자율변동은 금융기관의 자금증개기능을 극도로 위축(disintermediation)시켰고, 그 결과 금융기관을 만성적인 유동성 부족의 위협에 처하게 만들었다. 따라서 금융기관경영자의 입장에서는 이자율규제를 받지 않는 자금의 원천 즉 새로운 금융상품을 개발할 필요성을 느끼게 되었다. 이는 결국 종전의 금융기관의 규모를 외부적으로 주어진 것이라고 보던 접근에서 탈피하여 적극적으로 대차대조표 대변관리 즉 負債管理(liability management)를 수행하게 되었다는 사실을 의미한다.

負債管理란 금융기관의 유동성을 조정하기 위해 부채의 규모와 구성을 관리하는 것으로, 차변의 최적자산구성을 위해 필요한 자금의 원천 즉 부채를 조달하는 것을 의미한다. 부채관리를 수행할 수 있기 위해서는 물론 이자율 변화에 민감한 자금의 원천이 존재해야 한다. 금융기관에서 부채관리를 위해 이용되는 이자율 민감도가 큰 자금의 원천으로 외국금융기관의 경우 CD나 Eurodollar 등이 있다.

따라서 금융기관은 위에서 언급한 여러 문제를 해결하기 위해 적극적으로 예금유치경쟁을 하게 되었으며, 短期資金市場에서 필요한 자금을 조달하기 시작한 것이다. 이러한 환경에서는 더 이상 금융기관의 규모가 외생적으로 결정되는 것이 아니다. 다시 말하면, 금융상품에 심대한 영향을 미치는 환경의 변화로 인해 금융기관경영자는 “이익”을 얻기 위해서 부채와 자산의 최적포트폴리오를 구성할 때 부채와 자산을 동시에 고려해야 하며 이러한 모델을 最適貸借對照表構成모델 혹은 完全모델(complete model)이라고 할 수 있다 (금융기관의 규모가 주어진 것이라 가정하고 최적자산구성을 하기 위한 모형이 部分모델이었음을 상기하라).

한편, 1960년대의 재무관리의 가장 중요한 이론적 발전은 現代資本市場理論(modern capital market theory)으로 이어지는 포트폴리오理論(portfolio theory)이라고 할 수 있다.

이와 같은 금융기관경영이론은 금융기관의 의사결정 행위를 설명하기 위해 數理的 모델을 주로 사용하고 있다. 여기서 모델이란 金融機關의 資產項目과 負債項目과의 관계를 수식으로 표현하여 금융기관의 목적함수를 극대화시키고자 하는 것이다.

이러한 모델은 분류하는 관점에 따라 앞에서와 같이 部分모델과 完全모델로 나누는 수도 있으나* 각 모델이 가정하고 있는 市場競爭條件과 金融機關의 目的函數에 따라 크게 企業理論的 接近法에 의한 모델과 포오트폴리오理論的 接近法에 의한 모델로 나눌 수 있다.

3. 本論文의 構成

II절에서는 금융기관경영에 관한 여러 접근방법을 다룰 것이다. 우선 금융기관의 존재 이유에 관한 이론적인 설명을 개괄한 후 최적자산 및 부채구성에 관한 이론을 살펴보고자 한다. 금융기관의 존립근거가 명백해지면, 금융기관이 어떻게 운영되어야 하며 또한 금융기관이 본연의 기능을 제대로 잘 발휘하기 위해서는 정책적인 관점에서 어떤 처방이 필요한가를 아는데 도움이 되기 때문에 위와 같은 순서를 택해도 이론의 전개에 무리가 없을 것이다. 따라서 존립근거에 대한 논의를 명백히 한 후 금융기관경영이론의 2가지 기본적인 접근방법을 소개하고 문헌상의 중요한 논문을 분류·정리하고자 한다. 그런 다음 위의 2가지 접근방법을 통합한 새로운 접근방법을 소개할 것이다.

II. 金融機關經營理論의 基本的 接近法

1. 基本的 接近法 및 그 重要性

금융시장을 구성하고 있는 금융기관에 대한 연구는 크게 두 방향에서 이루어지고 있다. 그 첫째가 금융기관의 存立根據에 관한 연구로, 최근에 와서야 비로소 그 이론적 배경에 대한 해명이 시도되고 있으며 아직 이론적 체계가 완전한 것은 아니다. 이 연구방향은 금융기관이 어떻게 해서 자금증개자로서의 증추적 기능을 수행할 수 있는가를 분석하는 것으로 금융기관이 흑자경제주체와 적자경제주체 사이의 자금의 흐름을 증개하는 역할을 수행하게 되는 근본적인 조건을 찾아보고자 하는 이론이라고 할 수 있어 금융기관이론에 대한 “巨視的 理論”이라 볼 수 있다.

한편, 私企業으로서의 금융기관이 그 목표를 달성하기 위하여 어떻게 운영되어야 하는지를 다루는 금융기관경영이론은 여러 각도에서 발전을 거듭해 오고 있다. 이는 금융기관을 주어진 여러 제약조건하에서 목적함수를 극대화하고자 하는 경제주체로 간주해서 최적의 의사결정을 내리고자 하는 시도로서 금융기관이론에 대한 “微視的 理論”이라 할 수 있다.

금융기관의 존립근거에 관한 연구는 다음과 같은 점에서 그 중요성을 찾아 볼 수 있다.

* 이러한 분류방식에 의한 모델소개는 拙稿 “金融機關 經營理論과 그 活用に 관한 考察”(經營論集 제19권 제1호, 1985.3.)을 참조하라.

첫째, 금융기관의 존립근거에 대한 연구란 결국 시장불완전요인에 관한 연구라고 할 수 있고, 또한 이러한 불완전요인은 금융기관경영에 환경적 요인으로 작용한다. 따라서 금융기관의 존립근거에 관한 연구는 금융기관경영자에게 금융기관의 근본적인 존재이유를 설명해 줌으로써 금융기관이 나아가야 할 방향을 제시해 주고 있다.

둘째, 금융기관의 존립조건은 정책당국자의 화폐금융정책에 대한 통찰력을 제공해 줄 수 있다. 다시 말하면 한 사회의 資本蓄積(capital accumulation)의 중요한 매개자인 금융기관의 존립에 미치는 정책변수의 효과를 분석함으로써 금융정책의 유효성을 평가할 수 있고, 또한 정책담당자에게 금융시장 및 금융기관의 육성을 위한 방향을 제시해 준다.

셋째, 금융시장의 발전은 금융기관의 존립조건과 서로 배리적인 관계에 있다. 새로운 금융상품의 개발등으로 특징지워지는 質的 發展과 금융중개의 규모를 크게 하는 量的 發展은 재무관리의 근본적인 관심사인 期間間消費決定(intertemporal consumption decision)에 관한 消費者의 機會集합을 확장시켜 준다. 결국 금융발전이 심화될 경우 금융산업은 매우 경쟁적으로 운영되어 균형상태에서 經營手數料(management fee)만 받게 될 것이기 때문이다.

또한 금융기관경영이론은 다음과 같은 점에서 이론적 및 실무적인 면에서의 그 중요성을 찾아볼 수 있다.

첫째, 이론적인 면에서 금융기관경영이론은 재무관리이론에서 발전된 포르트폴리오관리 접근법과 기업이론에서 발전된 불완전시장모델이 주축을 이루고 있다. 그러나 이 두 모델이 각각 장·단점을 지니고 있기 때문에 종합적인 모델이 제시되어야 금융기관의 행위를 적절하게 설명해 줄 수 있을 것이다.

둘째, 실무적인 면에서 금융기관경영자의 최적의사결정에 도움을 줄 수 있는 지침을 제공해 줄 수 있다. 지금까지 금융기관경영이론의 낙후성이 公共性으로 인한 과도한 규제에 그 큰 원인이 있다고 할 수 있으나 앞으로의 금융기관경영은 보다 자율적인 환경에서의 경영이 예상되므로 금융기관경영이론의 발전은 실무면에서 금융기관경영에 직접적이고 유용한 도구로 사용될 수 있을 것이다.

2. 金融機關의 存立根據에 관한 理論

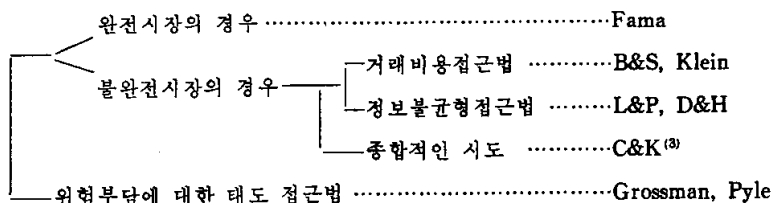
금융기관에 관한 이론적 연구는 금융시장의 환경을 어떻게 가정하는가에 따라 금융기관의 特異性(uniqueness)이 존재하는가에 관한 논쟁으로 집약된다. 재무관리에서 잘 등장하는 개념으로서 完全市場⁽¹⁾이란 ① 장애가 없는 시장, 즉 거래비용이나 세금이 없고 모든 자산이 완전히 분할가능하며 시장성이 완전하고 기타 규제가 없으며, ② 상품시장과 증권시장

(1) T.E. Copeland & J.F. Weston(1983), p. 286.

은 완전경쟁적이고, ③ 정보효율성, 즉 정보비용이 없고 모든 사람이 동시에 정보에 접할 수 있고, ④ 모든 투자자는 합리적인 기대효용극대화를 추구하는 시장을 의미한다.

완전시장을 가정하는 경우 금융기관은 일반투자자와 꼭 같은 존재라 할 수 있어 금융기관의 특이성은 존재하지 않는다.⁽²⁾ 거래비용이나 세금, 정보불균형 등이 없는 시장을 가정하기 때문에 모든 투자자들이 무위험이자율에 빌리거나 빌려줄 수 있는 금융시장이 존재한다. 따라서 금융기관은 개별투자자에 비해 비교우위가 없는 존재인 것이다.

한편 금융시장이 완전하지 않은 경우, 즉 차입자와 대출자간의 거래비용, 정보불균형 등이 존재하여 금융기관이 이러한 불완전요인을 이용(exploit)하기 위해 전문화한다면, 금융기관은 다른 투자자에 비해 우위가 있을 수 있다. 따라서 금융기관의 특이성이 가능해진다고 할 수 있다. 이는 금융기관이 존립하기 위한 필요조건이 바로 시장불완전요인의 존재임을 의미하는 것이다. 한편, 이와 같은 연구와는 별도로 금융기관을 위험부담의 주체로서 파악하여 금융기관이 존재할 수 있는 조건을 찾아보는 연구도 금융기관존립이론의 한 조류를 이루고 있다. 그러므로 금융기관의 존립이론에 관한 논의는 다음과 같이 圖示해 볼 수 있다.



1) 完全市場下의 金融機關存立理論

현실적으로 금융기관이 왜 존재하게 되는가에 대한 연구는 금융기관이 특이성을 가지지 않을 조건(가정)의 규명에서 실마리를 찾을 수 있다. 이에 답하기 위해서는 우선 금융기관이 사회에서 수행하는 역할을 먼저 규정해야 할 것이다. Fama는 금융기관이 수행하는 역할로는 ① 거래시 富의 이전을 가능하게 해 주는 회계시스템의 유지, ② 포트폴리오관리활동을 들고 있다. 금융기관이 수행하는 유동성 제고활동은 요즈음과 같은 신용경제하에서는 이와 같은 회계시스템의 유지활동보다 중요하지 않다고 한다. 또 이와 같은 去來 서비스(transaction service)에 대한 특별한 수요와 공급함수가 존재한다고 가정할 경우 실

(2) E.F. Fama(1980)는 금융기관의 특이성이 규제때문이라고 주장하고 있다.

(3) C&K(1980)는 완전시장의 경우를 금융기관의 존립에 관한 귀무가설(null hypothesis)이라고 말하고 있다. 즉 규제가 없는 경쟁시장의 경우 금융기관은 수수료만 받는 포트폴리오관리자에 불과하다고 본 것이다.

물가결정에 주는 영향을 분석하기 힘들 뿐만 아니라 금융기관이 수행하는 거시적인 역할(포오트폴리오 관리자)이 더 중요하다고 주장하고 있다. 결국 Fama는 포오트폴리오 관리자로서의 금융기관이 어떤 성격을 가지는 존재인가를 규제가 존재하지 않는 경우와 존재하는 경우로 대별해서 설명하고 있다.

Fama는 금융중개가 경쟁적으로 이루어질 경우 금융기관의 포오트폴리오관리(대출까지도 포함)는 M-M定理(Modigliani & Miller Theorem)⁽⁴⁾의 資本調達決定의 일종이라고 볼 수 있다고 한다. 즉 이 때의 금융기관은 전체적인 最適生産水準(optimal production level)과 여러 자원의 價格決定(pricing)에 영향을 미치지 못하는 개별투자자(규제가 없는 경우, 금융기관이 개별투자자에 비해 비교우위가 있건 없건, 즉 equal access의 가정에 관계없이 금융기관은 자금의 수요자와 공급자를 매개시켜 주는 역할 밖에 하지 못한다) 혹은 수동적인 중개기관(passive intermediary: 규제가 존재하는 경우)에 불과하다는 것이다.

이와 같은 결론은 다음과 같은 점에서 금융이론에 중요한 의미를 부여해 준다.

첫째, 금융기관의 특이성은 규제로부터 생긴 것이며 금융기관 자체는 다른 사기업과 다른 점이 없다는 것을 이론적으로 밝히고 있다.

둘째, 금융기관의 자산관리와 부채관리를 분리 결정할 수 있는 이론적 근거를 제공한다.

셋째, 금융기관은 예금 및 대출시장에서 가격수용자로 행동하기 때문에 금융기관은 단지 예금자를 대신해서 포오트폴리오를 보유하게 되는 代理人(agent)이다.

2) 市場不完全條件下의 金融機關存立理論

금융기관은 국민경제 내에서 저축과 투자를 매개하는 역할을 하고 있다. 금융기관이 존재함으로써 자금의 공급자로부터 수요자로의 자금이전이 용이하게 되는 것이고, 資金의 移轉 메카니즘(mechanism)은 금융기관이 2차증권(예금)을 팔아 이 자금으로 1차증권(대출)을 구입함으로써 이루어진다. 일반적으로 금융기관이 자금을 중개함으로써 수행하는 경제적 기능은 크게 다음과 같이 네 가지로 나뉘 볼 수 있다.

- ① 위험분산(risk reduction), ② 만기 조정(maturity adjustment), ③ 투자규모 조정(denomination adjustment), ④ 유동성 제고(liquidity enhancement)

금융기관이 이러한 기능을 경제시스템 내에서 수행할 수 있다는 것은 곧 개별투자자나

(4) 기업들을 경영위험에 따라 분류가능할 때, 같은 위험집단내의 기업들은 완전자본시장이 존재하는 경우 다음과 같은 定理가 성립됨을 M-M은 보이고 있다.

명제 1. 기업의 가치와 자본조달방법은 무관하다.

명제 2. 부채비율이 증가할 경우 자기자본비용은 증가하지만 이 효과는 저렴한 부채의 효과와 상쇄된다.

명제 3. 투자안의 거부율결정은 자금조달방법에 영향을 받지 않는다.

소비자가 스스로 자금중개를 담당할 수 없는 시장불완전요인이 존재한다는 것을 의미한다. 이와 같은 접근법과는 별도로 위험에 대한 태도의 차이로 금융기관의 존재를 설명하려는 시도도 있다. 즉 금융기관의 존립근거를 다음과 같은 시장불완전요인의 존재와 위험에 대한 태도의 차이를 필요조건으로 하여 설명하고자 하는 이론들이 제시되고 있다.

- ① 거래비용(transaction cost)면에서의 우위
- ② 정보생산(information production)능력면에서의 우위
- ③ 종합적인 접근⁽⁵⁾
- ④ 위험에 대한 태도의 차이

1] 去來費用接近法(transaction cost approach)

시장불완전요인 중 자금의 중개과정에서 발생하는 거래비용면에서 금융기관이 개별투자자에 비해 규모의 경제를 통해 비교우위를 가지는데, 이러한 비교우위를 금융기관존립의 조건으로 본 연구가 去來費用接近法이며 Benston & Smith(1976)의 연구와 Klein(1971)의 연구를 들 수 있다.

Klein에 의하면 거래비용의 존재로 인하여 증권이 완전분할되지 못하는 현상이 일어나게 되며, 이 경우 소규모 투자자는 자신이 원하는 현재와 미래의 소비패턴을 결정하는 기회집합에 있어서 제약을 받게 된다. 증권의 불완전분할로 인한 문제를 금융기관이 자금의 結集(pooling)을 통해 해결하여 투자자의 효용을 높일 수 있다는 것이다.

한편, Benston & Smith도 자금수요자와 자금공급자간의 자금의 직접거래에서 발생하는 거래비용이 존재할 때 현재와 미래의 소비결정에 관한 기회집합에 제약을 받게 되므로 금융기관이 다음과 같은 면에서 개별투자자에 비해 규모의 경제로 인한 거래비용상 효율성이 존재하게 되어 금융기관이 존립할 수 있다는 것이다. 첫째, 금융기관은 금융상품생산에 전문화함으로써 규모의 경제를 달성할 수 있다. 둘째, 분산투자로 인해 개별증권이 가진 특수한 위험을 줄일 수 있고 따라서 파산의 위험이 감소될 수 있다. 셋째, 정보생산면에서 효율적이고 탐색비용이 절감된다. 넷째, 자금중개자로서의 금융기관이 특정장소에 위치해 있음으로 해서 자금의 수요자와 공급자 모두가 금융 서비스를 손쉽게 제공받을 수 있다.

결국 Benston & Smith와 Klein은 자금의 직접거래로 인한 거래비용이 금융기관이 개입함으로써 줄어들게 되어 자금의 수요자와 공급자에게 소비기회집합을 확장시켜 효용을 증가시

(5) 종합적인 접근이란 거래비용이나 정보생산 등의 한 요인으로만 금융기관 존립을 설명하는 것은 불충분하다는 것으로 Campbell & Kracaw(1980)가 Leland & Pyle(1977)의 情報不均衡으로 인한 利己의 怠慢문제를 금융기관의 존재로 해결가능하다는 주장을 반박하면서 제기한 것으로 試論的인 의미를 가지는 것이다.

켜 주기 때문에 금융기관이 존재의의를 갖는다고 보는 것이다.

② 情報不均衡接近法(information asymmetry approach)

시장불완전요인 중 情報不均衡(information asymmetry)의 문제는 중고차 시장, 노동시장, 보험시장의 거래과정에서 분석되고 있다.⁽⁶⁾ 정보불균형이 있는 경우 시장에서 거래되는 상품(혹은 중고차, 노동자, ……)은 평균 품질을 반영한 가격밖에 받을 수 없다. 따라서, 정당한 가격을 받지 못하는 제품은 시장에서 이탈하게 되어 시장은 저품질의 상품만으로 이루어지는 故意的 選擇(adverse selection)현상 혹은 저품질로 평균품질의 가격을 받고자 참여하려는 利己的 怠慢(moral hazard) 문제가 발생하게 된다. 이러한 정보불균형의 문제는 비단 위에서 언급한 시장 뿐만 아니라 금융상품을 거래하는 금융시장의 경우에도 발생하여 利己的 怠慢문제가 발생하게 된다. 왜냐하면, 근본적으로 금융기관이란 ① 정보수집, ② 정보가공, ③ 가공된 정보를 이용한 활동(1차증권 구입, 2차증권 판매)을 하는 금융중개기관이므로 금융상품의 質(quality)에 관한 정보불균형 현상이 현저하게 드러날 수 있기 때문이다. 따라서 정보불균형 문제를 해결하기 위한 방편으로 시그널(signal)이 등장하고 이 시그널을 평가하는 데 전문화된 기관이 금융기관이라고 보는 것이다. 금융기관의 존립근거가 이러한 利己的 怠慢문제를 해결하기 위한 情報生産에 있음을 보이는 연구로는 Leland & Pyle(1977)과 Draper & Hoag(1978)의 연구가 있다.

Leland & Pyle 은 금융시장에서 정보불균형이 존재하는 경우 M&M정리가 성립하지 않음을 보이고(따라서, 자본구조 역시 사업의 質에 대한 시그널 역할을 할 수 있다) 기업의 특수한 위험(specific risk)과 자본구조와는 逆의 관계에 있음을 보임으로써 금융기관의 중개기능의 타당성을 보여주고 있다. 다시 말하자면, 수익률분포의 위험이 높은 기업일수록 최적부채수준이 낮아진다는 것으로 금융기관은 분산투자자 인해 각 개별기업과 관계되는 특수한 위험을 줄이게 되어 비교적 안정된 수익률분포를 가지게 되므로 높은 레버리지로도 영업이 가능하다는 것이다.

한편 Leland & Pyle은 거래비용면에서의 우위와 위험부담능력 등은 금융기관의 본질을 설명하는데 불충분하다고 보고 금융기관의 존립은 자금의 차입자와 대여자사이에 존재하는 정보불균형 문제를 해결하기 위한 정보생산과 정보생산에 근거한 포트폴리오 구성활동에

(6) 정보불균형 때문에 고의적 선택(adverse selection) 현상이 발생할 수 있음을 밝힌 선구적 연구로는 다음과 같은 것이 있다.

- ① 중고차 시장 : G.A. Akerlof(1970)
- ② 노동시장 : A.M. Spence(1973 I, II)
- ③ 보험시장 : Spence & Zeckhouser(1971)

있다고 보고 있다. 위험이전의 주체로서 좋은 투자안을 가진 자금차입자 역시 정보생산면에서 우위가 있는 생산자를 원하고 대출자 역시 이를 원한다. 즉, 정보생산에 대한 수요가 존재하는 것이다.

또한, Leland & Pyle은 정보만을 생산판매하는 기관의 경우, 다음과 같은 두가지 문제가 발생할 수 있다고 한다. 첫째, 생산된 정보의 공공성으로 인해 판매된 정보의 가치를 하락시키지 않고 정보구입자에 의해 재판매될 수 있기 때문에 정보생산기업은 정보생산으로 인한 수익을 완전히 회수할 수 없다. 이를 專有(appropriability)의 문제라고 한다. 둘째, 위에서 언급했듯이 구매자는 질이 좋은 정보인지 아닌지를 모르기 때문에 시장에서는 평균적인 품질의 가격밖에 받지 못해 저품질(lemons)만이 거래되는 고의적 선택(adverse selection) 현상이 나타난다. 이것을 情報의 信賴性(reliability) 문제라고 한다.

이 두 문제를 금융기관이 생산된 정보에 근거한 포오트폴리오 구성활동과 금융기관 설립자의 시그널문제에 의해 각각 해결될 수 있다는 것이다. 즉 정보자체를 판매하는 기관의 경우 정보의 공공성으로 인한 專有의 문제(7)가 발생할 수 있으나, 정보를 이용해서 자산에 투자한 경우 정보의 가치가 사유재인 자산의 가격에 반영되기 때문에 정보의 수익을 정보생산기업이 진유할 수 있게 된다. 또한 정보의 신뢰성 문제는 정보생산기업 설립자의 지분에 의한 시그널로써 해결할 수 있다.

이때 근본적인 문제는 정보생산자로서의 금융기관이 존재하기 위해서는 정보생산능력면에서 개별투자자에 비해 비교우위가 있어야만 한다는 점이다. 그러나, Leland & Pyle은 정보생산면에서 효율적인 금융기관의 존재가 왜 가능한지를 명확하게 설명하지 않고 있다(비록 규모의 경제라는 표현을 쓰고 있지만). 따라서, Leland & Pyle은 현재 존재하고 있는 금융기관은 정보생산면에서 우위가 있는 존재임을 보이는 연구이고 보다 본질적인 문제는 간파하고 있다고 볼 수 있다.

Draper & Hoag(1978) 역시 시장불완전요인이 금융기관이 존재하기 위한 필요조건이라고 전제하고 기업에서 채택하는 생산기술(곧, 투자안의 성질)과 상황에 관한 정보에 대해 기업 내부자와 외부투자자사이에 불균형이 존재하기 때문에 정보불균형 문제를 해결하기

(7) Leland & Pyle은 專有의 문제를 금융기관의 존재근거를 주장하기 위해 제시하고 있지만 현실적으로 정보생산만을 담당하고 있는 정보수집기관(신용평가기관, Standard & Poor's Value Line 투자상담고문업, ...)의 존재를 상기할 때 금융기관의 존재는 專有의 문제를 해결하는 단지 하나의 시도라고 보아야 옳을 것이다. Campbell & Kracaw(1980)도 꼭 금융기관만이 이 문제를 해결할 수 있는 것은 아님을 보이고 있다. 또한, 이들 정보수집기관이 제공한 정보의 사후적인 질에 의한 보상계약에 따라 이들의 수익이 결정될 수도 있기 때문이다. 이에 관한 자세한 내용에 대해서는 M.H. Miller & A.V. Thakor(1985)를 보라.

위한 정보생산자를 금융기관으로 보고 있다.

Leland & Pyle과 마찬가지로 정보생산에 대한 수요가 차입자, 대출자 모두에게 있기 때문에 정보를 생산할 수 있는 유인이 생길 수 있다.

이 논문에서 Draper & Hoag는 금융기관이 형성되도록 만드는 유인을 탐색함으로써 금융기관의 존재를 정당화하고 금융기관이 수행하는 기능을 암묵적으로 설명하고 있다.

Draper & Hoag는 금융기관이 존재하기 위해서는 代理人(agent)으로서의 개별경제주체가 정보생산에 노력을 투입해야만 하고 또한 이러한 노력이 투입되려면 정보생산에 의해서 불확실성을 줄일 수 있을 때 곧 확률분포에 대한 예측을 개선시킬 수 있을 때 가능하다고 한다(代理理論(agency theory)을 정보생산자인 대리인에 적용시켜 그의 노력투입을 관찰할 수 있을 때는 모델 자체내에서 결정되는 대리인의 보상함수에 관해, 관찰할 수 없을 경우에는 최적보상계약에 관해 논의하고 있다).

③ 綜合的 接近法

Campbell & Kracaw(1980)는 Leland & Pyle의 주장을 반박하면서 금융기관의 존립근거를 제시하고 있다.

첫째, Leland & Pyle은 정보의 공공성으로 인해 발생하는 專有의 문제를 금융기관이 정보생산 뿐만 아니라 이 정보에 근거한 포오프폴리오 구성활동을 할 경우 해결가능하다고 한다. 그러나, 이 사실이 성립하기 위해서는 다른 투자자들이 금융기관의 포오프폴리오를 관찰함으로써 관련된 정보를 추론할 수 없다는 가정이 필요하나 이에 관한 적절한 해명이 없다. 따라서, Campbell & Kracaw는 투자자들끼리 서로 다른 투자자의 포오프폴리오를 관찰할 수 있으며 정보가 없는 한 모든 기업을 같은 가치로 평가한다고 가정하고 있다.

둘째, Leland & Pyle은 정보의 신뢰성문제를 금융기관 설립자의 지분의 크기에 의한 시그널로 해결할 수 있다고 한다. 즉 정보의 가치가 금융기관 설립자지분의 함수로 표현할 수 있다. 이것은 곧 금융기관 설립자지분에 따라 연속적인 가격결정함수가 존재하는 incentive signalling equilibrium을 가정하고 있는 것이다. 그러나, Campbell & Kracaw는 이 가정이 있을 경우 금융기관이나 다른 정보생산자의 도움없이도 기업의 가치가 정확히 평가될 수 있다고 주장한다. 그러나, 이러한 가정이 존재하지 않는 경우 Campbell & Kracaw는 정보불균형으로 인한 정보의 신뢰성문제는 Leland & Pyle이 주장한 금융기관설립자의 지분의 크기에 의해서 뿐만 아니라 투자자이며 정보생산자인 사람의 지분의 크기(즉, 初期富의 크기)에 의해서도 해결가능함을 보이고 있다. 따라서, 정보생산만으로 금융기관 존재를 설명하기에

는 불충분하다는 것이다.

결국 정보불균형과 정보생산의 비용으로 금융기관의 존립근거를 설명할 수 없다는 것을 보임으로써 금융기관을 정보생산 뿐만 아니라 기타 서어비스(유동성 혹은 거래서어비스, 보험 계약의 판매 등)의 결합생산으로 그 존립근거를 해명해야 한다고 추론⁽⁸⁾하고 있다.

④ 危險負擔能力接近法(risk sharing approach)

위험에 대한 태도의 차이로 금융기관 존재를 설명하고자 하는 이론으로 Grossman(1971)과 Pyle(1971)의 연구를 들 수 있다.

Grossman은 만기에 따른 증권의 수익률 차이가 존재함을 발견하고 관련되는 외부변수의 변화에 따라 수익률차이가 어떤 영향을 받는가를 알아보는 과정에서 금융기관의 존재가능성을 설명하고 있다. Grossman은 금융기관을 위험중립형(risk neutral)투자자로 간주하고 있다. 따라서 위험이 적은 단기부채(short-term debt)를 팔고, 이 자금으로 위험이 큰 장기부채(long-term debt)를 구입하는 금융기관의 행동이 설명가능해지는 것이다. 즉, 위험중립적인 투자자에게는 기대수익만이 관심의 대상이므로 자금중개로 인한 위험을 부담하는(다시 말하면, 그 사회의 투자활동이나 생산활동의 위험을 부담하는) 기관으로 금융기관을 파악하는 것이다.⁽⁹⁾ 곧 위험에 대한 태도의 차이가 금융기관의 존재를 결정하는 중요한 요소로 보고 있는 것이다.

한편 Pyle은 Grossman과 달리 금융기관 역시 위험회피형 투자자(risk-averse investor)로 보고 금융기관이 금융중개를 할 수 있는, 즉 예금(deposit)을 팔고(short position), 대출(loan)을 하는(long position) 경우를 살펴 보고 있다. Pyle에 의하면, 금융중개가 가능하기 위해서는 예금과 대출간의 正의 수익률차이가 존재해야 하고 또한 대출과 예금의 수익률의 공분산이 클수록 금융기관의 중개기능이 활발해진다고 한다. 다시 말하면, 두 수익률사이의 공분산이 클수록 전체 기대수익의 분산이 작아져 불확실성을 줄여 주게 되므로 금융중개기능이 활발해진다는 것이다. 위험회피자로서의 금융기관이 금융중개기능을 수행하기 위한 조건은 자산과 부채의 수익률의 상관관계가 높고 正의 수익률차이가 존재할 때라고 할 수 있다. 그러나, Pyle은 금융기관의 자산과 부채의 수익률차이가 왜 존재하는가에 관한 근본적인 문제를 고려하지 않고 있다.⁽¹⁰⁾

(8) 추론이라고 한 이유는 결합생산에 의한 금융기관의 존재를 명확한 모델로써 설명한 것이 아니라 Leland & Pyle모형을 부정함으로써 기타 다른 서어비스도 금융기관 존재를 설명하는 데 필요하다는 사실을 "직관적으로" 도입했기 때문이다.

(9) Mossin(1973)은 3명의 경제주체중 1명만이 위험중립형 투자자이고 나머지는 위험회피형 투자자일 경우, 최적위험배분(optimal risk sharing)을 위험중립형 투자자가 모든 위험을 부담하게 된다고 하고 있다.

(10) A.M. Santomero, "Modelling the Banking Firm: A Survey," JMCB, (Nov. 1984) pp. 576-616.

3. 金融機關經營理論

금융기관의 경영에 관한 연구, 다시 말하면 금융기관의 최적자산과 부채 및 자본금 구성에 관한 이론적인 연구는 비교적 문헌상에서 많이 찾아 볼 수 있다. 금융기관의 행동을 이해한다는 것은 금융기관과 금융부문의 업무 및 통화공급기제(money supply mechanism)를 이해하는 데 필수불가결한 조건이 될 수 있기 때문에 문헌상에서 찾아 볼 수 있는 여러 저작을 그 접근방법별로 분류·정리해 보고자 한다.

금융기관경영은 지불수단의 관리와 관련된 활동과 포오트폴리오관리활동이 그 주업무이므로 금융기관의 행동을 설명하는 이론은 이와 관련된 변수를 포함해야 한다. 즉 實物資源費用(real resource costs), 調整費用(adjustment costs), 금융기관의 危險에 관한 態度(risk taking behavior of banking firm), 不確實性(uncertainty), 그리고 기타 市場不完全要因 등을 고려해야 한다.

그러나, 이런 모든 요인을 고려하여 모델화하기 쉽지 않다는 것은 금융기관경영에 관한 이론적 연구가 방해함에도 불구하고 논자에 따라 다양한 접근법이 시도되고 있을 뿐만 아니라 때로는 상충되는 경우도 있다는 사실로 미루어 짐작할 수 있다. 이는 일반 사기업과 비교하여 고려되어야 할 측면이 아주 많기 때문이기도 하다.

금융기관경영이론에 관한 연구는 다음과 같은 기준에 의해 분류해 볼 수 있다.

- ① 부분모델과 완전모델(partial or complete model)
- ② 금융기관의 위험에 대한 태도에 따라 위험회피모델과 위험중립모델(risk averse or risk neutral model)
- ③ 시장구조에 따라 완전경쟁모델과 불완전경쟁모델(독점모델)(quantity-setting or rate setting model)

Baltensperger(1980)은 대차대조표관리를 중심으로 하여, 부분모델(partial model)과 완전모델(complete model)으로 기존의 문헌을 분류하고 있다. 전자는 금융기관의 規模은 外部的으로 주어진 것으로 보고 각 대차대조표항목(지불준비금, 부채, 자본금)의 최적수준을 결정하는 모델이다. 한편 후자는 금융기관의 최적자산부채구성 뿐만 아니라 최적규모까지도 동시에 결정하는 모델이다.

이와 같은 Baltensperger의 분류는 금융기관의 행위에 관한 기초문헌을 최초로 체계적으로 정리하고 있고, 금융기관 경영자의 관심사의 시대적 변천과도 부합하는 이론전개라고 볼 수 있다. 그러나, 각 모델이 명시적으로 가정하고 있는 조건들을 명시적으로 고려하지 않음으로써 금융기관으로의 발전방향과 앞으로의 연구방향을 제시하지는 못하고 있다. 이와

같은 점을 고려하여 본 논문에서는 금융기관경영모델을 금융기관의 위험에 대한 태도와 금융시장의 구조라는 두 기준을 이용해 기존문헌을 분류·정리하고자 한다.

금융기관경영에 관한 이론적인 접근을 금융기관의 위험에 대한 태도에 따라 企業理論的 接近法(firm-theoretic approach)과 포트폴리오理論的 接近法(portfolio-theoretic approach)으로 나눌 수 있다. 전자는 전통적인 미시경제학적 체계/framework)에 맞춰 금융기관을 위험에 무관심한 기업으로 보고 期待收益(혹은 利益)極大化行動을 설명하고자 하는 접근법이다. 또 이 접근법은 金融市場이 完全競爭의인가 不完全競爭의인가에 따라 각각 在庫모델(inventory model), 獨占모델(monopoly model)이라고 한다.

한편, 포트폴리오이론적 접근법이란 금융기관을 危險回避者로서의 投資者로 간주하여 금융기관의 期待效用極大化行動을 설명하고자 하는 이론으로 재무관리에서 발전되어 온 자본자산가격결정모델을 금융기관의 행동을 설명하는 데 적용해 본 것이라 볼 수 있다. 이 접근법을 사용한 모델은 危險回避모델(risk-aversion model)이라 한다.

이러한 두가지 기본적인 접근법은 각각 다음과 같은 장·단점이 있다. 포트폴리오이론적 접근법은 危險(不確實性)을 명확히 고려할 수 있는 반면 完全市場(perfect capital market)을 가정하고 있어 ① 금융기관은 가격결정은 하지 못하고 수량결정을 하는 주체로 보고 있고 ② 유통성부족으로 인한 위험과 생산자로서의 금융기관의 實物資源費用(real resource cost)은 고려하지 않고 있다는 문제점이 있다.

企業理論的 接近法은 不完全市場을 가정함으로써 포트폴리오이론적 접근법의 문제점을 해결할 수 있으나(價格決定, 流動性費用, 實物資源費用 고려) 期待收益(利益)만을 극대화함으로써 危險中立的이거나 혹은 危險을 전혀 고려하고 있지 않다는 문제점이 있다.

이와 같은 두 기본적인 접근법의 문제점을 보완하여 危險回避下의 企業理論的 接近法을 이용한 모델이 제시되고 있다. 이를 統合的 모델(combined model)이라 부르기도 하자.

1) 在庫理論的 모델(inventory-theoretic model)

이 이론은 금융기관경영이론의 초기의 발전과정에서 가장 먼저 나타난 이론으로, 流動性管理理論 또는 支拂準備金管理理論(liquidity management model or reserve management model) 등이 대표적으로 재고이론적 접근법을 사용하고 있다. Tobin(1964), Porter(1961), Frost(1971) 등의 모델이 이 범주에 속하는 데, 이 모델의 초점은 어느 "수준"의 지불준비금을 보유하는 것이 금융기관의 목표인 "기대수익"의 극대화를 달성하는 데 최적이냐 하는 문제로 귀착된다.⁽¹¹⁾

(11) 이러한 모델이 재고이론적 모델에 속하는 이유는 목적함수를 기대수익의 극대화(risk neutral)와

위험에 대한 태도	위험 회피	위험 중립
완전경쟁 시장	(위험회피모델) Pyle, Chateau Kane & Malkiel Pringle II	(재고이론적 모델) Tobin I
불완전경쟁 시장	(통합적모델) Sealey Elyasiani IV	(독점모델) Shull Klein Monti Sealey & Lindley III

Tobin의 모델⁽¹²⁾을 예로 들면 어느 수준의 防禦性資產(defensive asset) 즉 어느 수준의 收益性資產(earning asset)을 보유하는 것이 최적이냐 하는 것이다. 여기서는 금융기관의 규모가 일정한 것으로 가정하므로, 결국 어느 수준의 방어성자산을 보유하느냐하는 문제는 어느 수준의 수익성자산을 결정하는 것이나 마찬가지이다.

지금까지의 流動性 혹은 支拂準備金管理理論은 다음과 같은 근본적인 조건에 의해 지불준비금수준이 결정된다. 즉 수익성자산에서 생길 수 있는 限界收益과 支拂準備金이 부족함으로써 생길 수 있는 손실의 기대치인 限界機會費用이 같아지는 수준에서 지불준비금이 결정되어야 한다는 것이다(이 모델은 資產의 규모가 일정하고 수익성자산이 동일이고, 수익성자산의 수준에 따라 수익률이 변하지 않는다는 가정을 기초로 하고 있다. 그러나 위의 기본모델은 이외의 여러 현실적인 경우를 다루고 있지 않다). 따라서 수익성자산이 여러 종류인 경우, 수익성자산의 수준에 따라 수익률이 영향을 받을 경우, 포트폴리오를 변경할 때 생기는 고정비용이 존재하는 경우, 수익성자산이 위의 가정과는 달리 여러 종류가 있는 경우 등이 기본모델에 반영되어 모델의 발전을 보게 되었다.⁽¹³⁾

Porter나 Frost의 논문 역시 불확실성하에서 기대수익을 극대화하는 금융기관의 최적자산 (Porter의 경우 대출량 및 증권보유량, Frost의 경우 초과준비금)을 결정하는 조건을 구하고 있다는 점에서 재고관리접근법에 속한다.

완전경쟁시장(quantity-setting model)를 가정하기 때문이다.

(12) 그러나 Tobin은 한계수익곡선이 우하향하는 시장을 분석함으로써 완전경쟁시장이라고는 볼 수 없으나, 가격결정모델(rate-setting model)이 아닌 것은 분명하다.

(13) 보다 자세한 내용은 拙稿(1983)를 참조.

2) 危險回避모델 (risk-aversion model)

위험을 고려한 포트폴리오선택이론을 금융자산의 최적포트폴리오 구성에 응용하는 연구가 위험회피모델의 주류를 이루고 있는데 Kane & Malkiel(1965)의 연구를 시작으로 Fried(1970), Pyle(1971), Pringle(1974), Hart & Jaffee(1974), Chateau(1982)의 연구로 이어지고 있다.

Kane & Malkiel은 기존의 금융기관에 대한 연구가 위험요인을 적절히 고려하지 못하고 있다고 주장하고, 대출요청에 따른 수락이나 거부를 결정할 경우 장기적인 고액의 상실이 라는 위험요인도 금융기관의 대출결정시 중요한 고려요인이 되어야 한다고 주장한다. 이들에 의하면 기존의 한계수익개념에 입각한 포트폴리오 구성은 장기적인 이익을 고려할 때 금융기관가치의 하락을 가져올 수도 있다는 점을 지적함으로써 신용할당에 대한 새로운 접근법을 시도해 본 것이다.

Fried는 확률제약조건계획법(chance-constrained programming)을 이용하여 금융기관의 포트폴리오 선택행동을 설명하고 있다.⁽¹⁴⁾

Pyle은 금융기관의 존립조건에서도 언급한 바와 같이 금융기관이 중개역할(intermediation)을 할 수 있는 조건들을 검토하는 연구에서 금융기관을 금융자산으로 구성된 포트폴리오라고 간주하고 위험회피를 가정한 포트폴리오이론을 적용하였다. 금융기관이 간접증권을 팔아 생긴 자금으로 직접증권을 보유하게 되는 경우를 연구한 결과 資產과 負債간 正의 收益率差異(rate differential)가 금융기관존재의 전제조건이라는 점과 아울러 금융기관이 위험회피의 성격을 갖고 있기 때문에 正의 수익률차이에도 불구하고 최적규모의 負債(deposit)와 資產을 가지게 된다는 것을 증명하였다.⁽¹⁵⁾

Pringle은 대출시장에서 불완전경쟁⁽¹⁶⁾을 전제로 해서 금융기관의 資本金(capital)이 중요한 결정변수의 역할을 한다는 것을 보이고 있다. 즉 부채는 외부적으로 결정되는 경우를 가정하여 대출시장과 자본시장의 불완전경쟁정도에 따라 資本金의 크기가 결정되어야 한다는 것이다. 따라서 資本金도 資本調達의 원천으로서 최적화행동에 의해 결정되어야 함을 보임으로써 금융기관의 최적자본구조에 대한 함축적 의미를 내포하고 있다.

(14) Fried 모델의 목적함수는 기대수익의 극대화이나 제약조건에 위험회피를 두고 있다. Fried는 다른 모델들이 고려하지 않고 있는 유동성제약(liquidity constraint)을 고려하고 있다. 확률제약조건계획법에서는 제약조건이 확률적으로 표시된다. 예를 들면 유동성자산이 어떤 정해진 수준이하로 떨어질 확률이 일정 이하라는 조건이 들어간다. 이 확률제약조건은 다시 확정적 조건(certainty equivalent)으로 변환되어 解를 구하게 된다.

(15) 그러나 Pyle 모델은 왜 正의 수익률차이가 존재하는가에 대한 설명을 하지 않고 있다.

(16) 따라서 Pringle의 모델이 정확히 본논문의 분류방식에 의한 risk-aversion model에 속한다고는 할 수 없다.

Chateau는 일반적으로 이용되고 있는 기대효용극대화에 의한 모델이 너무나 구체성을 결여한 모델이라고 비판하고 비록 훨씬 제한적인 가정이 필요하지만 資本資產價格決定模型(CAPM)을 이용함으로써 현실적인 면에서 보다 용이하게 금융기관의 행동을 분석할 수 있다고 전제하고 있다. Chateau의 모델은 資本資產價格決定模型을 이용해 대출정책을 예금의 K배로 단순화한 후 시장가치를 극대화시키기 위한 적정 예금이자율수준을 결정하고자 하는 負債管理모델(liability management model)이다. 그러나 은행의 예금에 대한 독점력을 가정해 예금을 이자율의 증가함수로 설정했기 때문에 Chateau의 모델은 이 논문에서의 위험회피모델(Ⅲ)에 분류되기에는 부적합한 점이 있다.

3) 獨占모델(monopoly model)

이 이론은 금융기관이 참여하는 시장인 預金市場이나 貸出市場이 完全競爭的인 市場이 아니라 가정과 금융기관의 목적함수가 위험요인에 무관한 이익극대화(profit maximization)라는 가정에서부터 출발한다. 예금시장의 경우 예금의 이자율탄력성이 무한대가 아니라 가정위에서, 대출시장의 경우 금융기관이 독점적 위치에 있다는 가정위에서 세워진 모델로서, Shull(1963), Klein(1971), Monti(1971), Sealey & Lindley(1977)의 연구가 代表的이다.

Shull은 금융시장이 완전경쟁이 아니라 독점적 혹은 과점적 경쟁이 일반적인 현상이라고 지적하고 Climens에 의한 多商品價格差別化企業(multi-product, price-discriminating firm)의 이론을 금융기관에 적용하여 금융기관의 행동을 설명하려 하고 있다. 대출에 대한 수요탄력성의 수준에 따라 분리된 시장에서 가격을 차별화하여 이익을 극대화하는 행동을 분석하고 있다.

Klein의 모델을 보면 세 종류의 자산(現金, 公債, 貸出), 두 종류의 負債(定期預金, 普通預金)와 고정액의 資本金을 가진 금융기관을 가정하며, 公債市場은 완전탄력적이고 貸出市場과 預金市場에선 금융기관이 독점적 가격결정자로서 행동하며, 금융기관은 대출수요와 예금공급곡선을 따라 이익을 극대화하는 獨占企業으로 간주되며, 이 과정에서 각 資產과 負債의 최적수준이 결정됨과 동시에 金融機關의 最適規模도 함께 정해지게 된다.⁽¹⁷⁾ Klein의 모델은 전통적인 미시경제학적 독점기업이론으로 금융기관의 최적행동을 설명하고 있어 금융기관이 예금시장이나 대출시장에서 독점력을 가지고 있다는 가정에 너무 의존하고 있

(17) Klein 논문의 주요결론 중의 하나는 자산구성과 자본조달결정은 분리될 수 있다(分離定理, separation theorem)는 것인데, firm-theoretic framework 하에서 risk neutral를 가정했을 때도 이와 같은 결과가 나올 수 있다는 점에서 금융기관에도 分離定理가 성립되는지의 여부를 놓고 이론적 논쟁이 진행되어 오고 있다. 대표적 논문으로 Sealey(1985), O'hara(1983)이 있다.

고, 유동성, 서어비스, 판촉, 포오트폴리오조정 등에 따른 제반비용을 고려하지 않고 있다.

Monti의 모델도 Klein 모델과 같이 資産, 負債市場에서 금융기관이 독점적인 위치에 있다고 가정하고 간단한 자산부채구성모델을 정하여 금융기관의 최적규모와 자산 및 부채의 구성을 동시에 구하고 있다. 그러나 이 모델에서는 기대수익의 극대화라는 목표외에도 보다 더 현실적이라고 할 수 있는 어느 수준의 수익률을 만족시키면서 예금을 극대화한다든가 또는 예금과 수익의 적정수준에서 효용을 극대화한다든가 하는 여러가지 목표(multi-objective)를 고려한 것이 특색이다.

Sealey & Lindley는 금융기관경영이론연구에 대한 포오트폴리오이론적 접근법(portfolio-theoretic approach)과 기업이론적 접근법(firm-theoretic approach)이 각각 다음과 같은 오류를 범하고 있다고 지적하고 있다. 전자의 경우 생산비용(실물자원비용)이 균형산출구성과 규모에 미치는 영향을 고려하지 못하고 있고 후자의 경우는 실물자원비용을 고려하고 있지만 금융기관의 경제적 의사결정기준을 명확히 하지 않음으로써 금융기관의 投入과 產出을 적절히 분류하지 못하고 있고 또한 금융기관의 생산과 비용에 대한 기술적 측면을 분석하지 못하고 있다는 것이다. 따라서 이들은 의사결정의 주체와 그 기준을 명백히 하고 投入과 產出을 적절히 분류한 후 금융기관의 생산과 비용문제를 분석함으로써 생산자로서의 금융기관의 행동을 설명하고자 하는 것이다.

이들은 먼저 금융기관의 投入은 資本(capital)과 勞動(labor) 등의 실물자원과 이것들로 만들어진 중간생산물인 貸出可能한 資金(loanable fund)이라고 하고, 產出은 收益性資産(貸出, 證券; 이들 시장은 완전경쟁적임을 가정)으로 정하고 있다. 생산함수는 投入에 의해 영향을 받는 고리함수(ring function)로 정의하고 있다. 고리함수에 의해 표시된 생산함수의 경우 경제적인 산출량은 수익성자산의 수준과 대출가능한 자금의 수준을 일치시키는 것이다. 이와 같은 생산수준에 따라 비용함수가 정의되고 균형산출수준은 이익을 극대화함으로써 정해진다. 이들의 모델에 의하면 균형산출수준은 각 종류의 貸出(혹은 증권)의 限界收益과 이러한 貸出(증권)의 생산에 소요되는 限界費用이 같아지는 점에서 결정된다. 이와 같은 가정과 균형조건에 의해 Sealey & Lindley가 도출하고 있는 중요한 결론은 다음과 같다.

① 생산기업으로서의 금융기관의 산출은 수익성자산(earning asset)이지 예금(deposit)이 아니다.

② 균형산출조건에서 投入市場의 균형조건이 항상 성립하는 것은 아니다. 즉 예금의 한계수입(MR)과 한계비용(MC)이 같아지는 수준은 이익극대화산출수준과 반드시 일치하는

것은 아니다.

③ 따라서 균형산출조건에 따라 금융기관의 자산배합(asset mix) 및 수익성자산수준과 일치하는 예금의 구성(composition)과 규모(size)가 결정된다.

④ 投入과 產出결정(자산과 부채결정)이 독립적이라는 Klein의 결론은 이들이 생산함수를 통해 관련되어 있을 경우 성립하지 않는다.

4) 統合的 모델(combined model)

포오트폴리오이론적 접근법에서 고려하고 있는 금융기관의 위험에 대한 태도와 기존의 기업이론적 접근법에서 고려하고 있는 시장불완전성, 실물자원비용 등을 통합하여 금융기관의 행동을 보다 더 잘 설명하고자 하는 시도가 Sealey(1980), Elyasiani(1983)에 의해 이루어졌다.

Sealey의 모델은 預金市場(deposit market)에 금융기관이 독점력을 가지고 있고 貸出市場(loan market)은 완전경쟁시장으로 대출이자율은 확률적으로 결정되는 것으로 가정하여 유동성비용(liquidity costs)과 실물자원비용(real resource costs)을 고려할 때 금융기관의 기대효용을 극대화하는 貸出規模와 預金利率을 결정하는 모델이다. 또 ① 위험회피하의 최적대출결정과 위험중립하의 최적대출결정을 비교하고 ② 위험회피가 최적이자율결정에 미치는 영향을 분석하고 ③ 위험회피정도가 커질수록 최적대출결정과 최적이자율의 동시결정에 어떤 영향을 미치는가를 분석하고 있다. 위의 分析에 대한 결론은 다음과 같다. ① 위험회피자로서의 금융기관의 대출규모는 위험중립자보다 작게 된다. ② 위험회피가 예금이자율결정에 미치는 영향은 확정적이지가 않다.

Sealey의 모델은 지금까지의 금융기관경영이론에 관한 兩理論을 통합시켜 금융기관의 행동을 분석하고 있다는 점에서 높이 평가할 만 하지만, 다음과 같은 점에서 비판을 면하기 힘들다. 첫째, 대출시장은 완전경쟁을 가정한 반면 예금시장은 불완전경쟁시장을 가정한 근거를 제시하지 않고 있고, 둘째, 금융기관이 과연 위험회피자인가에 관한 근본적인 고찰이 결여되어 있다. 셋째, 금융기관의 목적함수가 누구의 입장에서 효용극대화하는가에 관한 설명이 없다.

한편 Elyasiani는 금융기관을 최소한 자원을 투입(노동, 자본, 예금)하여 생산물을 산출(비금융증개기능: 지불체계의 제공 즉 check clearance output, 증개기능: loans) 하는 생산기업으로 간주하고 위험회피자로서의 금융기관의 결정변수가 어떻게 결정되고, 또 외생변수의 변화와 어떤 관계가 있는가를 알아보고 있다. 이 때 외생변수는 요구불예금이자율규제와 같이 정책입안자의 통제하에 있는 정책변수와 위험회피정도(risk aversion)와 실물자

원비용(real resource cost) 등과 같은 변수로 규정하고 있다.

Elyasiani 모델의 주요 결론을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 예금이자율에 대한 규제는 상반되는 효과를 가져온다. 규제에 의한 이자율하락은 위험자산의 비율을 감소시키게 된다. 따라서 안전성을 위한 금융기관규제의 경제적 근거가 된다.

그러나 예금이자율규제는 거래시스템(system)을 유지시켜 주는 댓가로 받는 서어비스요금의 가격을 낮추게 되어 비정상적으로 낮은 가격 때문에 거래결제서어비스(check clearance service)를 과도하게 이용하게 되어 분배면에서의 비효율성을 초래한다. 따라서 규제수준을 결정할 경우, 위험자산투자비용의 감소와 비효율성의 증대라는 규제의 상반된 효과를 고려해야 한다. 이와 같은 주장은 예금이자율과 금융기관의 포트폴리오 구성은 무관하다는 Klein(1971)의 주장을 반박하는 것이지만 위험회피를 가정하고 있기 때문에 이런 결과가 나왔다는 점에 유의해야 한다. 위험중립의 경우(이 모델에서는 위험회피계수가 0) Klein의 결론이 옳다고 볼 수 있다.

둘째, 위험회피성향이 클수록 위험자산소유비율은 줄고 유동성보유비율은 늘어난다. 일반적으로 규모가 작은 금융기관이 더 위험회피적이라고 한다면 일정한 예금수준일 때 소규모금융기관보다는 은행지주회사(multibank holding company)나 은행합병회사들이 더 많은 대출을 해 줄 수 있다는 사실은 1970년대의 통화공급의 팽창과 이에 따른 인플레이션으로 어느 정도 설명이 가능하다.

이와 같은 Elyasiani의 모델은 금융기관이 제공하는 제품을 비금융중개기능이라 할 수 있는 거래결제서어비스까지 고려하고 있고 거시적인 정책변수와 미시적인 금융기관 결정변수와의 관계를 규명하고 있다. 또, 거래결제서어비스시장도 완전경쟁일 때와 대출의 종류가 많을 때 등으로 모델을 확장할 수 있다. 그러나 예금시장이나 대출시장을 완전경쟁시장으로 가정한 반면 거래결제서어비스시장은 불완전경쟁시장을 가정한 명확한 근거를 제시하지 않고 있다. 또한 이 모델에서 이용하는 생산함수의 일반성이나 금융기관의 위험에 대한 태도의 타당성들에 대한 설명이 부족하다.

III. 結論 및 앞으로의 研究方向

지금까지 금융기관의 경영환경이라 볼 수 있는 금융기관의 존립근거와 이를 기초로 금융기관경영이론을 이론적으로 체계화시켜 정리해 보았다. 금융기관의 존립에 관한 근거로 제시된 시장불완전요인으로는 거래비용, 정보불균형 등이 제시되고 있다. 이들을 통합해서

금융기관의 존립근거를 설명해야 한다는 주장도 있지만 아직 이론적 구축이 완벽하게 이루어진 것은 아니다. 한편 시장불완전요인과 별도로 위험에 대한 태도로써 금융기관의 존립을 설명하는 시도도 있다. 그러나 기존의 연구가 금융 “중개기관”으로서의 역할만을 강조해서 존립근거를 중점적으로 제안하고 있음을 간과해서는 안 된다. 금융기관이 한 경제 내에서 수행하는 역할은 중개기관으로서 뿐만 아니라 비중개기관으로서 거래지불체계(payment mechanism)의 제공이라는 측면도 있다는 것을 무시할 수 없다. 따라서 지불체계의 제공이라는 측면도 함께 고려해서 존립근거를 설명해야 할 것이다.

지금까지 나온 금융기관경영이론은 포트폴리오이론적 접근법(portfolio-theoretic approach)과 기업이론적 접근법(firm-theoretic approach)으로 대별할 수 있다. 전자는 불확실성을 모델내에서 명확히 고려하고 있는 반면, 예금이나 대출시장이 완전경쟁시장이라고 가정하고 있고 따라서 수량결정(quantity-setting) 모델이기 때문에 언제든지 필요한 자금을 시장이 자율로 조달할 수 있다는 가정이 있으므로 유동성문제가 고려되지 않는다. 또, 금융기관의 활동에 따르는 실물자원비용을 고려하지 않고 있다.

한편, 이러한 포트폴리오이론적 접근법의 문제점을 해결하기 위한 시도가 기업이론적 접근법으로, 초기의 연구는 주로 불완전경쟁시장과 비용(실물자원비용, 유동성비용)등을 고려하여 확실성하 혹은 위험중립하에서의 금융기관의 행동을 분석하고 있다. 또한, 불확실성을 고려하여 위험회피하의 기업이론적 접근법을 시도하고 있는 연구가 있으나 아직 만족스러운 모델이 제시되고 있지는 않다. 따라서 금융기관경영모델의 개발은 이와 같은 보다 현실적인 가정위에 금융기관의 행위를 설명해야 할 것이다.

금융기관존립이론이나 금융기관경영이론은 企業財務論, 投資論, 微視經濟學 등의 연구성과에 힘입어 눈부시게 발전하고 있으나 아직 이론적 모색이 가능한 여지가 많다고 할 수 있다. 그러나 존립이나 행위의 이론화와 함께 다음과 같은 근본적인 문제를 병행해서 해결하려는 노력이 필요할 것이다.

첫째, 金融機關이 다른 생산기업인 私企業과 다른 점이 있는가의 여부(金融機關의 特異性, 規制의 妥當性, 生産企業으로서의 投入要素와 產出要素의 分類問題 등)

둘째, 한 경제내의 금융기관의 역할을 고려할 때 금융기관의 위험에 대한 태도를 어떻게 볼 것인가의 문제와 금융기관의 역할이 支拂手段의 담당과 金融仲介機能으로 대별될 때 危險回避, 危險中立중 어떤 가정이 타당한가의 여부(金融機關의 目標設定 問題)

셋째, 市場不完全要因으로서 情報不均衡이 있을 때 金融機關經營者의 행동을 어떻게 모델화할 것인가의 問題(代理人問題, agency or delegation problem)

마지막으로, 기존의 금융기관이론은 한 기간 혹은 한 시점을 그 분석의 대상으로 삼고 있어 금융기관의 동태적인 행동을 설명하지 못하고 있다는 점을 고려할 때 動態的인 接近의 必要性(意思決定期間의 問題)

參 考 文 獻

- [1] 金榮珍, “金融機關 經管理論과 그 活用に 관한 考察,” 經營論集(1985年 3月), pp. 50-64.
- [2] Akerlof, G.A., “The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism,” *Q.J.E.* 84 (1970), pp. 480-500.
- [3] Baltensperger, E., “Alternative Approaches to the Theory of the Banking Firm,” *J.M.E.* 6 (Jan. 1980), pp. 1-37.
- [4] Bhattacharya, S., “Aspects of Monetary and Banking Theory and Moral Hazard,” *J.O.F.* 40 (May 1985), pp. 371-384.
- [5] Benston, G.J. and C.W. Smith Jr., “A Transactions Cost Approaches to the Theory of Financial Intermediation,” *J.O.F.* 31 (May 1976) pp. 215-231.
- [6] Campbell, T.S. and W.A. Kracaw, “Information Production, Market Signalling, and the Theory of FI,” *J.O.F.* 35 (Sep. 1980), pp. 863-882.
- [7] Chan, Yuk-Shee, “On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information,” *J.O.F.* 38 (Dec. 1983), pp. 1543-1568.
- [8] Chateau, John-Peter D., “On DFI's Liability Management: Deposit Capacity, Multideposit Supply, and Risk-Efficient Rate Setting,” *J.B.F.* 6 (1982), pp. 533-547.
- [9] Diamond W.D. and P.H. Dybvig, “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *J.P.E.* 91 (June 1983), pp. 401-419.
- [10] Draper D.W. and J.W. Hoag, “Financial Intermediation and the Theory of Agency,” *J.F.Q.A.* 13 (Nov. 1978), pp. 595-611.
- [11] Edwards F., “Managerial Objectives in Regulatory Lags and Optimal Incentive Contracts: Theory and Evidence,” *J.O.F.* 38 (May 1983), pp. 1403-1422.
- [12] Elyasiani, E., “The Two Product Banking Firm under Uncertainty,” *Southern Economic Journal* 49 (Apr. 1983), pp. 1002-1017.

- [13] Fama, E.F., "Banking in the Theory of Finance," *J.M.E.* 6 (1980), pp.39-57.
- [14] Fried, F., "Bank Portfolio Selection," *J.F.Q.A.* 5 (June 1970), pp.203-207.
- [15] Frost, P.A., "Banks Demand for Excess Reserves," *J.P.E.*, 79 (Jul./Aug. 1971), pp.805-825.
- [16] Grossman, H.I., "Risk Aversion, Financial Intermediation and the Term Structure of Interest Rates," *J.O.F.* 26 (Sep. 1971), pp.857-884.
- [17] Grossman, S.J. and J.E. Stiglitz, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets," *A.E.R.* 70 (June 1980), pp.393-408.
- [18] Hart, D.D. and D.J. Jaffee, "On the Application of Portfolio Theory to Depository Financial Intermediaries," *R.E.S.* 41 (Jan. 1974), pp.129-147.
- [19] Kane, E.J., and B.G. Malkiel, "Bank Portfolio Allocation, Deposit Variability, and the Availability Doctrine," *Q.J.E.* 79 (Feb. 1965), pp.113-134.
- [20] Klein, M.A., "A Theory of Banking Firm," *J.M.C.B.* 3 (May 1971), pp.205-218.
- [21] _____, "The Economics of Security Divisibility and Financial Intermediation," *J.O.F.* 28 (Sep. 1973), pp.923-931.
- [22] Leland H.E. and D.H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation," *J.O.F.* 32 (May 1977), pp.371-387.
- [23] Miller, M.H. and A.V. Thakor, "Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies," *J.O.F.* 40 (Dec. 1985), pp.1403-1422.
- [24] Monti, M., "Deposit, Credit and Interest Rate Determination Under Alternative Bank Objective Function," *Mathematical Methods in Investment and Finance* (1972), pp.430-454.
- [25] O'hara, M., "A Dynamic Theory of the Banking Firm," *J.O.F.* 38 (Mar. 1983), pp.127-140.
- [26] Porter, R.C., "A Model of Bank Portfolio Selection," *Yale Eco. Essay* (1961), pp.323-359.
- [27] Pyle, D.H., "On the Theory of Financial Intermediation," *J.O.F.* 26 (June 1971), pp.737-748.
- [28] _____, "Descriptive Theories of Financial Institutions Under Uncertainty," *J.F.Q.A.* 7 (Dec. 1972), pp.2009-2029.

- [29] Santomero, A.M., "Modelling the Banking Firm: A Survey/Comments," *J.M.C.B.* 16 (Nov. 1984), pp.576-616.
- [30] Sealey, C.W. Jr., "Deposit Rate-Setting, Risk Aversion and the Theory of of Depository Financial Intermediaries," *J.O.F.* 32 (Sept. 1977), pp.1251-1266.
- [31] Sealey, C.W. Jr., "Portfolio Separation for Stockholder Owned Depository Financial Intermediaries," *J.B.F.* 9 (1985), pp.477-490.
- [32] Sealey, C.W. Jr., and J.T. Lindley, "Inputs, Outputs, and a Theory of Production and Cost at Deposit Financial Institutions," *J.O.F.* 32 (Sept. 1977), pp.1251-1266.
- [33] Shull, B., "Commercial Banks As Multiple-Product Price-Discriminating Firms," *Banking and Monetary Study* (1963), pp.351-368.
- [34] Smirlock, M. and W. Marshall, "Monopoly Power and Expense-Preference Behavior: Theory and Evidence to the Contrary," *B.J.E.* 14 (Spring 1983), pp.166-178.
- [35] Slovin, M.B. and M.E. Sushka, "A Note on the Evidence on Alternative Models of the Banking Firm: A Cross Section Study of Commercial Loan Rates" *J.B.F.* 8 (1984), pp.99-108.
- [36] Spence, A.M., "Job Market Signaling," *Q.J.E.* 87 (Aug. 1973), pp.358-374.
- [37] _____, *Market Signaling: Information Transfer in Hiring and Related Processes*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press (1973).
- [38] _____, and R. Zeckhauser "Insurance, Information, and Individual Action," *A.E.R.* 61 (May 1971), pp.380-387.
- [39] Tobin, J., "The Commercial Banking Firm: A Simple Model," *Scandinavian J.O.E.* 84 (1982), pp.493-531.