

# 금융 개혁의 방향과 과제

진태홍 · 홍익대학교 상경대학 교수

## 서론

대통령 직속 금융개혁위원회의 출범으로 우리나라 금융시스템의 경쟁력 회복에 대한 기대가 크다. 지금까지 여러 차례에 걸쳐서 유사한 성격을 갖는 금융제도 개혁이 시도되어왔지만 대부분 용두사미로 끝나거나, 제도 개혁이 있더라도 우리나라 금융시스템의 근간에 대한 개혁보다는 기존 제도를 미봉하는 성격의 제도 개혁이 많았기 때문이다.

금융 개혁의 대상이 될 수 있는 분야는 통화 관리 방식 개선, 외환제도 개선, 금융 산업의 책임경영체제 확립, 금융 규제 완화 등 방대하지만 획기적인 금융 개혁이 단기간 내에 이루어지기 어렵다고 보면, 원칙없이 여러 과제들을 단기간 내에 추진하기 보다는 몇가지 기본 원칙들을 정하고 이를 실천하기 위한 과제들을 중점적으로 선정하여 추진하는 것이 바람직하다고 생각한다. 다른 나라에서 이루어졌던 소위 빅뱅식의 금융 개혁도 여러 과제들을 단기간 내에 추진한 것이 아니라, 오랜 기간의 논의를 바탕으로 금융 시장을 지배하는 새로운 규범 혹은 원칙을 확립하는 것이라는 것을 염

두에 두어야 한다. 이 말은 금융 개혁이 결코 이해 관계자들의 이해를 조정하는 방향으로 흘러가서는 안된다는 것을 의미한다. 본 고에서는 이러한 관점에서 몇가지 원칙들을 제시하고, 이에 따른 과제들에 대해 생각해보고자 한다.

## 금융 개혁의 기본 원칙

어떤 나라의 금융시스템이 잘 발달되어 있다면 다음과 같은 조건들이 충족되어야 한다고 생각된다. 첫째, 자금이 금융 중개 기관이나 시장을 통해 수요자에게 원활하게 공급되어야 한다. 이를 위해서는 자금 공급자가 공급된 자금을 되돌려 받을 수 있다는 확신이 있어야 한다. 자금 회수에 대한 신뢰가 저하되면, 잉여 자금은 자금 부족자에게 원활하게 공급될 수 없고 실물 경제가 성장하기 어렵게 된다. 둘째, 자금이 효과적으로 배분되어야 한다. 보다 쉽게 표현하면 부가가치를 창조하는 곳으로 자금이 흘러가야 한다. 셋째, 자금의 배분이 효율적으로 이루어져야 한다. 다시 말해서 자금을 배분하는 과정에서 가능한 비용이 적게 발

생해야 한다. 첫번째 조건은 금융시스템의 안전성을 의미하고, 두번째와 세번째 조건은 금융 기관의 효율성을 의미한다고 할 수 있다.

그동안 우리나라 금융 기관들은 금융 기관의 효율성을 희생해가면서 금융제도의 안전성 유지라는 명분으로 관의 보호와 간섭을 받으면서 성장해왔다. 그러나 실물 경제의 규모가 커지고 개방이 확대되면서 금융 기관의 효율성을 향상시키지 않으면 안전성마저도 보장할 수 없는 상태에 이르렀다고 할 수 있다.

이런 관점에서 보면, 금융 개혁의 목표는 금융 기관의 효율성 향상을 통하여 궁극적으로 금융제도의 안전성과 신뢰성을 제고하는 것이어야 하고, 구체적 과제는 이러한 목표를 달성하기 위한 일관된 원칙을 확립하는 것이라고 하겠다. 그 원칙은 일반 기업들에 대한 그것과 별로 다를 게 없다. 개방 경제 하에서 기업들의 효율성을 향상시키기 위한 원칙이 시장 경쟁과 성과 경영인 것처럼, 금융 기관의 효율성이 향상되기 위해서는 금융 기관간의 경쟁이 촉진되어야 하고, 경쟁의 결과로 책임이 부과되는 성과 경영 원칙이 확립되어야 한다. 금융 기관도 부가가치를 창조하여 경제 성장에 기여하는 경제 주체라는 인식의 전환이 있어야 할 것이다. 이러한 원칙에 따르면 금융 기관 영업 활동에 대한 규제 완화와 금융 기관의 책임경영체제 확립이 금융 개혁의 우선 과제들로 떠오른다. 이들 과제들

은 그동안 여러 차례에 걸쳐서 시급히 해결해야 할 과제들로 계속 논의되어왔지만, 큰 진전이 없는 상태로 남아 있었던 만큼 이번 기회에 어떤 형태로든지 기본 골격이 마련되어야 할 것이다.

잘 발달된 금융시스템을 갖고 있는 나라들의 공통된 특징은 금융이 기업을 감시하는 역할을 제대로 수행하고 있다는 것이다. 나라마다 감시하는 방식이 조금씩 다르기는 하지만, 정부의 개입없이 금융 시장을 통해 기업의 행동이 효과적으로 감시되도록 하부 구조가 잘 정비되어 있다. 영미 계통의 나라들은 증권 시장을 통한 매수 합병이 기업 감시의 기본 축이 되어, 특정 기업의 경영이 부실해질 때 적대적 매수 합병이 이루지는 방식으로 부실 기업의 퇴출이 효과적으로 이루어진다. 한편, 일본이나 독일의 경우 전통적으로 은행이 기업을 감시하는 기본 축이었다. 은행은 기업 활동에 대한 신뢰성있는 정보를 수집하여 사회 전체에 전파하고, 부실한 경영 상태에 이르게 된 기업을 처리하는 데 있어서도 선도적인 역할을 수행한다. 우리나라의 경우 이 두 모델의 어느 것에도 해당된다고 할 수 없고, 더욱이 기업 감시를 위한 하부 구조도 발달되어 있지 않다. 정부의 개입없이 금융 시장이 자율적으로 기업을 감시하는 메커니즘을 갖고 있지 못하다. 따라서 금융 개혁의 또 하나의 중요한 과제는 기업 활동의 감시와 부실

기업의 퇴출이 금융 시장에서 자율적으로 이루어질 수 있도록 금융시스템의 하부 구조를 정비하는 것이다.

## 주요 과제와 추진 방향

### 1) 금융 기관에 대한 규제 완화

그동안 우리나라 금융 기관들은 엄격한 업무 규제로 경쟁이 억제되었고 경쟁력이 취약한 금융 기관도 어느 정도 보호를 받아왔다. 금융 기관의 공공성 유지와 금융제도의 안전성 유지라는 명분으로 경쟁을 통한 금융 기관의 경쟁력 향상보다는 경영 안정이 우선시되었던 것이다. 그동안 경제 활동에 대한 전반적인 규제 완화 추세에 따라 금융 산업에 대한 규제도 완화되어왔으나, 진입 규제, 업무영역 규제, 자금 조달 규제, 자금 운용 규제, 금융 상품 규제 등 금융 기관 영업의 핵심 활동에 대해서는 여전히 경쟁을 제한하는 성격의 규제가 많이 남아 있다. 금융 기관도 일반 기업처럼 자금의 조달이나 운용 측면에서 자율성이 보장되어야 부가가치 생산을 창조적인 활동을 할 수 있고, 궁극적으로 외국 금융 기관과의 경쟁에서 살아남을 수 있게 된다는 관점에서 보면 금융 기관에 대한 규제가 아직도 많이 남아 있다고 생각된다. 결과적으로, 같은 업종 내에서 뚜렷하게 차별화된 금융 기

관이 출현하기 어려웠고, 따라서 금융 산업의 전반적인 경쟁력은 약화될 수밖에 없었다. 금융의 개방화로 외국 금융 기관과의 경쟁이 가속화되고 정보 통신 기술의 발달로 전세계 금융 시장이 사실상 통합되는 상황에서 이러한 상태가 지속될 수는 없다.

따라서 금융 개혁 우선 과제의 하나로 금융 산업에 대한 규제를 대폭 정비해야 한다. 금융 기관 내부 경영의 자율성을 제한하는 각종 규제들도 지속적으로 완화시켜야 한다. 금융 기관이 급격히 변화하는 환경에서 경쟁 우위를 확보하기 위해서는, 경영진이 주어진 핵심 역량을 활용하여 수익성있는 투자 기회를 추구할 수 있기에 충분한 자율성이 보장되어야 한다. 감독 당국의 입장에서 금융 기관의 건전성 유지와 금융제도의 안전성 유지는 필요하지만, 이를 명분으로 경영진이 기업가 정신(entrepreneurship)을 발휘하는 것을 억제해서는 안될 것이다.

금융 규제 완화의 성격은 금융 기관의 경쟁 촉진, 금융 기관 자기 책임 원칙의 확대 그리고 경영 투명성의 제고 등이 되어야 한다. 금융개혁위원회에서 추진될 규제 완화가 정책 당국이 금융 기관들의 기존의 이해 관계를 조정하는 차원에서, 경쟁력이 취약한 금융 기관을 보호하는 식의 규제 개편이 되어서는 안될 것이다. 경쟁력 강화를 위한 정부의 대기업 정책의 방향이 기업간 경쟁을 촉진시키고,

기업 활동에 대한 정부 개입을 가능한 배제하여 기업의 창의적인 부가가치 생산을 유도하는 한편 기업 활동의 투명성은 더욱 제고시켜야 하는 것처럼, 금융 산업에 대한 규제제도도 금융 산업의 경쟁과 창의적인 영업 활동을 가로막는 규제들은 대폭 완화하면서, 한편으로 금융 기관 경영의 투명성을 높이는 방향으로 개편되어야 할 것이다. 금융 기관 영업 활동의 자율성은 커지게 되지만 자기 책임 원칙이 강화됨으로써, 경영진의 경영 성과가 좋을 경우의 보상과 나쁜 경우의 책임의 강도는 더욱 커지는 방향으로 규제가 개편되어야 한다. 예를 들어, 건전성 측면에서 시장 가치를 기준으로 한 자기 자본 비율을 금융 기관 신용 평가의 기준으로 설정하고, 신용 평가 등급에 따라 미리 공표된 투명한 행정 조치를 차별적으로 적용한다면, 금융 기관은 좋은 경영 상태를 유지하고자 하는 유인을 갖게 될 것이다. 한편, 금융 기관은 망하지 않는다는 묵시적 믿음을 근거로 한 금융 기관의 위험 자산 투자 행태를 방지하기 위해서는, 신용 상태가 어느 수준 이하로 떨어진 금융 기관은 사실상의 파산 상태에 이른 것으로 간주하여, 조기에 매수 합병 등을 통해 정리되는 방향으로 제도가 개편될 필요가 있다. 보호와 간섭에서 벗어나 시장 기능을 최대한 살리는 방향으로 규제가 완화되어야 금융제도의 안정을 유지할 수 있고, 금융 산업의 경쟁력도 생길 수 있

는 것이다.

## 2) 금융 기관의 책임경영체제 확립

금융 기관 가운데 책임경영체제가 가장 절실히 요구되는 곳은 은행이다. 은행 이외의 금융 기관들은 은행에 비해 금융 중개의 규모도 작고 비교적 책임경영체제가 잘 확립되어 있었지만, 은행은 금융 중개에서 차지하는 비중이 타 금융 기관에 비해 상대적으로 큼에도 불구하고, 그동안 책임 경영이 이루어지지 못했다. 부실 채권의 누적 그리고 금융 중개의 비효율성 등은 주식 회사로서 은행이 책임 경영을 제대로 이루지 못했던 것의 결과라고 하겠다.

은행의 책임 경영이 이루어지지 못했던 것은 은행의 지배 구조가 제대로 작동하지 못했기 때문이다. 은행 주식의 소유 한도 내에서 다수의 대주주가 있지만 대부분 기업 집단들이었기 때문에, 정부는 은행이 기업 집단에 사실상 지배되는 것을 막기 위해서 기업 집단들의 주주권 행사를 묵시적으로 금지시켰고, 이러한 주주권 행사의 공백 상태를 대체할 만한 은행의 지배 구조(governance system)를 만들어내지 못하였다.

이론적으로 보면 지배 구조가 제대로 작동하지 않는 상태에서 발생하는 대리인 문제 (agency problem)는 대주주의 존재에 의해

서 해결될 수 있다. 일정 수준 이상의 지분을 확보한 대주주는 경영자를 감시할 충분한 유인을 갖기 때문이다. 미국의 은행들을 주요 은행들을 대상으로 한 실증 연구에서도 소유가 분산되고 비주주를 경영 책임자로 고용하고 있는 은행들일수록 경영 성과가 낮은 것으로 나타났다(Prowse(1995)). 그러나 대주주의 존재가 반드시 기업의 가치를 상승시키는 방향으로 작동하는 것은 아니다.

은행의 지배 구조를 확립하는 하나의 방법으로 고려할 수 있는 것은, 은행의 동일인 소유 한도를 완화하여 은행 경영을 감시하는 인센티브를 충분히 갖는 대주주를 만들어내는 것이다. 그러나 주요 기업 집단들이 우리나라 은행들의 대주주임을 감안할 때, 은행에 대한 현행 소유 한도가 완화되면 은행은 사실상 기업 집단의 계열 회사가 되고, 이해 상충 문제 때문에 대리인 비용의 감소를 통한 경영 효율의 향상을 상쇄시킬 수 있는 비용이 발생할 수 있다.

일반적으로 제조업의 은행 주식 보유는 이해 상충 문제를 발생시키는 것으로 알려져 있다. Saunders(1994)에 의하면 다음 네 가지의 이해 상충 유형이 있다. 첫째, 은행은 모기업에게는 유리한 조건으로 대출을 하는 반면, 모기업과 경쟁 관계에 있는 기업에게는 대출을 제한할 수 있다. 둘째, 은행은 대출을 조건으로 모기업의 상품 구매를 고객들에게 강요

할 수 있다. 셋째, 은행은 모기업의 경쟁 회사에 대한 정보를 모기업에게 전달할 수 있다. 넷째, 은행은 모기업이 재무 구조가 나쁜 경우에도 대출을 계속할 유인을 가질 수 있다.

이러한 이해 상충의 유형은 제조업이 은행을 자회사로 갖고 있을 때 일반적으로 생기는 문제이지만, 우리나라와 같이 모기업이 기업 집단일 경우 발생 가능성은 더욱 커진다. 기업 집단의 계열사들의 경영 성과를 투명하게 하기 위한 제도적 장치가 아직 미흡하고, 기업 집단 지배 주주와 소액 주주의 이해 상충을 해결하기 위한 법적·제도적 장치가 발달하지 못했기 때문이다. 따라서 기업 집단의 계열 회사들 사이에서 발생하고 있는 내부 거래, 지급 보증, 사업 기회의 이전 등을 통한 부의 이전이 은행과 지배 주주의 통제 하에 있는 다른 계열 회사 사이에 발생할 수 있다. 이러한 이해 상충의 문제는 제조업과 은행이 충분히 경쟁적인 상태에 있으면 덜 심각하지만, 우리나라의 경우 기업 집단 계열사나 은행이 아직은 경쟁적인 시장에서 영업을 하고 있다고 보기 어렵다.

이해 상충 문제외에도 현재의 상황에서 은행이 기업 집단의 계열사가 되면 다음과 같은 폐해들이 있을 수 있다. 첫째, 은행이 기업 집단의 계열사가 되면 기업 집단의 부실 계열사의 퇴출은 지금보다 더욱 어렵게 되고, 기업 집단이 부실화될 경우 국민 경제 전체가 부담

(표) 우리나라 기업의 부채 비율

	1991	1992	1993	1994	1995
30대 기업 집단	369.8	384.0	348.4	357.0	348.8
제조업					
대기업	290.6	303.7	273.5	282.9	367.6
중소기업	415.5	419.6	388.1	394.2	480.8

자료: 한국은행, 「기업경영분석」, 각년도.

하는 위험의 크기가 더욱 커지게 된다. 다시 말해, 부실한 거대 기업 집단이 도산될 수 없는 상황에서 생기는 국민 경제 상의 부담의 크기가 커진다는 것이다.

둘째, 은행이 계열 기업과의 이해 상충적인 거래로 손해를 볼 경우, 금융제도의 안정성과 건전성이 저해된다. 또한 금융제도의 안전 장치로서의 예금보험제도가 사실상 이해 상충을 조장할 수도 있고, 최종적 대부자로서의 중앙은행이 금융제도의 안전성을 유지하기 위하여 부실화된 금융 기관을 지원할 경우, 궁극적으로 국민의 세금으로 부실 기업을 지원하는 결과를 가져올 수도 있다.

셋째, 우리나라 기업들의 타인 자본 의존도는 선진국이나 경쟁국에 비해 상당히 높은 편이다. 은행의 경영 성과가 향상되기 위해서는 부채 비율이 일정 수준을 넘어서 위험 자산 대체 투자 행위(asset substitution), 과소 투자(underinvestment), 과다 투자(overinvestment) 등 부채의 대리인 문제를 발생시킬 유인을 갖고 있는 기업들에 여신을

중단하거나 대출 심사를 강화해야 한다. 기업 집단들의 은행 부채 의존도도 상당히 큰 것을 감안하면, 기업 집단의 계열사화된 은행들이 대출 심사 강화, 부실 채권의 조기 회수 등 은행의 효율적인 경영을 위한 노력을 경주하게 할 유인이 크지 않을지도 모른다.

따라서 은행의 책임경영체제를 확립하기 위한 수단으로 은행의 소유 한도를 대폭 완화하는 것은 적어도 단기적으로는 많은 부작용이 예상된다. 따라서 은행의 소유 한도 완화가 금융개혁위원회에서 본격적으로 논의되기 위해서는 첫째, 기업 집단의 지배 주주와 계열 기업의 소액 주주 사이의 부의 이전 문제를 완화하고 계열 기업의 경영 성과의 투명성을 확보하기 위한 법적·제도적 장치와 둘째, 기업 집단의 계열 기업들과 은행들을 충분히 경쟁적인 시장에서 활동하게 하는 방안이 적어도 동시에 논의되어야 할 것이다.

다만, 위에서 언급한 전제 조건들이 충족된 상태에서는 은행과 기업 집단의 결합 혹은 연계는 국민 경제에 여러 가지 잠재적 이익을

가져올 수도 있다는 것은 올바르게 인식할 필요가 있다. 은행의 주인 구조 확립으로 경영 성과가 향상될 수 있을 뿐만 아니라, 은행 차입에서 비롯되는 기업의 대리인 문제가 해소될 수 있다. 일본을 모델로 은행과 기업의 연계를 생각하면 은행과 기업 집단의 연계는 이러한 대리인 문제의 해결뿐만 아니라, 재무 압박 문제의 효율적인 해결 그리고 국가 전체적으로 필요한 장기 투자의 효과적 수행이라는 보이지 않는 이익을 가져다줄 수도 있다.

장기적으로 금융 시장의 개방 진전이라는 외부 환경의 변화는 다음과 같은 이유로 은행과 기업 집단의 연계가 순기능을 할 수 있는 여건을 조성하는 데 촉매 역할을 할지도 모른다. 첫째, 금융 시장의 개방이 지금보다 더욱 진전되면 은행을 비롯한 우리나라 금융 기관들은 외국 금융 기관과 치열한 경쟁에 직면하게 될 것이고, 은행을 비롯한 금융 산업은 지금보다는 훨씬 경쟁적인 여건에서 활동하게 될 것이다. 둘째, 증권 시장의 개방이 진전되면 대주주와 소액 투자자간의 이해 상충을 해결하기 위한 법과 제도가 지금보다는 한단계 높은 수준으로 발전할 수도 있다. 국내 증권 시장에 참여하는 선진국 투자자들의 우리나라 상장 기업에 대한 지분율이 상승함에 따라, 증권 시장이 잘 발달된 나라 수준의 투자자 보호를 요구할 수 있기 때문이다. 또한 증권 시장의 개방이 진전되면 나라마다 큰 차이

를 보이고 있는 투명성과 공정성을 보장하기 위한 시장의 하부 구조도 일정 수준으로 수렴하게 될 것이고, 상대적으로 낙후된 우리나라 증권 시장의 하부 구조도 점차 높은 수준으로 개선될 것이다. 증권 시장의 개방이 진전되면 궁극적으로 세계 각국의 증권 시장들은 상장 기업을 유치하기 위해 공정하고 투명한 시장을 만들려고 경쟁할 것이고, 우리나라 증권 시장도 이러한 경쟁 압력을 받지 않을 수 없기 때문이다.

결론적으로 이야기하면, 적어도 단기적으로는 기존의 제도 내에서 은행 경영진이 효과적으로 감시를 받게 하는 것이 바람직할지도 모른다. 우선, 이미 시행 중인 비상임이사회가 은행 경영을 보다 효과적으로 감시할 수 있도록, 은행의 대주주인 기업 집단들이 비상임 이사를 파견하여 은행 경영을 감시하도록 해야 한다. 또한 이미 제도화되었지만 유명무실한 금융전업가제도를 활성화시키기 위해, 금융 전업가의 자격과 소유 지분 한도를 완화하는 것도 개선 과제로 검토할 필요가 있다고 본다.

보다 장기적으로는 기업 집단이 은행을 소유해도 문제가 되지 않도록 앞서 언급된 여건을 성숙시키기 위한 노력이 필요하다. 금융업의 개방이 본격화되면 은행 소유 한도에 제한이 없는 외국의 주인있는 은행들이 대거 진출하게 될 것이고, 국내의 규제를 피해 외국 은

행과 합작한 은행이 국내로 진출하는 것도 가능해질 것이기 때문이다. 따라서 역설적으로 들릴지 모르지만 기업 집단 대주주와 계열사 소액 투자자 사이의 이해 상충을 해결하는 것 다시 말해서, 기업 집단의 지배 구조를 개선하는 것과 기업 집단의 환경을 보다 경쟁적으로 만드는 것이 금융 개혁의 주요 과제가 되어야 할 것이다.

### 3) 감시의 유효성 제고를 위한 금융시스템의 하부 구조 정비

전세계적으로 금융 시장에서 기업의 감시가 효과적으로 수행되는 나라로 미국, 일본, 독일을 들 수 있다. 이러한 나라들의 금융시스템은 금융제도의 선진화를 추구하고 있는 개발도상국이나 체제 전환을 시도하고 있는 나라들의 모델이 되어왔고, 미국의 모델은 영미형 시장중심체제 그리고 일본과 독일은 은행중심체제로 이야기된다.

미국, 독일 그리고 일본의 금융시스템은 비록 외형적으로 큰 차이점을 보이지만, 세계의 다른 어느 나라들보다도 외부의 자금이 기업으로 잘 공급된다는 공통점을 갖고 있다고 생각된다. 금융제도를 선진화하기 위한 논의가 여러 차례에 걸쳐서 있었지만, 눈에 띄게 달라진 것은 별로 없는 것도 이러한 측면에 대한 성찰이 없었기 때문이 아닌가 생각된다.

따라서 효율적인 기업 감시를 위한 금융시스템을 어떻게 구축할 것인가가 금융 개혁의 과제로 포함되어야 하고, 기본적으로 선진국 금융시스템의 이러한 공통점이 과제를 추진하기 위한 준거가 되어야 한다.

금융시스템에 대한 여러 유형들의 검토를 바탕으로 우리나라에 적합한 모델을 모색하는 데 있어서, 어느 한쪽을 보편적으로 우월한 것으로 간주하여 그것을 우리의 모델로 생각해서는 안된다고 생각한다. 왜냐하면 영미식 모델이나 일독식 모델은 모두 이들 나라들의 고유한 경제 발전 과정에 적합한 것으로 나름대로 만들어졌기 때문이다. 예를 들어, 일독식 모델은 비슷한 것으로 분류되지만, 일본의 모델은 메인뱅크시스템이란 고유한 특징을 갖고 있어 독일의 그것과 차별된다. 주지하다시피, 메인뱅크제도는 전후 일본 경제가 비약적으로 발전하는 데 유효했던 중요한 경제제도들 가운데 하나로 간주되고 있다. 또한 특정 모델이 항상 다른 체제보다 우월한 것이 아니라, 경제 환경이 변화함에 따라 우월할 수도 있고 비효율적일 수도 있는 것이기 때문이다.

예를 들어, 일본의 메인뱅크제도를 포함한 은행 중심 모델은 종신고용제도 등 일본 경제의 다른 제도들과 맞물려서 일본 경제의 활력을 유지시켜왔다는 점에서, 적어도 일본 내에서는 영미식 모델보다 우월한 모델로 인식된



적도 있었다. 80년대에 미국의 국제 경쟁력이 문제가 되었을 때, 많은 학자들이 일본의 모델에서 미국이 배워야 할 것이 많다고 주장하였다. 예를 들어, Porter(1992)에 의하면 미국의 경우 투자 결정이 기본적·단기적으로 주가에 영향을 줄 수 있는 측정 가능한 기대 수익이 있느냐의 여부에 따라 결정되기 때문에 투자 성과가 장기에 걸쳐서 나타나지만, 국가 경쟁력을 유지하는 데 필수적인 연구 개발이나 인력 개발에 대한 투자가 기피되는 경향이 있다. 반면, 일본과 독일의 경우 주가에 미치는 영향보다는 은행을 중심으로 한 장기 대부자나 주주의 정보와 인내를 바탕으로, 투자가 기업의 장기적인 가치 상승에 기여할 수 있는가의 여부에 따라 결정된다. 독일의 경우 기술적 우위의 확보, 일본의 경우 시장 점유율의 유지가 투자 결정에서 중요하게 고려된다. Porter는 이러한 자본배분시스템의 근본적인 차이로 미국의 자본 비용이 일본이나 독일의 그것보다 높아지고 결국 국가 전체의 경쟁력이 약화된다고 주장하였다. 그러나 90년대 들어 거품의 해소로 일본 경제가 장기 불황에 빠지면서 일본의 모델도 여러 가지 문제점들을 노정하기 시작한 반면, 미국 기업의 경쟁력이 살아나고 있고 미국의 주요 기업들이 다시 세계 초우량 기업으로 주목을 받고 있다. 영미식 모델의 주요 기업 감시 메커니즘으로 80년대 성행했던 적대적 매수 합병이

지나치게 낭비적인 것이 아니냐는 시각도 있었지만, 90년대 들어 미국은 적대적 매수 합병의 덕택으로 일본이나 독일에 비해 사업 구조의 재편을 효과적으로 수행한 것으로 평가받고 있다. 또한 투자자 보호를 위한 제도적 장치가 잘 발달되어 있기 때문에, 미국의 유망 중소기업은 세계 어느 나라보다도 주식 시장을 통해 자금을 쉽게 조달할 수 있다. 결국, 경제 환경이 변하면서 특정 금융시스템의 기업 감시의 유효성이 변화한다고 생각된다.

우리나라에 적합한 모델을 모색하는 데 있어서 영미식 시장중심체제와 일독식 은행중심체제의 비교로 우리가 얻을 수 있는 또 하나의 시사점은, 양쪽 체제에 모두 경영 감시(monitoring)를 유효하게 수행할 수 있는 대규모 투자자(large investors)가 있고, 자금을 공급하는 투자자들의 권리를 보호하기 위한 법적 장치가 잘 발달하고 있다는 것이고, 이들 나라를 제외한 세계 대부분의 나라에서는 이러한 특징을 찾아볼 수 없다는 것이다. 최근에 기관투자자의 관계 투자 운동이 있기는 하였지만, 영미식 시장체제에서는 금융 기관의 기업 주식 소유 금지와 산업 자본과 금융 자본의 분리 원칙으로, 일본이나 독일의 은행에 해당하는 대규모 투자자는 찾아볼 수 없었다. 영미체제에서는 주식 시장에서의 매수 합병이 대규모 투자자 역할을 한다고 할 수 있다. Shliefer와 Vishny(1996)에 의하면, 우

선 미국에서는 소액 투자자든 대규모 투자자든 투자자의 권리가 잘 발달된 법체계와 법의 시행 능력에 의하여 보호되고 있다. 이러한 법체계가 잘 발달되어 있기 때문에, 미국의 일반 대중은 주식 시장을 통해 기업에 자금을 공급할 수 있고, 기업 감시를 위한 매수 합병 시장도 활성화되어 있다고 볼 수 있다. 한편, 독일에서는 채권자의 권리가 미국보다 강하게 보호되는 반면, 주주의 권리를 보호하기 위한 법체계는 잘 발달되어 있지 못하다. 따라서 독일에서는 기업의 장기 안정 주주와 은행이 모델의 기본 축이 되고, 일반 소액 투자자들의 주식 시장 참여는 아주 저조하다.

우리나라의 경우 어느 체제를 모델로 할 것인가 혹은 양 체제간의 어떤 조합이 가능할 것인가를 모색하기 이전에, 중요한 고려 사항은 하부 구조가 제대로 마련될 수 있는가이다. 예를 들어, 이미 고착화된 기업의 복잡한 출자 구조와 관련 법체계의 낙후때문에 지배 주주와 소액 투자자 사이의 이해 상충 문제가 당분간 개선되기 어렵다면, 주식 시장에 일반 소액 투자자의 참여가 억제될 것이고 따라서 근본적으로 영미형 시장 중심 모델은 우리의 모델이 될 수 없는 것이다. 한편, 보이지 않는 간섭으로 은행이 대규모 채권자로서의 권리를 기업에 행사하기 어려운 풍토가 계속된다면, 일본과 독일의 은행 중심 모델도 근본적으로 우리의 모델이 될 수 없는 것이다. 따라

서 어느 모델을 모방할 것인가 보다는 양 모델에 공통적으로 나타나고 있는 특징 - 채권자나 주주를 포함한 투자자들의 권리를 보호하기 위한 법체계와 집행 능력이 있고 이를 바탕으로 대규모 투자자가 기업 감시의 중추가 되는 것 - 이 우리나라에서도 구현될 수 있도록, 금융시스템의 하부 구조를 마련하는 것이 금융 개혁의 중요한 과제라고 하겠다. ■

## 참고 문헌

- Porter, M. E., *Capital Choices: Changing the way America invest in industry*, A research report presented to The Council on Competitiveness, 1992.
- Prowse, S.D., "Alternative methods of corporate control in commercial banks," *FRB of Dallas Economic Review*, 1995 third quarter, pp. 24~36.
- Saunders, A., "Banking and Commerce: An overview of the public policy issues," *Journal of Banking and Finance*, 1994. 3, pp. 231~254.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "A survey of corporate governance," *NBER working paper 5554*, 1996.