

## 외부성과 거시건전성정책: 경제학설사적 접근

황 재 홍\*

**논문 초록** | 본고의 목적은 외부성에 근거하는 거시건전성정책 관련 논의의 등장을 계기로 외부성의 개념과 외부성과 정책 개입의 관계를 경제학설사적 관점에서 살펴보는 것이다. 본고의 내용은 크게 두 가지이다. 하나는 외부성 개념이 경제학 문헌에서 어떻게 만들어지고 변해왔는지를 추적하는 것이다. 이를 통해 외부성에 근거하는 거시건전성정책 논의를 보다 엄밀하게 이해하는데 도움이 되고자 한다. 다른 하나는 외부성과 정책 개입에 관한 도덕철학자들의 관점을 소개하는 것이다. 이를 통해 외부성과 정책 개입을 바라보는 경제학의 시야를 확대하는데 도움이 되고자 하는 것이다.

**핵심 주제어:** 외부성, 금전적 외부성, 거시건전성정책

**경제학문헌목록 주제분류:** B00, D62, E58, G18

투고 일자: 2025. 2. 4. 심사 및 수정 일자: 2025. 3. 24. 게재 확정 일자: 2025. 3. 28.

\* Mokwon대학교 금융경제학과 교수, e-mail: jhong@mokwon.ac.kr

## I. 서 론

경제학원론 수업에서 가장 많이 사용되고 있는 교과서 중 하나인 맨큐(Mankiw, 2004)의 *Principles of Economics*에서 외부성은 “한 사람의 행위가 제3자의 경제적 후생에 영향을 미치지만 그 영향에 대한 보상이 이루어지지 않는 경우 발생한다”고 서술되고 있다. 외부성의 예로 환경오염 문제를 거론하고 있다. 이어서 이 외부성 문제를 해결하는 방법으로 크게 정부 개입을 통한 해결책과 시장 거래를 통한 해결책 두 가지를 소개하고 있다. 흔히 전자를 피구(A. C. Pigou) 전통, 후자를 코즈(R. Coase) 전통이라고 부른다.

글로벌 금융위기를 겪으면서 학계와 정책담당자들 사이에서 거시건전성정책이라는, 주류경제학에서 비교적 새로운 개념의 금융규제에 대한 논의가 활발해졌다. 많은 권위 있는 학자와 기관들이 거시건전성정책의 근거로 외부성을 주목하고 있다. 특히 그동안 경제학 논의에서 거의 사라졌던 금전적 외부성(pecuniary externality)을 금융시장에서 나타나는 주요 외부성 중 하나로 거론하면서, 거시건전성정책을 이러한 외부성으로 인하여 증폭되는 시스템 리스크를 제어하기 위해 필요한 금융정책이라고 서술하고 있다.<sup>1)</sup>

전통적으로 경제학에서 외부성이 시장실패의 한 원인으로 인정되고 있다는 점에서 금융시장에 나타나는 외부성 문제를 해결하기 위해 정부나 금융당국의 개입이 필요하다는 논리 구조는 지극히 자연스러워 보일 수 있다. 그러나 글로벌 금융위기를 초래한 여러 가지 금융시장의 불안 요소들은 글로벌 금융위기 이전부터 논의의 대상이었는데 이것들이 금융위기 이후 외부성이라고 새로운 명칭을 얻게 되면서 외부성의 정확한 개념이 무엇이며 그 개념은 어디까지 확대될 수 있는 것인가에 대한 의문이 발생하게 된다. 또한 일반균형이론에서 금전적 외부성은 진정한 의미의 외부성이 아닌 것으로 취급되어 왔다. 이준구와 조명환의 『재정학』 교과서에는, “금전적 외부성이란 어떤 행동이 *상대가격구조의 변동*을 가져오고 이로 말미암아 이득을 보는 사람과 손해를 보는 사람이 생겨나는 경우를 뜻한다”고 서술되어 있다(이준구·조명환, 2021, p.164, 이탤릭 강조는 저자). 이어서 “이것의 존재가 비효율적인

1) 이 글은 거시건전성정책의 주요 내용이 무엇인지에 대해 다루지 않는다. 거시건전성정책의 상세한 내용에 대해서는 한국은행(2015)을 참조. 또한 거시건전성 접근법이 발전해 온 과정, 그리고 거시건전성정책의 정치경제적 이슈에 대한 소개로는 황재홍(2025)을 참조.

자원배분의 원인이 되는 것은 아니다”라고 서술되고 있다. 외부성이 정부 개입의 근거가 되는 것은 시장의 자원배분에 비효율을 초래하기 때문인데 금전적 외부성이 비효율적인 자원배분의 원인이 되는 것이 아니라면 이를 외부성의 한 종류라고 부를 수 있는가? 그리고 이것이 정부 개입의 근거가 되는 것인가 라는 의문이 자연스럽게 등장하게 된다. 그런데 많은 거시건전성정책 관련 문헌에서 이 금전적 외부성이 거시건전성정책이라는 정부와 금융당국의 정책적 개입의 근거라고 서술되고 있는 것이다.

이렇게 모호하면서도 일견 모순적으로 보이는 서술이 거시건전성정책을 논하는 문헌에 등장한 이유는 경제학 문헌에서 외부성, 금전적 외부성의 개념이 매우 불완전하고 혼란스럽게 사용되고 있기 때문이다. 외부성은 경제학 교과서에 등장하는 가장 기초적인 개념이지만 경제학에서 가장 모호한 개념 중에 하나이다. 많은 경제학설사 연구자(홍훈, 2025; Berta, 2017; Boundreaux and Meiners, 2019; Lagueux, 1998; Papandreas, 1994)들이 외부성 개념의 모호성을 지적해왔지만 경제학에서 외부성 관련 논쟁은 외부성 개념의 모호성에 주목하기보다는 그 해법을 둘러싸고 피구 전통을 따를 것인가 코즈 전통을 따를 것인가에 집중되어 왔다. 본고의 목적은 외부성에 근거하는 거시건전성정책 관련 논의의 등장을 계기로 외부성의 개념과 외부성과 정책 개입의 관계를 경제학설사적 관점에서 폭넓게 살펴보는 것이다. 본고의 내용은 크게 두 가지이다. 하나는 외부성 개념이 경제학 문헌에서 어떻게 만들어지고 변해왔는지를 추적하는 것이다. 이를 통해 외부성에 근거하는 거시건전성정책 논의를 보다 엄밀하게 이해하는데 도움이 되고자 한다. 다른 하나는 외부성과 정책 개입에 관한 도덕철학자들의 관점을 소개하는 것이다. 이를 통해 외부성과 정책 개입을 바라보는 경제학의 시야를 확대하는데 도움이 되고자 하는 것이다.

## II. 외부성을 거시건전성정책의 근거로 삼고 있는 주요 문헌들

베이커(Baker, 2018)에 따르면, 거시건전성 관련 연구는 동아시아 금융위기 이후 두 그룹이 주도하였다. 국제결제은행(BIS)의 내부 연구그룹으로 크로켓(A. Crockett) 등이 주도한 그룹이 하나이고 다른 하나는 BIS 연구자들과 함께한 런던 경제대학의 금융시장연구그룹이다. 브루너마이어(Brunermeier et al., 2009) 등 이들 핵심 연구자들은 글로벌 금융위기 이후 일명 ‘제네바 보고서’를 작성하는데 이는

거시건전성정책 수립에 큰 기여를 한 작업으로 평가받고 있다. 이 보고서의 제목은 *The Fundamental Principles of Financial Regulation*이고 총 8개 장으로 구성되어 있는데, 2장에서 시스템 리스크에 대해 설명하면서 외부성을 금융규제의 근거라고 서술하고 있다.

여기서 외부성은 1) 투매 외부성(Fire-sale externalities)과 2) 상호연결된 외부성(Interconnected externalities)으로 구분된다. 투매 외부성은, 개별금융기관이 자신의 투매 행위가 자산가격에 미치는 영향을 고려하지 못하기 때문에 발생한다. 이러한 종류의 외부성은 다수 학술논문에서 이미 지적된 것으로 금융규제의 주요 근거라고 서술하고 있다. 또한 금융기관은 자신의 파산이 얼마나 많은 다른 금융기관을 곤경에 빠뜨릴 지에 대해 관심을 갖지 않는다는 점을 상호연결된 외부성이라고 언급하고 있다. 특히 대형 금융기관일수록 이러한 부정적 외부성의 파급효과는 더 커질 수밖에 없음을 지적하면서 장외시장과 같이 시장 구조가 모호할 경우 이 부정적 외부성은 더 강화된다고 서술하고 있다.

이후 외부성을 거시건전성정책의 근거로 삼는 문헌들에서 명시적으로 금전적 외부성이란 용어를 언급하고 있다. 2012년 발간된 IMF 연구보고서 중 하나의 제목이 “Externalities and Macroprudential Policy”이다(Nicolo et al., 2012). 이 보고서는 금융시장에 나타나는 외부성으로 위의 두 가지에 전략적 보완성과 연관된 외부성(Externalities Related to Strategic Complementarities)이라는 카테고리를 하나 더 추가한다. 이는 금융기관들의 전략적 상호작용으로부터 발생하는 외부성을 의미한다. 가령 동시다발적 금융기관 파산이 정부의 구제금융 시행 가능성을 높게 된다는 점을 예상하고 여러 금융기관들이 자신들의 손실을 숨기고 리스크가 큰 대출을 수행함으로써 발생하는 부정적 외부성을 의미한다. 여기에 더하여 투매는 금전적 외부성을 통해 금융경색을 더 악화시킨다고 서술하고 있다. 자산가격의 변동을 통해 파급효과가 발생한다는 점에서 금전적 외부성이라고 다른 외부성과 구분을 한 것이다.

2016년 발간된 한 BIS 연구보고서(Kenc, 2016)에서는 이 세 가지 외부성을 지칭하면서 투매 외부성을 아예 금전적 외부성으로 카테고리화 하였다. 그러나 이들 문헌에서 투매 외부성 혹은 금전적 외부성이 다른 카테고리의 외부성과 질적으로 구분되는 성격을 지닌 외부성으로 서술되지는 않았다. 금융시장에서 거시건전성정책을 필요로 하게 만드는 외부성으로 세 가지 카테고리를 병렬적으로 언급하고 있다.

투매 외부성 등으로 인하여 금융규제가 필요하다는 점을 보이려는 이론적 모델은

자본규제나 유동성규제 등이 존재하지 않는 금융시장이 어떤 불완전함으로 인하여 파레토 최적 상태에 이르지 못함을 보이고 거시건전성정책이 경제를 차선의 상황에 이르게 하여 사회후생을 높일 수 있음을 보여주려 노력하고 있다(Kara and Ozsoy, 2020).

이러한 논의에서 본고가 주목하는 것은 두 가지이다. 첫째, 금융기관들의 전략적 행동과 상호연결성, 투매 등은 이를 굳이 외부성이라고 부르기 이전부터 금융시장의 변동성을 설명하는 많은 논의들에 등장했던 요소라는 점이다. 그리고 이러한 금융시장의 불안정성 자체를 금융규제의 근거로 삼지 않았다는 점이다. 그러다가 금융위기 이후 거시건전성정책의 정당성을 확보하기 위해 금융시장에서 흔히 관찰되는 이러한 현상을 외부성으로 정의하여 정부 개입의 근거로 삼고 있는 것이다. 금융시장의 불안정성 자체가 금융규제의 근거가 될 수 없고, 따라서 이것이 사회후생을 감소시킨다는 점을 분명히 하기 위해 금융시장의 불안 요소를 외부성이라고 포장할 필요가 생긴 것이다. 이러한 인식은 위의 소개된 문헌들 속에서도 잘 드러난다.

유동성 악순환(liquidity spirals)의 존재 그 자체가 정부 개입을 정당화하는 것은 아니다. 우리는 사회후생의 관점에서, 금융기관들이 과도한 만기 매스매치로 인한 높은 레버리지 때문에 유동성 악순환에 빠질 위험에 과도하게 노출된다고 주장해야 한다. 그리고 우리는, 이는 두 가지 위험파급 외부성(risk-spillover externalities)에 기인하는 사례라고 주장한다(Brunermeier et al., 2009, p. 23).

표준적 견해는, 거시건전성정책이 금융시장에 존재하는 시계열 차원의 시스템 리스크와 횡단면 차원의 시스템 리스크를 다룬다는 것이다. 이러한 시각에 따르면 거시건전성정책의 목적은 시스템적 위기를 막고 이러한 역효과에 대한 쿠션을 마련하기 위하여 신용사이클을 완화하는 것이 된다. 이 논문에서 우리의 견해는, 규제가 시장실패에 의해 정당화될 필요가 있다는 것이다. 단지 금융시스템이 취약하기 때문에 규제가 필요한 것이 아니다(Nicolo et al., 2012, p. 7).

금융시장에 존재하는 주요 특징, 그것을 유동성 악순환이라고 부르든, 신용사이클 증폭이라고 부르든, 금융시스템 취약성이라고 하든 이를 모두 외부성과 연결시키는 것에 대해서 위의 보고서를 작성한 학자들은 물론 이후 거시건전성정책을 연구하고 시행하는 학자들과 금융당국자들 사이에 전혀 불편함이 없어 보인다.<sup>2)</sup> 이는 외부성이라는 개념이 매우 모호하고 광범위하게 사용될 수 있어서, 과거에 외부

성이라고 여겨지지 않던 금융시장의 어떤 특성들을 외부성이라고 불러도 경제학자들이 큰 문제의식을 느끼지 않고 있음을 보여주는 것이다.

둘째, 외부성과 금전적 외부성이 개념적으로 구분되지 않고 모두 정책적 개입의 근거로 활용되고 있는 점이다. 서론에서 언급했듯이 금전적 외부성은 자원배분의 비효율을 초래하는 요인이 아니므로 그 자체로 정책적 개입의 근거가 될 수 없다. 그동안 대표적인 경제학 교과서들은 공해, 환경오염 등 기술적 외부성으로 인하여 발생하는 사회후생의 감소에 대해서는 정부 개입의 여지가 있다고 보았다. 그러나 시장의 경쟁 과정에서 상대가격 변동으로 인하여 경제주체들 사이에 발생하게 되는 분배적 효과, 즉 금전적 외부성에 대해서는 정부가 개입하면 안된다고 주장해왔다. 서론에서 언급한 『재정학』 교과서에서 금전적 외부성의 예로 등장한 것은, 한 건설 회사가 전국적으로 대규모 토목공사를 시작해서 건축자재 가격이 폭등하고 이로 인하여 개인주택을 짓고 있던 사람이 경제적 압박을 받게 되는 경우이다(이준구·조명환, 2021, p.164). 건설회사가 한 개인에 금전적 외부성을 만들어낸 것이지만 그렇다고 정부가 대규모 토목공사를 하지 말라고 하거나 건설회사에 세금을 부과하는 것은 부당한 개입이라고 생각될 것이다. 외부성 논의에서 어떤 개인이나 회사가 시장경쟁 과정에서 다른 개인이나 회사에 금전적 손실을 가할 수 있다는 것은 경제 전체의 효율성을 위해 필수적인 것으로 인식되어 왔다. 공공정책은 환경오염과 같은 기술적 외부성에는 대응해야 하지만, 대형마트의 등장으로 영세자영업자에게 금전적 손실이 생겼다고 정부가 나서서 대형마트의 영업을 규제하는 것은 사회후생을 떨어뜨리는 정치적 개입이라고 비판해왔다(Holcombe and Sobel, 2001). 공공정책은 금전적 외부성을 무시해야 한다는 주장이다. 그런데 최근의 거시건전성 논의는 외부성이 거시건전성정책의 근거가 된다고 주장하면서 여기에 금전적 외부성을 포함시키고 있는데 그동안 금전적 외부성은 정부 개입의 근거가 될 수 없다고 주장해 온 기존 논의에 대한 언급은 등장하지 않고 있다.

사실 금융시장에 존재하는 금전적 외부성에 대한 정책적 개입은 최종대부자 정책으로 거슬러 올라간다. 거시건전성정책을 사전적 정책과 사후적 정책으로 구분해서 볼 때, 자본규제/유동성규제 등 시스템 리스크가 높아지는 것을 사전에 방지하기

2) 우리나라의 거시건전성정책을 상세히 다루고 있는 한국은행의 보고서(한국은행, 2015)에서도 금융시장의 불안 요소들을 외부성이라고 정의하고, 이 외부성이 시스템 리스크를 높이는 것이고 그래서 거시건전성정책이 필요하다는 BIS, IMF의 논리를 그대로 따라가고 있다.

위한 것은 사전적 건전성정책이 된다. 이런 노력에도 불구하고 금융위기가 발생하면 금융안정을 위해 중앙은행이 최종대부자로 나서서 사후적으로 수습을 해왔다. 중앙은행의 최종대부자 정책이 중앙은행의 자의적 판단이 아니라 배럿(W. Bagehot) 원칙 등 일정한 원칙을 따라야 한다는 주장이 학계와 정책담당자들을 지배해왔다.<sup>3)</sup> 그러나 중앙은행의 최종대부자 정책도 결국은 시장경쟁의 결과에 대한 정책적 개입임으로 원천 봉쇄되어야 한다는 주장은 소수였다.<sup>4)</sup> 자유주의 경제학이 금전적 외부성에 대한 정부 개입에 대해 부정적이었지만 최종대부자 정책이라는 금전적 외부성에 대한 정책적 개입은 일찍부터 인정해 왔다고 할 수 있다.

금융시장 불안정성의 요소들이 금융위기 이후 외부성이라고 불리고 있는 점, 그리고 외부성과 금전적 외부성이 구분되지 않고 정책 개입의 근거라고 서술되고 있는 점을 제대로 이해하기 위해 경제학에서 외부성 개념에 대한 논의가 어떻게 전개되어 왔는지를 살펴보는 것이 필요하다.

### III. 외부성 개념의 기원과 변천 과정

#### 1. 외부성 개념의 확장과 금전적 외부성 개념의 퇴출

외부성 개념이 마샬(A. Marshall) 경제학에서 출발했다는 것은 다수 경제학설사 연구자들의 공통적인 의견이다. 현재 외부성 논의가 환경문제에 집중되어 있는 것에 비해 마샬의 외부성 개념은 규모의 경제, 우하향하는 공급곡선을 설명하기 위한 개념이었다. 마샬은 *Principles of Economics*에서 다음과 같이 외부경제의 개념을 제시하였다.

우리는 어떤 재화의 생산 규모 확대에 인하여 얻게 되는 경제를 두 가지로 구분할

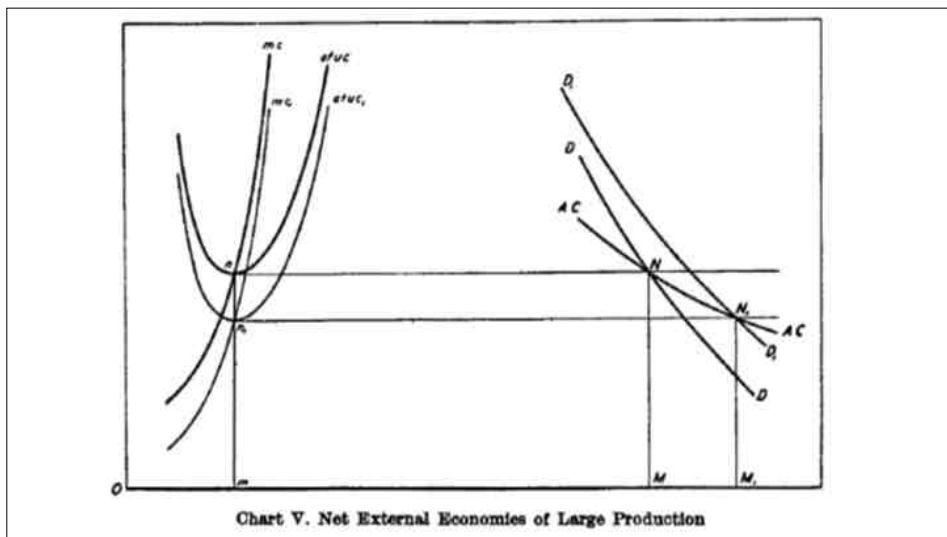
3) 배럿 원칙에 대한 상세한 논의는 안철원(2009)을 참조. 한국은행의 최종대부자 기능과 관련된 최근 논의는 신인석(2021)을 참조.

4) 글로벌 금융위기, 유로존 위기에서 유럽중앙은행의 유동성 지원과 양적완화에 대해 비판적이었던 질서자유주의 학자들이 중앙은행의 최종대부자 정책 자체에 대해 부정적인 입장을 보여 왔다. 유럽중앙은행의 법적 기반인 유럽조약은 유로회원국들에 대한 구제금융을 금지하고 있다. 중앙은행의 통화정책에 대한 질서자유주의적 시각과 관련된 상세한 논의는 황재홍(2022)을 참조.

수 있다 - 첫째, 산업의 일반적인 발전에 기인하는 경제와, 둘째, 그 산업에 종사하는 개별 기업들의 자원, 조직, 관리의 효율성에 기인하는 경제이다. 우리는 전자를 외부경제(external economy)라고, 후자를 내부경제(internal economy)라고 부를 수 있다(Marshall, 1948, p. 266).

이러한 마샬의 외부경제 개념을 도식적으로 정리하면서 이를 기술적 외부경제(technological external economy)와 금전적 외부경제(pecuniary external economy)로 구분을 시도한 학자는 바이너(Viner, 1932)이다. 바이너는 오늘날 미시경제학 교과서에 등장하는, 규모의 경제가 존재할 때 나타나는 우하향하는 산업의 공급곡선 그래프로 대규모 생산에 따른 외부경제를 표현했다.

〈Figure 1〉 Net External Economies of Large Production



Source: Viner, 1932, p. 39.

바이너는 마샬의 기여 덕분에 산출 증가로 인한 경제를 ‘내부’와 ‘외부’로 구분할 수 있었다고 서술하면서 외부경제는 기술적일 수도 있고 금전적일 수도 있다는 구분을 시도하였다. 기술적 외부경제의 예로 노동시장이나 원료시장의 조직이 더 나아지는 것, 생산기술의 향상 등을 꼽았다. 금전적 외부경제의 예로 산업 전체가 구매하는 서비스나 원료량의 증가에 따라 서비스나 원료의 가격이 하락하는 것을 들었다. 위의 그림과 같이 산업의 평균비용곡선이 우하향하는 것은 기술적 외부경제

에 기인할 수도 있고, 금전적 외부경제에 기인할 수도 있고, 둘 다에 기인할 수도 있다고 보았다. 외부경제를 기술적 외부경제와 금전적 외부경제로 구분하였으나 우하향하는 평균비용곡선은 기술적 외부경제나 금전적 외부경제 한 가지에만 의존하는 것이 아니라고 설명한 것이다.<sup>5)</sup>

나아가 마샬은 오늘날 외부성에 대한 피구식 해법으로 알려진 세금과 보조금을 수확체증/수확체감 산업에도 똑같이 적용했다. 부정적 외부성을 발생시키는 기업에 세금을 부과하고 피해를 입은 기업에 보조금을 주어 외부성 문제를 해결하는 것처럼, 수확체감 산업에 세금을 부과하고 수확체증 산업에 보조금을 지급함으로써 사회후생을 증가시킬 수 있음을 주장하였다(Marshall, 1948, p. 475).

마샬에 의해 만들어진 외부경제라는 개념은 피구에 의해 우리에게 좀 더 익숙한 현대적인 모습을 갖추게 된다. 오늘날 경제학 교과서에서 외부성으로 인하여 경제가 사회적 최적 상태에 이르지 못하게 되는 것은 사적 한계생산과 사회적 한계생산의 불일치 또는 사적 한계비용과 사회적 한계비용의 불일치로 설명되고 있다. 피구세라는 용어의 근원이 된 피구의 저서, *The Economics of Welfare*에서 피구는 외부성, 외부경제라는 용어 자체를 사용하지는 않았으나 사적 한계생산과 사회적 한계생산의 차이가 사회후생 극대화를 막고, 따라서 정책적 개입이 필요하다고 주장하였다(Pigou, 2010).

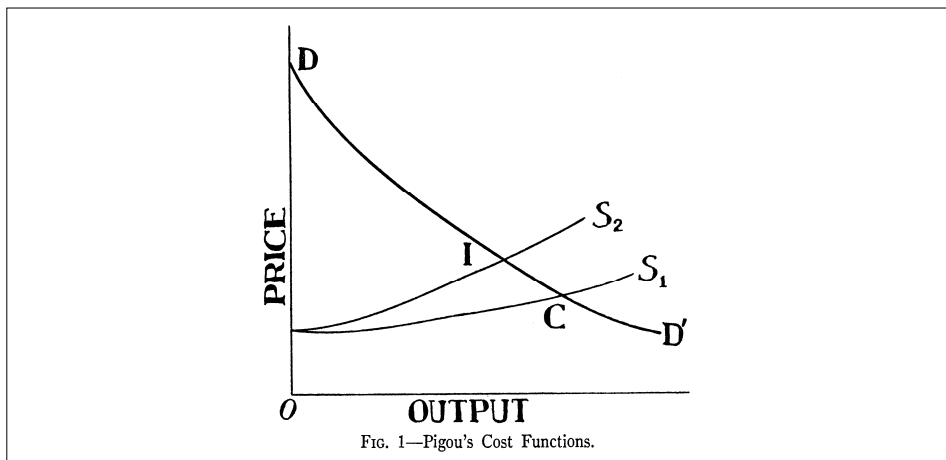
피구는 사적 한계생산과 사회적 한계생산의 차이가 발생하는 이유는 생산물의 일부가 투자자가 아닌 다른 사람에게 돌아가기 때문이라고 설명하면서 이를 세 가지 유형으로 구분하였다(Pigou, 2010, p. 102). 첫 번째는 어떤 내구재를 소유주가 아닌 임차인이 투자하는 경우이다. 이는 부동산임대계약에서 어떤 시설물이 고장났을 때 이를 집주인과 세입자 중 누가 부담해야 하는가와 같은 상황에 해당한다. 두 번째가 현대의 외부성 논의에 많이 등장하는 유형으로 A가 B에게 서비스에 대한 대가를 받고 서비스를 수행하였는데 다른 사람에게 서비스를 수행한 것이 되거나 불편

5) 규모의 경제가 존재할 경우 평균비용곡선이 우하향한다는 설명은 대부분의 미시경제학 교과서에 등장하지만 이것을 외부성 개념으로 설명하는 교과서는 찾아보기 어렵다. 하지만 과거 미시경제학 교과서에는 정확하게 바이너의 설명에 따라 우하향하는 공급곡선을 설명하면서 기술적 외부성, 금전적 외부성 개념을 사용하는 경우가 있었다. 대표적인 사례로 박진근(1990)의 『미시경제학』을 들 수 있다. 15장에서 시장실패를 설명하면서 외부성을 논하고 있지만 6장에서 공급함수를 설명하면서 공급곡선의 기울기가 우상향하는가 우하향하는가를 외부성 개념에 의존하여 설명하고 있다.

을 주게 되는 상황에 해당한다. 등대, 공원, 대중교통, 공장의 연기, 과학연구와 같은 많은 사례들이 이 유형에 속한다. 세 번째는 같은 상품을 생산하는 사람들에게 영향을 미치는 상황이다. 마살의 규모의 경제에 관한 분석처럼 어떤 재화를 생산하는 산업에서 한 기업의 생산활동이 다른 기업의 생산활동에 영향을 주는 경우이다.

피구는 *The Economics of Welfare*의 초판에 해당하는 *Wealth and Welfare*에서 다음과 같은 그래프를 통해 기울기가 0이 아닌 공급곡선을 갖는 산업에서 시장균형이 사회적 최적 상태가 아니라고 주장했다. 피구는 S1을 일반적인 공급곡선, S2를 한계비용곡선이라고 명명하고 있다. 시장균형은 C이나 I가 사회적 최적 상태가 되는 상황을 나타내고 있다. 수확체감 산업 즉 공급곡선이 우상향하는 산업에서는 시장생산량이 사회적 최적 상황에 비해 과잉 상태가 된다.

### 〈Figure 2〉 Pigou's Cost Functions



Source: Ellis and Fellner, 1943, p. 495.

수확체증/수확체감이라는 외부경제/외부불경제가 시장균형과 파레토 최적의 불일치를 초래하여 사회적 후생을 감소시키므로 보조금/세금과 같은 방식으로 수확체증/수확체감 산업에 정부가 개입해야 한다는 마샬-피구의 주장은 이후 많은 비판에 직면하게 되고 관련 논쟁은 20세기 전반부에 걸쳐 장기적으로 진행되었다. 당대의 많은 일류 학자들이 마샬-피구의 주장이 잘못되었다고 비판하였다(Ellis and Fellner, 1943; Knight, 1924; Sraffa, 1926; Young, 1913).

영(Young, 1913)은 피구의 이 저서를 리뷰하는 글에서 기울어진 공급곡선이 시장균형과 사회적 최적을 괴리시킨다는 주장에 의문을 제기하였다. 피구의 위와 같은 분석은 독점 상황에서는 가능하지만 완전경쟁(피구의 용어로는 단순 경쟁(simple competition)) 상태에서는 불가능한 것이라고 비판했다. 같은 비판은 나이트(Knight, 1924)에 의해 다시 제기된다. 수확체감 때문에 시장균형이 사회적 최적 상태를 달성하는데 실패하는 것이 아니라고 주장했다.

일반균형이론의 시각에서, 산업이 확대되면 그 산업에 속한 기업들이 사용하는 생산요소의 가격은 상승할 수밖에 없고 이는 그 산업의 입장에서는 외부불경제에 해당한다. 좀 더 정확하게 금전적 외부불경제가 되는 것이다. 그러나 그 생산요소를 공급하는 경제주체의 소득은 증가한다. 어떤 생산요소의 사용이 증가하여 발생한 생산요소 가격의 변동을 통해 생산요소 수요자와 공급자 사이의 소득분배 상태가 변화되는 것은 시장 조정의 자연스러운 결과이다. 이것이 사회적 후생을 해친다는 마샬-피구의 주장은, 시장균형이 파레토 효율을 달성한다는 일반균형이론의 후생경제학적 입장에서 용납되기 어려운 주장이다. 당대의 많은 일류 경제학자들이 이 논쟁에 참여하여 마샬-피구를 비판한 것은 현대의 후생경제학적 입장에서 보면 너무 당연한 것이다.

수확체증/수확체감과 관련된 마샬-피구의 외부(불)경제 분석을 둘러싼 반세기 이상의 논쟁은 1950년대에 이르러 마샬-피구의 패배로 정리된다. 완전경쟁시장에서 단지 수확체증/수확체감 산업이 존재한다는 이유로 시장경제가 파레토 최적 달성에 실패하는 것이 아니라는 주장이 승리하게 된다. 외부성의 용어로 표현한다면 수확체증/수확체감과 관련된 외부성은 생산확대에 따른 요소비용증가/감소로 인한 금전적 외부성이고, 이 금전적 외부성은 일반균형이론에서 외부성 논의 대상에서 제외되는 결과로 이어지게 되는 것이다. 50년대 외부성 논의는 수리적 모형을 통해 현대적인 모습을 갖추게 되는데 그 중 시토프스키(Scitovsky, 1954)의 논문은 외부성 개념을 잘 정리하여 이후 외부성 논의에 많은 영향을 미쳤다. 시토프스키는 외부성 개념을 설명하기 위해 두 가지 수식을 이용하고 있다.

$$x_1 = F(l_1, c_1, \dots ; x_2, l_2, c_2 \dots) \quad (1)$$

식 (1)은 기업1의 생산함수로 기업1의 생산량이 기업1이 고용한 생산요소 뿐 아

니라 기업2의 생산량과 기업2가 고용한 생산요소에 의해 영향을 받고 있음을 보여주고 있다. 이를 기술적 외부경제라고 불렀다.

$$P_1 = G(x_1, l_1, c_1, \dots ; x_2, l_2, c_2 \dots) \quad (2)$$

식 (2)는 기업1의 이윤함수로 기업1의 이윤은 기업1의 생산량과 생산요소 뿐 아니라 기업2의 생산량과 생산요소에 영향을 받는다. 여기에는 (1)에서와 같은 두 기업의 직접적(비시장적) 상호의존성 뿐 아니라 재화가격, 요소가격의 변화 등 시장에서 벌어지는 상호의존성도 포함된다. 이 시장에서 벌어지는 상호의존성이 금전적 외부경제가 되는 것이다. 이후 금전적 외부경제는 외부경제 논의에서 제외할 것을 주장했다.

이상한 것은 시장메커니즘을 통한 상호의존성이 시장경제가 사회적으로 가장 바람직한 상태에 이르지 못함을 설명하게 된다는 점이다. 균형이론은 정반대의 결론에 도달하게 된다. 균형이론은 사회적 최적 상태를 낳게 하는 시장 상호의존성에 의존하고 있다. 금전적 외부경제는 균형이론에서 설자리가 없다는 것이 분명하다 (Scitovsky, 1954, p. 146).

일반균형이론에서 외부성은 개인의 효용함수, 기업의 생산함수 사이에서 발생하는 모든 종류의 ‘가격에 반영되지 않는 직접적 상호작용’이 된다(Berta, 2017). 마샬의 외부경제가 규모의 경제를 설명하기 위한 목적으로 사용된 개념인 것과 비교해 보면 외부성의 분석 대상은 거의 무한대로 확대되었다고 할 수 있다. 또한 마샬의 외부경제에서 외부란 한 기업의 외부임을 의미하는 용어였으나 일반균형이론에 이르러 외부는 시장의 외부를 의미하는 용어가 되었다. 그리하여 시장을 거치지 않는 직접적 상호작용인 기술적 외부성만이 진정한 의미의 외부성이 되고 시장에서 가격을 통해 이루어지는 상호작용인 금전적 외부성은 시장 내부에서 일어나는 상호작용이라는 점에서 외부성이 될 수 없게 되었다. 금전적 외부성이라는 용어 자체가 매우 모순적인 용어가 된 것이다. 마샬-피구의 외부경제 논의에서는 금전적 외부경제도 사회후생 증대를 위한 정부 개입의 대상이었으나<sup>6)</sup> 일반균형이론에서 금전적 외

6) 피구가 오늘날 금전적 외부성이라고 분류되는 현상에 대해 정부 개입을 주장하지 않았다는 해

부경제는 정부 개입의 근거가 될 수 없는 것이다.<sup>7)</sup>

경제학계에서 반세기 이상 진행된 외부성, 금전적 외부성 관련 논의를 기초로 앞 절에서 논의된 금융시장의 외부성 개념을 되짚어보자. 먼저 상호연결된 외부성이란 용어에서 ‘상호연결된’이란 형용사는 아무런 추가적인 개념을 전달하고 있지 못하다. 금융기관의 상호연결성이 다른 산업의 기업들에 비해 더 강하다는 것을 의미하고자 했던 것으로 보이지만 외부성이라는 용어의 의미가 개인간, 기업간 시장을 거치지 않는 직접적 상호작용이라는 점을 고려하면 상호연결된 외부성이라는 용어는 ‘상호연결된 직접적 상호작용’이라는 동어반복일 뿐이다. 그냥 외부성을 두 번 붙인 꼴이다. 나아가 투매 외부성은 금전적 외부성으로, 다른 외부성은 금전적이라는 형용사를 붙이지 않는 외부성, 즉 기술적 외부성을 의미하는 것으로 서술되고 있지만 사실 상호연결된 외부성은 내용상 금전적 외부성에 해당한다. 금융기관은 자신의 파산이 얼마나 많은 다른 금융기관을 곤경에 빠뜨릴 지에 대해 관심을 갖지 않는다는 것이 상호연결된 외부성으로 정의되고 있는데, 파산이라는 것은 시장경쟁에서의 패배를 의미한다. 시장경쟁을 통한 한 기업의 파산이 다른 기업에 영향을 미치는 것을 시장 외적 상호작용이라고 볼 수 없다. 이는 당연히 시장 내부에서 벌어지는 일이다. 이렇게 금융시장에서 나타나는 외부성이라고 카테고리화 한 것 중 무엇이 금전적 외부성이고 무엇이 기술적 외부성인지 사실 명확하게 구분되지 않는다.

외부성과 거시건전성정책에 대한 논의가 시작되기 훨씬 이전부터 금융위기는 빈번히 발생했고, 금융시장의 불안정성을 이론적으로 설명하고 이에 대해 어떻게 대처하는 것이 좋은가에 대한 논의는 차고 넘쳤다. BIS의 연구자들이 경기순응성 등을 연구하면서 주목한 것은 오스트리아 학파의 경기변동이론, 민스키(H. Minsky)의 금융불안정성 가설 등이다(Borio et al., 2003; White, 2009). 효율시장가설, 합리적 기대이론 등이 득세하면서 이런 논의가 주목을 받지 못했을 뿐이다. 글로벌 금융위기 이후 추가적인 금융규제의 필요성을 인식한 경제학계는 정부 개입의 근거가 된다고 일찍이 인정된, 그리고 개념의 확장성이 무한대로 보장되는 외부성을 손

---

석도 존재한다(Holcombe and Sobel, 2001). 신기술로 무장한 기업의 등장으로 구기술을 이용하는 기업들이 피해를 보거나 결국 퇴출될 때 피구는 이러한 기업들을 지원하는 것을 원하지 않았다는 점을 지적하고 있다.

7) 현대 경제이론에서도 수확체증이 중요한 역할을 하는 모델에서 금전적 외부성은 중요한 요소로 등장하고 있다. 대표적인 사례 중 하나가 크루그만(Krugman, 1991)의 경제지리학이라고 할 수 있다.

쉽게 거시건전성정책의 근거로 끌어들이 수 있었다.

인간은 사회적 동물이고 사회적 상호작용은 인간의 삶에 필수적인데 일반균형이론 틀에서 인간의 모든 시장 외적 상호작용은 다 외부성이 된다. 그런 의미에서 금융기관들 사이에 있을 수 있는 어떤 상호작용을 외부성이라고 지칭하는 것은 일반균형이론에서의 외부성 정의에 따르면 너무 당연한 것이다. 그러나 사실 모든 시장 외적 상호작용을 다 외부성이라고 정의하는 것은 외부성이 어떤 경제적, 사회적 현상을 설명하는데 꼭 유용한 개념인가에 대한 근본적 의문을 낳게 한다. 가령 젠더 갈등, 인종 갈등, 종교 갈등 등 전통적인 사회 문제가 경제학적 관점에서 보면 모두 외부성인데 이런 문제를 세금/보조금 정책으로 대응한다는 접근은 설득력이 매우 떨어진다.

그럼에도 불구하고 일반균형이론은 많은 사회적 갈등을 외부성이라는 차원에서 분석하고 있다. 그 한 예로 펠트만(Feldman, 1980) 저서에 나오는 외부성 사례를 소개하고자 한다. 펠트만은 외부성의 한 예로, 타인의 몫이 증가할 때 자신의 효용이 증가하는 소위 이타적 효용함수를 지닌 경제주체를 등장시킨다. 이러한 이타적 효용함수를 지닌 경제주체가 존재하는 사회에서는 시장교환이 파레토 최적에 이르지 못한다. 이 사회의 파레토 효율을 높이기 위해서는 이타적 사람에게 보조금을 주고 이기적인 사람에게 세금을 부과해야 한다. 경제학적으로 외부성과 외부성에 대한 피구적 해법에 관한 완벽한 사례이지만 현실에서는 전혀 설득력이 없는 분석과 해법일 뿐이다.

## 2. 금전적 외부성의 복원, 동시에 공허해진 외부성 개념

외부성 논의에 있어 패러다임의 변화는 잘 알려진대로 코즈(Coase, 1960)의 논문 “The Problem of Social Cost”에서 출발한다. 코즈의 정리는 2차 세계대전 이후 경제학에서 가장 영향력 있고 논쟁적인 아이디어 중 하나로 평가되고 있다(Medema, 2020). 피구 저서에서와 마찬가지로 코즈는 이 논문에서 외부성이란 용어를 사용하지 않았지만 외부성 문제에 대한 피구식 해법에 대한 비판으로 글을 시작하고 있다. 그리고 거래당사자간 협상가능성이 생기는 것만으로 파레토 개선의 여지가 생길 수 있다는 주장을 펼쳐나간다. 거래비용이 낮고 소유권이 잘 정의되면 우리는 피구세와 같은 정부 개입에 의존하지 않고도 시장 거래를 통해 외부성 문제를 해결

할 수 있다고 본 것이다. 이렇게 코즈의 정리는 외부성을 해결함에 있어 정부 개입 대신 시장 거래를 통한 해법을 제시한 것임을 강조하는 것이 대부분 교과서가 코즈의 정리를 서술하는 시각이라고 할 수 있다. 본고에서는 코즈적 접근법을 따르면서도 외부성 개념에 대해 보다 자세하게 서술하고 있는 템세츠(Demsetz, 1964)의 논문을 중심으로 코즈 전통에서 외부성 개념에 어떤 변화가 나타나게 되는지 정리해 보고자 한다.

템세츠 역시 외부성이란 용어 대신 부작용(side effects)이란 용어를 사용하고 있다. 외부성이라는 용어가 ‘시장 외부’라는 의미를 풍기는 것이 싫기 때문이라고 설명하고 있다. 앞에서 1950년대 이르러 외부는 시장의 외부를 의미하는 것으로 개념 정리가 되었다고 서술하였는데, 템세츠의 이러한 서술은 시장의 내부와 외부를 구분하는 것이 중요하지 않다는 의미를 지니게 되는 것이다. 따라서 시장 내부냐 외부냐를 구분하는 기술적 외부성과 금전적 외부성을 구분하는 것도 의미가 없어진다. 시장의 내부와 외부를 구분하는 것이 중요하지 않은 이유는, 코즈 전통에서 현재 시장이 없는 상황이라고 할 지라고 잠재적 시장은 언제 어디서나 존재할 수 있기 때문이다. 그리고 현재 시장이 없다고 바로 비효율적인 상황인 것도 아닌 것이다.

템세츠는 다음과 같은 예를 통해서 코즈 전통에서 외부성 개념과 외부성 문제 해결 방식을 바라보는 관점을 명확하게 보여주고 있다. 어떤 마을에 위치한 한 공장이 기존의 용광로보다 더 효율적인 용광로를 만들었으나 마을에 공해 피해를 심화시키고 있다. 이로 인하여 마을 가옥이 더러워지고 집값이 하락하게 된다. 이는 앞선 분류법을 따르자면 기술적 외부성이 된다. 정부 개입의 근거가 될 수 있는 것이다. 그런데 이 공장의 효율성이 워낙 높아져 주변 공장들과의 경쟁에서 승리하고 주변의 다른 공장들이 문을 닫게 되면서 그 지역의 주택 수요가 감소하고 역시 집값이 하락하게 되었다고 하자. 이러한 경로를 통한 집값 하락은 앞선 분류법에 따르면 금전적 외부성이 된다. 이는 시장조정의 결과로 시장 전체의 효율성을 해치는 것이 아니므로 정부 개입의 근거가 될 수 없다. 그런데 템세츠는 집값 하락의 이유가 기술적 외부성 때문인지 금전적 외부성 때문인지 구분할 필요가 없다고 주장했다. 중요한 것은 얼마나 집값이 하락했는가 하는 양적 차이인 것이지 둘 사이에 질적 차이는 없다고 보았다.

일반적으로 일반균형이론 틀에서 생각할 때, 어떤 지역의 산업 쇠퇴로 지역 인력 수요가 감소하고 주택 가격이 하락하더라도 산업 성장으로 인력 수요 증가와 주택

가격 상승이 나타나는 지역도 있을 것이고 따라서 시장 전체의 조정을 통해 사회 전체의 후생이 감소한 것이 아닌 것으로 볼 수 있다. 공해 피해로 인한 집값 하락의 경우 일반균형이론 틀에서는 사적 비용과 사회적 비용의 괴리가 생겨 사회후생의 손실이 발생한 경우이다. 그러나 거래비용을 고려하는 코즈 전통에서 공해 피해로 인해 집값이 하락하는 상황이 반드시 사회적 후생이 감소한 상황이라고 볼 수 없다. 만약 심각한 공해 피해가 있음에도 불구하고 그 상태가 계속 유지되고 있다면 이는 이 기술적 외부성을 해결하기 위한 정부 개입의 거래비용, 또는 소유권 조정 등을 통해 공해 물질을 거래할 수 있도록 시장을 조성하는 거래비용이 공해 피해로 인한 비효율의 크기를 능가하기 때문이다. 거래비용까지 고려할 때 현 상황을 유지하는 것이 사회후생을 극대화한 것이 되는 것이다. 상황이 바뀌어 많지 않은 거래비용으로 공해 물질을 거래할 수 있는 시장을 만들 수 있게 되면 공해라는 기술적 외부성은 시장 거래를 통해 내부화할 수 있는 것이다. 이런 관점에서 볼 때 기술적 외부성과 금전적 외부성을 굳이 구분할 필요가 없다. (금전적) 외부성으로 인한 비효율과 시장의 거래비용, 정부 개입의 거래비용 중 어떤 것이 더 큰가를 확인하는 작업이 중요한 것이다.

잠재적 시장은 언제 어디서나 존재한다는 논리를 극단적으로 밀고 나가면 세상에 시장에서 거래하지 못할 재화와 서비스는 없다. 따라서 시장 밖에서 벌어지는 개인 간, 기업 간 직접적 상호작용이라는 의미의 외부성 개념은 중요한 분석적인 의미를 가질 수 없다. 시장의 개념을 확대하면 인간의 모든 형태의 상호작용을 시장으로 흡수할 수 있기 때문이다. “사회적 상호의존성과 연관된 모든 비용이나 편익이 잠재적 외부성 (Demsetz, 1967, p. 348)”이라는 매우 광범위한 정의가 등장하게 되는 것이다.

한편 코즈 전통에서 모든 기술적 외부성에 대한 정부 개입이 무의미한 것은 아니다. 현존 시장에서 기술적 외부성으로 인해 비효율이 발생하였을 때 정부 개입을 통해서 기술적 외부성을 해결하는데 들어가는 거래비용이 시장 거래를 통해 기술적 외부성을 해결하는데 들어가는 거래비용보다 작고, 이 기술적 외부성으로 인한 비효율보다 작다면 코즈 전통에서도 정부 개입을 통해 기술적 외부성을 해결하는 것이 바람직한 경우가 될 수 있다. 그런데 템세츠가 주장했듯이 이러한 외부성 문제를 꼭 기술적 외부성으로 인한 문제로 국한시킬 필요는 없다. 공해가 원인이 되었던 기업 사이의 시장경쟁의 결과이든 집값이 하락했다는 것이 중요하며 이 문제를

해결하는 거래비용이 집값 하락의 손해보다 크지 않다면 정부 개입이든 시장 거래든 기업과 주민 양자의 상황을 개선시키는 방향으로 나아갈 필요가 있다. 이런 의미에서 일반균형이론에서 정책 개입의 대상에서 제외되었던 금전적 외부성이 다시 정책적 개입의 대상으로 들어오게 된다.

금융시장의 논의로 돌아오면, 글로벌 금융위기 이전 중앙은행의 통화정책이 자산 가격 버블에 선제적으로 대응해야 하는가가 주요 이슈 중 하나였다. 글로벌 금융위기 당시 연준의 통화금융정책을 책임졌던 버냉키도 인플레이션이 안정적이라면 굳이 중앙은행이 나서서 자산가격 버블에 대응하지 않는 것이 더 좋다고 판단하고 있었다(Bernanke and Gertler, 1999). 그런데 금융시장이 무너지고 난 후 이를 수습하는데 너무 많은 사회적 비용이 들어가게 됨을 인식하고 물가 관리에 초점을 두는 통화정책 이외에 금융시장의 안정을 위한 건전성정책이 강화되어야 한다는 결론에 이르게 된다. 외부성 개념으로 서술하자면 금전적 외부성에 대한 정책적 개입을 하게 된 것이다. 거시건전성정책이 사회후생을 높이기 위해 필요하다는 주장을 함에 있어, 현재 사회후생을 감소시키는 요인이 기술적 외부성 때문인지 금전적 외부성 때문인지 구분하는 것이 정책적 개입을 할 것인가 말 것인가를 결정하는데 중요한 요소가 아니게 된 것이다. 앞에서 소개한 BIS, IMF 보고서에서 대표적인 금전적 외부성의 사례로 든 것이 투매 외부성이다. 투매 외부성으로 인한 자산가격 변동성 심화를 막기 위해 거시건전성정책을 추진하다는 것은 이제 기술적 외부성과 함께 금전적 외부성도 사회후생의 손실을 초래한다면 똑같이 정부 개입의 근거가 된다는 점을 인정한 것이라고 할 수 있다.

물론, 코즈 전통에서 외부성, 금전적 외부성에 대한 정부 개입의 가능성이 이론적으로 열려 있기는 하지만 코즈 스스로가 강조했듯이 코즈 전통의 논의는 외부성에 대한 피구식 해법이 사회후생을 증대시키는 것이 아니라 오히려 감소시킨다는 점을 강조하는 방향으로 나아가게 된다. 뷰캐넌(Buchanan, 1969)은 외부성을 제거하기 위해 적절한 세금과 보조금을 찾으려는 후생경제학적 논의는 도움이 되지 못한다고 주장했다. 또한 템세츠의 주장에서 드러나듯이 사실 현재 어떤 영역에서 시장이 형성되지 않았더라도 ‘잠재적’ 시장은 언제 어디서나 존재하고 있으므로 거래 당사자간 합의를 통해 외부성을 시장 거래를 통해 내부화할 수 있는 가능성은 언제나 열려 있는 것이다. 이런 시각은 제도 선택과 관련된 논의의 고전으로 꼽히는 뷰캐넌과 톨릭의 저서에서도 잘 드러난다.

긍정적이든 부정적이든, 모든 외부성은 개인들 사이의 협상에 의한 순수한 자발적 합의의 결과로 제거될 수 있다. 거의 정의상, 외부성의 존재는 거래를 통한 상호 이익이 내부화를 통해 확보될 수 있음을 의미하는데, 이는 자발적 합의에 도달하는 것을 방해하는 의사결정비용이 발생하지 않는 경우에 해당한다(Buchanan and Tullock, 1999, p. 62).

외부성에 대한 뷰캐넌과 톨록의 이러한 시각은 일상적인 경제적 거래를 넘어서 파레토 개선을 위한 투표 거래(log rolling)를 논의하는 것까지 나아가고 있다.

일반균형이론에서 시장 밖 모든 상호작용을 외부성이라고 정의함으로써 외부성의 개념이 거의 무한대로 확대되었음을 앞에서 서술하였다. 한발 더 나아가 코즈 전통에서는 거래비용이라는 단서가 달려 있기는 하지만 세상에 시장 밖 상호작용이라는 것은 없다는 주장에 이르게 된다. 따라서 ‘시장의 외부’라는 의미의 외부성 개념은 매우 공허해진다.

### 3. 시장의 불완전성과 금전적 외부성

앞에서 외부성 개념을 둘러싼 50년대 논의에서, 시토프스키가 일반균형이론에서 금전적 외부성은 설자리가 없다고 주장하면서 금전적 외부성을 기술적 외부성과 똑 같이 정책 개입의 근거로 삼고 있는 마샬경제학에서 벗어나려 했음을 지적하였다. 그런데 일반균형이론에서도 시장의 불완전함을 상징하면 금전적 외부성은 후생 손실을 초래하게 되고 정책 개입의 근거가 될 수 있다. 이러한 논리가 현재 금전적 외부성을 거시건전성정책의 근거라고 주장하는 문헌들, 특히 DSGE모형을 사용하는 문헌에서 공통적으로 나타나는 특징이라고 할 수 있다. 물론 이러한 논의는 글로벌 금융위기 이전, 거시건전성정책이 본격적으로 시행되기 이전부터 존재했다. 그리고 다양한 방식으로 모델링 되어왔다.

룽과 켈하우저(Loong and Zeckhauser, 1982)는 “리스크를 공유할 수 있는 시장이 부채할 때 개인은 사회 전체가 최적 상태가 되는 의사결정을 할 수 있는가?”라는 질문에 부정적이다. 조건부청구권시장이 부채하거나 불완전한 경우 투자자들은 경기 침체에 대한 두려움으로 사회적 최적에 이르는 투자를 수행하지 못하게 된다는 것이다. 따라서 일정 형태의 정책적 개입이 필요하다는 것이다. “조건부청구권시장이 불완전할 때 금전적 외부성이 중요하다”라는 논문의 제목이 시장이 불완전하다면

금전적 외부성에 대한 정책 개입이 가능하다는 점을 강조하고 있다.

현대의 많은 거시건전성 논의에서 인용되고 있는 그린왈드와 스티글리츠 논문도 정확하게 같은 주장을 하고 있다. 이들은 “금전적 외부성은 그 자체로 비효율의 원천이 되는 것은 아니다(Greenwald and Stiglitz, 1986, p. 229)”라고 서술한 뒤 “경제에 왜곡이 있을 경우(즉 독점, 기술적 외부성, 왜곡된 세금) 금전적 외부성은 사회 후생에 큰 영향을 미친다(ibid., p. 230)”고 주장했다. 그리고 “모든 사람들의 상황을 개선시킬 수 있는 정부 개입(세금과 보조금)이 존재한다(ibid., p. 230)”고 보았다.

외부성이라는 개념에 초점을 맞추고 있는 논의는 아니지만 거시건전성 논의가 주목하고 있는 경기순응성, 자산가격 변동성 등을 시장의 불완전함으로 설명하는 경제모델도 다수 존재한다. 그 중 거시건전성 논의에서 많이 인용되고 있는 알렌과 게일(Allen and Gale, 1994)의 논문 제목은 “Limited Market Participation and Volatility of Asset Price”이다. 이들은 모델링을 통해 자산시장에 충분한 거래자가 참여하는 경우 제한된 거래자가 참여하는 시장보다 파레토효율성이 높다는 점을 보여주고 있다. 왜 자산시장에 충분한 거래자가 참여할 수 없는가에 대해서는, 많은 실증 연구들이 거래비용을 원인으로 지적하고 있다는 추가 설명도 제시하고 있다. 외부성보다는 거래비용으로 인한 시장의 불완전함으로 시장 거래가 파레토 최적에 이르지 못하고 있다는 주장으로 해석될 수 있다.

이들 논의가 과거 완전한 시장을 상정하는 일반균형이론에서와는 다르게 금전적 외부성이 정책적 개입의 근거가 될 수 있음을 보여주었다는 점에서 외부성 논의에 있어 새로운 변화임에 분명하다. 그러나 기술적 외부성과 금전적 외부성의 개념을 정의하고 이를 구분하는 전통적인 외부성 논의의 틀이 바뀐 것은 없다. 기술적 외부성은 개인의 효용함수나 기업의 생산함수에 직접 영향을 미치는 것이고 금전적 외부성은 가격기구를 통해 타인, 타기업에 영향을 주는 것이다. 기술적 외부성은 시장경쟁이 파레토 효율에 이르지 못하게 하는 요인이지만 금전적 외부성은 그 자체로 시장의 효율을 방해하지 않는다. 금전적 외부성이 정책 개입의 근거가 되느냐 아니냐는 시장이 완전한가 불완전한가에 대한 견해 차이에 기인할 뿐이다.

그린왈드와 스티글리츠, 알렌과 게일의 논문에서 나타나듯이 이 시장의 불완전함은 독과점 때문일 수도, 정보비대칭 때문일 수도, 거래비용 때문일 수도, 처음부터 정부에 의해 왜곡된 시장 때문일 수도 있다. 시장이 불완전하기 때문에 금전적 외부성에 대해 정부가 개입해야 한다는 논리가 가능하지만 동시에 애초에 시장의 불

완전함을 초래한 요소들을 제거함으로써 금전적 외부성이 초래하는 후생 손실을 원천 봉쇄하자는 주장도 가능하다. 개별금융기관의 자본비율이나 유동성비율을 규제하고, 가계의 부동산 대출을 억제하고, 은행세를 부과하는 등의 직접적인 통제 수단을 강화하는 것이 아니라 금융시장에 많은 사람들이 참여할 수 있도록 금융규제를 완화하는 등 정부는 시장이 좀 더 잘 작동할 수 있는 기반을 만드는데 주력해야 한다는 논리 또한 가능하다. 그리고 글로벌 금융위기 이전까지는 대체로 이런 논리가 경제학계와 통화금융정책 담당자들을 지배해왔던 것이다.

외부성과 금전적 외부성 개념에 대한 보다 치열한 고민은 앞에서 언급한 코즈-템세츠 전통이라고 할 수 있다. 금전적 외부성은 시장이 완전하면 정책 개입의 근거가 되지 못하고 시장이 불완전하면 정책 개입의 근거가 된다는 뉴케인지안적 성향 학자들의 주장과 달리, 템세츠 등은 기술적 외부성과 금전적 외부성이 질적으로 구분되는 개념이 아님을 보이려는 노력에 주력하고 있다는 점에서 이렇게 평가할 수 있다고 판단된다.

시장이 불완전하여 금전적 외부성이 정책적 개입의 근거가 된다는 논리는 동시에 시장이 불완전하니까 시장을 보다 완전하게 만드는 시장친화적 정책이 필요하다는 주장을 뒷받침하는데 사용될 수 있다는 점에 더하여, 본고가 더 강조하고 싶은 것은 외부성, 금전적 외부성이 정책적 개입의 근거가 된다는 이론은 그것이 시장의 완전함을 가정하는 이론이든 시장의 불완전함을 가정하는 이론이든 모두 파레토 효율 달성 실패, 후생 손실 문제 해결을 주된 목표가 삼고 있다는 것이다. 즉 정부 개입으로 이루고자 하는 목표는 효율성 증대, 사회후생의 개선인 것이다. 그런데 금전적 외부성은 정의상 가격기구의 작동을 통해 경제주체들간의 분배의 변화를 야기한다. 그리고 금전적 외부성에 대해 정부가 개입한다는 것은 이 시장 분배를 정부가 바꾸어놓는다는 것을 뜻한다. 이렇게 시장 분배에 직접적으로 영향을 미치는 정책적 개입을 주장하면서 이러한 경제이론들은 정부 개입을 통해 사회후생이 개선된다는 점을 보이는데 많은 노력을 기울이고 있을 뿐이다. 금전적 외부성에 대한 정부 개입이 가져오는 분배 정의에 대해 어떤 고민이 진행되고 있는지 찾아보기가 어렵다. 실제 현실에서는 거시건전성정책 수행에 있어 많은 분배 정의의 문제가 제기되고 있다. 다음 절에서 이 문제를 도덕철학자들의 눈을 통해 확인하고자 한다.

#### IV. 외부성과 정부 개입에 대한 도덕철학적 논의

외부성과 정부 개입에 관한 경제학적 논쟁은 주로 피구 vs 코즈의 구도로 진행되고 있지만 외부성과 정부 개입에 관한 도덕철학적 논의는 피해 원리(Harm Principle)와 연결되고 있다. 자유주의 철학에서 국가가 시민의 행위에 개입할 수 있는 필요 조건은 그 시민의 행위가 타인에게 해가 되는 경우이다. 이 원리는 밀(J. S. Mill)에 의해 시작된 것이라고 다수의 철학자들이 말하고 있다. 그런데 이 피해 원리에서 시장은 특별한 지위를 갖는다. 자발적 시장 거래로 피해가 발생하더라도 이에 대한 국가의 개입이 정당화되지 못한다. 하이에크(Hayek, 1966)와 같은 자유주의 철학자/경제학자는 경제주체들이 시장이라는 게임에 참여하는 것에 동의했다면 그 결과에 따르는 것이 도덕적 의무라고 주장했다. 코즈의 정리는 국가의 개입이 정당화될 수 있는 시장 밖에서의 피해조차도 이 피해 조정에 있어 개인들의 자발적 합의가 이루어진다면 외부성이 내부화되면서 파레토 개선이 일어난다는 것이다. 시장 피해에 대해 정부가 개입하면 안되는 것은 물론 시장 밖 피해도 시장 내 피해로 내부화할 수 있는 것이다. 시장 피해를 의미하는 금전적 외부성은 당연히 정부 개입의 대상이 아니며 거의 모든 영역에서 기술적 외부성(비시장 피해)도 금전적 외부성으로 전환시킬 수 있는 것이다.

도덕철학자들은 (금전적) 외부성과 정부 개입에 관한 경제학자들의 이러한 시각에 대해 여러 가지 비판을 제기해왔다. 하우스만(Hausman, 1992)은, 인간의 행동은 의도하지 않게 타인의 삶에 영향을 미친다는 것은 매우 일상적인 것임에도 불구하고 경제학자들은 한 경제주체의 의사결정과 행동이 타인에게 영향을 미치는 것을 매우 예외적인 것으로 인식하여 외부성이라고 지칭하는 것부터 잘못된 인식이라고 비판하고 있다. 경제학의 외부성 논의는 효율성에만 초점을 두고 있으나, 하우스만은 도덕철학자로서 외부성이 만들어내는 정의의 문제의 주목해야 함을 주장하고 있다. 경제학의 외부성 분석이 지나치게 공리주의적 사고에만 근거하고 있다는 비판은 많은 도덕철학자들에 의해 꾸준히 제기되어 왔다(Claassen, 2016).

엔되르퍼(Endörfer, 2022)는 특히 금전적 외부성에 주목하여 시장 피해가 피해 원리의 예외가 될 수 없음을 주장하고 있다. 이를 다음과 같은 예를 통해 설명하고 있다. A는 밤에 산책하는 것이 취미인데 B는 밤에 산책하는 사람을 공격해서 다리를 부러뜨리는 취미를 가진 사람이다. A는 자신의 다리를 보호하는 것의 경제적 가

치를 60달러라고 생각하고 있고 B는 타인의 다리를 부러뜨리는 것에서 오는 즐거움의 경제적 가치를 50달러라고 생각하고 있다고 한다면, A가 B에게 55달러를 주고 자신의 다리를 보호하는 것은 코즈의 정리에 따라 파레토 개선이 일어나는 상황이다. 이 때 엔되르퍼는, 국가가 A를 보호하기 위해 B의 행동을 막아야 하는가 라는 질문을 던지고 있다. 현실에서는 A를 보호하는 것이 마땅히 국가가 해야 하는 일이지만 코즈의 정리가 가정하고 있는 세상에서는 국가가 B의 행동을 막을 근거가 없다. 만일 이 상황에서 A를 보호하는 국가의 개입을 인정한다면, 대형마트의 등장으로 영세자영업자들이 피해를 보았을 때 이를 정부가 보상하는 것에 반대할 수 없게 되는 것이다. 효율성이라는 차원에서 접근한다면 ‘다리 부러뜨리기’와 ‘대형마트와 영세업자’, 두 사례 모두에서 국가는 자발적이고 효율성을 높이는 개인간 거래를 가로막는 비효율적인 개입을 하고 있는 것이다.

코즈 전통을 포함 대부분의 경제학적 분석에서 소유권이 명확히 정의되고 경제주체들이 자발적으로 참여한 시장 거래는 사회후생을 높이는 것이고 여기서 발생하는 이득이나 피해는 시장참여자의 책임이지 국가가 관여할 상황은 아니다. 또한 소유권이 명확하지 않더라도 소유권을 명확히 하는데 들어가는 거래비용이 크지 않다면 협상을 통해 파레토 개선을 이룰 수 있기 때문에 개인간 거래에 정부가 직접적으로 개입할 필요가 없는 것이다. 이러한 시각에 대해 많은 도덕철학자들은 시장 참여의 자발성에 의문을 제기해왔다. 하우스만은 시장 참여가 선택이라면 시장 참여 이외에 다른 방식으로 생계를 유지할 수 있는 대안이 있는 경우에 진정한 의미의 자발적 선택이 된다고 주장했다. 만약 시장 참여 이외에 다른 선택지가 없다면 시장 참여라는 선택은 강도를 만났을 때 지갑을 스스로 건네주는 선택과 다를 바 없다고 주장했다(Hausman, 1992). 또한 아무리 자발적으로 시장 거래에 참여했다고 하더라도 시장 피해로 인하여 굶어 죽을 정도의 상황에 이르게 되어도 국가는 개입하면 안되는가에 대한 질문이 생길 수 있다. 이러한 점을 고려한다면 외부성에 대한 국가 개입의 기준을 논할 때 경제학자들이 주장하는 공리주의적 효율성이 아니라 기본 이익(basic interest)적 관점에서 접근해야 한다는 주장도 제기되고 있다(Claassen, 2016).

금융시장에 관한 논의의 범위를 좁혀 보면, II절에서 언급했듯이 투매로 인한 금전적 외부성에 대한 정부 규제, 그리고 일찍부터 수행되었던, 시장경쟁에 패배한 대형 금융기관들을 살려주는 구제금융은 자유주의 경제학이 주장해 온 바와 다르게

금전적 외부성에 대한 국가 개입의 사례가 된다. 대형마트의 등장으로 인한 영세자영업자의 피해를 국가가 보상할 근거가 없다고 생각한다면 시장경쟁에서 패배한 대형 금융기관을 국가가 살려 주는 것이 당연지사가 될 수는 없다.

경제학자들이 대형 금융기관에 대한 구제금융을 합리화하는 논리는 물론 효율성에 의존하고 있다. 금융기관의 상호연결성이 긴밀하여 한 금융기관의 파산이 전체 금융시장에 큰 손실을 초래하기 때문에 시장 피해는 피해 원리의 예외라는 자유주의 경제학의 기본적 인식에 반대되는 국가 개입을 인정하고 있는 것이다. 대마불사 구제금융이 자유주의 경제학의 골칫거리인 것은 분명하다.

이러한 자유주의 경제학의 고민을 잘 보여주는 사례로, 통화주의의 거장 프리드만(M. Friedman)과 그의 제자 보르도(M. Bordo)가 대마불사 구제금융에 대해 상반된 의견을 보여주었다는 사실을 들 수 있다. 보르도(Bordo, 2014)는, 연방준비제도가 1970년대 이후 배정의 원칙을 버리고 대마불사 구제금융을 받아들였다고 비판했다. 그런데 그 스승은 미국의 주요 금융위기에서 대마불사 구제금융을 옹호하는 모습을 자주 보여주었다. 그는 준칙에 의한 통화정책을 강조하면서 준칙에 의한 통화정책 수행이 자유 사회의 기둥이라고 주장하였다. 그러나 그는 대공황을 연구하면서 연방준비제도가 Bank of United States에 구제금융을 행하지 않은 것을 비판하였고, 대마불사라는 용어를 유행시킨 Continental Illinois 구제금융 당시에 연방예금보험공사의 개입을 지지했으며, 헤지펀드인 Long Term Capital Management를 편법적으로 도와준 연방준비제도를 비난하지 않았다.<sup>8)</sup>

시장 피해는 피해 원리의 예외라는 자유주의적 입장을 고수한다면 사실 자유주의 경제학은 중앙은행의 최종대부자 정책 자체를 인정하면 안되는 것이다. 투매 외부성, 상호연결된 외부성이 거시건전성정책의 근거라는 주장은 사실 거시건전성정책에 대한 논의 훨씬 이전부터 존재했던 최종대부자 역할과 마찬가지로 자유주의 경제학이 자신도 인식하지 못하는 사이에 시장 피해는 피해 원리의 예외라는 대원칙에서 후퇴하고 있음을 보여주고 있는 것이다.

금전적 외부성은 분배적 외부성이라고 불리기도 한다(Papandreou, 1994, p. 54). 시장가격의 조정을 통한 경제주체들 사이에 분배의 변화는 필연적이다. 세금/보조금은 말할 것도 없고 금융기관의 자본비율/유동성비율을 규제하고 부동산 대출을

8) 금융시장 개입과 관련하여 프리드만의 이러한 이중적 태도에 대한 상세한 논의는 황재홍(2024)을 참조.

규제하며, 규제금융을 통해 시장의 결과를 바꾸려는 정책들은 경제주체들 사이에 발생하는 시장 분배에 엄청난 변화를 초래할 수 있는 정책적 개입이다. 앞의 거시건전성정책 관련 문헌들은 효율성 차원에서만 외부성과 정책 개입 사이의 관계를 논하고 있지만 금전적 외부성은 분배의 문제이고 금전적 외부성에 대한 개입 역시 엄청난 분배적 효과를 초래한다는 점에서 외부성과 정부 개입의 관계를 제대로 논하려면 하우스만의 지적대로 반드시 ‘정의의 문제’에 대한 고민이 추가되어야 할 필요가 있다.

시스템 리스크를 제어하는 것이 거시건전성정책의 목표라는 서술은 경제시스템의 효율성에만 주목을 하고 있을 뿐 거시건전성정책이 가져오는 분배 정의의 문제를 고려하고 있지 않다. 글로벌 금융위기 이후 시행된 대형 금융기관 규제금융에 대한 대중의 분노가 커졌을 때 많은 통화금융정책 담당자들의 반응은 “어쩔 수 없었다”는 것이었다. 금전적 외부성에 대한 정책적 개입에 있어 경제학자들과 경제정책 담당자들의 우선순위는 분배 정의가 아니라 효율성이라는 것을 잘 보여준 사례이다.

## V. 맺음말

외부성에 관한 과거 경제이론들과 외부성과 정부 개입을 바라보는 도덕철학자들의 견해를 검토하는 본고의 내용을 다음 세 가지로 정리해 보고자 한다.

첫째, 외부성 개념의 모호성이다. 외부성은 시장실패의 한 원인으로 사회후생의 증대를 위해 정부 개입이 허용될 수 있다는 것이 표준 교과서적 서술이다. 그리고 외부성의 대표적인 사례로 공해 등 환경오염의 문제가 거론된다. 그러나 일반균형이론에서 외부성은 모든 시장 외적 상호작용을 의미하는 것으로 그 적용 범위는 사실상 무한대이다. 외부성은 어떤 특정 개념으로 성립하기 어렵다. 또한 세상의 모든 분야에서 잠재적 시장이 존재한다고 믿는 코즈 전통의 이론에서도 시장의 내부와 외부 구분하는 외부성은 의미 없는 개념일 뿐이다. 일반균형이론에서 시장실패의 원인은 사실상 외부성 하나로 통일된다고 하여도 크게 틀린 서술이 아닌 것이 된다. 독과점, 공공재, 정보의 비대칭성 등을 모두 외부성이라는 개념으로 잡아낼 수 있다.

둘째, 외부성과 금전적 외부성을 구분하는 문제이다. 일반균형이론에서 금전적

외부성은 외부성이 아니다. 따라서 금전적 외부성이란 용어 자체가 모순이다. 그럼에도 불구하고 금전적 외부성이란 용어가 계속 존재하는 이유는 마셜경제학의 흔적이라고 판단된다. 코즈 전통에서는 외부성과 금전적 외부성이 질적으로 구분되지 않는다. 시장 내부와 외부로 구분하는 것이 의미가 없기 때문이다. 일반균형이론에서 금전적 외부성은 사회후생을 해치는 것이 아니므로 정부 개입의 근거가 되지 못하지만, 코즈 전통에서는 거래비용이 어느 정도인가에 따라 이론적으로 금전적 외부성에 대한 정부 개입이 허용될 수 있는 여지를 남기고 있다. 뉴케인지안과 같이 시장의 불완전함을 전제하는 이론 안에서는 금전적 외부성이 후생 손실을 초래할 수 있고 따라서 정부 개입에 의해 파레토 개선이 이루어질 수 있다.

셋째, 외부성과 정부 개입의 문제를 경제학 밖에서 바라볼 필요가 있다는 점이다. 경제학에서 외부성과 정부 개입의 문제는 주로 효율성의 관점에서 다루어지고 있지만 도덕철학자들은 이러한 경제학자들의 시각에 대한 근본적인 비판을 제기해 왔다. 또한 자유주의 경제학이 금전적 외부성에 대한 정부 개입을 비효율적이며 비도덕적이라고 비판해 왔지만, 금융시장에서는 일찍이 금전적 외부성에 대한 정부 개입이 용인되어 왔으며 금융위기 이후 금전적 외부성에 대한 정부 개입을 합리화하려는 시도가 강화되고 있다. 물론 이러한 현대적 논의 역시 효율성에 기초하고 있으나 사실 금전적 외부성에 대한 개입은 도덕철학자들이 지적한 대로 심각한 분배 정의의 문제를 수반하게 된다. 경제학자들이 금전적 외부성에 대한 정부 개입을 옹호하기 위해서는 효율의 문제를 따지는 것에 멈추어서는 안되고 분배 정의의 문제를 함께 고민해야 한다.

## ■ 참 고 문 헌

1. 박진근, 『미시경제학』, 법문사 1990.  
(Translated in English) Park, Jin Geun, *Microeconomics*, Bumunsa, 1990.
2. 신인석, “한국은행법, 80조의 최종대부자론,” 『한국경제포럼』, 제14권 제2호, 2021, pp. 29-55.

- (Translated in English) Shin, In Suk, "Lender of Last Resort by the Article 80 of the Bank of Korea Act," *The Korean Economic Forum*, Vol. 14, No. 2, 2021, pp.29-55.
3. 안철원, "최종대부자기능: Bagehot원칙의 현대적 해석," 『경제학연구』, 제57집 제1호, 2009, pp.109-155.  
(Translated in English) An, Chul Won, "The Lender of Last Resort Function: Current Interpretation of Bagehot Principles," *The Korean Journal of Economic Studies*, Vol. 57, No. 1, 2009, pp.109-155.
  4. 이준구 · 조명환, 『재정학』, 문우사, 2021.  
(Translated in English) Lee, Joon Gu, and Myung Hwan Cho, *Public Finance*, Moonwoosa, 2021.
  5. 한국은행, 『한국의 거시건전성정책』, 한국은행, 2015.  
(Translated in English) Bank of Korea, *Macroprudential Policy in Korea*, Bank of Korea, 2015.
  6. 홍 훈, 『우리말 속의 경제사회』, 해남, 2025.  
(Translated in English) Hong, Hoon, *Socioeconomics Embedded in the Korean Language*, Haenam, 2025.
  7. 황재홍, "중앙은행 역할과 권한 확대의 민주적 정당성," 『사회경제평론』, 제69권, 2022, pp.1-51.  
(Translated in English) Hwang, Jaehong, "The Democratic Legitimacy of the Central Bank's Role and Discretion Expansion," *The Review of Social & Economics Studies*, Vol. 69, 2022, pp.1-51.
  8. \_\_\_\_\_, "지킬 박사와 하이드: 통화정책 준칙을 강조하는 자유주의자 프리드만 대 양적완화와 '대 마블사' 구제금융 옹호자 프리드만," 『경영경제연구』, 제46권 제1호, 2024, pp.297-320.  
(Translated in English) Hwang, Jaehong, "Dr. Jekyll and Mr. Hyde: Friedman, a Liberal Who Emphasizes Monetary Policy Rule vs. Friedman, a Defender of Quantitative Easing and 'Too Big to Fail' Bailout," *The Journal of Management & Economics*, Vol. 46, No. 1, 2024, pp.297-320.
  9. \_\_\_\_\_, "거시건전성정책과 국제결제은행", 서한석 · 유정식 · 이상훈 · 이승렬 · 이태수 · 장종익 · 황재홍, 『우리 시대의 과제와 경제학의 응전』, 해남, 2025, pp.1-50.  
(Translated in English) Hwang Jaehong, "Macroprudential Policy and Bank for International Settlements," in Suh, Han Suk eds, *Challenges of Our Time and Economics' Response*, Haenam, 2025. pp.1-50.
  10. Allen, F., and D. Gale, "Limited Market Participation and Volatility of Asset Prices," *The American Economic Review*, Vol. 84, No. 4, 1994, pp.933-955.
  11. Baker, A., "Macroprudential Regimes and the Politics of Social Purpose," *Review of International Political Economy*, Vol. 25, No. 3, 2018, pp.292-316.
  12. Bernanke, B., and M. Gertler, "Monetary Policy and Asset Price Volatility," *Economic Review Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1999, pp.17-51.
  13. Berta, N., "On the Definition of Externality as a Missing Market," *The European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 24, No. 2, 2017, pp.287-318.

14. Bordo, M., "Rules for a Lender of Last Resort: An Historical Perspective," *Journal of Dynamics & Control*, Vol. 49, 2014, pp.126-134.
15. Borio, C., W. English, and A. Filardo, "A Tale of Two Perspective: Old or New Challenges for Monetary Policy?" *BIS Working Papers* No 127, 2003.
16. Boundreaux, D., and R. Meiners, "Externality: Origins and Classification," *Natural Resources Journal*, Vol. 59, No. 1, 2019, pp.1-34.
17. Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud, and Hyun Song Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Report on the World Economy, 2009.
18. Buchanan, J., "External Diseconomies, Corrective Taxes, and Market Structure," *The American Economic Review*, Vol. 59, No. 1, 1969, pp.174-177.
19. Buchanan, J., and G. Tullock, *The Calculus of Consent: Logical Foundations for Constitutional Democracy*, The Collected Works of James M. Buchanan Vol. 3, Liberty Fund, 1999.
20. Claassen, R., "Externalities as a Basis for Regulation: A Philosophical View," *Journal of Institutional Economics*, Vol. 12, No. 3, 2016, pp.541-563.
21. Coase, R., "The Problem of Social Cost," *The Journal of Law and Economics*, Vol. 3, 1960, pp.1-44.
22. Demsetz, H., "The Exchange and Enforcement of Property Rights," *Journal of Law and Economics*, Vol. 7, 1964, pp.11-26.
23. \_\_\_\_\_, "Toward a Theory of Property Rights," *The American Economic Review*, Vol. 57, No. 2, 1967, pp.347-359.
24. Ellis, H., and W. Fellner, "External Economies and Diseconomies," *The American Economic Review*, Vol. 33, No. 3, 1943, pp.493-511.
25. Endörfer, R., "Should Market Harms be an Exception to the Harm Principle?" *Economics and Philosophy*, Vol. 38, No. 2, 2022, pp.221-241.
26. Feldman, A., *Welfare Economics and Social Choice Theory*, Martinus Nijhoff Publishing, 1980.
27. Greenwald, B., and J. Stiglitz, "Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, No. 2, 1986, pp.229-264.
28. Hausman, D., "When Jack and Jill Make a Deal," *Social Philosophy and Policy*, Vol. 9, No. 1, 1992, pp.95-113.
29. Hayek, F., "The Principles of a Liberal Social Order," *Il Politico*, Vol. 31, No. 4, 1966, pp.601-618.
30. Holcombe, R., and R. Sobel, "Public Policy Toward Pecuniary Externalities," *Public Finance Review*, Vol. 29, No. 4, 2001, pp.304-325.
31. Kara, G., and M. Ozsoy, "Bank Regulation under Fire Sale Externalities," *Review of Financial Studies*, Vol. 33, No. 6, 2020, pp.2554-2584.
32. Kenc, T., "Macroprudential Regulation: History, Theory and Policy," *BIS Paper* No. 86c, 2016.

33. Knight, F., "Fallacies in the Interpretation of Social Cost," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 38, No. 4, 1924, pp.582-606.
34. Krugman, P., "Increasing Returns and Economic Geography," *Journal of Political Economy*, Vol. 99, No. 3, 1991, pp.483-499.
35. Lagueux, M., "Learning from the Debate on Externalities," Backhouse, R., D. Hausman, U. Mäki, and A. Salanti, eds, *Economics and Methodology: Crossing Boundaries*, Macmillan, 1998, pp.120-147.
36. Loong, L. H., and R. Zeckhauser, "Pecuniary Externalities Do Matter when Contingent Claims Markets are Incomplete," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 97, No. 1, 1982, pp.171-179.
37. Mankiw, G., *Principles of Economics*, 3rd ed., Thomson, 2004.
38. Marshall, A., *Principles of Economics*, Macmillan, 1948.
39. Medema, S., "The Coase Theorem at Sixty," *Journal of Economic Literature*, Vol. 58, No. 4, 2020, pp.1045-1128.
40. Nicolo, G., G. Favar, and L. Ratnovski, "Externalities and Macroprudential Policy," *IMF Staff Discussion Note*, 2012.
41. Papandreou, A., *Externality and Institutions*, Clarendon Press, 1994.
42. Pigou, A. C., *The Economics of Welfare*, Liberty Fund, 2010.
43. Scitovsky, T., "Two Concepts of External Economies," *Journal of Political Economy*, Vol. 62, No. 2, 1954, pp.143-151.
44. Sraffa, P., "The Laws of Returns under Competitive Conditions," *The Economic Journal*, Vol. 36, No. 144, 1926, pp.535-550.
45. Viner, J., "Cost Curves and Supply Curves," *Review of National Economy*, Vol. 3, 1932, pp.23-46.
46. White, W., "Modern Macroeconomics is on the Wrong Track," *Finance and Development*, 2009, pp.15-18.
47. Young, A., "Pigou's Wealth and Welfare," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 27, No. 4, 1913, pp.672-686.

## Externality and Macroprudential Policy: A View of History of Economic Thought on Externality

Jaehong Hwang\*

### Abstract

The purpose of this paper is to examine the concept of externality and the relationship between externality and policy intervention from the perspective of the history of economics, in light of the emergence of discussions on macroprudential policies based on externality. The content of this paper is largely twofold. One is to trace how the concept of externality has been created and changed in economics literature. Through this, it is intended to help us understand the discussion on macroprudential policies based on externality more rigorously. The other is to introduce the perspectives of moral philosophers on externality and policy intervention. Through this, it is intended to help us expand the perspective of economics on externality and policy intervention.

**Key Words:** externality, pecuniary externality, macroprudential policy

**JEL Classification:** B00, D62, E58, G18

---

*Received:* Feb. 4, 2025. *Revised:* March 24, 2025. *Accepted:* March 28, 2025.

\* Professor, Department of Finance and Economics, Mokwon University, 88 Doanbuk-ro, Seo-gu, Daejeon 35349, Korea, Phone: +82-42-829-7756, e-mail: jhong@mokwon.ac.kr