

외환위기 10년: 금융시스템의 변화와 평가*

함 준 호**

논문초록

본 연구는 위기이후 금융시스템의 변화를 자금순환구조, 금융산업구조, 금융기관 자금배분의 세 측면에서 살펴보았다. 분석결과에 따르면, 첫째, 우리나라의 금융 구조는 점차 시장중심형을 지향하며 변화하고 있으나, 구조조정 과정에서 금융저축의 은행권 집중 등 자금순환의 과도기적 불균형이 발생하였다. 둘째, 대형화와 규모의 경제를 통해 금융기관의 수익성과 자본력은 제고되었으나, 그룹화의 진전에도 불구하고 범위의 경제와 겸업화 효과는 미흡한 수준에 머물고 있다. 셋째, 기업여신 배분에 있어서는 점차 수익성과 위험이 중시되고 이에 따른 금리 차별화도 진전되고 있으나, 기업정보의 생산, 위험의 인수 등 보다 효율적인 중개기능이 발휘되는 수준에는 이르지 못하고 있다.

핵심 주제어: 외환위기, 금융시스템, 금융중개기능

경제학문헌목록 주제분류: G10, G20

* 본 연구는 재정경제부와 한국경제연구원의 재정적인 지원을 받아 서울대학교 국제대학원 국제통상 금융센터가 주관하였으며 재정적으로 지원해주신 두 기관에 감사의 뜻을 전한다. 본 논문은 2007년 6월 한국경제학회 주최 학술세미나 「외환위기 이후 10년: 전개과정과 과제」에서 발표된 논문을 수정 보완한 것이다. 본 세미나에서 토론을 맡아주신 노재선 교수, 논문심사 과정에서 유익한 제언과 논평을 해 주신 익명의 두 심사위원, 그리고 자료수집 및 정리에 도움을 준 KDI 박소형 연구원께 감사드린다.

** 연세대학교 국제대학원, e-mail: jhahm@yonsei.ac.kr

I. 서 론

위기이후 10년간의 구조조정 과정을 거친 우리나라의 금융산업은 최근 은행산업을 기준으로 볼 때 적어도 수익성, 건전성 등 외형적 지표면에서 글로벌 금융기관에 뒤지지 않는 경영성과를 보이고 있다. 그러나 이러한 경영실적 개선이 장기적인 산업경쟁력을 반영하고 있는지, 나아가 전체 금융시스템의 효율성과 안정성이 위기 이전에 비해 높아진 것인지는 아직 확실치 않다. 이는 위기이후 금융부문의 괄목할 만한 양적 성장에도 불구하고, 국민경제의 효율적 자원배분, 위험의 흡수와 분산, 정보의 비대칭성 완화와 모니터링 등 금융본연의 제 기능이 여전히 원활하게 작동하는 것으로 보기 어렵고, 금융시스템 내부적으로도 다양한 형태의 불균형이 발생하고 있기 때문이다.

본 연구에서는 금융산업의 외형적인 대차대조표 성과보다는 금융의 제 기능을 중심으로 위기이후 우리 금융시스템의 변화를 조명하여 봄으로써 지난 10년간의 구조조정 성과를 평가하고 향후 발전구도를 모색하여 보고자 한다. 먼저 2장에서는 위기이전 우리 금융부문의 문제점을 금융의 기능적 측면을 중심으로 개괄하여 살펴본다. 3장에서는 금융시스템의 변화를 보다 체계적으로 평가하기 위해 다음과 같이 세 가지 접근법을 시도한다. 먼저 자금순환구조의 변화를 비교금융시스템론적인 시각에서 분석하고 향후 한국경제의 성장동인 변화에 보다 적합한 금융구조에 대한 함의를 도출한다. 둘째, 금융산업의 대형화·그룹화가 개별 금융기관의 경영성과와 시스템 전반의 안정성에 미치는 영향에 대해 살펴본다. 셋째, 개별 기업의 차입금 자료를 이용하여 외환위기를 전후하여 금융중개기관의 자원배분 행태에 어떠한 변화가 발생하고 있는지 분석한다. 마지막으로 4장에서는 분석결과에 기초하여 위기이후 우리 금융시스템의 변화를 종합적으로 평가하고 향후 과제를 제시한다.

II. 위기이전 금융부문의 문제점

한국의 외환위기가 기업부문의 과잉투자과 같은 보다 구조적인 원인에 기인하였는지 아니면 대외부문의 일시적인 유동성위기에 의한 것이었는지는 논자에 따라 견해가 상이하다. 그러나 대부분의 연구가 공통적으로 지적하고 있는 사실은 위기 이전의 우리 금융시스템이 구조적인 취약성을 노정하고 있었다는 점이다. 사실 금

금융부문의 취약성은 위기의 직접적 원인으로서는 보다는 위기의 파급경로로서 더욱 중요한 의미를 지니는데, 이는 금융위기 자체가 대내외적인 충격으로 인한 정보 비대칭성 문제의 일시적인 악화 현상이 금융 취약성으로 인하여 실물부문으로 비선형적으로 증폭 파급되는 동태적인 과정으로 이해되기 때문이다. (Mishkin 1997)

위기이전 우리 금융부문이 노정하고 있었던 다양한 현상적 문제점들, 즉 외채구조의 단기화, 은행 자본건전성의 하락, 기업부채의 단기화, 금융감독기능의 미비 등은 이미 여러 문헌이 지적하고 있는 주지의 사실이므로, 본고에서는 이러한 현상적인 문제점들을 초래하게 된 기저의 원인적 특성에 주목하고자 한다. 이러한 원인적 특성을 개괄하여보기 위해서는 위기이전 금융본연의 기능이 제대로 작동하고 있었는지를 살펴보는 기능적 접근법이 보다 유효할 것이다. 대체로 금융부문은 다음의 네가지 기능을 통해 국민경제의 성장과 안정에 기여한다고 볼 수 있다.¹⁾

첫째는 저축결집기능(saving mobilization)이다. 즉 금융부문은 다양한 금융저축의 기회를 제공하여 투자재원을 마련 공급함으로써 생산요소인 자본의 형성과 축적을 촉진하며 이를 통해 성장에 기여한다. 둘째는 자본배분기능(capital allocation)이다. 즉 형성된 자본이 수익성이 높은 투자기회로부터 배분될 수 있도록 선별기능을 수행함으로써 자본의 생산성을 높여 성장에 기여한다. 셋째는 위험조절기능(risk transformation and control)이다. 즉 신용위험, 유동성위험 등 투자와 관련된 각종 위험을 변환, 흡수, 분산시킴으로써 금융저축이 용이토록 하며, 위험은 높으나 성장성이 높은 투자가 가능토록 한다. 이러한 위험조절기능은 저축결집기능 및 자본배분기능에 간접적으로 관련되는 금융기능이라 할 수 있다. 넷째는 모니터링 및 거버넌스기능(monitoring and governance)이다. 즉 일단 자본배분이 이루어진 이후에도 자본의 사용자 및 경영자에 대한 지속적인 모니터링과 감시를 통해 대리인 비용 등 정보의 비대칭성 문제를 완화하고 상시적인 기업구조조정을 촉진함으로써 국민경제의 효율화에 기여한다.

이와 같이 금융의 기능적 측면에서 위기이전 우리 금융시스템의 문제를 살펴보면 다음과 같은 특성화가 가능하다. 첫째, 금융부문의 중개기능이 질보다는 양적 중개 위주로 이루어짐으로써 금융저축의 결집을 통한 자본축적 및 성장에는 기여하였으나, 자본배분기능의 발휘를 통한 생산성 제고에는 크게 기여하지 못하였다. 둘째,

1) Levine(1997), World Bank(2001) 등을 참조.

금융자유화의 추진과 더불어 광범위한 정부보증이 점차 철회·축소되는 과정에서 정부개입의 공백을 시장규율이 효과적으로 대체하지 못함으로써 금융의 위험조절기능이 작동하지 못하였다. 셋째, 금융의 모니터링 및 거버넌스기능이 부재하여 유효한 기업정보의 생산을 통한 자본시장의 발전과 상시적 기업구조조정을 통한 경제시스템의 효율화를 이루지 못하였다.

1. 양적 중개 위주의 금융자원 배분

금융과 경제성장간 관계에 대한 이론적 문헌에 따르면 금융부문이 성장에 기여할 수 있는 이론적 경로는 자본축적, 총요소생산성 제고, 정보 및 거래비용의 감축 등 세 가지이며,²⁾ 이중 생산성 경로가 최근 내생적(endogenous) 성장이론의 발전과 더불어 점차 강조되고 있다.³⁾ 이러한 시각에서 볼 때 위기이전의 우리 금융부문은 금융저축의 결집과 투자재원의 확보를 통한 생산요소의 축적이라는 측면에서는 경제성장에 기여하였으나, 경제구조의 복잡화·고도화와 함께 보다 긴요한 성장 동인으로 대두되고 있는 생산성 증가를 통한 성장 기여도는 크지 않았던 것으로 판단된다.⁴⁾ 이러한 추론은 위기이전 우리 경제의 성장이 총요소생산성의 증가보다는 생

2) 금융발전이 실물경제의 성장에 독립적으로 기여하는지 아니면 단순히 성장에 수반하는 종속적인 현상인지에 대한 논의는 일찍이 19세기 Bagehot(1873) 등에서도 찾아볼 수 있다. 최근 내생적 성장론, 정보경제학 및 계약이론, 기업재무에 대한 법제도적 논의의 진전과 함께 금융과 성장의 관계를 재조명하는 다양한 이론적·실증적 논의가 이루어져왔다. 이들 문헌의 대체적인 결론은 첫째, 금융이 성장에 기여하는 인과적인(causal) 경로가 존재하며, 둘째, 이러한 금융의 성장 기여도는 은행중심형, 시장중심형 등 금융구조의 차이에 기인하기보다는 정보의 공시, 계약의 이행, 투자자 보호 등과 관련된 법제도의 효율성과 더욱 큰 관련이 있다는 점 등이다. 금융발전과 경제성장간의 관계에 대해서는 Goldsmith(1969), McKinnon(1973), Shaw(1973), King and Levine(1993), Levine(1997) 등을 참조.

3) 예컨대 Greenwood and Jovanovic(1990)은 금융중개기관이 투자정보의 생산과 분석을 통해 자본배분의 효율성을 증대시킴으로서 성장에 기여하는 내생적 성장모형을 제시하였으며, Bencivenga and Smith(1991)는 금융부문이 유동성위험의 감축과 비체계적 위험의 분산을 통해 자본배분의 효율성을 제고하며 따라서 생산성 증가에 기여함을 보이고 있다. 아울러 Benhabib and Spiegel(2000)은 국가간 패널자료를 이용하여 금융발전이 생산요소의 축적이라는 전통적인 경로에 더하여 총요소생산성을 증가시킴으로써 경제성장에 기여함을 지지하는 실증분석 결과를 제시하였다.

4) 경제개발단계에 있어 한국에서 금융시스템과 정부의 역할에 대해서는 Cho and Kim(1997), Park(1993) 등을 참조.

산요소의 축적에 더욱 크게 의존하여 왔다는 연구결과에 의해 뒷받침되고 있다. 참고로 KDI의 성장률 분해 결과에 따르면 노동, 자본, 인적자본 등 요소투입의 성장 기여분을 제외한 총요소생산성의 성장 기여도는 1986~90년 평균 경제성장률 8.5% 중 2.1%, 1991~95년 7.5% 중 1.2%, 1996~2000년 4.3% 중 0.0%로 지속적으로 하락하여왔으며, 이는 위기이전 금융부문을 통한 투자재원의 배분이 총요소생산성의 증대와 연결되지 못하고 있었음을 간접적으로 시사하고 있다. 아울러 기업투자의 효율성이 90년대 이후 전반적으로 하락하였다는 간접적인 증거로서 기업부문 수익성의 하락을 들 수 있다. Joh (2004)는 일찍이 1994년부터 우리나라 전체기업의 전반적인 수익성 하락 추세가 시작되었으며 특히 위기이전인 1995년과 96년에 30~70대 중견 대기업의 수익성이 대폭 하락하였음을 지적하였다.

우리나라에서 총요소생산성과 금융간의 관계에 대한 보다 직접적인 연구는 매우 미흡한 상황이다. 함준호(2003)는 위기이전의 자료를 사용하여 예금은행 민간신용, 고정투자율, 총요소생산성(TFP) 증가율의 세 변수 VAR을 추정하고 충격반응 함수를 계산한 결과, 은행신용의 증가는 이후 1~2년간 고정투자율을 증대시키는 효과가 있지만 총요소생산성에는 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석하였다. Ahn, Hahm and Kim(2007)은 우리나라 기업재무자료를 이용하여 기업의 외부금융에 대한 접근이 위기이전 고정자본의 형성에는 유의하게 기여하였으나 총요소생산성의 증가와는 연계되지 못하였음을 발견하였다. 이러한 분석결과는 위기이전 우리나라의 금융부문이 고정투자의 증대를 통해 자본의 형성에는 유의하게 기여하였지만, 효율적인 자원배분과 모니터링을 통해 생산성을 향상시킴으로서 성장에 기여하였다고 보기에는 한계가 있음을 시사하고 있다.

2. 정부보증의 재량적 축소와 위험조절기능의 미비

앞서 지적한 바와 같이 위기이전 우리 금융시스템은 상업적 원리에 따른 자본배분보다는 금융저축의 결집과 투자재원의 확보에 보다 주력했던 시스템이라고 할 수 있다. 이러한 양적 중개 위주의 금융기능은 비교적 투자와 관련한 불확실성이 적었던 60, 70년대의 성장단계에서는 매우 중요시되는 기능이였다. 즉 개발성장 시기에 있어 자본배분기능과 위험조절기능은 금융부문보다는 오히려 정부의 직간접적인 위험보증 등을 통해 그 기능이 제공되었다고 할 수 있다. 그러나 80년 후반부터 90년

대에 걸쳐 정부가 점진적이거나 지속적인 금융자유화를 추진해왔음에도 불구하고 이러한 자원배분기능과 위험조절기능이 제대로 작동하지 못하였던 점은 어떻게 설명되어야 할 것인가?

이러한 현상을 이해하기 위해서는 90년대의 자금순환적 특성을 살펴볼 필요가 있는데, 특히 정부의 산업정책에 의해 초래된 60년대와 70년대의 투자 붐과는 달리 90년대의 투자 붐이 금융자유화의 추진과 더불어 민간부문 특히 대기업 부문에 의해 주도되었다는 점에 주목할 필요가 있다. Hahm(2003)은 위기이전의 구조적 취약성을 야기한 90년대 중반의 자금순환적 특성을, 비은행 금융부문을 통한 기업자금조달의 과도한 팽창, 대내외 자금조달의 단기화에 따른 유동성위험의 상승 등 두 가지로 요약하고 있으며, 이러한 자금순환적 특성이 보다 근본적으로 80년대 후반부터 90년대에 걸쳐 추진되었던 금융자유화 및 자본자유화 정책의 비체제성과 불균형성, 그리고 대기업과 금융기관에 대한 정부의 암묵적 보증 기대에 기인하는 것으로 해석하고 있다.

보다 구체적으로 살펴보면 첫째, 위기이전 대기업의 투자재원 조달 경로가 은행 부문으로부터 비은행부문과 직접금융시장으로 변화하였다. 이러한 현상은 80년대 초반 은행의 민영화 추진에도 불구하고 대기업에 대한 경제력집중 우려와 중소기업 등 취약부문 지원을 위해 대기업 대상 은행자산운용 규제가 오히려 강화되었음에 기인한다.⁵⁾ 반면 은행부문과는 달리 직접금융과 제2금융권에 대한 규제완화가 추진됨에 따라 비은행금융기관이 대거 산업자본에 의해 소유되는 현상이 발생하였으며(김준경 1999) 이와 더불어 CP, 회사채 및 비은행금융기관이 대기업의 대체적인 자금조달 경로로 대두되었다. 문제는 이러한 자금순환적 특성으로 인하여 기업투자에 대한 선별기능이 제대로 작동하지 못하였다는 점이다. 즉 과거 정부개입에 수반하여 제공되었던 광범위한 암묵적 정부보증이 80년대말 이후 90년대에 걸쳐 금융자유화의 추진과 함께 비은행부문으로부터 점차 축소·철회되기 시작하였으나, 정부개입 철회의 공백을 대체할 시장규율은 미처 정립되지 못함으로써 금융시장의 위험조절기능이 제대로 작동하지 못하는 가운데 금융저축이 비은행부문을 통해 대기업 투자로 중개되었다(Hahm 2003; Lim and Hahm 2006).

이러한 현상은 자본자유화의 추진과정에서도 일부 나타나고 있는데 정부는 대기

5) 은행부문의 대기업 대상 자산운용규제로서 1982년 여신관리제도, 1987년 은행여신 바스켓관리제도 등이 도입되었다.

업에 대한 경제력집중 우려와 자본유출입에 대응한 거시경제의 안정성 유지를 위해 기업의 직접적인 해외자금조달보다는 금융기관을 통한 해외자금조달을 선호하였으며(최두열 2002), 기업의 장기자금조달은 억제되는 반면 무역관련 단기금융이 자유화되고 기업은 이를 해외자금조달의 창구로 이용함으로써 대외부채의 만기구조가 악화되는 결과를 초래하였다⁶⁾ (Shin and Hahm 1998). 즉 위기이전의 금융시스템은 은행부문에 대해서는 정부개입의 관행이 지속되었으며, 비은행부문과 직접금융시장에 대해서는 금융자유화의 추진에도 불구하고 회사채 등 직접금융 수단에 대해 은행 지급보증이 공여되고 산업자본의 비은행금융기관 소유가 허용되는 등 정부의 암묵적 보증에 대한 기대가 만연하여, 시장규율이 정부규제 축소의 공백을 대체하지 못함으로써 상업적 원리와 위험에 따른 자본배분기능과 위험조절기능이 제대로 작동하지 못하였던 불균형적이고 다소 기형적인 금융시스템이었다고 볼 수 있다.

3. 모니터링 및 거버넌스기능의 부재

위기이전 우리 금융시스템에서 가장 취약했던 기능은 역시 자본사용자의 지속적인 모니터링을 통해 대리인 문제와 도덕적 해이에 따른 정보 비대칭성 문제를 완화시키는 지배구조기능이라고 할 수 있다. 기업규모와 담보에 의존한 여신배분 관행은 경영자와 기업에 대한 사후적인 모니터링 유인을 약화시켰으며, 따라서 부채상환능력의 변화에 따른 조기경보, 부채조정 등 적극적인 기업구조조정 기능 또한 활성화될 수 없었다. 이러한 수동적인 금융중개기능으로 인하여 위기이전 기업수익성이 전반적으로 하락하고 있었음에도 불구하고 여신의 회수와 조정을 통한 구조조정이 적시에 이루어지지 못하고 기업부실이 은행 건전성의 악화로 귀결되는 결과를 초래하였다.⁷⁾

또한 자본시장은 자본시장대로 신뢰할만한 기업정보가 일천하여 기업간 가격 차별화를 통한 효율적인 정보생산이 이루어지지 못하였다. 단기매매를 위한 주식보유

6) 90년대초 우리나라의 단기외채비중은 1992년 58.8%에서 1994년 65.8%로 증대되었다.

7) Hahm and Mishkin (2000)은 위기이전 외부감사대상 기업의 재무자료를 이용하여 이자보상배율(EBITDA/이자지급비용)이 1미만인 잠재 부실기업의 은행여신에 대하여 평균 10%의 대손충당금이 설정되었을 경우, 우리나라 일반은행의 총자산대비 자기자본비율은 이미 1995년부터 정상기준인 4%수준을 하회하고 있었던 것으로 추정하였다.

의 비중이 높아 기업경영에 대한 감시기능을 수행할 장기투자자 및 기관투자자의 역할도 미미하였으며, 인수·합병 등 기업경영권 시장은 물론 부실채권의 정리, 기업분할 매각 등을 촉진하기 위한 기업구조조정 시장도 미처 형성되지 못하였다. 즉 대기업에 대한 대마불사의 기대, 주주의 권리에 대한 인식 부족, 회계정보의 불투명성 등으로 인하여, 은행, 금융저축자, 자본시장 참여자의 기업 모니터링 및 거버넌스와 관련한 기능이 전반적으로 작동하지 못하였음은 물론 이에 대한 인식조차 크게 미흡했던 상황이었다.

위기이전 우리나라 금융기관 및 자본시장의 기업 모니터링 효율성에 대한 연구들은 대체로 위와 같은 설명을 지지하고 있다. 예컨대 Joh (2007)는 위기이전의 기업 재무자료를 이용하여 부채비율이 높은 기업의 부도확률이 더 높았음에도 불구하고 은행부문이 이들 기업에 상대적으로 더 많은 자금을 지원했으며, 부채상환능력이 약화된 기업에 대해서도 대출규모의 조정이 이루어지지 못하였음을 발견하고, 이러한 분석결과에 근거하여 은행부문의 기업 모니터링기능이 제대로 작동하지 못하였다고 주장하였다. 또한 박래수·윤석현(2001)은 기업의 내부주주, 외부주주 및 은행의 기업감시가 기업가치와 여하한 관계가 있는지 분석하였는데, 외부주주의 기업 감시 역할은 대체로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 김동원·박경서(1997)는 위기이전 우리나라에서 기관투자자의 역할이 미미했던 원인으로서 기업소유와 경영의 미분리, 기업의 낮은 유휴현금 수준, 금리규제에 따른 기관투자자간 경쟁압력 부재, 대기업의 금융기관 소유, 기관투자자의 주식투자 제한 및 의결권 행사 규제 등을 들고 있다.

Ⅲ. 위기이후 금융부문의 변화와 평가

위기이후 금융부실의 정리와 더불어 상기한 문제점들을 근본적으로 개선하고자 광범위한 금융개혁이 추진되었다. 우리나라에서 추진된 금융구조조정 정책의 특성은 다음과 같이 요약해 볼 수 있다. 첫째, 금융위기의 파급효과가 예상외로 지대함에 따라 이를 차단하기 위한 금융시스템 복원의 시급성으로 인하여 시장보다는 정부에 의한 부실금융기관의 선별 및 정리가 이루어졌다. 둘째, 은행과 비은행부문을 차별화하여 은행부문에 우선순위를 둔 금융구조조정이 추진되었다. 셋째, 기업구조조정은 자본이 재구성된 은행권을 매개로하여 간접적으로 추진되었다. 넷째, 금

금융구조조정 과정에서 인수·합병 등 정부의 지원에 의해 금융기관의 대형화와 그룹화가 의도적으로 추진되었다. 다섯째, 시장중심형 금융시스템을 육성하기 위한 영미식의 지배구조 개혁과 이를 뒷받침하기 위한 각종 제도개선이 이루어졌다. 마지막으로 금융산업과 자본시장의 거의 전면적인 대외개방이 이루어졌다.

이러한 금융구조조정 정책은 당시 위기의 심도와 범위, 시스템위험의 조기 통제 필요성, 공적재원 마련의 한계, 국제금융시장의 신뢰 및 자금조달 채널의 복원 등을 위해 당시로서는 불가피한 측면이 있었음이 인정되며, 상당부분 소기의 성과를 거둔 것도 사실이다. 그러나 구조조정 정책의 공과를 보다 본질적으로 평가해보기 위해서는 구조조정 추진에 따른 위기이후 금융주체의 행태 및 금융구조의 내생적인 변화와 더불어 자원배분의 효율성, 금융시스템의 안정성 변화 등을 보다 체계적으로 살펴볼 필요가 있다.

1. 거시금융구조의 변화 분석

(1) 자금순환구조의 변화

본 절에서는 기업, 금융기관, 가계부문 등 개별 경제주체의 금융행태 변화를 위기이후 우리나라 자금순환구조의 변화를 통해 분석한다. 먼저 기업자금조달 구조의 변화를 통해 살펴본 기업부문의 금융행태 변화는 다음과 같이 정리해볼 수 있다. 첫째, 기업자금조달액 중 내부자금이 차지하는 비중이 현격히 상승하였다. 내부자금비중은 <표 1>에 나타난 바와 같이 1990-97년 평균 29.3%에서 2004년 62.7% 수준까지 상승하였으며, 이러한 현상은 무엇보다도 위기이후 기업부문의 투자수요가 정체되었음에 크게 기인하는 것으로 풀이된다. 그러나 보다 본질적으로 기업경영의 중심이 외형 위주에서 점차 수익성과 위험을 중시하는 방향으로 변화하고 있음도 방증하고 있다고 하겠다.

둘째, 위기이후 기업자금조달 잔액 중 CP, 회사채, 주식 등 직접금융 비중의 상승 기조가 정체된 가운데 직접금융의 만기구조는 크게 개선되었다. <그림 1>에 나타난 바와 같이 위기이전 지속적인 상승세를 보였던 직접금융의 비중은 위기직후 CP시장의 붕괴와 1999년 대우그룹의 부도에 따른 회사채시장 경색으로 크게 위축된 바 있으며, 2000년대 들어 직접금융시장에 접근이 보다 용이한 우량 대기업을 중심으로 외부자금수요가 감소하면서 전반적으로 그 비중이 정체되는 모습을 보이

〈표 1〉 기업자금조달 규모 및 구성비

(단위 : 조원, %)

	1990-97 평균	1998년	2000년	2002년	2004년
기업자금조달	115.9	59.6	128.7	167.2	176.6
내부자금	33.9 (29.3)	31.6 (53.0)	62.9 (48.9)	83.9 (50.2)	110.8 (62.7)
외부자금	82.0 (70.7)	28.0 (47.0)	65.8 (51.1)	83.3 (49.8)	65.8 (37.3)

주 : ()는 기업자금조달에서 차지하는 비중 (%).

자료: SERI 경제포커스 제112호, 『기업자금조달구조 변화』.

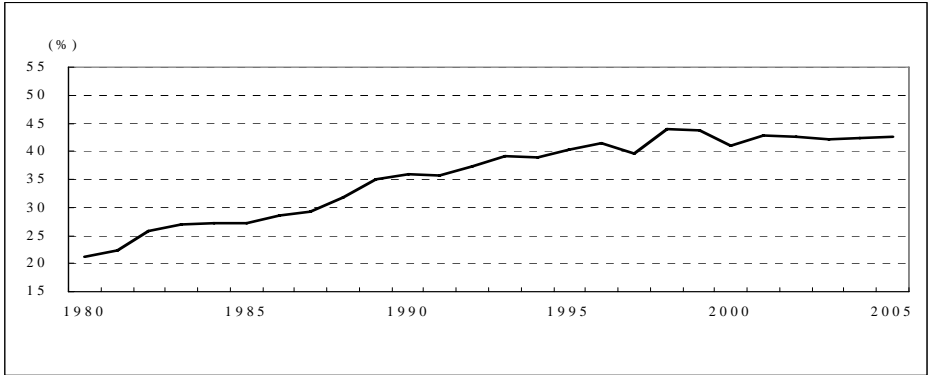
고 있다.⁸⁾ 한편 〈그림 2〉에 나타난 직접금융조달 잔액 중 1년미만 부채가 차지하는 단기자금 비중은 위기이후 종금사 등 제2금융권의 쇠락과 기업의 유동성위험에 대한 인식 확대 및 위험관리 노력 등으로 그 비중이 현격히 감소하였다.

셋째, 기업의 간접금융조달 행태를 살펴보면 〈그림 3〉에 나타난 바와 같이 간접금융조달 잔액 중 은행의 비중이 다시 상승하면서 비은행금융기관의 비중이 상대적으로 크게 위축되었다. 이러한 비은행금융기관의 비중 하락은 은행에 우선순위를 둔 금융구조조정, 부실 비은행금융기관의 퇴출, 금융기관의 도산위험에 대응한 가계의 안전자산 선호 등으로 간접금융에 있어 은행부문을 통한 금융중개가 큰 폭으로 확대되었음에 기인한다. 앞서 지적한 바와 같이 위기이전 비은행금융부문의 비정상적인 팽창은 은행과 비은행간 차별적인 규제완화와 비은행금융기관에 대한 암묵적인 보증기대에 기인하고 있다. 따라서 위기이후의 이러한 변화는 위기이전의 왜곡된 자금흐름 구조가 정상화되는 과정이 비은행금융권의 구조조정과 더불어 다소 증폭되어 나타나고 있는 현상으로 해석해볼 수 있다.

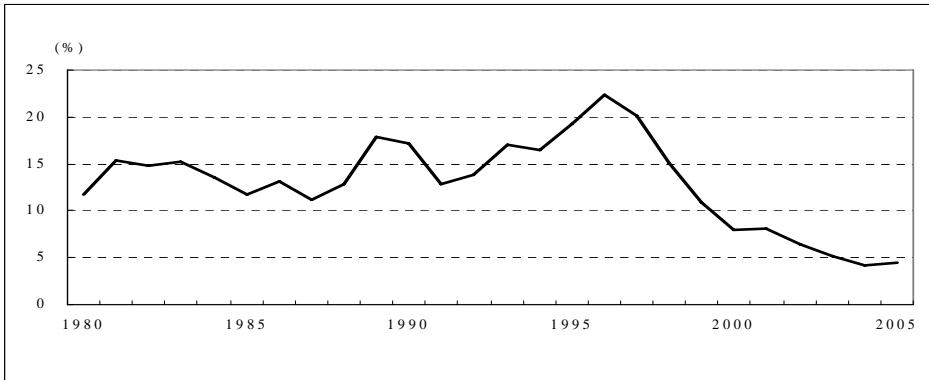
한편 위기이후 금융기관의 금융행태에도 구조적인 변화가 발생하였다. 우선 은행을 중심으로 금융기관의 자금운용구조를 살펴보면 금융 및 기업구조조정 과정에서 은행부문의 대출금 비중 및 유가증권 비중이 큰 폭으로 등락하는 현상이 발생하였다. 〈그림 4〉에 나타난 바와 같이 일반은행의 대출금 비중은 구조조정 과정에서 기업 도산위험의 증대에 효과적으로 대응하고 BIS 비율을 제고하기 위한 기업대출 억

8) 오규택·이창용(2001)은 1997년말 이후 2000년 10월까지 우리나라 금융시장의 자금흐름이 크게 은행 ⇒ 비은행(투신) ⇒ 직접금융시장(회사채) ⇒ 은행의 순환구조로 특징 지워지며 이러한 자금순환이 근본적으로 ‘선은행-후투신’이라는 정부의 금융구조조정 정책에 기인하고 있음을 지적하였다.

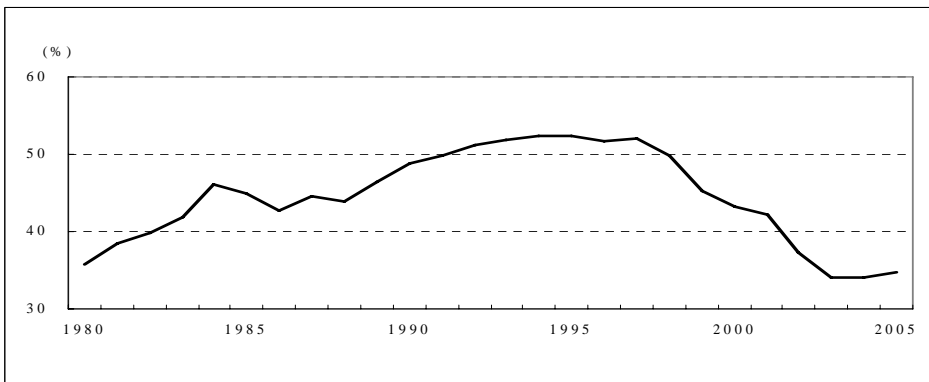
〈그림 1〉 기업 외부자금조달액 중 직접금융 비중 (잔액기준)



〈그림 2〉 기업 직접금융조달액 중 단기자금 비중 (잔액기준)



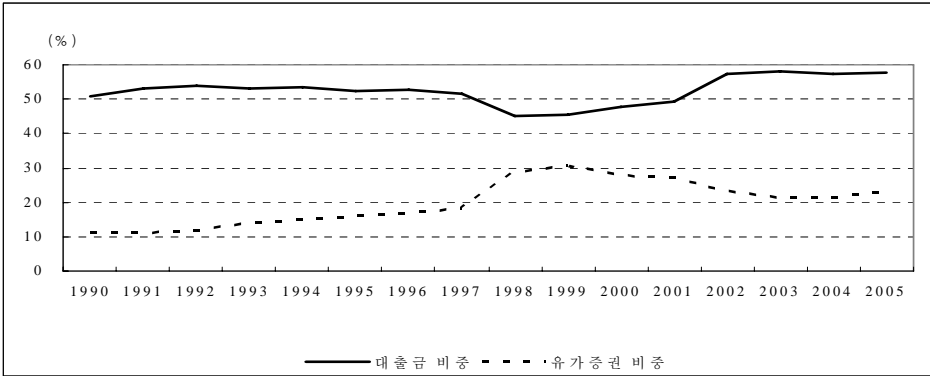
〈그림 3〉 기업 간접금융조달액 중 비은행금융기관의 비중 (잔액기준)



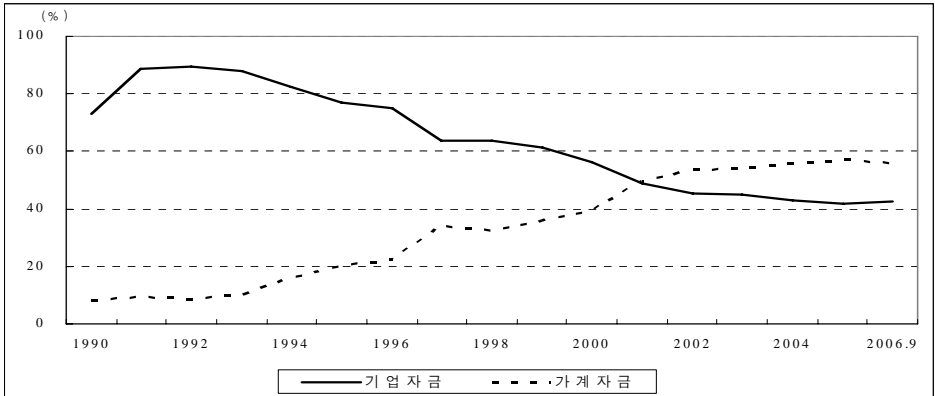
제 노력 등으로 큰 폭 하락하여 상당기간 둔화세를 지속하였으나, 2001년 이후 가계여신의 확대 등으로 대출금 비중이 위기 이전에 비해 다소 높은 수준으로 상승하였다. 반면 은행 자산 중 유가증권이 차지하는 비중은 구조조정 기간 중 BIS비율 제고를 위한 국공채 보유비중의 확대, 부실자산 매각 및 예보의 증차지원에 따른 구조조정기금채권의 보유, 출자전환 등 기업구조조정에 따른 투자유가증권의 보유 확대 등으로 크게 증가하였으나 점진적으로 다시 하락하여 정상적인 상승기조로 회복하였다.

은행권의 대출금 중에서는 <그림 5>에서 보듯이 기업여신 비중의 감소와 더불어 가계여신의 비중이 크게 상승하였다. 이러한 기업과 가계대출 비중의 역전 현상은 우량기업을 중심으로 외부자금수요의 감소, 직접금융 선호 등으로 은행여신에 대한 수요가 감소하는 가운데, 은행 자체적으로도 위험관리의 강화와 더불어 신용위험 대비 수익성이 상대적으로 높은 소비자금융 부문의 자산운용이 확대되면서 가계여신의 비중이 빠르게 상승한데 기인한다. 은행권의 기업대출 구조면에서는 <그림 6>에 나타난 바와 같이 중소기업대출 비중이 크게 상승하였다. 중소기업대출 비중은 신용위험의 증대에 따라 위기이후 일시 하락하였으나 대기업의 은행자금 수요가 감소하고 신용위험에 따른 금리차별화가 가능한 여건이 점차 형성되어감에 따라 다시 빠르게 상승하여 2006년 현재 기업자금 대출의 85%이상을 차지하고 있다. 이와 같은 은행권의 중소기업대출 확대는 대기업의 내부자금 및 직접금융 의존도가 높아짐에 따라 외생적으로 나타난 현상이기도 하지만, 한편으로는 기업신용정보의 생산 등 은행 본연의 금융중개기능이 활성화되는 계기가 되었다는 점에서 긍정적으로 평가될 수 있다.

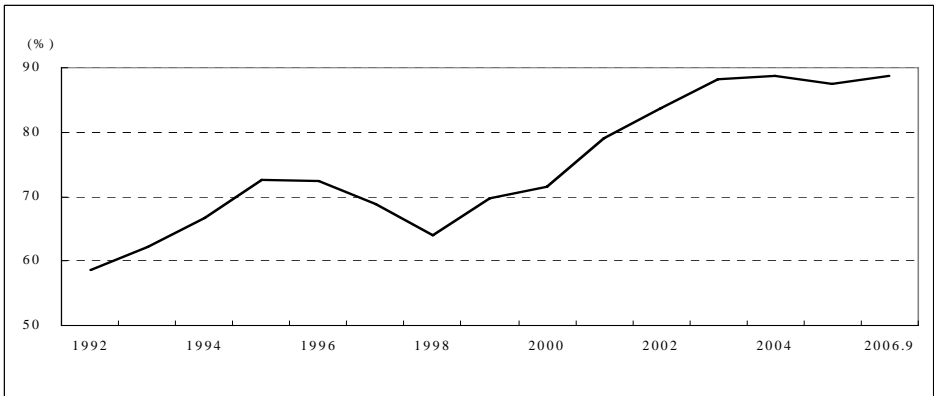
〈그림 4〉 일반은행 국내자산 중 대출금 및 유가증권 비중



〈그림 5〉 일반은행 원화대출금 중 기업자금대출 및 가계자금대출 비중

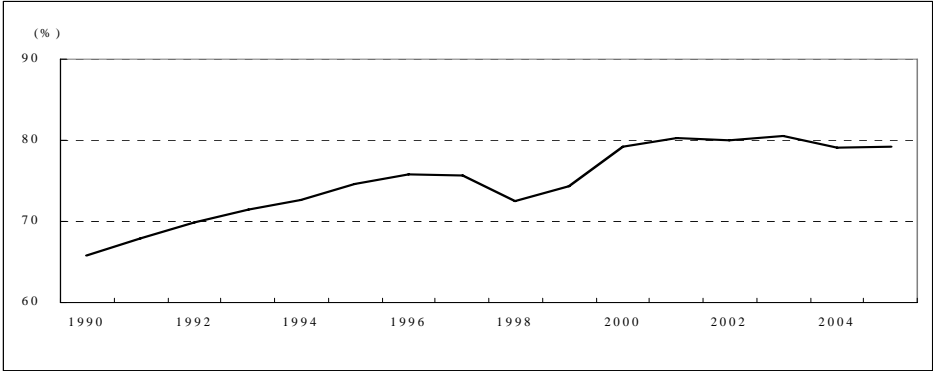


〈그림 6〉 일반은행 기업자금대출 중 중소기업대출 비중

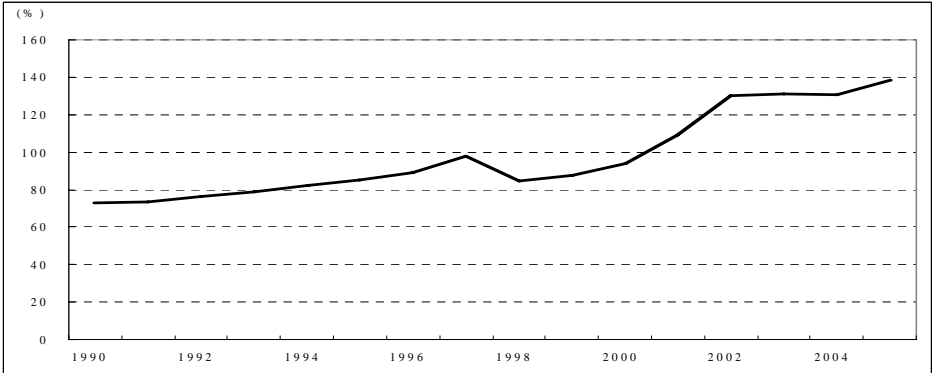


마지막으로 위기이후 가계부문의 금융행태 변화를 살펴보면 위기이전과 비교하여 안전자산의 선호 경향이 높아졌으며 소득대비 금융부채가 빠르게 증가하였다는 점이 특징적이다. 금융자산 측면에서는 〈그림 7〉에 나타난 바와 같이 통화, 예금, 생명보험 및 연금 등 안전자산의 보유 비중이 높아져 리스크 회피 경향이 증대되었으나, 금융부채 측면에서 볼 때 〈그림 8〉과 같이 소득대비 부채의 비율이 높아지고 있다는 점이 일견 상충적으로 보인다. 그러나 최근 가계부채의 증가 현상이 은행권의 부동산담보대출을 중심으로 이루어졌음을 감안하면, 이러한 현상은 위기이후 가계부문의 위험민감도가 높아지면서 상대적으로 안전한 금융자산과 부동산 등 실물 자산에 대한 수요가 높아졌음에 기인하는 것임을 추론해볼 수 있다.

〈그림 7〉 개인부문 금융자산 중 예금, 보험, 연금 등 안전자산의 비중



〈그림 8〉 개인부문 가처분소득대비 금융부채의 비율



이상의 자금순환구조 분석결과를 종합하면 다음과 같다. 위기이후 기업재무구조의 개선 압력 증대, 예상 투자수익률의 하락, 산업구조 변화와 관련한 불확실성 등으로 기업투자가 침체되면서 우량기업을 중심으로 외부자금수요가 큰 폭으로 감소하였다. 또한 가계부문의 안전자산 선호 현상이 심화되면서 금융저축이 상대적으로 단기화되고 은행부문에 집중되는 현상이 발생하였다. 이러한 변화에 대응하여 은행부문은 위험대비 수익성이 상대적으로 높은 가계여신을 중심으로 자산운용구조를 변화시켜 왔으나 최근 부동산관련 규제의 강화, 가계부문의 부채상환능력 저하 등으로 한계에 봉착하였으며 이후 중소기업대출이 다시 확대되고 있다.⁹⁾

9) 김경수·오완근(2006)은 외환위기 이후 거시 및 금융경제의 행태변화로 한국경제의 위험이 가계와 중소기업 등 특정부문으로 집중되는 현상이 초래되었으며 결과적으로 비은행금융기관 및 지역금융기관의 어려움이 가중되고 있음을 지적하고 있다.

(2) 비교금융시스템론적 평가

최근 내생적 성장이론의 발전과 더불어 금융과 경제성장간 동태적인 상호의존성이 존재한다는 분석결과가 다수 제시되면서 비교금융시스템론적 시각에서 금융구조의 효율성에 대한 논의가 활발히 전개되었다. 최근의 연구결과는 금융구조의 효율성이 은행중심형, 시장중심형 등 금융구조의 외형적 차이보다는 정보의 공시, 계약의 이행, 투자자보호 등과 관련된 법제도의 효율성과 더욱 큰 관련이 있으며, 이러한 하부구조의 효율성이 비단 자본시장뿐만 아니라 은행을 통한 금융서비스의 질도 결정하는 요인임을 강조하고 있다. 따라서 은행과 자본시장의 상호 보완적인 발전을 도모하기 위해서는 이러한 금융하부구조의 개혁이 필수적이라는 것이다.¹⁰⁾

그러나 은행과 자본시장의 상대적인 중요성이 경제발전의 단계에 따라 내생적으로 결정된다는 주장도 설득력을 얻고 있다.¹¹⁾ 경제구조가 점차 고도화함에 따라 시장중심형 금융시스템으로의 전환이 필요하다는 논거는 투자의 평가에 요구되는 정보의 질이 변화한다는 사실에 기인한다. 즉 개발단계에 있는 국가는 불확실성이 적은 기술에 대한 투자를 통해 자본의 축적에 의한 성장에 주로 의존하게 되며 이 경우에는 소수의 은행이 투자를 결정하는 은행중심형 시스템이 보다 우월할 수 있지만, 경제가 성장하게 되면 점차 혁신적이며 불확실성이 높은 기술에 성장이 의존하게 되며 따라서 다양한 이질적인 정보가 보다 효율적으로 처리될 수 있는 자본시장을 통한 자본배분이 더욱 효율적일 수 있다는 것이다.

위기이후 우리나라의 금융구조조정 정책 또한 은행과 간접금융에 과도하게 의존하는 과거의 금융구조에서 탈피하여 은행과 자본시장이 균형있게 발전하는 시장중심형 금융구조로의 변화를 목표로 추진되어 왔다. <그림 9>는 우리나라 금융구조의 변화추이를 분석해 보기 위해 Demircug-Kunt and Levine (2001)의 금융구조지수를 주식시장뿐만 아니라 채권시장까지 포함하는 지표로 확대하여 한국에 적용하여

10) 금융구조의 효율성에 대한 비교금융시스템론적 논의는 Levin (2002), Levine and Zervos (1998), Rajan and Zingales (1998), Demircug-Kunt and Levine (2001), La Porta et al (1997, 1998) 등을 참조.

11) 예컨대 Rajan and Zingales (1998b)는 금융거래의 명시적인 계약화 정도가 낮고 상대적으로 생산적인 투자기회를 식별하기 쉬운 개발도상국에서는 시장중심형보다 은행중심형 금융시스템이 우월하게 작동할 수 있지만, 경제가 성장하면서 자본이 풍부해지고 점차 생산적인 투자기회를 식별해 내기가 어려워지게 되면 다양한 이질적인 정보와 가격기구에 의존하는 시장중심형 시스템이 보다 우월하게 작동할 수 있다고 주장하였다.

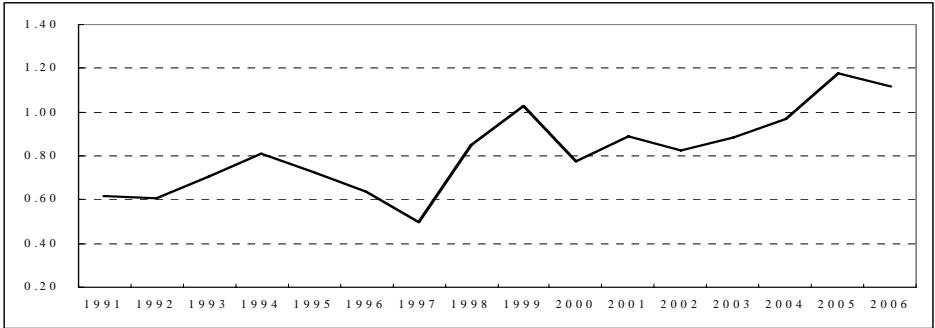
본 결과를 보여준다.¹²⁾ 그림에 나타난 바와 같이 위기이후 한국의 금융시스템은 점진적이거나 은행중심형에서 시장중심형 구조로 변화하고 있는 것으로 분석된다. 물론 시장중심형 금융구조라는 정의 자체가 단순히 은행과 자본시장 규모의 상대적 비중에 의해 결정되는 것은 아니다. 실제로 금융중개의 양적 측면에서 뿐만 아니라 질적 측면에서도 기업지배구조, 회계, 공시제도 등 자본시장의 하부구조를 강화하기 위한 각종 제도개선 노력과 자산유동화, M&A, 신용파생상품 시장의 활성화 등에 힘입어, 기업의 모니터링 형태 및 투자위험의 배분방식 등에 구조적인 변화가 발생하고 있는 것으로 보인다. 따라서 종합적인 견지에서 볼 때 위기이후 우리나라의 금융시스템은 중장기적으로 점차 시장중심형 시스템으로 전환하고 있는 것으로 판단된다.

그러나 그림에 나타난 금융구조지수의 큰 폭 등락과 불안정성이 함축하듯이 위기이후 금융구조의 전환과정은 결코 순탄하다고는 볼 수 없으며, 아직도 은행과 자본시장이 상생하는 새로운 금융구조가 안정화되었다고 보기엔 한계가 있다. 위기이후 금융구조의 전환을 제약하였던 과도기적 요인으로는 첫째, 암묵적 정부보증에 대한 기대가 약화되면서 금융저축자의 안전자산 선호 경향 및 투자위험에 대한 민감도가 증가하였으며, 둘째, 미완의 구조조정에 따른 기업신용위험의 전반적인 상승과 잠재부실기업의 상존으로 자본시장으로의 자금흐름이 제약되었던점, 셋째, 은행부문에 집중된 금융저축이 은행의 보수적인 자산운용 행태로 인하여 기업과 위험자본시장으로 중개되기보다는 부동산시장 등으로 순환되었으며, 넷째, 위기이후 산업구조의 변화와 함께 중소기업과 서비스 산업의 비중이 증대되면서 외부금융에 대한 수요가 본질적으로 정보의 비대칭성이 높은 산업부문으로 이전되고 있는점 등을 들 수 있다.

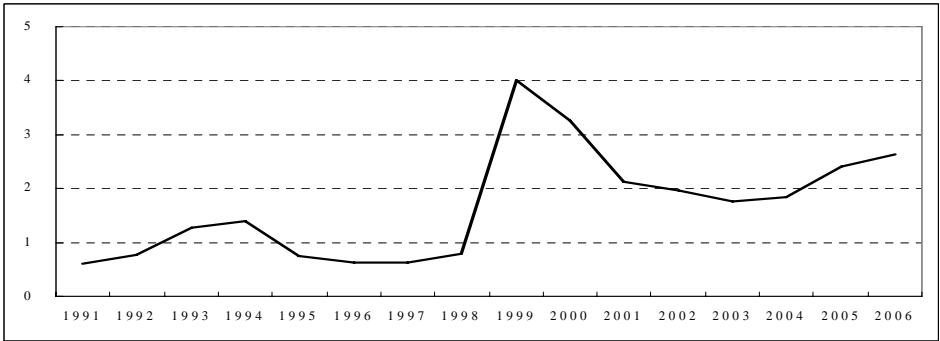
12) Demircuc-Kunt and Levine (2001)은 규모지수(=주식시장 시가총액/예금은행 자산), 활동성 지수(=주식거래대금/예금은행 민간신용), 효율성지수(은행 순이자마진*(주식거래대금/GDP)) 등 세 지수를 종합하여 각국의 금융구조를 분류하였다. 본고에서는 상기한 금융구조 지수의 산출에 있어 주식시장의 시가총액과 거래대금에 더하여 추가적으로 상장채권(국공채 및 회사채)의 잔액 및 거래대금을 합산하는 보다 포괄적인 방식을 채택하였다. 산출된 개별 지수의 값이 클수록 은행중심형에서 시장중심형으로 변화함을 나타낸다. 채권시장 지표의 포함을 권고하여주신 익명의 심사자께 감사드린다.

〈그림 9〉 금융구조 지수의 변화 추이

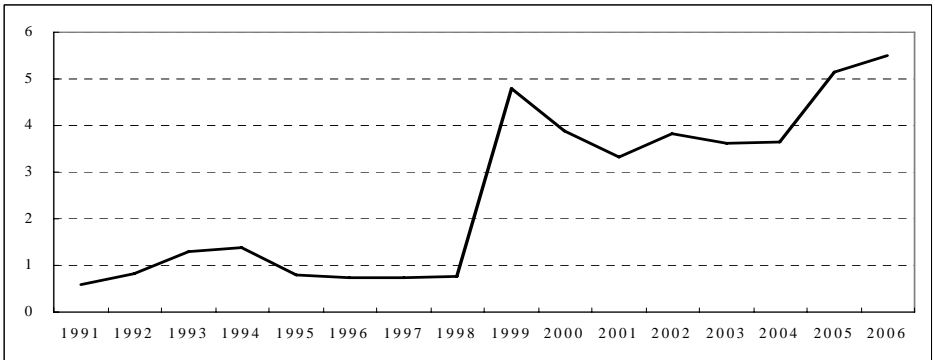
a. 규모지수 (size index)



b. 활동성지수 (activity index)



c. 효율성지수 (efficiency index)



2. 금융대형화·그룹화의 영향 분석

위기이후 우리 금융산업의 가장 두드러진 변화는 금융구조조정 과정에서 금융기관의 대형화와 그룹화가 급속하게 진전되었다는 점이다. 이러한 우리나라의 금융대

형화·그룹화 현상은 시장경쟁의 결과로 발생한 자생적인 변화이기보다는 적어도 초기에는 정부주도의 금융구조조정 정책에 기인하여 타율적으로 촉발된 측면이 크다는 점에서 선진국과는 다소 차이가 있다. 은행산업의 경우 정부는 중소·지방 부실은행의 P&A, 대형 부실은행간 합병, 부실은행 인수시 자본확충 지원 등을 통해 직간접적으로 은행 대형화를 유도하였으며, 이러한 은행통합(consolidation) 과정을 통해 은행서비스의 초과공급(over-banking) 문제를 해소하고 규모의 경제 실현을 통한 수익창출이 가능한 여건을 제공하는 구조조정 정책을 실행하였다. 금융통합은 전 금융권에 걸쳐 진행되었는데 1997년말 기준 총 금융기관 수 2,103개사의 42.7%가 지난 10년간 인가취소, 합병, 영업정지 등을 통해 정리되어 동 기간 중 111개사의 신설에도 불구하고 금융기관 수는 2006년말 현재 1,315개사로 대폭 감소하였다.¹³⁾

한편 금융기관의 인수·합병에 따른 대형화와 더불어 <표 2>에 나타난 바와 같이 금융그룹화도 빠르게 진전되었다. 현재 우리나라의 금융그룹은 크게 모-자회사방식 및 금융지주회사 방식의 순수금융그룹(financial conglomerate)과 산업자본의 지배·통제 하에 있는 금융기관들로 구성된 혼합금융그룹(mixed conglomerate)이 혼재되어있는 양태를 보이고 있다. 먼저 은행, 보험, 증권, 투신업(자산운용업)을 포함한 전체 금융산업 차원에서 보면, 1996년말에는 금융그룹 소속 금융기관의 자산 규모가 329.9조원으로서 전체 자산의 56.4%에 불과하였으나, 2006년말에는 1,117.1조원에 달하여 전체 자산의 87.8%로 증가하였다. 그룹화의 형태별로는 2000년 금융지주회사 제도의 도입이후 지주회사그룹 소속 금융기관의 자산비중이 빠르게 증가하여 2006년말 42.6%에 달하는 등 지주회사그룹을 중심으로 금융그룹화가 진전되고 있음을 알 수 있다.

금융권역별로는 은행권의 경우 금융그룹 소속 은행의 자산규모가 위기이전 49.4%에서 2006년 87.9%로 빠르게 상승하여 우리나라의 금융그룹화 현상이 은행

13) 은행산업의 경우 1997년말 총 33개의 은행이 존재하였으나 위기이후 구조조정 과정에서 전체 은행의 약 30%인 11개 은행이 합병되었으며, 5개 은행이 인가 취소되었다. 증권업과 보험업의 경우 1997년말 36개 증권사 및 50개 보험사에서 구조조정 기간 중 각각 15개 증권사 및 20개 보험사가 정리되었으나, 위기 이후 19개 증권사와 21개 보험사가 신설되어 금융기관 수는 위기이전에 비해 다소 증가하였다. 한편 종금, 저축은행, 리스산업의 경우 정리된 금융기관의 비율이 위기이전 대비 각각 96.7%, 58.9%, 56%에 달하여 금융기관 수가 상대적으로 크게 감소하였다.

산업을 중심으로 진전되고 있음을 알 수 있다. 한편 이미 위기가이전부터 금융그룹화가 상당 수준 이루어져 있었던 보험 및 증권산업의 경우 금융그룹의 비중이 상대적

〈표 2〉 금융권역별 그룹화 추이

(개사, 조원, %)

			1996				2000				2003				2006			
			금융기관수		자산규모		금융기관수		자산규모		금융기관수		자산규모		금융기관수		자산규모	
			수	비중	금액	비중	수	비중	금액	비중	수	비중	금액	비중	수	비중	금액	비중
은행	그 룹	지주	0	-	-	-	-	-	-	-	6	42.9	254.2	36.2	7	53.8	504.8	57.8
		모자	6	24.0	233.5	49.4	7	41.2	396.9	76.5	3	21.4	327.2	46.7	2	15.4	263.0	30.1
		혼합	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		소계	6	24.0	233.5	49.4	7	41.2	396.9	76.5	9	64.3	581.4	82.9	9	69.2	767.8	87.9
	비그룹	19	76.0	239.1	50.6	10	58.8	122.0	23.5	5	35.7	119.9	17.1	4	30.8	106.0	12.1	
	계	25	100	472.6	100	17	100	519.0	100	14	100	701.3	100	13	100	873.8	100	
보 험	그 룹	지주	0	-	-	-	0	-	-	-	2	6.1	3.5	1.6	3	9.4	7.9	2.5
		모자	4	9.8	16.4	20.5	4	12.5	29.0	20.2	3	9.1	36.0	16.4	4	12.5	58.9	18.8
		혼합	22	53.7	56.2	70.1	13	40.6	86.7	60.5	14	42.4	163.7	74.4	13	40.6	213.3	68.2
		소계	26	63.4	72.6	90.6	17	53.1	115.7	80.7	19	57.6	203.2	92.3	20	62.5	280.1	89.6
	비그룹	15	36.6	7.6	9.4	15	46.9	27.6	19.3	14	42.4	16.8	7.7	12	37.5	32.5	10.4	
	계	41	100	80.2	100	32	100	143.3	100	33	100	220.0	100	32	100	312.6	100	
증 권	그 룹	지주	0	-	-	-	-	-	-	-	3	8.8	5.0	11.1	5	16.7	28.6	33.9
		모자	10	30.3	6.8	26.8	6	17.6	7.8	18.9	3	8.8	5.5	12.3	3	10.0	11.5	13.6
		혼합	18	54.5	17.0	66.6	12	35.3	22.0	53.1	11	32.4	21.2	47.5	8	26.7	28.1	33.3
		소계	28	84.8	23.8	93.4	18	52.9	29.8	72.0	17	50.0	31.7	70.9	16	53.3	68.2	80.9
	비그룹	5	15.2	1.7	6.6	16	47.1	11.6	28.0	17	50.0	13.0	29.1	14	46.7	16.1	19.1	
	계	33	100	25.5	100	34	100	41.3	100	34	100	44.7	100	30	100	84.3	100	
자 산 운 용	그 룹	지주	0	-	-	-	0	-	-	-	3	7.1	0.1	8.7	6	14.0	0.4	21.0
		모자	0	-	-	-	6	18.8	0.3	22.9	6	14.3	0.3	18.8	6	14.0	0.3	14.2
		혼합	0	-	-	-	9	28.1	0.4	35.1	9	21.4	0.4	27.5	5	11.6	0.3	16.4
		소계	0	-	-	-	15	46.9	0.7	57.9	18	42.9	0.8	55.0	17	39.5	1.0	51.6
	비그룹	3	100.0	6.66	100.0	17	53.1	0.5	42.1	24	57.1	0.7	45.0	26	60.5	0.9	48.4	
	계	3	100.0	6.66	100.0	32	100.0	1.2	100.0	42	100.0	1.5	100.0	43	100	2.0	100	
전 체	그 룹	지주	0	-	-	-	0	-	-	-	14	11.4	262.7	27.2	21	17.8	541.7	42.6
		모자	20	19.6	256.9	43.9	23	20.0	434.0	61.6	15	12.21	369.0	38.1	15	12.7	333.7	26.2
		혼합	40	39.2	73.2	12.5	34	29.6	109.1	15.5	34	27.6	185.3	19.2	26	22.0	241.7	19.0
		소계	60	58.8	329.9	56.4	57	49.6	543.1	77.1	63	51.2	817.1	84.5	62	52.5	1117.1	87.8
	비그룹	42	41.2	255.0	43.6	58	50.4	161.7	22.9	60	48.8	150.4	15.5	56	47.5	155.5	12.2	
	계	102	100.0	584.9	100.0	115	100.0	704.8	100.0	123	100.0	967.5	100.0	118	100	1272.6	100	

자료: Hahm and Kim (2006)에서 2006년도 자료를 추가 보완.

으로 정체되거나 감소하는 모습을 보이고 있어 은행산업과 대조된다. 보험산업의 경우 혼합금융그룹 소속사의 자산규모 비중이 지속적으로 높은 수준에 머물고 있는 반면 증권업의 경우에는 혼합그룹 소속사의 자산 비중이 하락하고 있는 점이 특이할만하다.

(1) 시장집중도 및 수익성의 변화

금융부문의 대형화·그룹화 현상은 금융시장 전반의 구조변화와 경쟁여건의 변화를 통해 금융의 효율성과 안정성에 광범위하고도 복합적인 영향을 미치고 있는 것으로 사료된다. 이론적으로 볼 때 대형화·그룹화는 규모 및 범위의 경제 실현을 용이하게 하여 비용효율성을 제고하고 시장지배력의 확대를 통해 금융기관의 수익성 제고와 도산위험 감소에 기여할 수 있다. 또한 금융서비스 공급대상 시장의 확장에 의한 지역적 분산효과와 업무영역의 확대에 따른 상품 포트폴리오의 다양화로 수익의 안정성을 제고하는 효과도 기대할 수 있다. 그러나 조직의 비대화, 의사결정 구조의 다층화 등 경영상의 비효율성과 운영위험의 상승은 대형 금융기관의 위험 노출을 증대시킬 수 있으며, 대형 금융기관이 출현함에 따라 규제유예의 가능성이 증대되고 시장의 모니터링 유인 및 능력이 약화되는 경우 도덕적 해이를 유발하여 금융기관의 도산위험이 오히려 증대될 수도 있다.

우리나라의 대형화·그룹화는 지금도 진행 중인 현상으로서 금융산업에 미치는 효과를 실증적으로 판단하기에는 아직 이르다. 적어도 외견상으로는 지난 10년간 금융기관 대차대조표상의 수익성과 건전성이 대폭 개선된 점에 비추어 초기 효과는 일단 긍정적인 것으로 보인다. <표 3>에 나타난 바와 같이 은행, 보험, 증권 등 전 금융부문에서 부실자산이 상당폭 정리되었음에도 불구하고 자기자본비율은 현격하게 개선되었다. 이러한 자본건전성 회복의 이면에는 수익성의 증가가 핵심적인 요인으로 작용하고 있는데, 특히 공적자금 지원이 상대적으로 집중된 은행부문의 경우 수익성이 크게 높아졌으며 최근에는 다소 회복세가 더디었던 보험, 증권부문에서도 수익성이 개선되었음을 알 수 있다.

그러나 이러한 금융기관의 수익성 및 자본건전성 개선 추세가 공적자금 투입과 부실금융기관의 정리에 따른 금융기관 통합의 단기적인 구조조정 효과인지 아니면 대형화·그룹화를 통한 금융기관의 경쟁력 변화에 기인한 현상인지 여부는 아직 불분명하다. 우선 수익성의 변화 요인을 가늠하여 보기 위해 금융산업의 시장집중도

와 경쟁도가 어떻게 변화하였는지 살펴볼 필요가 있다. 금융권역별 시장집중도의 변화 추이는 <그림 10>에 나타나있는데 시장집중도의 지표로 사용된 허핀달-허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman Index)에 의거할 때 위기이후 은행부문에서 시장집중도가 유의하게 상승한 것으로 분석된다. 은행산업의 HHI는 1996년말 707로서 ‘경쟁적 시장’ 상태였으나, 2006말에는 1,454로 상승하여 ‘다소 집중된 시장’상태로 전환되었다.¹⁴⁾ 위기가전부터 이미 집중도가 상대적으로 높았던 생명보험시장은 1997년말 HHI가 2,010에 달하여 ‘매우 집중된 시장’으로 변모하였으며, 위기이후에는 중소 생명보험사의 퇴출 등으로 집중도가 더욱 상승하였다가 이후 등락을 보이고 있다. 반면 증권산업의 경우, 위기가전이나 이후에도 시장집중도가 큰 변화없이 낮은 수준을 유지하고 있다.

〈표 3〉 은행·보험·증권사의 건전성 및 수익성 추이

금융권	건전성·수익성지표	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2006
은행 ¹⁾	BIS자기자본비율	9.3	7.0	10.8	10.8	10.4	12.4	12.3
	고정이하여신비율	5.2	6.0	13.6	3.3	2.7	1.3	0.9
	ROA	0.3	-0.9	-1.3	0.8	0.1	1.2	1.1
	ROE	4.2	-14.2	-23.1	15.9	2.2	20.3	15.6
보험	총자산대비 자기자본비율 ²⁾	0.1	-0.1	-5.4	1.2	6.5	8.3	8.1
	고정이하여신비율	—	—	—	5.3	4.1	3.4	3.0
	ROA ²⁾	-0.1	-0.1	-4.4	-0.5	1.8	1.1	0.9
	ROE ²⁾	-114.8	91.2	122.3	-111.4	34.1	13.7	12.9
증권	총자산대비 자기자본비율 ³⁾	45.7	36.3	33.3	20.5	17.8	30.9	36.8
	고정이하여신비율	—	—	—	—	29.4	11.9	5.6
	ROA ³⁾	2.0	-2.0	2.1	-0.8	-1.7	0.1	3.4
	ROE ³⁾	5.0	-5.7	9.3	-3.3	-7.3	0.3	14.3

주 : 1) 국내 일반은행 기준, 신탁계정 포함.

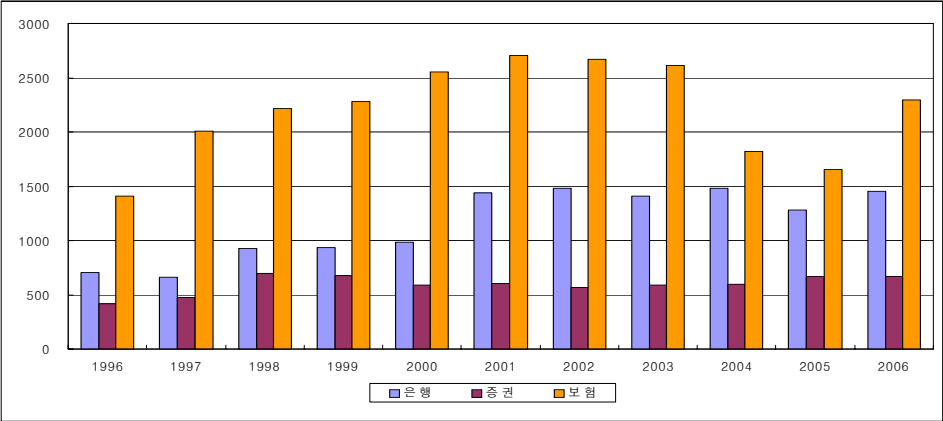
2) 생명보험회사 기준.

3) 국내 증권회사 기준.

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템.

14) 허핀달-허쉬만 지수는 개별 금융기관의 시장점유율을 제공하여 합산한 수치이며, 미국 법무성의 수평적 합병 가이드라인에 의하면, HHI가 1,000이하인 시장은 ‘경쟁적 시장’, HHI가 1,000~1,800이면 ‘다소 집중된 시장’, HHI가 1,800 이상이면 ‘매우 집중된 시장’으로 정의된다.

〈그림 10〉 금융산업의 집중도 변화 추이 (HHI 지수)

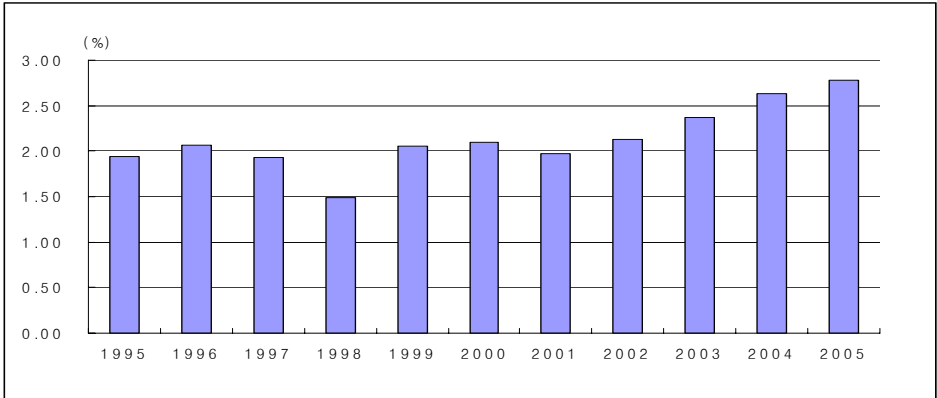


주지하다시피 집중도의 상승이 언제나 시장지배력의 확대에 이어지는 것은 아니며 우리나라에서도 금융시장구조의 변화가 수익성에 미치는 효과에 대해서는 아직 합의된 결론이 없다. 은행산업을 기준으로 볼 때 이상규·이종건(2003)은 위기이후 은행산업이 독점적 경쟁시장의 특성을 보이고 있으며 시장집중도와 시장지배력이 위기이전에 비해 높아지고 이에 따라 경쟁도가 크게 약화된 것으로 분석하였다. 그러나 김현욱(2003b)은 은행서비스에 대한 수요 및 공급함수를 추정하는 Bresnahan-Lau 방법을 이용하여 1996-2002년 기간 중 국내 은행산업이 완전경쟁 수준의 가격설정 행태를 보였으며, 일반적인 우려와는 달리 시장집중도가 상승한 이후에도 경쟁도가 저하되지는 않고 있는 것으로 분석하고 있다.

시장지배력을 나타내는 간접적인 지표로서 은행부문의 순이자마진률을 고려해 볼 수 있다. 순이자마진율은 이자부자산에 대한 이자순수입의 비율로서 일반적으로 은행의 시장지배력이 증대되면 대출금리의 상승과 조달금리의 하락을 통해 순이자마진률이 증가하게 된다. 〈그림 11〉은 우리나라 일반은행의 순이자마진률 추이를 보여주고 있는데 일반은행의 순이자마진률이 2001년 이후 2005년까지 상승하는 추세를 보이고 있어 은행산업의 대형화 및 통합에 따라 일시적이거나 가격지배력이 높아졌을 개연성을 시사하고 있다.¹⁵⁾

15) 이와 같은 은행 순이자마진률의 상승은 2003년 이후 신용카드 업무의 은행계정 통합에 따른 신용위험 프리미엄의 상승에도 일부 기인하고 있으며, 2006년 이후에는 은행간 경쟁의 심화, 펀드 등 간접투자시장으로의 금융저축 이동 등으로 순이자마진이 하락추세로 반전하였다.

〈그림 11〉 일반은행의 순이자마진을 추이



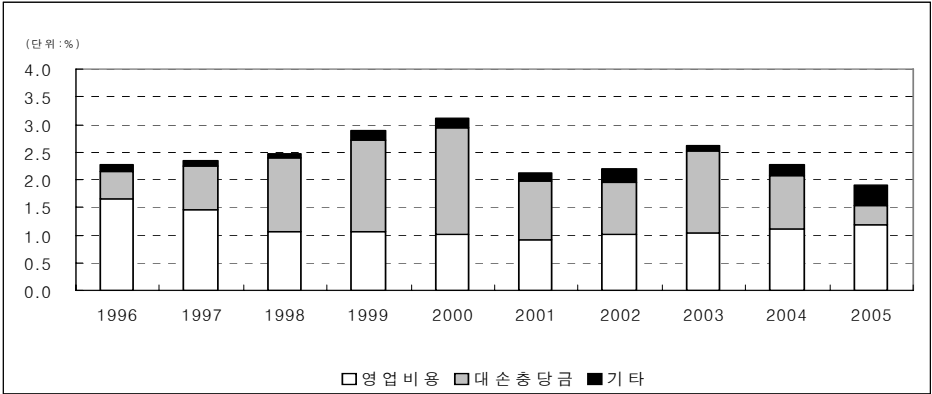
한편 은행산업의 수익성 개선 요인을 금융중개비용의 측면에서 접근해 볼 수 있다. 〈그림 12〉는 우리나라 일반은행의 금융중개비용률 추이를 보여준다.¹⁶⁾ 금융중개비용률은 위기이후 잠재부실자산의 현실화에 따른 대손충당금전입액의 증가로 2000년 3%대로 증가하였다가 이후 감소하여 최근 위기이전에 비해 소폭 개선된 수준인 2%대로 하락하였다. 그러나 그 내용을 살펴보면 이러한 개선추세가 대손충당금의 감소에 주로 기인하고 있으며, 영업비용률이 최근 다시 상승세로 돌아서는 등 추가적인 비용 감축에 의한 경영효율화가 한계에 달했음을 알 수 있다. 이는 대형화와 규모의 경제를 통한 평균생산비용의 절감이 이미 저점에 다다르고 있음을 방증하는 것으로 향후 비용 면에서의 추가적인 대형화 효과 실현이 어려울 것임을 시사한다. 대손충당금의 감소 또한 기업여신에 대한 선별기능의 제고에 따른 것이기 보다는 가계여신의 확대 등 안전자산 위주의 자산운용에 기인한 측면이 크며, 따라서 부동산담보대출 규제 강화 등으로 향후 중소기업대출의 확대가 불가피함을 고려할 때 대손충당금의 추가적인 축소도 용이치 못할 것으로 예상된다.

이상의 논의를 종합하면 위기이후 은행산업의 수익성 개선에는 대형화에 따른 규모의 경제 효과와 시장집중도의 상승에 따른 시장지배력 확대 요인이 일부 기여하였던 것으로 판단된다. 그러나 겸업화의 확대, 자본시장의 활성화에 따른 간접투자 상품 및 비은행금융기관과의 경쟁 심화 등으로 최근 은행의 순이자마진률은 하락

16) 금융중개비용률은 영업경비, 대손충당금전입액, 법인세 및 제세공과금을 총자산으로 나눈 비율로서 예대관련 업무의 비용효율성과 여신배분의 효율성을 종합적으로 보여주는 지표이다.

추세로 반전하였다. 중개비용의 측면에서도 그간의 비용감축이 대손충당금 감소에 크게 기인하고 있어 추가적인 비용효율화는 어려울 것으로 판단된다. 주지하다시피 우리나라 은행의 수익구조는 총이익대비 이자이익이 85%수준에 머물고 있어 선진 국은행의 50~60%수준에 비해 이자부자산과 예대업무에 지나치게 의존하는 구조이 며, 따라서 아직까지 그룹화와 겸업화의 효과가 창출되지 못하고 있다. 이는 규제 환경의 측면에서 볼 때 위기이후의 금융규제 정책이 권역내 통합을 통한 대형화 유 도와 규모의 경제 기반 조성에 주력한 결과라 볼 수 있으며, 겸업화의 진전을 위한 그간의 규제정비 노력에도 불구하고 권역별 분업주의 체제의 골간이 그대로 유지되 어 왔음을 시사한다.

〈그림 12〉 일반은행의 금융중개비용률 추이



(2) 금융기관 및 금융시스템의 안정성 변화

앞서 지적한 바와 같이 금융의 대형화·그룹화는 개별 금융기관 및 금융시스템 전반의 안정성에도 복합적인 영향을 미친다. 우리나라에서 위기이후 대형화·그룹 화가 개별 금융기관의 위험에 미친 영향에 대한 연구는 아직 많지 않은 상황이다. 함준호·홍승제(2003)는 지역은행간 통합 및 이종업종간 통합은 제한된 경우에만 분산효과를 통해 개별 금융기관의 안정성에 기여할 수 있을 것으로 분석하였으며, 김현욱(2003a)은 은행의 자산건전성 지표가 대형화 관련 규모변수와는 유의한 관계 가 없는 것으로 나타나지만, 주식시장에서 평가되는 위험은 은행의 규모변수와 양 의 관계를 가지는 것으로 나타나 대형은행의 위험증대 가설을 지지하였다.¹⁷⁾ 오완

근·김형식·송홍선(2006)은 1999-2005년 14개 은행의 연도별 데이터를 사용하여 도산위험 및 은행업 주가지수에 대한 체계적 위험과 비체계적 위험을 대상으로 대형화 및 겸업화가 안정성에 미치는 영향을 분석한 결과, 은행의 겸업화는 안정성을 제고하지만 대형화는 위험에 유의한 영향이 없다는 결과를 제시하였다.

금융대형화·그룹화에 의해 은행, 보험, 증권, 자산운용업 등 권역별로 개별 금융기관의 수익성, 수익의 변동성 그리고 Z-지수로 측정된 도산위험이 어떻게 변화하는지를 분석하여 본 결과는 <표 4>에 정리되어 있다.¹⁸⁾ 표에 나타난 바와 같이 위기이후 그룹화의 긍정적인 효과는 은행부문에서 뚜렷하게 나타나는 반면 보험부문에서는 비그룹 소속 금융기관의 수익성과 안정성이 더 높게 나타나고 있다. 한편 Hahm and Kim(2006)은 2003년까지의 자료를 이용하여 패널 회귀분석을 통해 대형화와 그룹화가 수익성과 안정성에 미치는 효과를 구분하여 살펴보았다. 분석결과에 따르면 위기이후 금융대형화가 전반적으로 금융기관의 수익성을 증대시키며 더불어 분산효과 등을 통해 수익의 변동성을 감소시키는 효과를 갖는 것으로 나타났다. 그러나 대형화가 도산위험에 미치는 영향은 전반적으로 유의하지 않으며 보험업과 자산운용업에서만 도산위험을 감소시키는 것으로 분석되었다. 한편 대형화 효과를 통제한 후 나타나는 순수한 그룹화 효과는 전 금융부문에서 미약한 것으로 추정되어 아직까지 권역별 분업주의와 열거주의에 기초한 규제체계 등으로 겸업화의 시너지 효과가 본격적으로 실현되지 못하고 있는 것으로 분석하였다.

한편 금융대형화·그룹화의 진전으로 금융산업이 소수 대형 금융그룹 중심으로 재편되게 되면 다양한 잠재적 경로를 통해 시장전반의 시스템위험 수준이 영향을 받을 수 있다. 시스템위험이란 일반적으로 금융시장 일부에서 발생한 충격이 전 금융시스템으로 확산되면서 지급결제기능의 마비, 신용공여의 축소, 자산가치의 하락 등을 통해 경제전반에 심각한 손실을 유발하게 되는 위험을 지칭한다.¹⁹⁾ 금융그룹

17) 선진국의 경우에도 금융그룹화에 따른 금융기관의 위험 변화에 대한 합의된 결론은 없다. 그러나 Boyd and Graham(1998), De Nicolo(2000), Beitel and Schierk(2001), De Nicolo, Bartholomew, Zaman, and Zephirin(2003) 등 최근의 연구는 대형금융기관과 금융그룹소속 금융기관들이 고위험 경영을 추구하는 경향이 있음을 보이고, 이러한 리스크 추구행위를 제어할 수 있는 감독정책적 대응의 중요성을 강조하고 있다.

18) Z-지수란 금융기관의 평균수익률(총자산수익률: ROA)과 평균자기자본비율(총자산대비 자기자본비율)을 합산한 수치를 수익률의 변동성(ROA 표준편차)으로 나눈 지표로서 금융기관의 수익성 변동위험을 자기자본과 이익으로 어느 정도 완충할 수 있는가를 나타내며, Z-지수가 낮을수록 해당 금융기관의 도산위험이 더 높음을 의미한다.

〈표 4〉 외환위기 전후 금융권역별 Z-지수와 구성요인 (단순평균)

		1992~1996					2001~2003					2004~2006				
		금융 기관 수	Z- 지수	ROA (%)	자기자 본비율 (%)	ROA 표준편 차	금융 기관 수	Z- 지수	ROA (%)	자기자 본비율 (%)	ROA 표준편 차	금융 기관 수	Z- 지수	ROA (%)	자기자 본비율 (%)	ROA 표준편 차
은행	지주	0	-	-	-	-	5	57.29	0.76	4.52	0.18	7	70.87	0.90	5.64	0.25
	모자	6	50.13	0.39	5.26	0.18	4	14.72	0.11	4.20	0.62	2	16.48	1.06	6.40	0.47
	혼합	0	-	-	-	-	0	-	-	-	-	0	-	-	-	-
	소계	6	50.13	0.39	5.26	0.18	9	38.37	0.47	4.38	0.38	9	58.78	0.93	5.81	0.30
	비그룹	18	42.66	0.33	7.94	0.24	5	12.73	0.44	4.47	0.49	5	42.33	0.88	5.68	0.32
계		24	44.53	0.35	7.27	0.22	14	29.21	0.46	4.41	0.42	14	52.91	0.91	5.76	0.31
보험	지주	0	-	-	-	-	1	1.39	2.31	-0.21	1.51	2	22.48	1.48	8.95	0.46
	모자	4	9.18	-2.47	1.83	3.36	3	7.77	1.04	-1.35	0.99	4	11.73	0.69	6.18	0.89
	혼합	22	8.94	-1.39	5.45	2.50	13	8.28	1.21	5.52	1.02	13	16.24	0.61	7.24	0.81
	소계	26	8.98	-1.56	4.90	2.63	17	7.78	1.05	3.97	1.22	19	15.95	0.71	7.19	0.79
	비그룹	15	6.36	-1.63	16.20	3.84	14	5.50	0.14	2.57	3.22	13	57.49	1.15	10.26	0.59
계		41	8.03	-1.59	9.03	3.07	31	6.75	0.75	3.34	2.03	32	32.82	0.89	8.44	0.71
증권	지주	0	-	-	-	-	2	19.37	2.50	48.43	2.66	2	18.73	0.50	25.65	2.98
	모자	10	23.18	0.73	40.02	2.08	4	17.93	1.88	38.45	2.58	4	23.85	2.29	30.20	1.60
	혼합	18	19.72	0.78	37.40	2.22	12	16.48	-1.71	24.24	4.11	9	13.99	1.09	31.61	3.81
	소계	28	20.96	0.76	38.34	2.17	18	17.12	-0.45	30.09	3.61	15	17.25	1.33	30.44	3.11
	비그룹	5	38.50	2.37	44.42	1.60	16	20.01	1.18	40.93	3.95	16	28.93	2.40	45.34	3.47
계		33	23.62	1.01	39.26	2.08	34	18.48	0.32	35.19	3.77	34	23.28	1.88	38.13	3.30
자산 운용	지주	0	-	-	-	-	2	41.79	6.62	90.60	2.79	5	705.6	9.51	93.00	1.44
	모자	0	-	-	-	-	5	23.03	11.30	89.62	4.84	5	241.5	11.00	93.86	5.52
	혼합	0	-	-	-	-	10	54.12	4.30	91.49	4.39	8	30.64	-2.07	92.80	14.30
	소계	0	-	-	-	-	17	43.52	6.63	90.84	4.33	18	223.1	4.50	93.16	9.15
	비그룹	3	-1.37	-0.70	-7.69	7.31	22	31.69	4.41	92.21	6.72	21	42.03	10.43	91.46	7.94
계		3	-1.37	-0.70	-7.69	7.31	39	36.85	5.38	91.61	5.68	39	120.3	7.78	92.22	8.46

자료: Hahm and Kim (2006)에서 최근 자료를 추가 보완.

화의 진전이 시스템위험을 증대시킬 수 있는 경로는 크게 금융시장 내에서 대형 복합금융기관의 위험통제 및 원활한 퇴출이 어려워짐으로써 발생하는 위험, 소수 대

19) 일반적으로 시스템위험은 세 경로를 통해 실물경제에 영향을 미치게 되는데, 첫째, 예금인출 사태를 포함하는 지급결제시스템의 마비는 지불능력은 있으나 유동성이 부족한 기업들의 도산을 초래하게 되며, 둘째, 신용경색의 발생으로 수익성 있는 투자기회가 상실되고 불확실성의 증대로 경제활동이 위축된다. 셋째, 통화와 신용의 창출이 급격히 축소되어 자산가격이 대폭 하락하게 되어 기업, 가계, 금융기관의 순자산이 감소하고 도산위험이 증대된다.

형 금융그룹간 상호의존도가 증가함에 따라 야기되는 위험, 그리고 대형 금융그룹과 산업자본 또는 해외 금융기관과의 연계성이 강화되어 실물부문 및 해외부문의 충격에 금융시스템이 직간접적으로 노출됨으로써 발생하는 위험 등 세 범주로 구분이 가능하다.

우리나라에서 위기이후 금융 대형화·그룹화에 따른 시스템위험의 변화에 대한 실증분석은 매우 제한적이다. 함준호·홍승제(2003)는 대형은행의 상호의존성 변화에 초점을 두고 시스템위험의 다양한 직·간접적 경로를 분석하였다. 분석결과에 따르면 우리나라 대형은행 간의 직접적인 상호의존성은 금융위기 이후 파생상품 거래보다는 단기자금 거래의 증대에 따른 은행간 노출이 커지면서 증대되고 있다. 대형은행간 간접적인 상호의존성 또한 점차 심화되고 있는데 이는 은행 수익구조보다는 자산구조의 유사성이 증가하고 있음에 크게 기인하며, 대형 시중은행간 주가수익률의 상관성으로 본 포괄적 상호의존도도 유의한 상승추세를 보이는 것으로 분석되었다.²⁰⁾ 구분성·신용상(2006) 또한 우리나라 은행권의 경우 대형화와 그룹화의 진전에 따라 시장집중도의 상승, 대출업무의 유사성, 여신업무의 경기순응성 그리고 겸업화에 따른 시장간 연계성이 높아지고 있음을 지적하고 있다. 종합적으로 볼 때 향후 금융기관간 파생상품 거래의 증대와 수익구조의 동질화, 그리고 겸업화의 진전으로 인한 비은행부문 위험의 지급결제시스템 전이 등으로 대형화·그룹화에 따른 시스템위험의 발생 소지는 더욱 상승할 가능성이 높은 것으로 판단된다.²¹⁾

3. 금융기관 여신배분의 효율성 분석

이상에서 살펴본 바와 같이 위기이후 우리나라의 금융부문은 법, 제도 등 금융하부구조의 변화는 물론 시장참여자의 행태와 경쟁구도 등 금융시스템 전반에 걸쳐

20) De Nicolo and Kwast(2002)는 주가 변화율의 상관계수로 측정하여 본 미국 대형 복합은행그룹간의 상호의존성이 1995년 이후 지속적으로 증대되고 있으며 이러한 주가상관성은 은행통합의 정도와도 밀접한 관계가 있음을 발견하였다. 그러나 G10보고서(2001)에 따르면 유럽국가들의 경우에는 대형은행간 주가상관성의 변화에서 일관된 패턴을 찾기 어려우며 또한 은행 집중도와도 뚜렷한 연계성이 나타나지 않는 것으로 분석되었다.

21) 지난 2003년 신용카드 부문의 위기가 신용카드 자회사의 부실을 통해 모은행 및 형제 회사은행으로 파급됨으로써 은행 수익에 부정적인 영향을 미쳤던 사실은 그룹화를 통한 시스템위험의 발생 가능성이 실재함을 단적으로 보여주는 사례이다.

심층적인 구조변화 과정을 겪고 있는 것으로 판단된다. 본 절에서는 금융의 기능 중 자원배분의 효율성 문제, 즉 위기이후 우리 금융산업의 양적 성장 및 금융기관의 대차대조표 성과 개선이 과연 금융기관의 자원배분 효율성이 제고됨으로써 실현되고 있는 현상인지 여부를 기업 미시자료를 이용하여 분석해 보고자 한다. 구체적으로 한신평 KIS 데이터베이스에서 추출한 우리나라 외부감사대상 이상 기업의 1990-2005 연도별 차입금 및 차입금리 패널자료를 이용하여 외환위기를 전후한 금융기관의 여신배분 및 금리 결정요인에 대해 살펴보고, 금융기관 차입의 사후적 효과에 대한 분석을 통해 자원배분의 효율성 변화를 평가해 본다.²²⁾

(1) 차입금 및 차입금리 결정요인의 변화

① 차입금 비중의 결정요인

금융기관 차입금 결정요인의 실증분석을 위한 회귀분석 모형은 식 (1) 및 (2)와 같이 총자산 대비 차입금 비중(L/TA)을 종속변수로 사용한 경우와 총자산 대비 차입금 비중의 전년대비 증가분($\Delta(L/TA)$)을 종속변수로 사용한 경우 두 가지로 설정하였다. 총자산 대비 차입금 비중 자체는 기업의 재무구조를 나타내는 변수이기 때문에 순수하게 금융기관의 여신배분 결과에 의해 결정되는 것으로 해석하기에는 한계가 있다. 그러나 기업별로 적정 부채비율이 존재하고 이러한 적정 부채비율이 시간에 따라 크게 변화하는 것이 아니라면 자산대비 차입금 비중의 단기적인 변동은 기업 부채상환능력의 변화에 따른 금융기관의 여신공급 행태에 의해 주로 결정되는 것으로 가정해 볼 수 있다.

$$\begin{aligned} (L/TA)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 PROF_{i,t-1} + \beta_3 TANG_{i,t-1} \\ & + \beta_4 CRED_{i,t-1} + \beta_5 (L/TA)_{i,t-1} + \sum_{j=1}^I \gamma_j IDDUM_{i,t} \\ & + \sum_{k=1}^N \delta_k YRDUM_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

22) 본 실증분석에서는 위기를 전후하여 발생한 기업부채와 관련한 다양한 외생적 변수, 즉 법적 도적, 정책적 변화 요인들을 명시적으로 고려하지 못하고 있다. 예컨대 대기업 부채비율의 감축을 유도한 정부의 인위적 구조조정 정책, 회사채 시장의 급팽창과 경색, 가계여신의 확대에 따른 기업여신 포트폴리오의 조정효과 등도 금융기관의 기업여신 배분 행태에 간접적인 영향을 미쳤을 가능성이 있다.

$$\begin{aligned} \Delta(L/TA)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 PROF_{i,t-1} + \beta_3 TANG_{i,t-1} \\ & + \beta_4 CRED_{i,t-1} + \beta_5 \Delta(L/TA)_{i,t-1} + \sum_{j=1}^I \gamma_j IDDUM_{i,t} \\ & + \sum_{k=1}^N \delta_k YRDUM_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

설명변수로는 로그 매출액(SIZE), 총자본경상이익률(PROF), 총자산대비 유형 고정자산 비중(TANG), KIS 신용평점(CRED), 산업별(중분류) 더미변수(IDDUM) 및 연도별 더미변수(YRDUM)를 포함하였으며, 종속변수의 자기상관성을 제어하기 위하여 종속변수의 1기 시차를 설명변수로 포함하였다. 추정시 설명변수는 내생성 문제의 완화를 위하여 종속변수와 1년의 시차를 둔 변수를 사용하였으며 추정방법은 OLS 기법을 이용하였다. 아울러 산업코드, 자산총계, 매출액, 경상이익률, 유형고정자산, 이자비용, KIS 신용평점 등이 누락된 기업은 표본에서 제외하였으며, 금융기관 차입금은 단기차입금, 유동성장기부채, 장기차입금의 합으로 계산하였고, 자산대비 차입금 비중이 1보다 큰 구조조정 기업도 표본에서 제외하였다.

먼저 전 표본기업을 대상으로 한 추정 결과는 <표 5>에 정리되어 있으며 다음과 같이 요약해 볼 수 있다. 첫째, 금융기관으로부터의 차입금 비중은 위기이전에는 기업규모가 클수록, 수익성이 낮을수록 높은 것으로 분석되었다. 그러나 위기이후에는 차입금 비중에 대한 기업규모의 영향력이 낮아지고 수익성이 높은 기업이 오히려 차입금 비중이 높은 것으로 나타나 기업의 재무구조 개선 노력과 함께 외부차입에 대한 의존도가 수익성을 감안하여 이루어지고 있음을 알 수 있다. 둘째, 유형 고정자산 비중은 위기이전이나 이후 모두 금융기관 차입금 비중과 유의한 양의 상관관계를 보이고 있어 기업 부채규모의 결정에 있어 담보력이 여전히 중요한 요소임을 알 수 있다. 셋째, KIS 신용평점으로 본 신용위험은 위기이전 및 이후 공히 신용평점이 낮은 기업일수록 차입금 비중이 높은 것으로 나타난다. 이러한 현상은 기업의 신용위험이 여신배분 결정에 반영된 결과라기보다는 역으로 차입금 규모 및 기업 재무구조를 신용평점 산정에 반영함에 따른 결과인 것으로 판단되며 위기이후에도 여전히 신용위험이 높은 기업들이 금융기관 차입에 크게 의존하고 있음을 시사한다.²³⁾

금융기관 여신배분의 결정요인 변화를 보다 명확히 분석해 보기 위해 전년대비

차입금 비중의 증가분($\Delta(L/TA)$)을 종속변수로 한 추정결과는 다음과 같다. 먼저 외환위기 이후 기업규모 변수의 부호가 유의하게 음(-)으로 추정되어 대기업일수록 금융기관 차입금의 비중이 축소되고 있음을 알 수 있다. 수익성 변수는 위기이전과는 달리 위기이후 유의한 양의 효과를 갖는 것으로 나타나며 또한 KIS 신용평점이 높은 기업일수록 차입금 비중이 상승하는 것으로 추정되어 위기이후 금융기관의 여신 배분에 수익성과 신용위험이 일정수준 반영되고 있음을 시사하고 있다.

〈표 5〉 금융기관 차입금 비중 결정요인 패널분석 : 외감이상 전체 기업

a. 종속변수 : 총자산대비 차입금 비중 (L/TA)

설명변수	전체 표본기간 (1990-2005)	위기이전 (1990-1996)	위기이후 (1999-2005)
SIZE (t-1)	0.0028*** (6.69)	0.0027*** (4.27)	0.0011* (1.89)
PROF (t-1)	0.1149*** (31.05)	-0.0611*** (-5.24)	0.1299*** (30.80)
TANG (t-1)	0.0249*** (10.27)	0.0189*** (4.49)	0.0218*** (6.97)
CRED (t-1)	-0.0027*** (-48.63)	-0.0010*** (-11.15)	-0.0031*** (-40.75)
L/TA (t-1)	0.6574*** (239.89)	0.7776*** (163.13)	0.6130*** (172.46)
관측치 수	67,987	19,321	40,574
Adjusted R ²	0.63	0.73	0.59

b. 종속변수 : 총자산대비 차입금 비중의 증가분 ($\Delta(L/TA)$)

설명변수	전체 표본기간 (1990-2005)	외환위기 이전 (1990-1996)	외환위기 이후 (1999-2005)
SIZE (t-1)	-0.0026*** (-5.64)	-0.0005 (-0.69)	-0.0046*** (-7.00)
PROF (t-1)	0.1595*** (39.13)	-0.0053 (-0.43)	0.1780*** (37.37)
TANG (t-1)	-0.0133*** (-5.00)	-0.0011 (-0.24)	-0.0226*** (-6.40)
CRED (t-1)	0.0005*** (9.49)	0.0009*** (11.43)	0.0004*** (5.77)
$\Delta L/TA$ (t-1)	-0.0163*** (-16.71)	-0.0434*** (-10.96)	-0.0146*** (-13.24)
관측치 수	67,986	19,321	40,573
Adjusted R ²	0.05	0.03	0.07

주 : 1) ***, **, * 는 추정계수가 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.
2) 상수항, 산업더미, 연도더미의 추정계수는 지면상 보고를 생략함.

23) 유재원·김태준(2006) 또한 상장기업의 재무자료를 사용하여 1994-2003년 기간 중 자산대비 금융기관차입금비중이 신용평점과 음(-)의 관계가 있음을 발견하고 이를 우량기업의 직접금융 이용 증대에 따른 현상으로 해석하였다. 본 절의 분석에는 상장기업은 물론 외감대상이상 기업이 모두 포함되었으며 따라서 중소기업의 비중이 훨씬 높아 직접금융에 접근이 가능한 기업의 수가 제한적일 것으로 사료된다.

〈표 6〉 금융기관 차입금 비중 결정요인 패널분석: 외감이상 중소기업

a. 종속변수 : 총자산대비 차입금 비중 (L/TA)

설명변수	전체 표본기간 (1990-2005)	위기이전 (1990-1996)	위기이후 (1999-2005)
SIZE (t-1)	0.0105*** (16.25)	0.0049*** (4.56)	0.0121*** (13.98)
PROF (t-1)	0.1230*** (30.93)	-0.0454*** (-3.25)	0.1351*** (30.12)
TANG (t-1)	0.0369*** (13.16)	0.0245*** (4.76)	0.0356*** (10.03)
CRED (t-1)	-0.0029*** (-46.88)	-0.0010*** (-9.88)	-0.0035*** (-41.51)
L/TA (t-1)	0.6507*** (210.17)	0.7821*** (138.52)	0.6029*** (153.11)
관측치 수	53,783	13,957	33,595
Adjusted R ²	0.62	0.73	0.58

 b. 종속변수 : 총자산대비 차입금 비중의 증가분 ($\Delta(L/TA)$)

설명변수	전체 표본기간 (1990-2005)	외환위기 이전 (1990-1996)	외환위기 이후 (1999-2005)
SIZE (t-1)	-0.0010 (-1.52)	-0.0003 (-0.31)	-0.0023** (-2.36)
PROF (t-1)	0.1673*** (38.04)	0.0128 (0.88)	0.1845*** (36.29)
TANG (t-1)	-0.0149*** (-4.88)	-0.0014 (-0.27)	-0.0247*** (-6.18)
CRED (t-1)	0.0003*** (5.91)	0.0008*** (8.66)	0.0002*** (2.60)
$\Delta L/TA$ (t-1)	-0.0143*** (-14.11)	-0.0400*** (-9.21)	-0.0132*** (-11.60)
관측치 수	53,782	13,957	33,594
Adjusted R ²	0.05	0.02	0.06

주 : 1) ***, **, * 는 추정계수가 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

2) 상수항, 산업더미, 연도더미의 추정계수는 지면상 보고를 생략함.

〈표 6〉은 금융기관 차입금 비중 및 차입금 비중의 변화분에 대한 분석을 중소기업 표본에 한하여 적용한 결과를 정리하고 있다. 중소기업 표본에 대한 분석결과도 전 기업을 대상으로 한 추정결과와 크게 다르지 않은 것으로 나타난다. 이러한 사실은 중소기업 부문의 경우 대기업과는 달리 차입금의 증감이 주로 금융기관의 공급 요인에 의해 결정됨을 감안할 때 본 절의 분석결과를 금융기관의 여신배분 행태로 해석하는데 큰 무리가 없음을 시사한다고 하겠다.

② 차입금리의 결정요인

금융기관은 기업신용도의 변화에 따라 여신을 재배분함에 있어 기존 여신의 급격한 회수 및 조정이 어렵기 때문에 위험을 금리에 반영하는 가격조절(repricing) 방

식을 통해 간접적으로 여신 포트폴리오를 조정하게 된다. 위기이후 기업의 신용도에 따라 금리차별화가 효율적으로 이루어지고 있는지를 분석해 보기 위해 다음과 같은 회귀분석 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned} INTR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 PROF_{i,t-1} + \beta_3 TANG_{i,t-1} \\ & + \beta_4 CRED_{i,t-1} + \beta_5 INTR_{i,t-1} + \beta_6 SBS_{i,t} + \sum_{j=1}^I \gamma_j IDDUM_{i,t} \\ & + \sum_{k=1}^N \delta_k YRDUM_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

식 (3)에서 종속변수인 차입금평균금리(INTR)는 금융기관 총 차입금대비 차입금이자비용으로 계산하였으며, 신용보증, 중소기업 정책자금대출 등 직간접적 공적 지원에 의한 금리보조 효과를 통제하기 위하여 공적보조 더미변수(SBSD)를 설명변수에 포함하였다. 공적보조 여부는 공적보조 수혜에 대한 기업별 세부 자료가 미비하여 차입금 평균금리가 4% 미만인 기업의 경우 공적보조를 받은 것으로 간주하였다. 기타 설명변수는 상기한 차입금 비중 분석시 정의된 바와 같다. 또한 평균 차입금리가 30%를 상회하는 경우에는 비정상적인 관측치(outlier)로 간주하여 표본에서 삭제하였다.

추정결과는 <표 7>에 정리되어 있으며 먼저 외감이상 전체 기업을 대상으로 한 분석결과는 다음과 같이 요약해볼 수 있다. 첫째, 차입금 평균금리는 위기이전 및 이후 공히 기업의 수익성이 높을수록, 그리고 담보력이 높을수록 낮게 결정되고 있는 것으로 분석되었다. 둘째, 위기이전에는 기업규모가 클수록 차입금리가 낮았으나 위기이후에는 반대로 기업규모가 클수록 차입금리가 높은 것으로 나타난다. 셋째, 위기이전에는 신용도가 높을수록 오히려 금리가 높게 나타나지만 위기이후에는 신용평점이 높을수록 평균금리가 하락하는 것으로 나타난다. 이러한 사실은 위기이전에도 수익성과 담보력에 의한 금리차별화는 부분적으로나마 이루어지고 있었으나 신용위험의 본격적인 금리 반영은 위기이후에 점진적으로 이루어지고 있는 현상임을 시사한다. 중소기업 표본의 분석결과 또한 위기이후 금융기관의 금리결정이 미흡하나마 점차 효율화되고 있다는 가설을 지지하는 것으로 판단된다. 중소기업의 경우 수익성의 금리효과는 위기이후에만 유의한 것으로 나타나며 신용위험의 금리 효과도 위기이후 정상적인 방향으로 전환되었음을 알 수 있다.

<표 7> 금융기관 차입금 평균금리 결정요인 패널분석

a. 외감이상 전체 기업 (종속변수 : 차입금 평균금리 (INTR))

설명변수	전체기간 (1990-2005)	위기이전 (1990-1996)	위기이후 (1999-2005)
SIZE (t-1)	0.0032*** (20.34)	-0.00349*** (-10.98)	0.0067*** (35.28)
PROF (t-1)	-0.0172*** (-11.81)	-0.0124** (-2.08)	-0.0170*** (-12.21)
TANG (t-1)	-0.0138*** (-14.98)	-0.0235*** (-11.05)	-0.0071*** (-7.15)
CRED (t-1)	-0.0002*** (-8.67)	0.0002*** (4.84)	-0.0004*** (-18.76)
INTR (t-1)	-0.000003 (-0.63)	-0.000005 (-0.66)	-0.000003 (-0.47)
SBSD (t)	-0.0719*** (-117.24)	-0.0982*** (-57.81)	-0.0622*** (-99.95)
관측치 수	63,925	18,306	38,481
Adjusted R ²	0.37	0.21	0.34

b. 외감이상 중소기업 (종속변수 : 차입금 평균금리 (INTR))

설명변수	전체기간 (1990-2005)	위기이전 (1990-1996)	위기이후 (1999-2005)
SIZE (t-1)	0.0040*** (16.98)	0.0004 (0.73)	0.0050*** (18.86)
PROF (t-1)	-0.0168*** (-11.15)	-0.0090 (-1.26)	-0.0161*** (-11.47)
TANG (t-1)	-0.0141*** (-13.83)	-0.0221*** (-8.55)	-0.0085*** (-8.01)
CRED (t-1)	-0.0001*** (-8.00)	0.0001*** (3.28)	-0.0003*** (-13.86)
INTR (t-1)	-0.000004 (-0.83)	-0.000005 (-0.75)	-0.000002 (-0.36)
SBSD (t)	-0.0695*** (-105.15)	-0.0977*** (-47.29)	-0.0614*** (-84.63)
관측치 수	50,694	13,148	32,046
Adjusted R ²	0.39	0.21	0.32

주 : 1) ***, **, * 는 추정계수가 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

2) 상수항, 산업더미, 연도더미의 추정계수는 지면상 보고를 생략함.

(2) 금융기관 차입의 효과에 대한 분석

본 절에서는 금융기관이 미래지향적인 선별기준을 적용하여 여신을 배분하고 있는지 아울러 금융기관에 대한 기업의 차입 성공이 실제로 기업의 사후적인 경영성과와 연계되고 있는지를 분석함으로써 여신배분의 효율성에 대한 평가를 시도하여 보고자 한다. 금융기관 차입이 기업의 사후적인 수익성에 미치는 효과를 실증분석하기 위하여 식 (4)와 같은 회귀분석 모형을 설정하였다. 종속변수는 총자산대비 경상이익의 비율인 총자본경상이익률(PROF)로 설정하였으며 설명변수로는 기업 규모 변수와 금융기관 차입금 비중변수, 그리고 본 회귀분석 모형에 포함되지 않은

여타 수익성 결정요인과 기업 수익성의 자기상관성을 통제하기 위하여 종속변수의 1기 시차변수를 설명변수로 포함하였다.

$$\begin{aligned}
 PROF_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 PROF_{i,t-1} + \sum_{s=1}^3 \theta_s (L/TA)_{i,t-s} \\
 & + \sum_{j=1}^I \gamma_j IDDUM_{i,t} + \sum_{k=1}^N \delta_k YRDUM_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (4)$$

〈표 8〉의 추정결과를 요약하면, 첫째, 위기이전에는 기업규모가 클수록 수익성이 낮았으나 위기이후에는 기업규모가 클수록 수익성이 높은 것으로 나타나 위기이후 대기업 부문의 구조조정이 중소기업에 비해 상대적으로 빠르게 이루어졌음을 알 수 있다. 둘째, 위기이전에는 금융기관의 차입 비중이 높은 기업일수록 통계적으로 유의하게 수익성이 낮은 것으로 나타나지만, 위기이후에는 이러한 현상이 현저히 약화되었다. 그러나 위기이후 금융기관 차입이 기업의 사후적인 수익성을 증대시키는 것으로 결론짓기는 어려운데 이는 위기이후 차입금 비중의 1기 시차변수는 수익성에 유의한 양의 효과를 미치는 것으로 나타나지만 1기~3기간 시차변수의 합은 여전히 0과 통계적으로 다르지 않은 것으로 나타나기 때문이다.

이러한 분석결과는 중소기업 표본의 경우에도 유사하게 나타난다. 이상의 논의를 종합하면 금융기관 차입의 효과가 유의하게 음(-)으로 나타나던 위기이전과 비교해서는 위기이후 금융기관의 여신심사 및 선별기능에 일부 개선이 이루어지고 있는 것으로 보인다. 그러나 여전히 잠재 부실기업에 대한 여신이 상당규모 유지되고 있는 등 금융기관 여신배분의 효율성은 충분히 가시적으로 제고되고 있지는 못한 상황이라 하겠다.

IV. 종합평가 및 향후 과제

본고에서는 위기이후 지난 10년간 우리 금융시스템의 변화를 거시금융구조에 대한 비교금융시스템론적 접근, 금융산업의 수익성과 안정성에 대한 대형화·그룹화의 영향, 그리고 금융중개기관의 자원배분 효율성 변화라는 세 측면에서 분석하여 보았다. 분석결과를 종합하면 다음과 같다.

〈표 8〉 금융기관 차입이 수익성에 미치는 효과 패널분석

a. 외감이상 전체 기업 (종속변수 : 총자본경상이익률 (PROF))

설명변수	전체 표본기간 (1990-2005)		위기이전 (1990-1996)		위기이후 (1999-2005)	
SIZE (t-1)	0.0033*** (4.62)	0.0028*** (6.23)	-0.0020*** (-6.00)	-0.0018*** (-4.76)	0.0074*** (6.40)	0.0070*** (9.97)
PROF (t-1)	0.4144*** (61.26)	0.4206*** (87.31)	0.5862*** (95.81)	0.5654*** (75.18)	0.3888*** (42.46)	0.4009*** (64.01)
L/TA (t-1)	-0.0059 (-1.27)	0.0196*** (4.01)	-0.0206*** (-8.41)	-0.0604*** (-11.88)	0.0144** (1.98)	0.0539*** (7.78)
L/TA (t-2)		-0.0253*** (-4.57)		0.0658*** (11.85)		-0.0453*** (-5.78)
L/TA (t-3)		-0.0105** (-2.39)		-0.0297*** (-7.09)		-0.0094 (-1.49)
L/TA 추정 계수의 합		-0.0162		-0.0244		-0.0008
F-통계량1) (p-값)		25.62*** (<0.0001)		69.67*** (<0.0001)		0.03 (0.86)
관측치 수	67,987	49,322	19,321	13,783	40,574	29,328
Adjusted R2	0.07	0.18	0.40	0.38	0.06	0.16

b. 외감이상 중소기업 (종속변수 : 총자본경상이익률 (PROF))

설명변수	전체 표본기간 (1990-2005)		위기이전 (1990-1996)		위기이후 (1999-2005)	
SIZE (t-1)	0.0052*** (4.49)	0.0057*** (7.31)	-0.0018*** (-3.21)	-0.0018*** (-2.66)	-0.0091*** (5.18)	0.0107*** (9.37)
PROF (t-1)	0.3893*** (48.67)	0.3957*** (70.01)	0.5164*** (68.18)	0.5067*** (53.78)	0.3716*** (35.31)	0.3820** *(52.93)
L/TA (t-1)	0.0014 (0.25)	0.0326*** (5.48)	-0.0293*** (-9.89)	-0.0741*** (-11.93)	0.0215** (2.53)	0.0712*** (8.67)
L/TA (t-2)		-0.0337*** (-5.02)		0.0796*** (12.07)		-0.0607*** (-6.50)
L/TA (t-3)		-0.0076 (-1.44)		-0.0377*** (-7.47)		-0.0028*** (-0.38)
L/TA 추정 계수의 합		-0.0087		-0.0322		0.0076
F-통계량1) (p-값)		5.14** (0.0234)		11.53*** (<0.0001)		1.83 (0.1764)
관측치 수	53,783	37,697	13,957	9627	33,595	23,475
Adjusted R2	0.06	0.16	0.33	0.33	0.05	0.15

주 : 1) F-통계량은 L/TA(-1)부터 L/TA(-3)까지의 추정계수의 합이 0이라는 제약으로부터 계산.

2) ***, **, * 는 추정계수가 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

3) 상수항, 산업더미, 연도더미의 추정계수는 지면상 보고를 생략함.

첫째, 거시금융구조적인 측면에서 볼 때, 위기이후 시장중심형 금융구조를 지향하는 점진적인 전환이 이루어지고 있는 것으로 판단된다. 그러나 금융구조조정 정책적 특성과 이에 대응한 기업, 가계, 금융기관 등 금융주체의 행태 변화로 인하여 자금순환의 불안정성과 쏠림현상이 발생하였으며, 금융시스템내 다양한 불균형이 노정되었다. 즉 은행중심의 구조조정 정책 추진과 가계부문의 안전자산 선호 등으로 금융저축이 은행권에 집중되고 단기화되면서 상대적으로 비은행부문이 위축되고 자본시장의 성장이 지체되는 현상이 초래되었다. 우량기업을 중심으로 은행자금에 대한 수요가 감소하면서 은행부문은 위험대비 수익성이 높은 가계여신을 중심으로 자산구조를 변화시켜 왔으나, 부동산관련 규제의 강화, 가계부문의 부채상환능력 저하 등으로 한계에 봉착하였다. 이후 은행부문은 중소기업에 대한 여신을 대폭 확대하면서 본연의 중개기능을 확충하는 계기를 마련하였다. 그러나 구조조정 초기에 정부주도의 부실금융기관 선별이 이루어짐에 따라 경쟁력 등 미래지향적인 기준에 따라 시장에서 금융기관이 차별화되기보다는 금융기관의 규모나 단기 수익성, 정태적 건전성 지표에 집착하는 금융기관 경영이 이루어짐으로써 실물부문에 대한 중개기능이 전반적으로 약화되었다.²⁴⁾ 또한 금융저축이 자본시장으로 적절히 분산되지 못함으로써 산업구조의 변화에 수반하는 신기술·고위험 기반 혁신산업 및 유망 중소기업 부문의 금융수요가 제대로 충족되지 못하는 금융수요와 공급의 미스매치 현상이 최근까지 지속되었다.²⁵⁾

둘째, 금융의 대형화·그룹화와 더불어 금융기관의 수익성과 건전성은 가시적으로 제고되었으며, 이러한 경영성과의 개선은 위기이후 금융통합에 따른 대형화 효과와 비용효율성 증대에 기인하고 있다. 즉 권역별 금융기관의 통합을 촉진함으로써 규모의 경제 실현을 통해 단기간 내 금융기관의 수익력과 자본력을 확충하고자 목표했던 정부의 구조조정 정책은 비교적 소기의 성과를 거둔 것으로 판단된다. 그

24) Rajan(1994)은 은행 경영진에 대한 단기 업적주의 압력 증대가 은행대출의 경기순응성을 심화시키는 요인으로 작용함을 보이고 있다. 강종구(2005)는 우리나라에서 위기이후 은행의 안전자산 투자비중 및 단기자산 보유 비중이 상승한 점을 들어 금융중개기능이 약화되고 있음을 지적하고, 이러한 원인으로 대형화·겸업화에 의한 중소기업 대출비용 상승, 단기수익성과 안정성에 치중한 경영행태, 외국계은행의 가계대출 비교우위 점유 등을 들고 있다.

25) 최공필(2007)은 위기이후 과도한 위험기피적 성향과 위험산정이 어려운 시장여건으로 인하여 자원배분이 왜곡되었으며, 금융시스템의 낙후성으로 인하여 과잉유동성이 비교역서비스 부문에 대한 효율적인 투자와 미래성장기반 확충으로 이어지지 못하고 있음을 강조하였다.

러나 권역별 분업주의와 열거주의에 기초한 규제체계 등으로 그룹화의 진전에도 불구하고 겸업화의 시너지 효과는 아직까지 본격적으로 실현되지 못하고 있다. 향후 자본시장의 활성화, 금융산업의 개방 등에 따른 경쟁압력 증대로 대형화 효과의 추가적 실현에는 한계가 있을 것으로 보이며, 따라서 향후 금융산업의 지속적인 성장을 위해서는 겸업화의 실질적인 진전에 따른 수익구조의 다변화가 요구된다. 한편 금융산업의 안정성 측면에서는 위기이후 우려와는 달리 대형 금융그룹의 도산위험 증대 현상은 아직 발생하고 있지 않지만, 시장규율의 저하와 대형 금융그룹간의 직간접적인 상호의존성 증대, 비은행부문으로부터 은행부문으로의 위험 전이 등으로 시스템위험의 발생 소지는 점차 높아지고 있는 것으로 판단된다.

셋째, 금융중개기관의 자본배분 효율성 측면에서 볼 때, 최근 부동산담보대출의 급증 현상 등에서 보듯이 금융재원의 배분이 국민경제의 성장잠재력 확충이나 생산성 제고와 효율적으로 연계되지 못하고 있다. 다만 기업여신에 한하여 위기이후 금융중개기관의 여신배분 행태를 분석해보면, 금융기관의 여신결정은 점차 수익성과 위험을 중시하는 방향으로 변화하고 있으며 여신금리 또한 수익성과 신용위험에 따라 점진적이거나 차별화가 진행되고 있다. 그러나 위기이후에도 잠재 부실기업에 대한 여신 회수의 어려움 등으로 금융기관의 여신배분이 기업성과의 개선과 직접적으로 연계되지 못하고 있으며, 담보력은 취약하나 사업성이 유망한 혁신기업 부문에 상업적 베이스의 금융자금이 원활히 공급되는 보다 적극적인 위험인수와 효율적인 중개기능이 발휘되는 수준에는 이르지 못하고 있다.

그렇다면 금융본연의 기능 측면에서 과연 위기이전의 문제점은 얼마나 개선된 것으로 평가되어야 할 것인가? 먼저 저축결집기능은 위기이후에도 여전히 가계의 실물자산 선호가 지속되고 있음에도 불구하고 안전자산을 중심으로 한 은행권 금융자산의 빠른 증대에 비추어 비교적 양호하게 수행되고 있는 것으로 평가된다. 자본배분기능은 개별 금융기관의 입장에서는 위험대비 수익에 따른 자산구조의 재편 등 일정수준 진전되고 있으나 금융시스템 전반적으로는 자금순환의 왜곡현상과 함께 실물부문에 대한 자본의 효율적인 배분기능이 오히려 저하되고 있는 모습이다. 이러한 자본배분기능의 저하 현상은 최근 중소기업대출의 확대에도 불구하고 금융중개기관의 보다 적극적인 위험인수와 자본시장을 통한 효율적인 위험분산 등 금융본연의 위험조절기능이 위기이후에도 여전히 제대로 작동하지 못하고 있기 때문인 것으로 판단된다. 마지막으로 모니터링 및 거버넌스기능은 위기이전의 인식 및 제도

부채 상황에 비해서는 분명히 진전된 측면이 있으나 기업 부채상환능력의 변화에 따른 보다 적극적인 기업구조조정 기능과 기업경영에 대한 상시적인 감시기능을 수행하는 장기투자자 및 기관투자자의 역할 등에서 여전히 미흡한 수준에 머물고 있다.

이상에서 논의한 위기이후 우리나라 금융시스템의 변화에 대한 분석 및 평가에 기초해 볼 때 향후 추진되어야 할 과제는 크게 다음과 같이 세 가지로 정리해볼 수 있다.

첫째, 위기이후 은행부문에 편향된 불균형적인 자금순환구조를 정상화하고 은행과 자본시장이 보다 균형있게 발전할 수 있는 금융구조를 정립함이 필요하다. 우리나라에서도 산업구조의 고도화와 개방, 성장에 요구되는 정보와 기술의 변화, 저금리와 고령화 등을 고려할 때 자본시장의 심화와 발전은 매우 필수적이며, 따라서 중장기적으로 시장중심형 금융구조가 정착될 필요가 있다. 투자의 선별을 위한 정보구조가 복잡다기화 되면서 보다 다양하고 이질적인 정보를 가진 다수의 투자자가 시장기능에 의해 재원을 배분하는 자본시장의 기능이 향후 더욱 중요시될 것이기 때문이다. 그러나 전통적으로 은행의 기능이 중시되어온 우리나라의 경우 금융구조 전환의 중간단계에 있어 은행의 저축결집기능 및 정보비대칭성 완화 기능과 자본시장의 위험흡수 및 분산기능이 보다 유연하게 결합됨으로써 최적의 중개기능이 발휘될 수 있도록 은행과 자본시장의 연계가 강화될 필요가 있다.

예컨대 기업금융에 있어 여신업무와 증권업무의 연계, 중소기업대출의 자본시장 유동화, 은행 투자은행 업무의 확대, 간접투자 상품의 교차판매 등 은행부문과 자본시장의 다양한 연계 활동 강화를 통해 금융중개서비스의 질적 기반이 확충되어야 한다. 은행은 금융그룹화의 장점을 최대한 활용하여 겸업화 체제를 구축하고 전문인력의 확충 및 인센티브 체제 마련, 관련 정보 및 위험관리 인프라 구축 등 투자서비스 역량을 강화함으로써 이자이익에 편중된 수익구조를 비이자수익 부문으로 다각화하여야 한다. 더불어 전통적인 예대업무에 있어서도 중소기업대출 유동화 등 자본시장과 연계한 위험분담시스템의 활성화가 필요하며, 유망 중소기업을 대상으로 주식전환조건부 후순위대출, 연성대출(soft loans), 팩토링, 리스, 벤처캐피탈, 사모펀드 등을 통한 직간접 출자, 직접금융 발행시장 업무 등, 기업의 성장단계에 따라 은행과 자본시장이 연계되어 다양한 형태의 금융 패키지가 제공될 수 있도록 기업금융서비스가 보다 다원화될 필요가 있다.

이를 위해서는 금융기관의 자산성장 기반 확대와 규모의 경제 실현을 유도함으로써 이를 통해 금융기관의 수익성과 자본건전성을 확충하고자 목표했던 기존 체제로부터 규제체제의 중심을 공정한 시장경쟁과 겸업화를 통한 범위의 경제 실현, 그리고 이에 기반한 금융서비스의 질적 기반 확대로 전환할 필요가 있다. 이러한 의미에서 자본시장통합법은 자본시장 관련 상품규제의 완화와 겸업의 허용, 새로운 규율체계의 정립 등을 통해 자본시장의 내연을 다지고 경쟁력을 강화함으로써 은행에 치우친 금융시스템의 불균형을 해소하는 계기가 될 수 있을 것으로 생각된다. 수요자 측면에서도 투자상품의 다양화와 기업금융의 최적화, 위험분산 기회의 확충 등 긍정적인 효과를 기대해 볼 수 있을 것이다. 그러나 기본적으로 열거주의 체계를 유지하고 있는 은행 및 보험권 규제시스템과의 상이성, 금융투자회사 상품에 대한 준지급결제기능의 부여 등으로 시장의 불안정성이 증대되는 경우 예기치 못한 부작용과 시스템위험의 발생을 야기할 가능성이 있다. 따라서 자본시장의 규제완화에 따른 금융감독기능의 강화와 더불어 투자와 관련한 철저한 자기책임원칙 및 시장규율의 확립이 병행되어야 할 것으로 생각된다.

둘째, 우리경제의 지속적인 성장잠재력 확충을 위해서는 보다 혁신적이며 잠재적인 역량을 보유한 중소기업 부문에 대한 금융기능이 확충될 필요가 있다. 과거 초과 자금수요가 상존하는 상황 하에서는 중소기업에 대한 금융공급의 양을 확보하는 양적 중개위주의 금융정책이 주효하였지만, 기업 자금수요의 감소로 공급자간 경쟁이 심화되면서 유망 중소기업을 선별하고 수요자의 니즈에 부합하는 질 높은 금융서비스를 공급하는 선별기능과 위험인수기능의 확충이 더욱 중요한 과제가 되고 있다. 따라서 과거 보호 및 육성에 치중한 일회적 금융지원 체제로부터 탈피하여 금융지원이 중소기업의 자생적이며 지속가능한 경쟁력 확충으로 이어질 수 있도록 상업적 원리에 기반을 둔 시장친화적인 중소기업 금융시스템을 구축할 필요가 있다. 정책금융에 의존한 은행 일변도의 금융재원 배분 체제에서 탈피하여 기업의 유형과 성장단계에 따라 은행, 비은행금융기관, 벤처캐피탈, 사모펀드, 자본시장 등 자금공급자간 연계를 통한 다원화된 금융서비스가 제공될 수 있어야 하며, 유망기업의 성장 과정을 효율적으로 뒷받침할 수 있도록 자금, 정보, 경영지원, 구조조정 등 기업 종합금융서비스가 제공될 수 있어야 한다.

상업적 원리에 기반한 중소기업 금융의 활성화를 위해서는 우선 중소기업 관련 신용정보가 원활히 생산·유통될 수 있는 하부구조가 정립되어야 한다. 이를 위해

서는 중소기업 크레딧뷰로우(CB) 참여기관의 확대와 공공정보 공개를 위한 관련 법제도 정비가 이루어져야 하며, 기술평가 및 인증체계의 정비, 기술가치 평가정보의 확인 및 공유, 관련 DB의 구축 관리 등을 위한 정부 주관의 기술가치평가 지원 기구를 운영하는 방안도 고려해볼 필요가 있다. 최근 은행부문의 중소기업대출이 확대된 점은 긍정적으로 평가될 수 있으나 여전히 담보와 보증에 의존하는 바 크며 이러한 측면에서 지역은행을 중심으로 은행의 관계형 대출 역량도 제고되어야 한다. 은행의 관계형 대출 유인을 높이기 위해서는 신용정보와 대출위험에 따른 거래 조건의 차별화가 효율적으로 이루어질 수 있는 여건 마련이 필수적이며 관계형 대출을 위한 별도의 여신체계 및 위험관리시스템이 운용될 수 있도록 하고 이러한 시스템을 통한 대출의 경우 사후적 부실화에 따른 불이익이 없도록 하여야 한다.

아울러 자본시장을 통해 은행의 중소기업대출 유동화 및 위험분산이 가능토록 지원할 필요가 있다. 신 BIS 제도가 도입되면 신용등급에 따른 위험차등화 등으로 중소기업대출이 더욱 위축될 가능성이 크므로 대출채권담보부채권(CLO), 신용파생상품 거래 등을 활성화하고, 일정조건을 갖춘 중소기업 CLO의 경우 신용보증기금 등 공적기관이 부분보증을 통해 신용위험 경감을 지원하는 제도도 고려할 필요가 있다. 금융기관의 선별기능을 활용한 혁신 중소기업 펀드의 설립을 활성화하고 일반 중소기업 펀드에 대한 은행의 투자 또한 활성화함으로써 유망 중소기업에 대한 장기 안정적인 자금공급이 확대될 수 있도록 하여야 한다.²⁶⁾

셋째, 금융의 대형화·그룹화에 대응하여 금융감독기능을 더욱 효율화할 필요가 있다. 이미 지적인 바와 같이 소수 대형 금융그룹에 의한 금융산업 지배는 시장지배력의 상승을 통해 금융서비스 이용자의 부담을 증대시킬 수 있으며, 지역, 서민 등 취약부문에 대한 원활한 금융서비스 공급도 위축될 소지가 있다. 또한 겸업화의 진전에 따라 비은행금융권 및 직접금융시장으로의 자산이전이 증대되면서 예금자보호 등 공적안전망에 의한 금융 안정성의 확보도 더욱 어려워질 것으로 예상된다. 금융의 대형화·그룹화 진전에 대응하여 금융시스템의 안정성을 확보하기 위해서는 다음과 같은 부문에서 감독기능이 더욱 확충될 필요가 있다. 우선 금융그룹을 하나의 동일체로 인식하고, 그룹단위로 건전성 규제 등을 실시하는 위험중심의 연결감독체제를 확립할 필요가 있다. 연결재무정보에 기초하여 전체 금융그룹 차원에

26) 혁신중소기업 금융과 관련한 은행의 역할 강화 방안에 대해서는 함준호·강종구(2005) 참조.

서 자회사간 위험요인의 전이 및 파급 가능성을 고려한 자기자본규제 등 위험중심 건전성 감독이 이루어질 수 있도록 연결감독을 강화하는 한편, 대규모 기업집단에 소속된 혼합금융그룹에 대해서도 경제적 동일체에 대한 연결감독이 가능도록 감독 기능을 확충하는 방안도 검토될 필요가 있다.

아울러 대형 금융그룹에 대한 대마불사 및 규제유예의 기대가 불식될 수 있도록 금융그룹에 대한 적기시정조치, 최소비용원칙의 엄격한 적용 등 감독당국의 책임성을 강화하고, 겸업화에 따른 공적 안전망의 확대를 효과적으로 차단하기 위한 감독 장치를 마련할 필요가 있다. 또한 대형 금융기관의 재무상태와 위험수준에 대한 정보의 투명성 제고를 통해 시장규율을 제고하고 금융그룹의 위험에 대한 시장의 평가를 건전성 감독에 활용하는 감독제도를 도입할 필요가 있다. 마지막으로 금융의 대형화·그룹화에 수반한 시스템위기의 가능성을 효과적으로 통제하기 위한 법제도적 정비가 필요하다. 은행과 산업자본의 분리 원칙을 엄격히 유지하고 시스템위기의 정의와 범위, 공적 안전망의 가동 등 위기의 판정 및 사후 처리에 대한 법적 절차를 명확히 하며, 금융감독 당국과 한국은행, 재경부, 예금보험공사 등 관련 규제기관간의 상시적인 협조체제도 강화되어야 한다.²⁷⁾ 결국 새로운 환경하에서 금융시스템의 안정성은 공적 규제체제의 효율화와 더불어 철저한 시장원리의 정립으로 시장참여자가 자발적 유인에 의해 위험을 모니터링하는 시장규율 체제를 강화함으로써 달성할 수밖에 없다.

27) 강동수(2005)는 공적지원에 의존할 수밖에 없는 구조적 위기에 대하여 판정기준과 주체, 대응방안 등이 성문화되어 있지 못할 경우 정책의 신뢰성과 책임성이 저하되며 관련 경제 주체의 도덕적 해이가 심화된다는 점에 근거하여 위기의 판정 및 대응방식에 대한 구체적 법제화가 필요함을 주장하였다.

■ 참 고 문 헌

1. 강동수, “거시금융감독정책의 방향,” 『정책연구시리즈』, 한국개발연구원, 2005.
2. 강종구, “은행의 금융중개기능 약화 원인과 정책과제,” 『경제분석』, 제11권 3호, 2005, pp. 1-33.
3. 구본성·신용상, “금융시장의 통합화와 시장구조의 안정성,” 한국금융학회 춘계 금융정책 심포지엄 발표자료, 2006.
4. 김경수·오완근, “금융구조조정의 성과와 과제,” 『금융안정연구』, 제7권 별호, 2006, pp. 1-30.
5. 김동원·박경서, “기업 지배구조에 있어 기관투자자의 역할 모색,” 『금융학회지』, 제2권 2호, 1997, pp. 263-318.
6. 김준경, “금융기관 소유구조 개선방안,” 『KDI 연구자료』, 99-18, 한국개발연구원, 1999.
7. 김현욱, “은행의 대형화와 은행부실위험,” 『KDI 정책연구시리즈』, 한국개발연구원, 2003a.
8. _____, “국내 은행산업의 대형화에 따른 경쟁도 변화 분석,” 『KDI 정책연구』, 제25권 제1호, 2003b, pp. 55-98.
9. 박래수·윤석현, “내부주주, 외부주주 및 은행의 기업감시효과에 관한 실증연구,” 『금융학회지』, 제6권 1호, 2001, pp. 29-61.
10. 오규택·이창용, “외환위기 이후 자금순환의 특징 : 회사채 부실화에 대한 연구,” 『금융학회지』, 제6권 1호, 2001, pp. 1-28.
11. 오완근·김형식·송홍선, “금융의 대형화·겸업화가 예금보험기금에 미치는 리스크 및 대책,” 『예금보험공사 외부연구지원 공모논문집』, 예금보험공사, 2006, pp. 1-38.
12. 유재원·김태준, “금융환경변화와 기업금융,” 『국제경제연구』, 제12권 2호, 2006, pp. 191-216.
13. 이상규·이종건, “금융그룹화와 금융산업 구조: 은행산업의 경쟁구조를 중심으로,” 제1장, 『글로벌시대의 한국금융 : 금융그룹화의 영향과 과제』, 한국은행 금융경제연구원, 2003, pp. 25-97.
14. 최공필, “위기 후 10년: 우리경제의 진단과 해법,” 한국경제학회 전체회의 발표자료, 2007.
15. 최두열, 『비대칭적 기업금융 규제와 외환위기』, 2002, 한국경제연구원.
16. 함준호, “은행산업의 개혁과 정책과제,” 제3장, 전성인 편저 『한국의 금융개혁: 평가와 정책과제』, 2003.
17. 함준호·강종구, “중소기업 금융과 은행의 역할: 혁신 중소기업을 중심으로,” 『경제분석』, 제11권 3호, 2005, pp. 87-119.
18. 함준호·홍승제, “금융그룹화와 금융시스템의 안정성,” 제3장, 『글로벌시대의 한국금융: 금융그룹화의 영향과 과제』, 한국은행 금융경제연구원, 2003, pp. 145-200.
19. Ahn, Sanghoon, Hahm, Joon-Ho and Joon-Kyung Kim, “External Finance and Productivity Growth in Korea: Firm Level Evidence Before and After the Financial Crisis,” a paper presented at the 2007 EWC/KDI conference, *Reforms for Korea's Sustained Growth*, Honolulu, Hawaii, 2007.
20. Bagehot, Walter, *Lombard Street*, Homewood: Irwin, 1873.

21. Bencivenga, V. and Smith, B., "Financial Intermediation and Endogenous Growth," *Review of Economic Studies*, Vol. 58, 1991, pp.195-209.
22. Benhabib, J. and Spiegel, M., "The Role of Financial Development in Growth and Investment," *Journal of Economic Growth*, Vol. 5, 2000, pp.341-360.
23. Boyd, J.H. and Graham, S., "Consolidation in U.S. Banking: Implications for Efficiency and Risk," in Amihud Y. and Miller G. eds, *Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer, 1998.
24. Cho, Yoon-Je and Kim, Joon-Kyung, *Credit Policies and the Industrialization of Korea*, Seoul: KDI Press, 1997.
25. De Nicolo, G., "Size, Charter Value and Risk in Banking: An International Perspective," mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve system, 2000.
26. De Nicolo, G., Bartholomew, P., Zaman, J. and Zephirin, M., "Bank Consolidation, Internationalization, and Conglomeration: Trends and Implications for Financial Risk," *IMF Working Paper*, WP/03/158, International Monetary Fund, 2003.
27. De Nicolo, G. and M. L. Kwast, "Systemic Risk and Financial Consolidation: Are They Related?" *IMF Working Paper*, WP/02/55, International Monetary Fund, 2002.
28. Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., "Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparisons," chapter 3 in Demirguc-Kunt and Levine eds. *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge: MIT Press, 2001.
29. Diamond, D.W., "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt," *Journal of Political Economy*, Vol. 99, No. 4, 1991, pp.689-721.
30. Goldsmith, R., *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press, 1969.
31. Greenwood, J. and Jovanovic, B., "Financial Development, Growth and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, Vol. 98, 1990, pp.1076-1107.
32. Group of Ten, "Report on Consolidation in the Financial Sector," Bank for International Settlement, 2001.
33. Hahm, Joon-Ho, "The Government, Chaebol and Financial Institutions in Pre-crisis Korea," Chapter 3 in Haggard, Lim, and Kim eds, *Economic Crisis and Corporate Restructuring in Korea*, Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
34. _____, "Financial Restructuring," Chapter 8 in D. Chung and B. Eichengreen, eds., *The Korean Economy: Beyond the Crisis*, Edward Elgar, 2004, pp.172-93.
35. Hahm, Joon-Ho and Kim, Joon-Kyung, "Risks and Supervisory Challenges of Financial Conglomerates in Korea," *Korea Development Review*, Vol. 28, No. 1, 2006, pp.145-191.
36. Hahm, Joon-Ho and Mishkin, Frederic S., "The Korean Financial Crisis: an Asymmetric Information Perspective," *Emerging Markets Review*, Vol. 1, 2000, pp.21-52.
37. Hoshi, T. and Kashyap, A., "The Japanese Banking Crisis: Where did it come from and how will it end?" in *NBER Macroeconomics Annual*, NBER, 1999.
38. Joh, Sung Wook, "Corporate Restructuring," Chapter 9 in D. Chung and B. Eichengreen,

- eds., *The Korean Economy: Beyond the Crisis*, Edward Elgar, 2004, pp. 194-217.
39. Joh, Sung Wook, "An Empirical Study on Bank Monitoring in Korea," Chapter 3 in Cho, L.S. Seong, and S. Lee eds., *Institutional and Policy Reforms to Enhance Corporate Efficiency in Korea*, Korea Development Institute, 2007, pp.71-89.
40. King, R.G. and Levine, R., "Finance and Growth: Schumpeter might be right," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, 1993, pp.717-37.
41. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, pp.1131-1150.
42. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106, 1998, pp.1113-1155.
43. Levine, Ross, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, 1997, pp.688-726.
44. _____, "Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is better?" *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, 2002, pp.398-428.
45. Levine, R. and Zervos, S., "Stock Markets, Banks and Economic Growth," *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, 1998, pp.537-58.
46. Lim, Wonhyuk and Hahm, Joon-Ho, "Turning a Crisis into an Opportunity: The Political Economy of Korea's Financial Sector Reform," a chapter in Mo, J. and Okimoto, D. eds, *From Crisis to Opportunity: Financial Globalization and East Asian Capitalism*, Shorenstein APARC distributed by Brookings Institution Press, 2006.
47. McKinnon, R., *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: Brookings Institution, 1973.
48. Mishkin, F.S., "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy-makers," in *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, FRB Kansas City, 1997.
49. Park, Yung-Chul, "The Role of Finance in Economic Development in South Korea and Taiwan," in Giovannini, A. ed., *Finance and Development: Issues and Experience*, Cambridge: Cambridge University Press, 1993, pp.121-157.
50. Rajan, Raghuram G., "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 2, 1994, pp.399-441.
51. Rajan, Raghuram G. and Zingales, Luigi, "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, No. 3, 1998, pp.40-48.
52. Shaw, E.S., *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.
53. Shin, Inseok and Hahm, Joon-Ho, "The Korean Crisis - Causes and Resolution," *KDI Working Paper*, No. 9805, Korea Development Institute, 1998.
54. World Bank, *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, New York: Oxford University Press, 2001.

The Post-crisis Transformation of Korea's Financial System

Joon-Ho Hahm*

Abstract

This paper evaluates the structural transition of Korea's financial system from three perspectives - the macro flow of funds, financial sector consolidation, and lending practices of financial intermediaries. We find that the development of a market-based financial system has been limited due to the 'bank-first' restructuring policy combined with the low risk appetite of firms and households. Second, the marked improvement in the profitability and capital soundness of financial firms may not be sustainable as asset size and economies of scale-based profitability may not persist. Third, the corporate lending practices of financial intermediaries seem to have taken steps forward. However, information production and risk sharing roles of financial intermediaries remain far from fully functional.

Key Words: financial crisis, financial system, financial intermediation

* Associate Professor, Graduate School of International Studies, Yonsei University