

最終貸付者機能: Bagehot原則의 現代的 解釋*

安 喆 遠**

논문초록

최근의 금융위기시기에 빈번하게 논의되고 있는 중앙은행의 최종대부자기능은 1873년에 발행된 Walter Bagehot의 “롬바드 스트리트(Lombard Street)”에서 원칙이 정립된 기능이다. 19세기 중반 영국의 금본위제 하에서 내외적 유출이 있는 경우 개별금융기관에 대한 긴급유동성제공과 관련하여 “대출은 단지 지불가능한 기관에, 좋은 담보에 대해, 높은 이자율로, 제한없이 행해져야 하며 중앙은행은 이러한 대출을 할 준비가 되어 있다는 것을 미리 분명히 밝혀야 한다.”는 것이 Bagehot가 제시한 최종대부자기능의 고전적 원칙이다. Bagehot는 ‘불안감의 해소에 의한 위기극복’과 ‘영란은행 준비금의 효율적 사용’의 관점에서 이 원칙을 제시하였는데 이후 경제환경과 정책환경이 변화하고 특히 최종대부자기능이 갖는 도덕적 해이가 중시되면서 많은 비판적 논란이 있어 왔으나 현실적으로 금융위기가 심화되면서 Bagehot의 원칙은 완화되어 왔다. 특히 지불불가능한 기관에 대한 지원금지원칙과 벌칙이자율적용원칙이 크게 완화되어 왔다. 반면 중앙은행의 금융안정책무의 명확한 인식, 의사소통의 필요성의 강조 그리고 준칙의 공표에 의한 즉각적인 대응원칙은 Bagehot의 원칙에서 새롭게 인식되고 강조되어야 할 것이다.

핵심 주제어: 최종대부자기능, Bagehot원칙, 벌칙이자율

경제학문헌목록 주제분류: B3, E5

투고 일자: 2008. 7. 4. 심사 및 수정 일자: 2009. 1. 2. 게재 확정 일자: 2009. 2. 24.

* 이 논문은 2007년도 서울시립대학교 학술연구조성비에 의하여 연구되었음. 논문의 질적 개선에 많은 도움을 주신 세 분의 익명의 심사자와 신성희교수께 감사드립니다.

** 서울시립대학교 경제학부 교수, e-mail: cwahn@uos.ac.kr

I. 서론

2007년 미국에서 시작된 서브프라임 모기지 사태로 인해 전세계의 금융시장은 혼란에 빠졌으며 이 혼란을 진정시키기 위해 2007년 8월부터 미국의 연방은행을 비롯한 많은 선진국의 중앙은행들이 긴급하게 금리를 인하하고 유동성을 시장과 금융기관에 투입하였으며 한국은행도 2007년 11월 30일 1조 5,000억원(실제 낙찰규모는 1조 2000억원)의 국고채 단순매입을 통해 시장에 유동성을 투입하고 정책금리를 인하하는 등 대처에 나섰다.

금융위기발생시의 중앙은행의 이러한 활동이 최종대부자(Lender of Last Resort: LLR) 기능인데 이것은 ‘유동성에 대한 비정상적인 수요의 증가를 유발하는 위기의 발생시에 다른 방식으로는 그 유동성이 충족될 수 없는 경우에 중앙은행이 유동성 위기에 처한 개별금융기관 또는 시장에 유동성을 일시적으로 공급하는 것’을 의미한다. 이러한 중앙은행의 최종대부자기능과 관련하여 Bagehot(1873)가 정립한 고전적 원칙(견해)은 중앙은행의 LLR정책은 적어도 다음의 3가지 조건을 충족시켜야 한다는 것이다.¹⁾ (i) 대출은 단지 지불가능한 기관에 대해서만 제공되어야 한다. (ii) 대출은 좋은 담보에 대해, 높은 이자율로, 제한 없이 행해져야 한다. (iii) 중앙은행은 조건을 충족하는 은행에는 대출할 준비가 되어 있다는 것을 미리 분명히 밝혀야 한다(Bordo, 1990; Freixas et al., 2002).

이러한 Bagehot의 원칙은 한편으로는 너무 제약적이라고 비판을 받고 있다. 첫째, LLR의 출현은 도덕적 해이를 유발하기 때문에 중앙은행의 개별기관에 대한 긴급대출은 오히려 더 나쁜 영향을 미친다. 중앙은행이 유동성을 공개시장조작(OMO)을 통해 제공하면 은행 간 시장을 통해 유동성이 조절되기 때문에 중앙은행이 개별기관에 대해 유동성을 제공할 필요가 없다. 둘째, 지불불능은행과 비유동적 은행을 단기간에 분명하게 구별하는 것은 가능하지 않으며 따라서 Bagehot가 주장하듯이 지불가능한 기관에만 대출을 하는 것은 현실적으로 어렵다. 셋째, 높은 이

1) 최종대부자기능은 최근에 와서 빈번하게 사용되고 언급되고 있다. 예컨대, Bernanke(2008)는 Bagehot의 원칙들을 중심으로 최근의 서브프라임사태에서의 연방은행의 대처방식을 평가하고 있다. 그러나 이 기능은 실제로는 긴 역사를 가지고 있다. 1797년에 Francis Baring이 최초로 최종대부자(dernier ressort)란 용어를 사용한 이후 Thornton(1802)에서 처음으로 최종대부자기능이 제시되었고 Bagehot(1873)에서 정책의 원칙이 정립되었다.

자율에서 대출을 하는 것은 금본위제와 같은 당시의 여건에 적합한 것이며 현재의 관리통화제에는 적합하지 않을 수 있다.

다른 한편으로 Bagehot의 원칙이 최근에 와서 엄격하게 지켜지지 않고 있다고 비판받고 있다. 예컨대, Schwartz (2002)는 중앙은행이 위기대출자(crisis lender)에서 나아가 위기관리자(crisis manager)의 역할도 수행하는 등의 LLR개념의 확대, 지불불능인 기관에 대한 지원, 좋은 담보를 대상으로 높은 벌칙이자율에서 대출하라는 원칙의 포기, 원칙의 사전적 공지 대신 모호성채택 등을 지적하면서 “이러한 전통있는 원칙의 수정은 나에게서는 그러한 원칙을 재량으로 대체하는 것으로 보이며 중앙은행이 그들의 방어를 위해 주장하는 것과는 반대로 관용을 유발한다.”(Schwartz, 2002, pp. 451-2)고 지적하고 있다.

이러한 논란은 경제, 금융, 정책환경의 변화로 19세기에서의 Bagehot원칙과 현재 21세기에서의 LLR원칙에 상당한 차이가 있을 것이라는 것을 암시한다. 또한 Bagehot의 원칙에 대한 이제까지의 많은 논의는 중앙은행의 LLR로서의 행동원칙에 한정되어 너무 좁게 논의되어 온 측면도 있다. 21세기의 관점에서 Bagehot원칙의 더 중요한 측면은 Bagehot가 중앙은행의 개혁과 관련하여 언급한 바와 같이 중앙은행이 금융안정을 진정한 책무로 명확히 인식하고 이러한 책무와 관련된 원칙에 대해 민간부문과 충분한 의사소통을 할 필요가 있다는 것을 제안한 것이다. Bagehot는 위기를 신용위기라고 보고 시장에 대한 불신에서 그 원인을 찾기 때문에 중앙은행이 시장을 안정시킬 분명한 의사와 능력이 있다는 것을 보여주는 것이 중요하다고 생각하였다. 이러한 원칙은 현재의 상황에서는 다른 어떤 원칙보다 더 중요하다고 생각된다.

이 논문에서는 오늘날 빈발하는 금융위기에 대한 중앙은행의 책임과 대응이 긴급하게 요구되는 상황에서 LLR로서의 중앙은행의 행동에 대한 Bagehot의 원칙이 당시의 시대적 배경에서 어떻게 제시되었으며 오늘날 그 원칙이 어떻게 해석되고 받아들여지고 있는지에 대해 논의하고자 한다. 이를 위해 먼저 II장에서는 Bagehot가 당시의 상황을 어떻게 인식하고 어떤 문제의식을 가졌는지, 그리고 Bagehot가 구체적으로 어떤 원칙을 제시하였는지를 ‘Lombard Street (1873)’를 중심으로 살펴본다. 그리고 III장에서는 Bagehot의 원칙을 중심으로 그 이후에 21세기까지 발전되어 온 견해와 입장을 Bagehot의 견해와 비교하여 살펴본다. 그리고 IV장에서 결론적으로 Bagehot의 원칙에 대한 현대적 의미를 정리해보고자 한다.

II. Bagehot원칙의 제안배경과 내용

1. 영란은행에 대한 Bagehot의 견해

(1) 영란은행의 위상과 목적

영란은행은 영국정부에 대한 자금제공의 대가로 정부로부터 몇 가지의 특권을 부여받게 되었는데 특히 은행권의 발행권리를 부여받은 유일한 ‘주식회사’라는 특권을 가지고 있었다. 그리고 이러한 은행권의 독점적 발행권으로 인해 롬바드가 위계적 형태, 즉 지방은행은 준비금을 런던의 은행에, 런던은행들은 영란은행에 예치하는 관행과 위계적 질서가 형성되게 되었다.²⁾ (p. 98)³⁾ 이에 따라 Bagehot는 영란은행의 목적은 통화관리(통화준칙의 유지)에 의한 통화가치의 안정만이 아니라고 본다. Bagehot는 영란은행은 준비금의 궁극적, 유일한 보유자이기 때문에 이를 잘 관리함으로써 금융제도를 안정시켜야 한다고 생각하였다. 즉, 최종적 지급준비금의 유일한 보유기관이며 관리기관이라는 점을 강조하고 있다. (p. 198)

1844년의 은행법 (Peel조례)⁴⁾ 이 제정되기 전에는 영란은행의 목적(공적 의무)은

2) 1750년 이후 영국에서는 지방은행들의 급속한 발전이 있었는데 런던을 벗어난 모든 지방에서 은행권발행 사실지방은행들이 생겨났다. 이들은 그들의 고객을 위해 어음을 할인하고 은행권을 발행하였고 예금을 유치하였으며 그들 중 많은 어음은 시장중심지로서의 런던에 대한 지불 또는 수취어음이었다. 그래서 지방은행은 런던과 관련된 어음을 그들의 결제대리인(correspondent)인 런던은행으로 보내어 결제를 하였으며 또한 지방은행들은 런던의 결제대행은행에 예금에 대한 지급을 위해 은행지급준비금을 예치하였다. 그리하여 결제자금 및 은행지급준비금을 금융중심지인 런던소재은행으로 집중시키는 결과를 초래하였고 마찬가지로 런던은행들은 이러한 은행지급준비금을 영란은행에 예치하여 준비금이 영란은행으로 집중되는 결과를 가져왔다.

3) 이 논문에서 문헌표시 없이 () 속에 페이지만 표시한 것은 Bagehot(1873)를 번역한 유종권·한동근(역), 『롬바드 스트리트』, 아카넷, 2001에서 인용 또는 참조한 페이지를 말한다.

4) 1844년의 은행법(Bank Charter Act of 1844, 일명 Peel's Act)은 대개 통화학과(currency school)의 견해를 수용하였는데 중앙은행에 대한 Ricardo플랜에서의 핵심적 요소인 통화적 활동(은행권발행의 통제)과 은행적 활동(예금과 대출의 통제)의 분리를 받아들였다. 이에 따라 영란은행은 두 부서를 갖게 되었으며 하나는 발행국(Issue Department)이고 다른 하나는 은행국(Banking Department)이다. 발행국은 통화학과원칙이 요구하는 바와 같이 은행권발행을 통화지급(현금)준비금(currency reserve)에 연계시키는 공식 하에서 통화적 활동을 수행하였다. 영란은행의 은행권발행의 최대한도는 당초 1400만 파운드(이것은 증권으로 준비)+발행국이 보유하고 있는 금화와 지금의 스톡으로 설정되었다. 은행국은 일반은행과 동일한 업무를 수행하는데 위기가 발생하는 경우에 발행국의 자금을 사용하지 못하도록 금지되었다.

통화관리였다. 그러나 Peel조례에 의해 통화는 자동적으로 관리되게 되었다. 그래서 사람들은 영란은행이 이제 아무런 의무도 없다고 생각하고 있으나(p. 156) 이 생각은 잘못된 것이고 준비금의 최종적 보유자로서의 역할, 그리고 이러한 역할에서 필연적으로 따르는 금융안정역할, 특히 은행권에 대한 수요가 긴급하게 발생하는 경우 그 수요를 즉각적으로 충족시켜줌으로써 금융시장을 안정시키는 최종대부자역할이 있다고 Bagehot는 생각하였다. 준비금의 충분한 보유를 통해 신뢰를 확보하고 갑자기 발생하는 금융위기를 방지하는 책무가 있다고 본다.

특히 화폐는 그 가치가 매우 심하게 변동하는 상품인데 그것은 화폐가치(이자율)가 화폐공급이나 화폐수요의 변동에 대해 매우 민감하기 때문이다. 화폐의 양이 아주 조금만 지나치거나 아주 조금만 모자라도 이러한 변동은 쉽게 발생하며 화폐란 어느 정도의 양까지는 필수재이며 따라서 화폐에 대한 상인들의 이러한 긴박한 수요 때문에 화폐가치의 변동이 심하다. 그러므로 영란은행은 지배적 은행, 은행권을 발행하는 유일한 독점적 은행, 준비금을 궁극적으로 보유하는 은행으로서 은행권에 대한 긴급한 수요를 잘 관리하여 금융제도를 안정시킬 의무가 있다. (pp. 123-5)

(2) Bagehot의 문제의식: 영란은행의 단일지급준비금제도의 문제점

은행의 위계적 구조로 인해 지방은행은 준비금을 런던의 은행들에, 런던은행들은 영란은행에 예치하여 단일의 기관에 준비금이 집중되는 관행이 생겼는데 Bagehot는 이러한 인위적인 단일지급준비금제도는 자유은행제도 하에서 모든 은행이 각자 준비금을 보유하는 자연적 시스템에 비해 아주 비정상적이고 위험성이 매우 심각하다고 우려하고 있다.

“모든 지급준비금을 하나의 은행에 보관하는 시스템에서는 준비금의 절대적 규모가 감소할 수밖에 없는 것이다. 즉, 수요가 집중되는 바로 그 기금의 규모가 감소하기 때문에 준비금에 대한 수요가 야기하는 위험은 증가하는 것이다. 요컨대, 우리의 단일준비금제도는 다음과 같은 두 가지 해악을 내포하고 있다. 첫째, .. 위기에 직면한 많은 은행들이 어음증개상들로부터 거액의 현금을 환수하기 때문에 어음

그리고 영란은행은 은행권발행의 독점권을 얻었다. 통화학과와 은행학파가 견해를 달리한 것은 바로 이러한 두 가지 점(영란은행을 발행국과 은행국으로 이원화하는 것과 모든 은행권발행이 금화나 지폐에 의해 보장되어야 한다는 것)이었다. 이 법에 의해 영란은행의 LLR역할이 실질적으로 제거되었다고 보지만 Bagehot는 이러한 견해가 잘못되었다고 본다.

중개상들의 준비금에 대한 수요가 더욱 커지게 된다는 점, 둘째, 최종적인 지급준비금의 규모자체가 최소한의 수준으로 감소하기 때문에 신용시스템 전체가 보다 예민하고 취약해지게 된다는 점을 지적할 수 있다.”(pp. 258-9) 첫 번째 해약은 어음중개상과 같은 ‘종속적 거래인’에게 은행이 준비금의 일부를 예탁하고 있는데 어음중개상은 실질적으로 현금을 거의 보유하고 있지 않기 때문에 단일지급준비금제도는 어음중개상에 의해 매우 취약해지고 준비금문제는 더욱 악화된다는 것이다.⁵⁾ (p. 257) 두 번째의 해약은 자연적인 복수지급준비금제도에서는 각 기관이 준비금을 각자 보유하므로 자기책임 때문에 비교적 여유있는 준비금을 갖지만 단일준비금제도에서는 일반 기업의 경영진과 마찬가지로 은행의 경영진도 주주로부터 배당금을 높이라는 압력을 받게 되어 가급적 적은 준비금만을 보유하려 할 것이기 때문에 준비금이 최소화된다는 것이다.

Bagehot가 특히 단일지급준비금제도에 대해 우려하는 것은 금융공황이 신용위기에 기인한다고 보기 때문이다. Bagehot는 신용시스템에서 가장 중요한 것은 상호신뢰감이라고 생각하며 (p. 153) 따라서 Bagehot의 금융위기관은 신뢰상실에 따른 전염에 의한 위기를 말한다. 즉, 공황은 신용교란 때문에 발생하는 것이고 공황의 시초는 신용에 대한 막연한 불안으로부터 발생하며 이러한 신용에 대한 불안은 전염에 의해 확대된다는 것이다. (p. 64) 신용에 대한 이러한 연쇄적 불안은 개별기관의 준비금에 대한 수요가 한꺼번에 몰린다는 것을 의미하며 따라서 단일준비금제도가 매우 위험하다고 보는 것이다. 이러한 불안감을 잠재우고 신뢰감을 유지하는 것은 지급준비금의 단일보유자로서의 영란은행이 거액의 은행지급준비금을 유지하는 것이다. (p. 127) 그러므로 지급준비금을 유지하는 영란은행의 책임이 매우 크다. (p. 153) 특히 Bagehot는 공황(금융위기)이 단순히 금융경제만의 문제가 아니며

5) 거래의 증가에 따라 현금수요의 큰 변동에 직면한 은행은 직접 많은 현금을 보유하여야 하였으나 이러한 현금보유를 줄이기 위해 돈을 어음중개상에게 빌려주고 요구불로 찾아 쓰는 관행이 발전하였다. 따라서 어음중개상은 실질적으로는 어음을 매개로 한 일종의 은행이었다. 그런데 어음중개상에 예탁된 자금의 만기조건이 대부분 요구불이거나 초단기이기 때문에 어음중개상은 인출사태에 매우 취약하였다. 더욱이 중개상이라는 업무의 성격상 그들이 항상 상당한 수준의 지급준비금을 현금형태로 보유하기는 곤란하였으며 그래서 어음중개상은 현금이 필요한 경우 현금을 보유하고 있는 다른 사람에게 도움을 요청하지 않을 수 없는 “종속적 거래인(dependent money dealer)”이었다. 특히 단일지급준비금제도에에서는 어음중개상에 돈을 예탁하는 예금주가 주로 은행들이고 그 예탁금은 주로 그 은행들의 지급준비금의 일부이기 때문에 위기에 문제가 커지게 된다.

실물경제에도 큰 영향을 미치기 때문에 공황은 회피되거나 잘 관리되어야 한다고 본다. (p. 65)

(3) 영란은행의 최종대부자기능에 대한 견해

Bagehot는 영국의 금융제도는 단일지급준비금제도이기 때문에 위험성이 매우 심각하며 영란은행이 준비금의 궁극적 보유자로서 신용위기를 극복하기 위하여 거액의 은행지급준비금을 유지하여야 하며 실제로 위기가 발생할 때에는 무제한으로 과감하게 대출을 하여야 한다고 보았다. 이러한 영란은행의 기능이 최종대부자(Lender of last resort: LLR) 기능이다. 영란은행이 최종대부자기능을 가져야 한다고 Bagehot가 보는 이유는 영란은행이 준비금의 궁극적 보유자이기 때문이다. 그러나 Bagehot는 사람들이 잘못된 견해에 입각하여 최종대부자기능을 수행하여야 한다고 주장하는 것에 대해 비판하고 있다. Bagehot가 지적하는 잘못된 견해는 다음과 같은 것들이다. (p. 73) ① 영란은행의 은행권은 법정화폐이기 때문에 영란은행은 다른 기관들을 지원할 특별한 의무가 있다. ② 영란은행은 국고를 관리하는 정부은행이자 일종의 공공기관이므로 영란은행이 모든 사람들을 도와야 한다. Bagehot는 이러한 인식부족과 그릇된 근거가 아니라 보다 중요한, 근본적인 이유로 영란은행이 최종대부자가 되어야 한다고 주장한다. Bagehot가 말하는 진정한 의미의 최종대부자기능은 바로 영란은행이 은행지급준비금의 궁극적 보유자로서의 역할에 기인하는 것이며 이 준비금의 고유한 용도가 바로 공황이 우려되는 시기에 준비금을 대출해주는 것이기 때문에 이 목적에 맞게 준비금을 대출하는 것이다.⁶⁾ (p. 74)

그러나 현재의 관점에서 보면 Bagehot의 견해와는 정반대로 중앙은행의 최종대부자기능은 중앙은행이 준비금의 궁극적 보유자로서의 의무 때문이라기보다는 오히려 Bagehot가 잘못된 견해라고 보는 발권기관으로서의 사명, 국가경제를 관리하는

6) Bagehot는 1857년 이후 영란은행이 지급준비금 보유책무를 인식하기 시작하였고 1866년 이후 최종대부자로서의 역할을 상당히 인식하고 있었으나 여전히 혼란이 있었고 무원칙적이었으며 그래서 1870년대까지 명확한 인식과 뚜렷한 원칙이 없었다고 본다. (p. 184, p. 189) 그래서 Bagehot는 “Lombard Street”에서 명확한 인식과 뚜렷한 원칙을 제시하려고 노력하였다. Collins(1992)와 Meltzer(2003)는 영란은행이 1866년의 위기시에 최종대부자기능을 잘 인식하고 있었다고 평가하고 있는 반면 Capie et al. (1994)과 Redish(2001)는 1866년 당시에는 폭넓은 인식과 명백한 증거가 없기 때문에 최종대부자기능을 수행하지 못하였으며 1890년이 되어서야 최종대부자기능에 대해 논란의 여지가 없게 되었다고 본다.

공공기관으로서의 의무가 최종대부자기능의 더 진정한 원천이라고 볼 수 있다. 이러한 점에서 중앙은행을 둘러싼 여건이 당시와 크게 달라진 것을 알 수 있다.

그리고 Bagehot는 금융위기가 신용위기에 따른 전염에 기인한다고 보기 때문에 영란은행의 최종대부자기능은 금융제도에 대한 일차적 충격의 발생을 방지하는데 있다기보다는 즉각적인 대응으로 이러한 충격에 따른 이차적, 파생적 파산의 방지가 더 중요하다고 본다. (pp. 255-6)

2. Bagehot 원칙의 내용

Bagehot는 자유은행제도의 지지자로서 자연적인 은행시스템이 바람직하지만 현실적인, 역사적인 이유로 되돌아 갈 수는 없고 그래서 현재의 인위적인 단일지급준비제도를 잘 개선하여 문제점을 해결하는 것이 바람직하다는 견해를 갖고 있다. (p. 287) 그래서 영란은행이 최종대부자의 역할을 수행하여야 하는데 Bagehot는 1866년의 위기이후에도 영란은행의 최종대부자역할은 여전히 혼란과 무원칙 하에 있었고 그래서 영란은행의 역할에 대한 명확한 인식과 뚜렷한 원칙이 필요하다고 생각하였다.⁷⁾ 특히 금융위기시에 위기대응을 위한 원칙의 확립이 중요하다고 생각

7) 최종대부자기능에 대한 Bagehot(1826-1877)의 견해는 Thornton(1760-1815)과 영국 은행학파들의 전통을 이어가면서 19세기 초반과는 달라진 금융환경을 반영하고 있다. Meltzer(2003)가 강조하듯이 Thornton의 통화이론, 은행이론 그리고 중앙은행이론은 놀라울 정도로 훌륭한 것이며 그의 최종대부자기능에 대한 이론도 이러한 이론체계에서 나왔다. Thornton은 영란은행의 의무로 금준비금의 보호, 은행권발행의 통제 그리고 LLR의 기능의 세 가지를 제시하고 있다. 특히 Thornton은 영란은행은 LLR의 기능을 해야 하기 때문에 다른 은행과 같지 않고 공적책임을 가졌다고 본다. 일반은행의 책임이 단지 주주에게만 미치는 것과는 달리 LLR의 책임은 전체경제에 미친다고 주장한다. LLR의 의무는 은행인출사태와 공황동안에 유통수단의 총량, 따라서 총구매력을 유지하고 위기의 시기에 전체금융제도를 지원하는 것을 포함한다. 이러한 책임으로 인해 건실한 상업은행들이 대출과 은행권발행을 감축시키는 위기의 시기에 LLR은 은행권발행과 대출을 확대시키는 등 정반대로 행동하여야 하며 LLR은 통상적인 은행보다도 훨씬 더 많은 현금준비금을 보유하고 있어야 한다고 Thornton은 지적하였다. Thornton은 LLR과 관련하여 다음과 같은 문제들을 논의한다(Humphrey and Keleher, 1984). 첫째, 통화량의 국내은행권부분의 통제자로서의 중앙은행의 책임과 LLR로서의 기능 간의 상충가능성문제이다. Thornton은 통화유출을 외적유출과 내적유출로 나누고 일시적 외적유출의 경우에는 금준비금의 여유있는 보유와 팽창정책, 지속적 외적유출의 경우에는 긴축정책, 그리고 공황과 내적유출의 경우에는 긴급한 팽창정책이 필요하다고 보고 있다. 그리고 그는 내적유출에 의한 위기시에 즉각적이고 단호하게 반응한다면 LLR의 역할은 통화량을 장기경로에서 일시적으로 이탈하도록 하는데 그칠 것이기 때문에 그러한 상충가능

하였다. 이러한 원칙이 없기 때문에 영란은행이 주저하면서, 마지못해 대출을 해주고 있는데 이러한 정책이 오히려 위기를 악화시키는 최악의 정책이라고 비판하고 있다.⁸⁾

Bagehot가 제시하는 현행제도의 개혁방향은 영란은행이 진정한 채무(영국의 현금지급준비금과 은행지급준비금의 최종적 보유자 및 관리자로서의 금융안정채무)를 명확히 인식하고 이 채무를 원칙에 입각하여 수행할 것이라는 점을 영란은행과 국민

성은 없다고 주장한다. 둘째, 개별은행에 대한 구체책임문제와 관련해서는 Thornton은 LLR의 일차적인 책임은 은행제도전체의 안정이지 개별은행을 구제하는 것이 아니라고 주장하였다. 특히 그는 LLR이 자유롭게 이용가능하도록 허용되면 이것은 개별은행의 대출활동에서의 방종과 무모함을 촉진하는 유인을 유발한다는 점(도덕적 해이문제)을 지적하고 개별적 무모함은 손실에 의해 정제되어야 한다고 주장하여 도덕적 해이를 경계하였다. 셋째, LLR의 역할문제와 관련해서는 LLR은 금융제도에 대한 일차적인 충격을 방지하는 것이 아니라 그러한 충격이 발생하였을 때 이차적인 반향을 최소화하는 것이라고 본다. Thornton은 중앙은행의 적절한 반응은 초기의 파산을 방지하는 것이 아니라 시장에 유동성을 주입하여 그러한 사건의 영향으로부터 경제를 격리시키는 것이라고 본다. 넷째, Thornton은 LLR의 가장 우선적인 목표는 공황에 의해 유발된 통화량의 감소, 경제활동수준의 침체를 유발할 수 있는 통화량의 감소의 방지라고 본다. 즉, Thornton은 LLR을 근본적으로 은행적 기능이라기 보다는 통화적 기능으로 보았다. 그래서 Thornton은 통화견해(money view)의 선구자로 평가받고 있다. 그러나 Thornton이후 19세기 중반까지 그의 견해는 망각되고 무시되었다. Ricardo의 더 단순한 장기이론에 의해 가려졌기 때문이었다. 그러다가 LLR의 역할을 재강조한 것이 Bagehot이다. Bagehot는 Thornton을 따라 준비금의 궁극적 보유자로서의 영란은행의 특별한 지위를 강조하였고 영란은행이 금준비를 여유있게 보유하는 것을 중시하였고 또 준비금의 외적 및 내적유출에 대한 반응을 구분하였다. 또 Thornton과 마찬가지로 LLR대출은 은행제도전체에 영향을 미치는 일시적인 긴급사태에 대해서만 지원해야 한다는 점 그리고 일차적 파산이 아니라 파생적 파산을 방지하는 것이 LLR의 임무라는 점을 강조하고 있다. 물론 Bagehot는 Thornton에 대응할만한 이론적 틀을 가지지 못하였다. 그러나 Bagehot는 LLR에 대한 Thornton의 분석을 정교화하고 세련시켰을 뿐 아니라 LLR의 지원에 따르는 원칙을 구체적으로 제시함으로써 LLR의 이론에 실질적인 기여를 하였다. 본 논문에서는 Bagehot의 이러한 기여를 역사적으로 살펴본다.

- 8) Bagehot는 원칙이 없기 때문에 영란은행이 소극적으로 마지못해, 주저하면서 대응을 하며 이로 인해 오히려 위기를 악화시키고 장기화되도록 만드는 최악의 정책이 된다고 비판하고 있다. “영란은행이 공황 때 많은 대출을 해준다는 것은 사실이지만 아직도 영란은행은 명확한 원칙에 의해 대출을 하는 것이 아니라 주저하면서 마지못해 대출을 해준다. 1847년만이 아니라 심지어는 1866년의 공황-가장 최근의 공황이었으며 전반적으로 영란은행이 잘 대처했다는 공황-에도 영란은행이 영구채를 담보로 해도 대출을 해주지 않았거나 적어도 대출을 주저했다고 믿을만한 순간이 있었다. 그 사실이 런던에 보도되고 전신을 통해 지방에 알려졌다 때 공황은 엄청나게 악화되었다. 막대한 돈을 대출하면서도 국민들에게 영란은행이 실제로 충분히 돈을 대출해준다는 확신을 심어주지 못하면 그것은 최악의 정책이다. 그런데 그런 정책이 추구되고 있는 것이 현실이다.”(p. 75)

들 사이에 분명하게 이해를 시켜야 한다는 것이다. (p. 80) Bagehot는 영란은행이 원칙없이, 원칙에 대한 이해없이 일을 수행하여 왔다는 점을 강력하게 비판하고 준비금관리(현금지급준비금과 은행지급준비금)와 관련된 원칙의 도입이 반드시 필요하다고 생각하였다.⁹⁾ 이에 따라 Bagehot가 제시한 원칙은 이후 ‘Bagehot의 원칙’으로 불리고 있는데 구체적으로 보면 다음과 같다.

(1) 외적유출에 대해 할인율 인상으로 대응

당시의 영국에서는 地金の 외적유출(해외유출, external drain)은 매우 일상적인 것이며 규모가 크고 급작스럽게 발생하는 경우가 일반적이었다. (pp. 59-60, p. 277) 이 경우에 후기 은행학파에 속하는 Bagehot는 地金の 해외유출을 방지하거나 해외 자본의 국내유입을 촉진하기 위해 할인율을 즉각 인상할 필요가 있다고 제안하고 있으며¹⁰⁾ 이러한 정책이 1860년 이후에 시행되기 시작하였고 그 전에는 전혀 시행되지 않았다고 강조한다.¹¹⁾ (p. 60) 실제로 영란은행은 1860년대 초반(1862-65년의

9) 이 외에도 Bagehot는 영란은행의 개혁방안으로 영란은행의 전문성강화와 행정의 안정성보장이 필요하다는 점을 지적하고 있다. (p. 81) 당시 영란은행이 중요한 기능을 수행하는데 조차 상 매우 심각한 문제를 안고 있었기 때문에 이를 정비해야 한다는 것이다. (8장) 또한 영란은행에 대한 수요를 줄여나가야 한다는 점을 지적하고 있다. (p. 82) 영란은행뿐 아니라 일반은행, 화폐시장을 잘 관리하여 위기가 발생하지 않도록 하여 영란은행에 대한 요구가 줄어들도록 해야 한다. 지금의 상황으로 말하면 금융감독기관, 예금보험기구 등을 잘 조직하고 운영하여 중앙은행의 책무를 분담할 필요가 있다는 의미이다.

10) 1830년대에 이미 영란은행은 할인율이 중요한 수단이라는 것을 비교적 잘 인식하고 있었다. 1833년 대금업법(usury law) 폐지이후에는 할인율은 더욱 많이 활용되었다. 예컨대, 영란은행은 일련의 위기에 대응하여 1836년 여름에서 1839-40년 겨울사이에 7번이나 할인율을 변화시켰다. 1844년 이후 할인율은 더욱 더 빈번하게 사용되었다. 1793-1843년 사이에 영란은행은 할인율을 단지 11번 변경시켰으나 1844-1849년 사이에 할인율은 16번, 2.5%-8%사이에서 변경되었으며 8번의 변경은 위기가 발생한 1847년에 변경되었다(Wood, 1939, p. 136의 <표 8>참조). 1850년에서 1875년 사이에 할인율은 225번 이상 변경되었으며 평균 5-6주에 한 번씩 변경되었다. 따라서 Bagehot의 시대에는 다른 정책수단 보다는 할인율이 영란은행이 이용할 수 있는 거의 유일한 중요한 수단이었다고 볼 수 있다.

11) 할인율은 외국자본의 유입수단이었는데 1840년 영란은행은 외국으로부터 자금을 유인하는 단기이자율의 영향력에 주의를 기울이기 시작하였고 Goschen의 Foreign Exchanges가 1861년에 출간된 이후 그러한 인식은 두드러지게 되었다. 은행학파인 Goschen은 이자율상승이 외국자금을 유인하는 두 가지 과정을 설명하고 있다. 하나는 이자율이 상승하면 자본수익률이 상승하고 이에 따라 자본공급(유입)이 증가하는 것이고 다른 하나는 높은 이자율은 물가의 상승을 유발하고 물가상승은 수입의 감소 그리고 궁극적으로는 부채의 감소를 유발한다는 것이다(Hawtrey, 1962, pp. 140-2).

인도산 면화수입사태, 1864년의 사태)에 할인율의 큰 상승으로 즉시 뚜렷한 성과를 보기도 하였다. (pp. 171-2)

그리고 Bagehot는 영란은행이 할인율을 시장이자율과는 상관없이 독자적으로, 오로지 地金유출의 여부와 관련하여 결정하여야 한다는 것을 강조하고 있다. 1844년 이후의 영란은행은 시장이자율을 통화정책의 지표로 사용하고 있었으나 Bagehot는 할인율을 시장이자율에 수동적인 방식이 아니라 적극적인 방식으로 사용하여야 한다고 주장하였다. 왜냐하면 시장이자율은 시장에서의 자금사정에 따라 결정되는 것이고 할인율은 준비금에 대한 갑작스러운 인출요구에 따라 결정되기 때문에 두 이자율사이에는 아무런 직접적 관계가 없기 때문이다. (pp. 278-9) 또한 Bagehot는 할인율인상정책의 한계를 잘 인식하고 있었다. 우선 할인율의 인상효과에는 시차가 있으므로 항상 상황판단을 정확히 하여 미리 선제적으로 조정해야 한다는 점을 강조하고 있다. (p. 283) 할인율인상정책의 또 하나의 한계는 적정한 할인율수준이 모호하다는 점이다.

Bagehot는 地金の 급작스러운 해외유출을 방지하고 국내유입을 촉진하기 위해 할인율을 즉각적으로 높이는 것이 필요하다는 처방을 제시하고 있는데 이것은 지금도 마찬가지이다. 최근 각국의 외환위기에서 대외준비자산을 유입하기 위해 이자율을 올리는 처방이 널리 사용되었다. 자본유입을 촉진하기 위해 단기이자율을 올려 자본의 수익률을 높여야 하는데 당시로서는 영란은행이 할 수 있는 처방은 영란은행이자율(할인율)을 높이는 방안밖에 없었다. 따라서 Bagehot는 영란은행이 외환위기(외적유출)에 대한 대처에 있어서 금리인상과 같은 적극적인 정책을 수행하여야 한다고 보는 것이다.

(2) 내적유출의 경우 높은 이자율에서 좋은 담보에 대해 제한없는 대출

Bordo (1990) 등에서 언급하고 있는 Bagehot의 고전적 원칙은 주로 준비금의 내적유출(internal drain)에 대한 것이다. 특히 Bagehot는 내적유출(국내의 가게, 기업이나 금융기관에서 준비금인출을 요구)의 경우에는 문제가 더욱 복잡하고 어렵다는 것을 지적한다. 왜냐하면 내적유출은 외적유출과 연관되어 함께 나타날 가능성이 매우 크기 때문이다. (p. 61)

이러한 내적유출이 있는 경우 Bagehot가 제시하는 처방은 영란은행이 공황의 초기에 곧바로 그리고 제한없이 대출(lend freely) 하는 것이다. (p. 75) 이것은 사람들

의 상식적인 판단과는 매우 다르지만 이것만이 유일한 해결책이라고 강조한다. (p. 61)

‘무제한으로 대출한다.’는 것은 금융기관이 좋은 담보를 갖고 영란은행의 은행국에 대출(할인)을 요구하면 제한없이 충분하게 대출해준다는 것이다. 물론 대출이후에 은행지급준비금을 넘어서는 인출을 요구할 수도 있을 것이나 Bagehot는 영란은행의 대출이 반드시 준비금의 감소를 가져오는 것은 아니라고 본다. 무제한 대출을 한다고 실제로 무제한으로 준비금의 인출이 발생하는 것은 아니기 때문이다. Bagehot는 위기를 신용위기로 파악하고 있기 때문에 심리적 안정(언제든지 현금을 얻을 수 있다는 확신감)이 중요하며 따라서 무제한으로 대출한다는 선언(약속)만으로도 실질적인 인출없이 신뢰를 회복할 수 있다고 본다. 위기가 아주 심각하여 실제로 영란은행의 준비금이 모두 인출되면 영란은행 은행국이 파산될 수도 있으며 이 경우에는 Peel법령의 정지와 같은 조치가 필요할 것이다.¹²⁾ 그러나 그럴 가능성

12) 1800년대 초의 통화논쟁에서 통화학과(currency school)는 경기변동과 위기가 금에 연계된 은행권발행(통화학파원칙)을 유지하지 못한 결과이며 이러한 준칙을 지키는 것이 금융위기를 제거하는 유일한 방법이라고 보았다. 은행학과(banking school)는 오히려 통화학파의 엄격한 원칙 때문에 위기가 발생할 수 있다고 보았다. 은행학파들은 “국내외의 실질적 사건이 위기의 핵심적인 원천이라고 강조”(Meltzer, 2003, p. 43) 하였는데 이러한 실물충격에 기인한 금융위구나 위급한 시장혼란시기에 원칙에 얽매어 영란은행이 은행권을 공급할 수 없기 때문에 오히려 위기가 악화된다고 본다. 그래서 은행학파들은 은행권의 태환확립과 진성어음원칙에 의한 은행대출을 통해 유동성이 자동적으로 균형을 이루게 되어야 금융위기의 방지가 가능하다고 생각하였다. Peel조례의 제정으로 결국 통화학파가 승리하였으나 그 승리는 얼마가지 못하였다. 금융위기와 이에 대한 대처문제가 바로 현실화되었다. 통화준칙에도 불구하고 위기가 발생하는 경우 통화학파가 생각한 방식은 통화준칙으로부터의 일시적인 이탈(Peel조례의 일시적 정지)이다. 실제로 Peel조례의 정지가 수차례(1947년, 1857년, 1866년) 발생하였다. Bagehot는 이러한 통화학파의 위기 대응방식은 특별한 것이 없고 Peel조례가 존재하지 않았을 때와 차이가 없을 뿐 아니라(p. 187) Peel법령의 정지는 다음과 같은 이유로 바람직한 해법이 아니라고 보고 있다. 첫째, Peel조례의 단순한 정지만으로는 그러한 위기가 해결될 수 없기 때문이라는 것이다. 중요한 것은 대출을 충분히 하여 충분한 자금에 대한 믿음을 주는 것인데 Peel조례의 정지만으로는 시중에 충분한 자금이 공급될 것이라는 확신을 줄 수 없다는 것이다. 둘째, 경험에 의해 대중들은 영란은행에 문제가 생기면 정부가 당연히 도와줄 것이라고 믿게 되었고 이에 따라 Peel조례의 정지는 명시적(준칙)이든 묵시적(재량)이든 도덕적 해이의 유발(준칙의 문제점)과 정책타이밍의 손실(재량의 문제점)이라는 문제를 모두 유발하며 그래서 도덕적 해이도 방지하지 못하면서 정책타이밍만 놓쳐 비용만 증대시킨다는 것이다. (p. 114) 셋째, Peel법령 때문에 신용위구나 공황이 발생한 것이 아니므로 이의 중지가 공황의 해법이 아니라는 것이다. 왜냐하면 Peel조례 이전인 1825년에도 영란은행의 지급준비금이 줄어들어 하마터면 지급정지사태가 발생할 뻔하였기 때문이다. (p. 46) 넷째, 더구나 Peel

은 거의 없으며 그럴 가능성을 줄이기 위해 영란은행이 평소에 충분한 준비금을 보유하도록 요구하고 있다.¹³⁾ (pp. 66-7)

그런데 Bagehot가 유일한 해결책이라고 제시하는 무제한적인 대출은 위기가 발생하였을 때 영란은행이 매우 적극적으로 강도 높은 과감한 자금공급을 제공함으로써 위기발생의 원인인 신용획득에 대한 불안감을 해소시켜야 한다는 원칙을 나타내는 것이다. 당시에 이러한 대처방식을 제시한 것은 매우 이례적이며 Bagehot의 견해에서 가장 핵심적 견해의 하나이다.

Bagehot는 영란은행이 내적유출에 대해 무제한적 대출의 필요성을 말하면서 이를 위해 영란은행은 충분한 지급준비금을 보유해야 할 뿐 아니라 실제 공황이 도래했을 때 공황을 가라앉힐 수 있도록 준비금을 효과적으로 사용해야 한다고 강조한다. 이러한 대출목적 달성을 위해서는 두 가지 원칙이 지켜져야 한다고 보았다. 하나의 원칙은 높은 이자율에서의 대출이고 다른 하나의 원칙은 좋은 담보를 제시하는 경우에 대출이 되어야 한다는 것이다.

무제한 대출에서의 하나의 원칙은 대단히 높은 이자율에서 대출이 되어야 한다는 것이다. 외적유출을 방지하기 위해 높은 할인율이 필요하다고 보는 외에 내적유출의 경우에도 아주 높은 이자율(할인율)에서의 대출을 강조하고 있다. 높은 이자율에서의 무제한적인 대출이라는 원칙은 1847년의 위기에서 정부가 제시한 지원방안에서 그 유래를 찾아볼 수 있다.¹⁴⁾ 높은 이자율과 관련된 Bagehot의 언급은 다음

법령의 중지가 해외로의 불필요한 자금인출을 유발하였기 때문이다. Peel법령의 중지는 금과의 연계를 중지하고 은행권을 금보장없이 발행하는 것이지 현금지급(금태환)을 중단하는 것이 아님에도 불구하고 Peel조례 정지이후, 특히 1866년의 공황이후 많은 외국인들은 그것을 현금(지급)지급의 중단으로 혼동하였으며 이로 인해 많은 외국자본이 런던으로부터 인출되었다. (p. 50)

13) 19세기의 은행들이 지금의 예금은행들과 마찬가지로 예금의 일부를 예금인출에 대비해 현금(은행지급준비금)으로 보유하는 부분준비제도를 운영하고 있었고 예금을 대출에 이용함으로써 신용창조를 하고 있었으나 당시 영국에서는 개별은행이 부채(예금)의 일정비율을 준비금으로 의무적으로 보유해야 하는 법정지급준비제도는 없었으며 통상 은행지급준비금이 부채규모에 비해 턱없이 적은 것이 일반적인 현상이었다. 그리고 영란은행의 은행국도 부채의 일정비율을 지급준비금으로 보유하도록 하는 규제는 없었고 재량적으로 준비금을 보유하고 있었다.

14) Peel조례 이전에는 높은 이자율이 적용되지 않았는데 1847년의 위기에서 처음으로 높은 별칭 이자율이 적용되었다. 그러나 당시에는 높은 이자율이 영란은행의 결정이 아니라 정부의 요구에 따른 것이었다(Meltzer, 2003, p. 42).

과 같다. “첫째, 대단히 높은 이자율에서 대출이 되어야 한다. 높은 이자율은 터무니없는 불안감에 대한 무거운 과태료로서 작용한다. 따라서 대출을 필요로 하지 않는 많은 사람들의 대출수요를 줄일 수 있을 것이다. 또한 공황의 초기부터 이자율을 높여 과태료가 일찍 부과되도록 해야 한다. ... 이렇게 함으로써 은행지급준비금은 최대한 보존될 수 있을 것이다.”(p.182)

이 언급에서 보면 Bagehot가 높은 이자율에서의 대출을 강조한 것은 ‘준비금의 효과적인 사용’, 즉 배분적 효율성을 위한 것이었다. Bagehot는 위기를 대비해 영란은행이 보유해야하는 준비금의 적정수준이 어느 정도인지에 대해 매우 불확실하게 생각하고 준비금의 부족에 대해 늘 우려하였다. (pp. 277-8) 따라서 위기가 닥쳤을 때 준비금을 가급적 효과적으로, 꼭 필요한 사람들(주로 금융기관)에게 우선적으로 가도록 하는 것이 가장 중요하다고 생각하였다. 좋은 담보를 갖고 있는 사람은 누구에게나 비록 높은 이자율이지만 영란은행이 언제든지 대출을 해줄 준비가 되어 있기 때문에 굳이 급하게 대출을 서둘 필요가 없다는 것이다. 성급하게 차입을 하지 못하게 하기 위해 높은 이자율을 제안한 것이다. 따라서 이러한 높은 이자율은 ‘건전한 금융기관의 성급한 행동에 대한 과태료’를 의미하며 이러한 의미에서 Bagehot의 높은 이자율은 ‘벌칙이자율(penalty rate)’로 간주되고 있다. 그리고 Bagehot는 준비금의 수요를 줄이는데 목적이 있으므로 “공황의 초기부터 이자율을 높여 과태료가 일찍 부과되도록 해야 한다.”고 하여 Bagehot가 말하는 높은 이자율은 현재 위기 하에서의 시장이자율보다 높은 이자율을 의미하는 것으로 볼 수 있다. 그러나 Bagehot는 높은 이자율의 수준이 구체적으로 어느 정도인지에 대해서는 논의하지 않고 있다.

이와 동시에 Bagehot는 외적유출과 내적유출이 동시에 발생한다는 점을 강조하고 있다. 이 때문에 이에 대한 대응책이 매우 어려우며 정책적인 상충문제를 제기한다고 본다. 즉, 외적유출에 대해 地金의 유출을 억제하기 위해서는 할인율을 올리는 긴축적인 처방이 필요하고 내적유출을 방지하기 위해서는 충분한 대출이라는 팽창적인 처방이 필요하게 되어 정책처방의 상충문제를 유발한다는 점을 지적하고 있다. (p. 68) Bagehot는 이러한 정책상충에 대해 다음과 같은 해결책을 제시하고 있다. 즉, 우선 중요한 것은 외적유출이므로(해외유출을 막지 못하면 국내적 불안을 해소할 수 없기 때문에) 해외유출을 막기 위해 일단 이자율을 올리고 이자율을 올리고 나서는 인상된 이자율에서 무제한적으로 대출하여야 한다는 것이다. (p. 68) 따

라서 Bagehot의 높은 이자율의 제안은 준비금의 효과적 사용이라는 측면과 외적유출이 내적유출과 동시에 발생하기 때문에 불가피하게 적용되어야 한다는 측면의 양 측면을 갖고 있다.

따라서 현재와 같은 불환지폐본위제도하에서는 ‘준비금의 효과적인 사용’은 중앙은행의 입장에서 전혀 우려할 상황이 아니라고 볼 수 있으며 따라서 외적유출(외환위기)의 우려가 크지 않다면 굳이 높은 이자율(벌칙이자율)에서 대출할 이유가 없을 것으로 보인다. 당시에는 외적유출과 내적유출이 통상 동시에 발생하였기 때문에 이자율을 올리지 않을 수 없었지만 현재의 상황에서는 금융위기가 외환위기와 동시에 유발되지 않는 한 꼭 벌칙이자율을 적용할 필요가 없다고 볼 수 있다. “높은 이자율”에서의 대출원칙은 금본위제에서 필요한 조치이며 모든 화폐제도에서 항상 성립된다고 보기는 어렵다.

또 하나의 원칙은 “그 높은 이자율에서는 일단 은행들이 우량한 증권들을 담보로 제시하면 요구된 만큼 대출이 나가야 한다.”(p. 182)는 것이다. Bagehot는 우량담보의 구체적 의미를 밝히지 않고 있지만 이러한 원칙은 두 가지 의미를 갖고 있다. 첫째, 대출의 목적이 불안감의 종식이므로 좋은 담보를 가진 사람이 대출을 거부당하지 않는 것이 무엇보다 중요하며 둘째, 영란은행은 당시로서는 민간은행이었으므로 영란은행의 안전에 위협이 되지 않는 한도 내에서 대출을 하는 것이 바람직하다는 것이다. (pp. 182-3) 영란은행의 안전이란 영란은행이 파산하지 않는 것을 의미하며 이것은 영란은행이 손해를 보아서는 안된다는 의미로 해석될 수 있을 것이다. 현재의 상황에서는 중앙은행이 공적기구이므로 이것은 중앙은행의 건전성과 관련된 것이며 납세자에 대한 부담문제로 볼 수 있다.

한편 Bagehot는 “평상시에 우량한 모든 담보”(p. 188)에 대해 대출이 되어야 한다고 생각하였다. 여기에도 두 가지 의미가 있다고 생각된다. 첫째, 공황을 잡는 것이 목적이므로 담보의 우량여부는 공황이전의 관점에서 평가되어야 한다는 입장이다. 위기가 되면 평상시에 우량한 담보가 우량한 담보가 되지 않을 가능성이 있지만 중요한 것은 공황이전의 관점에서 우량한 모든 담보에 대해 대출하는 것이다. Bagehot는 당시에 영란은행이 그러한 입장을 갖지 못하고 있다고 우려하고 있다. (p. 188) 둘째, Bagehot는 ‘우량한 모든 담보’에 대해 대출되어야 한다고 하여 담보의 범위를 매우 폭넓게 인정하고 있다. 그러나 Bagehot의 이러한 식견은 ‘영란은행의 안전에 위협이 되지 않는 한도 내’라는 입장과는 다소 상치가 되는 것이다.

설혹 평상시에 우량한 담보였다고 하더라도 위기에 가치의 크기가 크게 하락하는 경우가 발생할 수 있기 때문이다. 영란은행의 안전에 위협이 되지 않기 위해서는 ‘위기 시에도 안전한 담보’를 대상으로 대출을 하여야 할 것이다. 그러므로 이러한 점에서 Bagehot는 다소 모순된 입장에 있는 것으로 생각된다. 더구나 평상시에 우량한 증권을 담보로 제한없이 ‘요구된 만큼 대출이 나가야 한다.’고 제시하고 있기 때문에 영란은행의 손실과 파산을 유발할 가능성이 있다. 또한 이러한 우량담보에 대한 무제한 대출은 차입기관의 도덕적 해이(회생을 위한 도박의 가능성 등)를 유발할 가능성이 크다는 점에서도 담보평가(대출규모)에 대한 한계가 있어야 할 것이지만 Bagehot는 이에 대해 논의하지 않고 있다. 따라서 ‘좋은 담보에 대한 무제한적 대출’은 당시로서는 유일한 대안이라는 하지만 많은 문제점을 안고 있다. 그러나 이러한 견해는 ‘불안감의 종식에 의한 위기극복’이 ‘영란은행의 손실과 금융기관의 도덕적 해이’보다 더 크다는 인식에 기인한다. 불안심리를 해소하기 위한 즉각적이고 과감한 정책적 대응을 중시하고 있는 것이다.

또 Bagehot는 긴급대출에 대해 이자율은 위기가 있는 현재의 시장이자율보다 높은 벌칙이자율을 적용하고 담보는 위기이전의 평상시에서 우량한 담보를 인정하고 있다. 이러한 다소 모순적인 입장도 ‘준비금의 효율적 사용’과 ‘불안감의 종식에 의한 위기 극복’이라는 두 가지 문제를 풀기 위한 교묘한 정책결합이라고 생각된다. 평상시에 우량한 담보를 갖고 있으면 언제든지 대출을 해줄 것이므로 서둘러 유동성을 확보하려고 할 필요는 없으며 만약 서둔다면 현재의 높은 벌칙이자율로 대출을 받으라는 것이다. 이렇게 함으로써 불안감도 떨치고 준비금도 효율적으로 사용할 수 있다는 입장의 반영이라고 볼 수 있다.

(3) 지불 불가능한 기관에 대한 대출의 금지

Bagehot는 “담보가 좋은 한 영란은행은 은행들, 상인들, 그리고 모든 사람에게 대출해 주어야 한다.”(p. 64)고 하여 지원대상을 넓게 인정하고 있다. 물론 지원의 주대상이 은행과 어음중개상을 포함하는 금융기관이지만 Bagehot가 긴급유동성의 지원대상을 폭넓게 인정하고 있는 것은 당시 영란은행이 일반은행의 역할도 동시에 수행하였던 이유도 있지만 불안감이 심한 시기에는 불안감의 전염이 빠르게 확산되므로 이를 해소하는 것이 지원대상의 확대에 따른 도덕적 해이보다 더 중요하다고 판단하였기 때문이라고 볼 수 있다.

그러나 Bagehot는 관리가 잘못되어 부실화된 핵심적 은행에 대해 영란은행이 지원하는 것은 적합하지 않다고 생각하였다. 그 이유는 이러한 지원이 도덕적 해이를 유발하여 은행제도를 오히려 더욱 불안정하게 만들 수 있기 때문이다.¹⁵⁾ 나아가 부실은행은 반드시 도태되어야 하는 등 부실경영에 대한 책임추궁은 꼭 필요하며 (pp. 109-10) 부실경영을 한 기업은 망해도 공황을 더 악화시키지 않으므로 지원을 할 필요가 없다고 생각하였다. (p. 183) 따라서 Bagehot는 완전히 부실화된 지불불능인 기관(순가치가 마이너스인 기관)에 대해서는 대출을 해서는 안된다고 생각하였다.¹⁶⁾ 대신 지불가능한 상태에 있으나 전반적인 경제사정의 악화로 일시적으로 유동성부족을 겪는 기관에 대해서만 지원을 할 필요가 있다고 생각하였다.

그런데 실제적으로는 금융기관의 지불위기와 유동성위기를 기관의 차원에서 구분하는 것이 사실상 어려우므로 우량담보의 제공능력에 따라 결정되어야 한다고 본다. (p. 183) 그러므로 우량담보에 대해서만 대출하라는 Bagehot의 제안은 이를 통해 지불불능과 유동성위기를 구분할 수 있으며 지불불능인 기관에 대한 자본제공이 유발하는 도덕적 해이를 제거하기 위한 시도를 반영한다고 볼 수 있다(Hoggarth and Soussa, 2001). 그러므로 이 원칙은 “우량담보의 제공능력이 없는 명백한 지불불능 은행에 대해서는 영란은행이 대출을 해서는 안되며 지불가능과 지불불능의 구분은 우량담보의 제공능력여부에 달렸다.”는 원칙이다. 그러나 이러한 구분원칙은 여전히 회생을 위한 도박의 가능성 등 도덕적 해이를 유발할 가능성이 있다.

(4) 긴급시의 대출방식으로서 할인창구를 통한 개별기관에 대한 직접적 대출

Bagehot가 보는 지급준비금의 궁극적 보유자로서의 영란은행의 목적은 부실한 개별기관의 문제가 은행제도전체로 전염되어 은행제도전체의 공황이 발생하지 않도록 하는 것이다. 즉, 최종대부자로서의 영란은행의 목적은 일차적 파산(primary

15) Bagehot는 직접적으로 도덕적 해이라는 용어를 사용하지 않았지만 이를 잘 이해하고 있었다고 볼 수 있다. “현재의 부실은행에 대한 어떠한 지원도, 장래에 건전한 은행이 설립되는 것을 방해하는 가장 확실한 걸림돌이다.” (p. 107)

16) 명백한 부실기관에 대한 대출금지의 예로는 1866년의 Overend-Gurney에 대한 대출금지를 들 수 있다. 1866년의 위기에서 영란은행이 Overend-Gurney에 충분히 대출하는 것을 거절한 것에 대해서는 영란은행이 영업상 경쟁자인 Overend-Gurney에 대한 보복이었다는 의심을 받고도 있지만(Collins, 1992) 실제적으로는 1866년 5월의 위기 당시에 Overend-Gurney가 상업적으로 생존가능한 상태가 아니었기 때문인 것으로 보는 것이 타당할 것이다. Bagehot는 Overend-Gurney사의 부실경영에 대해 혹독하게 비난하고 있다. (p. 35)

failure)의 방지가 아니라 파생적 파산(derivative failure)의 방지이다. (pp. 255-6) 따라서 이러한 목적을 위해서라면 공황의 발생으로 일시적으로 유동성문제에 직면한 은행들이 자금을 얻을 수 있게 공개시장조작을 통해 화폐시장에 충분한 자금을 제공하는 것으로 충분할 것이다. 그럼에도 불구하고 Bagehot는 화폐시장을 통해서가 아니라 영란은행이 직접 개별기관을 대상으로 좋은 담보에 대해 충분한 할인을 하는 것이 유일한 정책이라고 주장하고 있다. (p. 184)

당시 영란은행이 어느 정도 OMO의 능력이 있었음에도 불구하고¹⁷⁾ Bagehot가 개별기관에 대한 직접적 대출을 강조한 이유는 은행간시장이 제대로 작동할 수 없다는 견해를 갖고 있었기 때문이다. (p. 188) 심지어 영란은행조차도 위기시에 건전한 담보를 받아들이는 것을 꺼리고 있는데 (p. 189) 다른 은행들은 더 말할 필요 없을 것이다. 이러한 상황에서는 OMO를 통한 유동성공급이 있더라도 유동성을 필요로 하는 기관으로 제때에 제대로 흘러갈 가능성이 적을 것이며 따라서 영란은행이 시장을 대신하여 직접 대출을 하여야 한다고 생각한 것이다. 평상시에는 영란은행도 다른 은행과 마찬가지로 많은 대출기관중의 하나에 불과하지만 공황 때는 영란은행이 유일한 대출기관이므로 특별한 역할을 해야 한다. 평상시에는 시장에서 통했지만 위기시에는 통하지 않는 담보에 대해서 영란은행이 직접대출을 하여야 한다는 것이다. 이러한 점에서 Bagehot는 개별기관에 대한 지원이 갖고 오는 도덕적

17) Wood (1939, pp. 80-87)에 의하면 1800년대 초반에 영란은행이 주도적으로 일정한 규모의 증권을 구매하고 판매하였다는 의미에서의 공개시장조작은 극히 제한된 규모로만 존재하였으며 또한 1825년의 공황 이후까지도 구매된 국채의 규모는 거의 전적으로 재무성에 의해 결정되었으며 따라서 비록 현재와 유사한 형태의 공개시장조작의 아이디어는 있었지만 영란은행이 주도적으로 이를 이용하였다고 보기는 어렵다고 본다. 그러나 1830년이 되면 영란은행은 시중의 자금을 조절하기 위하여 런던은행들에 직접 대출을 하는 방식을 취하지 않고 대표적 어음증개상에 대한 대출(어음할인)의 형태로 공개시장매입을 하고 어음증개상이 그 자금을 여러 은행들에 배분하는 일종의 콜시장의 역할을 하였다. 이러한 어음할인제도의 출현이후 영란은행은 자신에게 할인 의뢰된 어음의 출처가 어디인지를 알 필요가 없게 되어 개별금융기관에 대한 특별한 관심없이 시장에 유동성을 공급할 수 있게 되었다. 이러한 형태는 엄밀한 의미의 공개시장조작이라고 할 수는 없을 것이나 공개시장조작과 유사한 역할을 어음증개인을 통해 수행하였다고 볼 수 있다. Meltzer (2003, pp. 32-3)도 1820년대 초에 이미 공개시장조작의 아이디어가 있었고 1830년대에는 실제로 공개시장조작이 행해졌다고 주장하고 있다. 그리고 Capie et al. (1994, p. 129)은 영국의 경우 19세기 초부터 주기적으로 통화량에 영향을 미치기 위해 재무성증권을 사고팔았지만 할인을을 지지하기 위해 명시적으로 공개시장차입을 한 것은 1847년에 시작하였다고 말하고 있다. 이런 근거에서 영란은행은 당시 어느 정도 공개시장조작에 대한 인식과 능력을 갖고 있었던 것으로 볼 수 있다.

해이문제보다는 은행간시장의 미작동에 따른 금융불안의 확산을 더 크게 우려하였다고 볼 수 있다. Bagehot가 할인창구를 통한 개별기관에 대한 직접지원을 제시한 또 하나의 이유는 긴급한 상황에서는 빠른 대처가 필요했기 때문이라고 볼 수 있다 (Capie et al., 1994, p. 66).

(5) 금융안정목표의 분명한 인식과 정책준칙의 사전공표 및 의사소통의 강조

Bagehot는 영란은행제도의 개선방향으로 “첫째로 영란은행과 국민들은 영란은행이 우리의 최종적 은행지급준비금을 관리하고 있다는 사실을 명확히 이해해야 하며 영란은행은 그것이 함축하고 있는 책무를 인식하고 수행해야 한다.” (p. 80) 라고 말하고 있다. 또 “국민들은 영란은행이 그런 의무를 인식하고 있는지, 또 그 의무를 수행할 준비가 되어 있는지에 대해 알 권리가 있다.” (p. 165) 고 말하고 있는데 이러한 언급들은 우선 영란은행이 최종대부자로서의 의무를 스스로 인식하고 또 그러한 의무를 수행할 준비를 항상 하고 있어야 한다는 것을 강조하는 것이다. 나아가 이것은 영란은행이 그 의무를 구체적으로 명시하고 구체적인 수행준칙을 미리 공표하여 국민들에게 널리 이해시켜야 한다는 것을 강조하고 있다. Bagehot가 이런 점들을 강조하고 있는 이유는 이러한 책무를 명시하고(정책목표의 명시) 행동준칙을 미리 공표하여야 위기가 발생하였을 때 ‘머뭇거리지 않고 주저없이 과감하게’ 행동할 수 있기 때문이다. Bagehot는 머뭇거리면서 주저하면서 하는 정책은 최악의 정책이라는 것을 누차 강조하고 있다. 당시의 상황에서 이러한 원칙을 제시한 것은 매우 탁월한 선견이며 이러한 점에서 Meltzer (2003, p. 64) 는 Bagehot의 가장 큰 기여로 영란은행정책의 공표와 사전약속을 지적하고 있다.

또한 Bagehot는 민간부문과의 의사소통(communication)을 통한 정책신뢰성의 중요성을 강조하였다. 그리고 신뢰성과 믿음은 영란은행의 투명성의 제고로부터 나오는 것이기 때문에 Bagehot는 또한 영란은행 은행국계정의 공개와 같은 영란은행의 정보의 공개를 다른 어떤 예방수단보다도 화폐시장을 더 안정적으로 만든다고 생각하였다. (pp. 279-80) 이와 관련하여 Meltzer (2003, p. 49) 는 “Bagehot는 영란은행이 위기에 대응하는데 실패하였다고 비판하지 않았다. 경제학자들이 예상과 정책신뢰성을 강조하기 훨씬 이전에 Bagehot는 영란은행이 미리 그 정책을 알리는데 실패하였다고 영란은행을 비판하였다.”고 지적하고 있다.

이상에서 19세기 영국에서 활동한 Bagehot가 영란은행이 최종대부자로서의 역할

을 할 때 지켜야 할 것으로 제시한 여러 가지 원칙에 대해 살펴보았다. 이러한 Bagehot원칙의 적용으로 영국은 1878년, 1890년의 위기 등 이후의 위기를 잘 극복 하였으며 이후에 1970년대까지 큰 위기가 없었다. 그러나 각 나라의 LLR제도는 그 나라의 시대적 환경에 달려있다고 볼 수 있다. Bagehot가 제시한 원칙과 개념은 19 세기 중후반의 영국의 상황에서 제시된 것이기 때문에 현재의 상황에서는 어떻게 수용되어야 하는지 살펴볼 필요가 있다. 그런데 Bagehot가 제시한 원칙 중 첫 번째의 “해외유출에 대해 할인을 인상”으로 대처하는 원칙은 현재의 상황에서는 중앙은행이 최종대부자로서 직접적으로 대응하는데 필요한 원칙이라고 보기 어렵다. 따라서 그 이외의 원칙, 즉 “대출은 단지 지불가능한 기관에, 좋은 담보에 대해, 높은 이자율로, 제한없이 행해져야 하며 중앙은행은 이러한 대출을 할 준비가 되어 있다는 것을 미리 분명히 밝혀야 한다.”는 원칙과 관련하여 현재까지의 논의상황에 대해 살펴보려고 한다.

III. Bagehot원칙의 현대적 해석

1. 긴급시의 대출방식으로서 개별기관에 대한 직접적 대출원칙

현재 중앙은행의 긴급유동성지원은 통상 공개시장조작(OMO) 과 할인창구지원의 양자를 모두 이용하고 있다. OMO를 통한 유동성의 긴급한 지원은 시장에서의 증권(주로 국채) 매매를 통하여 시장콜금리수준을 목표콜금리수준 또는 그 이하로 유지하는 것을 의미한다. 반면 역사적으로 LLR지원의 전통적 수단이었던 할인창구는 유동성에 대한 특별수요가 있는 개별금융기관에 단기로 직접 대출을 하는 것이다. Bagehot의 시대와는 달리 지금은 금융시장이 매우 발달하였고 따라서 OMO를 통한 긴급유동성공급이 가장 보편적이고 중요한 방식이 되었다. 따라서 Bagehot원칙과 관련하여 가장 중요한 문제는 ‘개별기관에 대한 직접적인 대출이 필요한가’ 하는 것이다. 왜냐하면 Bagehot 원칙의 대부분은 개별기관에 대한 직접대출과 관련된 것이기 때문이다.

OMO를 통해서만 자금을 지원해야 한다는 통화건해와 문제점이 있더라도 할인창구가 필요하다는 은행건해를 중심으로 많은 논거들이 제시되고 있다(〈표 1〉참고)¹⁸⁾. OMO가 발전하면서 OMO로 충분하다는 통화건해가 미국과 같이 금융시장

이 발전한 나라를 중심으로 강력하게 제시되어 왔는데 결국 통화전해는 긴급유동성 지원에 따르는 도덕적 해이를 없애기 위해 개별기관에 대한 지원은 없어야 한다는 주장이고 은행전해는 Bagehot와 마찬가지로 위기에 은행 간 시장이 제대로 작동하지 못한다는 점을 강조하고 있다. 1970년대 이후 은행 간 시장이 크게 성장하였고 도덕적 해이의 비용이 크게 부각되면서 최근에 와서 OMO를 통한 지원이 선호되는 것이 일반적 추세라고 볼 수 있다. 비록 Goodhart(1999)는 LLR인 OMO와 LLR이 아닌 OMO를 구분할 수 없기 때문에 단지 개별기관에 대한 중앙은행의 긴급대출만이 LLR로 명명되어야 한다고 주장하고 있지만 그 구분과 상관없이 금융위기에 OMO를 통한 자금지원이 주류를 이루고 있다. 그럼에도 불구하고 최근의 서브프라임 모기지사태에서 관측되고 있는 바와 같이 위기시에는 은행 간 시장의 미작동이 심각하게 나타나므로 개별기관에 대한 지원통로를 갖고 있어야 한다는 견해가 여전히 유효하다.¹⁸⁾ 위기의 해결에서는 미래의 비용인 도덕적 해이보다는 현재의 비용인 은행간시장의 작동미비로 인한 체제위기를 더욱 강조하는 것이 현실이기 때문이다. 따라서 최근의 견해는 Bagehot보다도 도덕적 해이를 더욱 강조하고 있지만 위기에서의 은행 간 시장의 미작동이 심각하다고 보는 점에서 Bagehot의 견해가 여전히 유효하다고 생각된다.

그러나 할인창구를 통한 유동성지원은 몇 가지 단점(차입자의 노출로 인한 부정적인 인식제공과 정책당국의 정책금리유지에 대한 교란의 제공)을 갖고 있으므로 위기에 할인창구를 이용하기 위해서는 이러한 단점을 보완할 필요가 있다. 예컨대, 미

18) 통화전해(money view)는 중앙은행의 최종대부자기능을 통화량의 변화를 유발하는 것으로 보는 견해인데 Humphrey and Keleher(1984), Goodfriend and King(1988), Kaufman(1998), Schwartz(1992, 2002), Wood(2000), Bordo(2000) 등에서 주장되고 있다. 은행정책(중앙은행의 대차대조표의 자산측면의 총량은 불변인체 자산구성의 변화를 가져오는 정책과 중앙은행의 규제감독활동을 포함)도 의미가 있다고 보는 학자들(Goodhart, 1999; Padoa-Schioppa, 2002; Guttentag and Herring(1983) 등)은 통화전해와는 반대로 개별기관에 대한 대출만을 LLR로 보아야 한다고 주장하는데 이러한 견해를 은행전해(banking view)라고 부르며 통상 영국적 전통으로 볼 수 있다. 위기시의 은행간시장의 미작동을 강조하기 때문에 신인석(2005)은 이를 시장실패견해라고 부르고 있다.

19) Calomiris(1994)는 Penn Central위기동안에 Fed가 할인창구를 사용한 것을 비대칭적 정보비용이 효율적 시장을 어떻게 폐쇄시킬 수 있으며 개별기관에 대한 구체적 지원을 통해 Fed가 시장유동성을 어떻게 유지하는 역할을 수행하였는지에 대한 하나의 예로 언급하였다. 또 Karas, Schoors and Lanine(2008)은 러시아의 은행간시장의 분석을 통해 최근의 서브프라임 사태에서 은행 간 시장의 작동이 원활하지 않았다는 것을 지적하고 있다.

〈표 1〉 OMO와 할인대출의 필요성

	OMO만이 필요하다(통화건해)	할인대출도 필요하다(은행건해)
주 장 근 거	<p>① 개별기관에 대한 유동성지원이 가져오는 금융기관의 도덕적 해이를 최소화하기 위해 필요하다(Humphrey and Keleher, 1984; Goodfriend and King, 1988; Calomiris, 2000; Bordo, 2000; Schwartz, 1992).</p> <p>② 전반적인 금융불안정은 전형적으로 개별적 요인보다는 공통적 요인에 대한 노출로부터 일어나므로 시장의 유동성확대가 필요하다(Crockett, 2001).</p> <p>③ 오늘날 은행간시장이 매우 효율적이기 때문에 은행부문 내에서 유동성의 효율적인 배분이 가능하다(Goodfriend and King, 1988).</p> <p>④ 중앙은행이 금융시장에 비해 상대적으로 자금배분에서 지속적인 정보상의 이점이 있는 것이 아니다(Goodfriend and King, 1988; Kaufman, 1991; Wood, 2000).</p> <p>⑤ 개별은행에 대한 지원은 규제와 감독과 같은 행정적 비용을 필요로 하는 반면에 OMO를 통한 지원에는 그러한 비용이 들지 않는다(Goodfriend and King, 1988).</p> <p>⑥ 중앙은행의 도덕적 해이를 회피하기 위해 개별기관에 대한 지원보다는 시장에 대한 지원이 바람직하다(Kaufman, 1991; Schwartz, 1992).</p> <p>⑦ OMO를 통한 지원은 정치적 압력을 감소시킨다. 또 할인창구의 폐쇄는 비예산적 방법으로 정부기구에 자금을 지원하려는 정부의 압력은 물론이고 비은행에 대한 반복적인 지원압력도 줄일 수 있다(Kaufman, 1991; Schwartz, 1992).</p> <p>⑧ OMO를 통한 지원은 개별기관에 대한 지원의 가격(할인율)을 책정할 필요성을 없애줌으로써 LLR의 효율적인 운영방식이 된다(Kaufman, 1991; Schwartz, 1992).</p> <p>⑨ OMO는 정책특성상 익명성과 공정성이라는 장점을 갖고 있다(Schwartz, 1992).</p>	<p>① 자본시장의 불완전성, 정보비대칭성으로 인해 특히 위기시에는 은행간시장이 작동하지 않는다(Guttentag and Herring, 1983; Flannery, 1996; Goodhart, 1999).</p> <p>② 중앙은행은 금융시장보다 정보의 우월성을 갖고 있어서 개별기관에 대한 정확한 지원을 할 수 있다(Guttentag and Herring, 1983; Bruni, 2001).</p> <p>③ LLR기능인 OMO와 LLR기능이 아닌 OMO의 구분이 불가능하기 때문에 개별기관에 대한 지원이 필수적이며 이런 것만이 중앙은행의 진정한 LLR역할이다(Goodhart, 1999).</p> <p>④ LLR지원은 단기간에 신속한 조치가 필요하며 또 대형은행이 위기에 처하거나 도산할 경우 유동성 수요함수가 예측불가능해질 수 있고 대규모금융기관이 위기에 처하여 대규모의 자금이 필요한 경우 시장전체가 위축되어 자금지원이 원활하게 이루어지기 어렵게 될 것이기 때문에 개별금융기관에 대한 지원이 필요하다(Capie et al., 1994; Goodhart, 1999; Schinasi, 2003).</p> <p>⑤ 개별기관에 대한 중앙은행의 지원은 은행간시장에서의 시장지배력의 오용을 방지할 수 있다(James, 2007).</p>

국에서 서브프라임사태의 해결과정에서 2007년 12월 12일에 도입한 TAF (Term Auction Facility, 기간입찰대출) 제도는 사전에 정해진 할인창구신용을 매 2주마다 28

일의 기간으로 적격차입자에게 입찰을 통해 제공하는 제도인데 이것은 할인창구대출이지만 OMO의 성질을 결합한 것으로 입찰의 대상기관이 국채전문딜러(primary dealers)가 아니라 예금기관이며 표준적인 OMO에서 수용되는 것보다 훨씬 포괄적인 담보에 대해 제공되고 있다. 따라서 이 방식은 할인창구의 단점을 없애고 할인창구의 장점인 다양한 담보제공을 이용할 수 있게 한다.²⁰⁾ 이러한 제도의 도입으로 할인창구를 통한 개별기관에 대한 지원은 훨씬 더 효과적인 수단이 되었다.

그러나 문제는 TAF에 의해 도덕적 해이가 더 커질 우려가 있다는 것이다. 왜냐하면 더 많은 기관이, 더 많은 금액을, 더 유리한 조건으로(낮은 금리, 포괄적 담보 인정, 대외신용유지) 차입할 수 있기 때문이다. TAF제도는 할인창구를 개선한 것이지만 여전히 할인창구대출이며 할인창구대출은 제도개선에도 불구하고 기본적으로 도덕적 해이문제를 피할 수 없다는 것이 통상적인 견해이다. 따라서 입찰참가자격과 담보를 잘 제한함으로써 도덕적 해이를 억제할 필요가 있을 것이다(Mishkin, 2008). 그리고 이러한 도덕적 해이문제는 건전성규제감독에 의해서 효율적으로 대처될 수밖에 없으므로 건전성규제를 강화할 필요가 있다(Bernanke, 2008, pp.6-7). Bagehot의 시대에는 금융감독에 대한 기능과 책임이 명확히 정착되기 이전이기 때문에 도덕적 해이를 감독차원에서 해결하는 견해가 아직 없었으나 현재에는 금융감독방법과 수단이 크게 강화되어 도덕적 해이를 크게 제한할 수 있다. 또 이러한 면에서 중앙은행이 다시 금융(은행) 감독권한을 보유하여야 한다는 주장이 지속적으로 제기되고 있다.

2. 지불불가능한 기관에 대한 지원금지원칙

(1) 지원대상기관

Bagehot는 금융위기의 극복을 위해 LLR의 지원대상을 폭넓게 인정하고 있으나 기본적으로는 은행을 주대상으로 보고 있으며 전통적으로 공공부문 안전망은 다른

20) 미국은 2007년 8월 17일부터 12월 5일까지 공개시장조작을 통해 465억 달러, 할인창구를 통해 21억 달러를 제공하였는데 할인창구를 통해 제공된 실적은 매우 적다(금융연구원, 2007). 그러나 보완된 제도인 TAF방식에 의해 2007년 12월 이후 2008년 5월 13일까지 시행된 11번의 입찰에서 52-90개 이상의 많은 은행이 참여하였으며 입찰규모는 초기에 \$200억에서 \$750억으로 증가되었다. 이 제도가 도입되기 전 할인차입을 꺼리던 많은 은행이 대거 TAF제도에 참여하고 있다.

금융기관보다 은행을 중심으로 하여 왔다. 왜냐하면 건전한 은행이 잘못된 정보에 따른 유동성인출사태로 지불불능이 될 수 있고 광범위한 은행파산이 체제위기를 가져올 수 있기 때문이다. 그래서 비은행금융기관에 대한 LLR의 지원에 대해 비판적인 견해가 많다(Garcia and Plautz, 1988; 최원형·이용규, 1998; Schwartz, 1992). 예컨대 Schwartz(1992)에 의하면 미국의 경우 1991년의 FDICIA(연방예금보험공사개혁법)에 의해 연방준비은행법(Federal Reserve Act)을 수정하였으며 이로 인해 Fed가 긴급상황에 처한 증권회사에 직접적으로 대출하는 것이 가능하게 되어 비은행에 대한 할인장구의 오용이 확대될 것을 우려하고 있다. 반면 최근에 와서 금융제도의 구조가 변화하면서 비은행금융기관도 LLR의 대상이 되어야 한다는 주장이 제기되고 있다(Meltzer, 1986; Wood, 2000²¹⁾; Solow, 2002). 그 이유는 최근에 들어 은행과 비은행금융기관의 구분이 불명확하게 되었으며 금융시장에서 비은행금융기관이 차지하는 비중이 크게 높아진데다 은행과 비은행금융기관이 다양한 거래관계와 합병을 통하여 밀접하게 연계되어 있고 또 은행이 투자은행활동을 확대하여 지불불능이 갑작스럽게 일어날 가능성이 증가하여 비은행금융기관의 유동성부족이나 지불불능이 은행에게도 큰 영향을 미치게 되었고 이에 따라 은행들은 직접적인 노출에 의해서 뿐 아니라 간접적으로 금융시장에서 야기된 혼란을 통해 비은행의 파산에 의해 점점 더 취약해질 수가 있기 때문이다. 이러한 주장은 ‘불안감의 해소’에 의한 금융위기의 극복을 강조한 Bagehot의 원칙을 중시하고 받아들인 것이라고 볼 수 있다.

현실적으로 중앙은행은 잠재적인 유동성지원을 은행에 집중하기 위하여 은행과 비은행간의 구분이 충분히 명확한 것으로 간주하는 경향이 여전히 있다. Hoggarth and Soussa(2001)에 따르면 중앙은행의 3/4이 유동성지원을 은행에 한정하고 있다. 그러나 비은행금융기관의 문제가 체제위험을 유발할 가능성이 점차 커지고 있으며 또 실제로 그러한 사태가 자주 발생하고 있기 때문에(예컨대, 서브프라임사태에 따른 위기, 미국의 LTCM위기, 증시붕괴에 따른 증권회사 위기, 우리나라의 경우 투

21) Wood(2000)는 중요한 것은 통화량이지 제도가 아니라면서 은행이외의 금융기관의 부채가 통화량에 포함된다면 그 기관의 안정을 위해 LLR활동이 확대되어야 한다고 본다. 이러한 의미에서 우리나라의 경우 그 부채가 M1과 M2에 포함되는 다양한 비통화금융기관이 대상에 포함되어야 할 것이다. 현재 한국은행법 제28조 제9호와 제80조에서 은행 이외의 금융업에 대해 긴급여신을 제공하는 것을 허용하고 있지만 구체적 대상은 명확하지 않다.

신사사태, 신용카드회사사태 등) 체제위기를 유발할 가능성이 있는 경우 비은행금융기관으로 LLR지원이 확대될 필요가 있다고 생각된다.

한편 많은 나라에서 비금융기관(개인, 민간기업, 정부기구 등)에 대한 지원이 부분적으로 허용되어 왔으나 이것은 어디까지나 긴급하고 특수한 상황에서 허용된 것이며²²⁾ 일반적으로 허용되지 않으며 또 허용되어서도 안된다. 비금융기관에 대한 지원은 금융기관이 판단하여 결정할 문제이며 만약 지원을 제공하는 금융기관에 문제가 발생한다면 상황에 따라 LLR지원이 제공될 수 있을 것이다. 그러나 최근의 서브프라임사태의 진행과정에서 보면 이러한 원칙적인 범위가 크게 훼손되고 있다. 그 만큼 상황이 비정상적이고 절박하며 단순한 금융위기가 아니고 심각한 실물위기로 확대되었기 때문인데 이러한 심각한 상황은 예외적으로 취급되어야 할 것이며 지원의 조건이 매우 엄격하여야 할 것이다.

(2) 지불불가능한 기관에 대한 지원금지원칙

Bagehot는 “우량담보의 제공능력이 없는 명백한 지불불능 은행에 대해서 영란은행이 대출을 해서는 안되며 지불가능과 지불불능의 구분은 우량담보의 제공능력여부에 달려있다.”는 원칙을 제시하였다. 이러한 Bagehot의 고전적 원칙은 지불불능기관과 지불가능기관을 구분할 수 있고 명백히 지불불능인 기관에 대출해서는 안된다는 주장인데 현대적 견해는 ‘지불불능과 지불가능성을 구분할 수 있느냐’에 초점을 맞춰 구분이 가능하므로 ‘지불가능하고 다만 일시적으로 비유동적인 기관’에 대해서만 지원해야 한다는 견해와 구분이 어려우므로 지불불능의 가능성이 어느 정도 있더라도 LLR지원이 있어야 한다는 견해로 나뉘고 있다(〈표 2〉참고). Bagehot의 견해는 전자에 해당된다. 전자의 견해는 통상 통화견해에 의해 지지되고 후자의 견해는 은행견해에 의해 지지된다. 〈표 2〉에서 보면 이러한 견해차이는 금융위기에서의 전염효과의 크기에 대한 평가에 달려 있으며 결국 금융기관의 비유동성과 지불불능의 구분이 얼마나 빠르고 정확하게 가능하냐 하는데 달려있다고 볼 수 있다.

22) 에컨대, 미국의 Fed는 1932년 7월 21일의 긴급구제와 건설법(Emergency Relief and Construction Act)에 의해 비금융기관에 대한 할인창구를 개설하였고 1933년 3월 9일의 긴급은행법(Emergency Banking Act of 1933)에 의해 준비은행에 대해 미정부의 직접적 채무를 담보로 준비은행에 의해 고정된 이자율에서 개인, 조합(합명회사), 그리고 회사에 대한 90일간의 대출을 허용했다. 우리나라에서도 1997년 이전의 구한국은행법(제97조)에서는 금융기관이 아닌 영리기업에 대한 LLR지원이 허용되었다.

Bordo(1990)에 의하면 1870-1970년 사이에 유럽국가들은 일반적으로 Bagehot의 고전적인 원칙을 잘 지켰으나 1970년대 이후 사정은 달라졌다. 예컨대, 영란은행은 1974년의 Fringe Bank와 1982년의 Johnson Matthey의 구제에서는 Bagehot 원칙에서 이탈하였다.²³⁾ 한편 미국의 경우 1970년대와 1980년대에 공황은 방지되었으나 지불불능은행에 대한 LLR지원이 많이 제공되었는데(U. S. House Representatives, 1991; Schwartz, 1992) 이러한 Fed의 지원은 Bagehot의 고전적 견해와는 매우 큰 차이가 있다. 이러한 지원에는 지불능력평가의 한계와 감독에서의 비효율성이 크게 작용하였다고 볼 수 있다. Bordo(1990)가 언급하듯이 최근의 경험은 Bagehot의 고전적 원칙이 더 이상 지켜지지 않고 있으며 지불불능의 가능성이 있는 기관에 대해서도 지원이 되고 있다. 여기에는 은행건해가 강조하고 있듯이 금융환경의 복잡성과 변동성의 증가로 지불불능과 비유동성의 구분이 더욱 어려워지는 현실적인 문제가 크게 작용하고 있으며 따라서 이러한 지원은 상당한 정도 불가피한 측면이 있다.

지불불능기관에 대한 지원은 말할 것도 없고 지불가능한 비유동적 기관도 상황의 악화에 따라 지불불능이 될 가능성이 있다. 비유동적인 기관에 대한 지원이 지불불능기관에 대한 지원으로 진행되는 것을 방지하기 위해서는 조기사정조치(PCA: Prompt Corrective Action)와 같은 제도가 필요하다. PCA는 관용을 피하고 지불불능을 방지하며 금융기관의 순가치가 마이너스가 되기 전에 금융기관을 폐쇄하는 원칙이다. 따라서 PCA는 금융기관의 행동에 대한 감시 및 제약의 부과와 함께 개별 기관에 대한 LLR지원이 지불불능의 신호와 혼동되기 전에 유동성부족의 원인을 파악하고 치유할 시간을 벌 수 있게 해준다. 그러므로 PCA는 현대적 중앙은행의 안정화정책의 틀에서 매우 중요한 요소로 간주되어야 할 것이며 감독당국의 PCA의 엄격한 집행이 LLR의 매우 중요한 보완장치가 된다. 따라서 조기사정조치제도(PCA)를 보다 정비하고 엄격하게 적용하여 지불불능기관에 대한 지원가능성을 최대한으로 줄이는 노력이 필요할 것이다.²⁴⁾

23) 1980년대에 금융제도에서의 경쟁의 증가에 의해 민간부문 내에서의 합의에 의한 지원이 더 어렵게 되었다. 예컨대 금지금부문(gold bullion sector)에서 적극적인 시장조성자였던 Johnson Matthey Bankers Ltd의 구제에서 경쟁적 환경이 더 치열해짐으로 인해 민간부문 내에서의 자율적 합의가 매우 어려웠다(Capie et al., 1994). 결국 이러한 합의가 어려워지면서 영란은행이 지불불능의 우려에도 불구하고 지원을 결정하였다고 볼 수 있다.

24) 이러한 노력은 Bagehot가 영란은행제도의 개혁처방의 하나로 제시한 '영란은행에 대한 수요

〈표 2〉 지불불능기관과 비유동적 기관에 대한 지원

	지불가능기관에 대해서만 지원	지불불능의 가능성이 있어도 지원
주 장 근 거	<p>① 비유동적 기관과 지불불능 기관간의 구분이 위 기시에도 가능하다. Schwartz (1992) 는 그러한 구분은 현재의 제도하에서는 충분히 가능하다고 본다. 또 우량담보의 제공능력에 의해 지불 능력이 평가될 수 있으므로 이러한 구분이 가능하다(Bagehot, 1873; Hawtrey, 1962; Wood, 2000).</p> <p>② 비유동적 기관에 대한 지원은 단기적 유동성지원이 되지만 지불불능의 가능성이 큰 기관에 대한 지원은 장기적 지원이 될 가능성이 크기 때문에 LLR지원의 원칙(단기적, 일시적 지원)에 어긋난다(Schwartz, 1992). 은행평가에 의해 충분한 증거가 있는데도 금융기관의 인가 및 취소권이 없는 중앙은행의 경우 금융기관의 인가권자가 폐쇄를 결정하지 않았다는 사실만으로 그 기관의 생존가능성을 인정하고 LLR지원을 하는 것은 큰 문제이다.</p> <p>③ 경험에 의하면 지불불능의 가능성이 있는 기관에 대한 지원은 많은 비용만 수반하면서 효과는 없었다(U.S. House Representatives, 1991; Schwartz, 1992; Bordo, 2000; Wood, 2000).</p> <p>④ 지불불능의 여지가 있는 금융기관에 대한 지원 이유는 통상 전염효과를 차단하기 위한 것이었으나 전염의 영향은 크지 않았으므로 이러한 지원은 불필요하며 전염을 방지하기 위해서는 오히려 OMO를 이용해야 한다(Schwartz, 1992; Wood, 2000).</p> <p>⑤ 정치적, 행정적 결정이 시장적 결정을 대체하는 것은 자원의 잘못된 배분을 유발한다. 지불 불능의 가능성이 있는 기관에 대한 할인창구지원도 정치적, 행정적 결정이며 자원배분의 왜곡을 가져온다. 생존가능성에 대해 시장의 검증에 실패한 기관을 중앙은행의 통화발행으로 지원해서는 안된다(Schwartz, 1992).</p>	<p>① 전통적인 견해로서 중앙은행은 금융 제도 전체의 안정에 책임이 있으며 은행의 파산은 전체시스템에 대한 신뢰를 감소시키는데 주요은행의 파산이 은행제도의 나머지부분으로 전염되는 것을 방지하기 위하여 중앙은행은 지불불능의 가능성이 있는 은행에도 지원을 제공하여야 한다(Solow, 2002; Kane and Kaufman, 1986; Capie et al., 1994; Goodhart, 1999).</p> <p>② 금융기관의 비유동성과 지불불능을 짧은 시간 내에 구분하는 것은 일반적으로 가능하지 않고 특히 위기시에는 훨씬 어렵다(Goodhart, 1999; He, 2000; Giannini, 1999). 왜냐하면 금융환경의 변화로 은행대차대조표의 복잡성이 크게 증가하였으며 이에 따라 은행의 자산을 평가하는 것이 어렵기 때문이다.</p> <p>③ 현재와 같이 금융감독기구와 중앙은행이 분리된 경우 감독기구가 지불 불능과 비유동성여부를 결정하게 되는데 감독기구가 감독을 효율적으로 잘 수행할 여지가 낮다(Freixas et al., 2004).</p> <p>④ 지불불능인 은행의 폐쇄는 은행이 보유하고 있는 정보의 파괴를 유발하며 이것은 차입자들에게 큰 비용이 되며 신용경색을 유발할 수 있다. 따라서 차입자(특히 중소기업이나 가계)를 보호하기 위해 중앙은행은 지불불능의 가능성이 있는 은행이라도 지원을 해야 한다(Goodhart, 1999).</p>

를 줄여나가야 한다.’(p.82)는 제안에 해당되는 것이다.

3. 높은 이자율에 의한 지원원칙

Bagehot는 내적유출이 있는 경우에 준비금의 효과적인 사용과 불필요한 현금수요를 줄이기 위해 높은 이자율(별척이자율)을 적용할 것을 제안하였다. 이러한 별척이자율의 적용에 대해 이후 많은 의견들이 제시되고 있는데(〈표 3〉참고) 별척이자율의 적용을 지지하는 이유로 일부는 도덕적 해이를 줄이기 위한 조치라고 해석하고 있지만 가장 중요한 요인은 유동성의 배분적 효율성을 위한 것이며 이에 의해 유동성팽창을 공황방지에 꼭 필요한 만큼만 제공하도록 하여 국내은행권부분의 증가가 안정적 경로로부터 이탈하는 것을 최소화시키고 공황이 끝나면 곧바로 차입금을 상환하도록 하여 금융안정과 물가안정의 상충문제를 해결하려는 것이다. 그러나 높은 별척이자율로 대출되어야 한다는 아이디어는 널리 도전받고 있으며 실제로도 개별기관에 대한 긴급대출에 대해 시장금리보다 오히려 낮은 금리가 적용되는 경우가 적지 않았다.²⁵⁾ 별척이자율의 적용이 불필요하다고 주장하는 가장 중요한 이유는 현재의 불환지폐제도 하에서는 준비금의 효율적 사용은 문제가 되지 않으며 별척이자율은 자칫 위기를 더욱 악화시킬 우려가 있으며 정책목표의 상충문제는 다른 수단(대출기간의 단기화 등)으로 해결될 수 있다고 보기 때문이다. 또한 금융위기에 중앙은행의 가장 보편적인 대응은 정책금리의 인하이며 이에 동반하여 할인율을 인하하는데 이러한 상황에서 별척이자율을 적용하는 것은 상황역행적인 정책이라고 볼 수 있다. 이에 따라 Bagehot의 견해 중 현대에서 가장 비판을 받고 있는 원칙이 이러한 별척이자율의 적용이라고 볼 수 있다.

Bagehot는 위기시의 이자율보다 높아야 한다고 제시하고 있으나 이것은 당시의 금본위제에 기인하는 것이며 따라서 높은 이자율(별척이자율)이 필수적인 것은 아니다. 이에 따라 현재에는 별척이자율의 수준에 대해 현재의 위기시의 시장이자율보다 높아야 한다는 견해, 위기이전의 평상시의 이자율보다 높아야 한다는 견해, 그리고 위기시의 시장이자율보다는 낮아야 한다는 견해가 제시되고 있다. 물론 여기서 말하는 이자율수준은 위기시에 중앙은행의 정책금리의 조정이 없다는 상황을

25) 1984년의 미국 Continental Illinois Bank의 파산과 관련된 신용위기 이전의 경우들에 있어서는 중앙은행의 유동성공급은 시장이자율보다 오히려 낮은 이자율로 이루어졌다(Bordo, 1990). 그리고 미국의 Fed는 2001년의 9. 11사태 이후 매우 낮은 이자율에서 많은 대출을 하였다. 예컨대, 9. 11사태 직후 할인율은 연방기금목표금리보다 0.5%p 낮았다.

〈표 3〉 벌칙이자율에 대한 견해

	벌칙이자율에서 지원	벌칙이자율에 대한 반론
주장 근거	<p>① 벌칙이자율은 배분적 효율성을 위해 필요하다. 즉, 시장가격보다 높은 가격으로 자원을 배분함으로써 유동성이 꼭 필요한 은행에만 제공되어 중앙은행에 대한 의존을 억제한다(Humphrey and Keleher, 1984; Meltzer, 1986; Fischer, 1999).</p> <p>② 벌칙이자율의 적용은 본래적 정의에 부합된다. 즉, 벌칙이자율은 지원은행에 부여되는 보호에 대한 대가 또는 중앙은행의 위험노출을 보상하기 위하여 지불하는 공정한 가격으로 간주될 수 있다(Humphrey, 1989; Horgath and Soussa, 2001; Meltzer, 1986; Humphrey and Keleher, 1984).</p> <p>③ 시장이자율보다 낮은 이자율로 대출하는 것은 중앙은행이 투기적 자산투자에 보조금을 지불하는 것이므로 벌칙이자율의 적용은 금융기관의 도덕적 해이를 감소시키기 위해 필요하다(Solow, 2002; Meltzer, 1986; Fischer, 1999; Kaufman, 1991).</p> <p>④ 벌칙이자율은 유동성팽창을 공황방지에 꼭 필요한 만큼만 제공하도록 하여 국내은행권부분의 증가가 안정적 경로로부터 이탈하는 것을 최소화시킨다(Humphrey and Keleher, 1984; Fischer, 1999).</p> <p>⑤ 벌칙이자율은 곤궁에 처해있는 차입자의 건진성에 대한 하나의 검정을 제공하는 용도를 갖고 있다(Humphrey and Keleher, 1984).</p>	<p>① 높은 이자율에서의 대출은 은행위기를 악화시킬 수 있다(Garcia and Plautz, 1988; Flannery, 1996).</p> <p>② 은밀하게 제공되지 않는 한 예기치 않은 인출채도를 촉발할 신호를 시장에 보낸다(Hoggarth and Soussa, 2001).</p> <p>③ 경영자들에게 위협으로부터 탈출하기 위해 회생을 위한 도박을 추구할 유인을 주기 때문에 바람직하지 않다(Hoggarth and Soussa, 2001).</p> <p>④ 높은 벌칙이자율은 금본위제하에서 영란은행의 은행준비금의 효과적 사용을 위한 것으로 관리통화제에 그대로 적용하는 것은 무리이다(유종권, 2000; Martin, 2005; Bernanke, 2008).</p> <p>⑤ 현대의 불환지폐제도에서는 유동성은 원가에서 공급되어야 하며 만약 그 대출이 좋은 담보에 의해 보장된다면 무위험이자율에서 공급되어야 한다. 또한 무위험이자율에서의 좋은 담보에 대한 대출은 차입자에게 전혀 보조금을 제공하는 것이 아니기 때문에 도덕적 해이를 유발하지 않는다(James, 2007, pp. 41-44).</p>
벌칙 이자 율의 수준	<p>① Bagehot가 강조한 ‘준비금의 효율적 배분논리’에 근거하여 위기가 있는 현재의 시장이자율에 비해 더 높은 벌칙이자율이 적용되어야 한다(Humphrey and Keleher, 1984와 같은 통화견해에서 일반적).</p> <p>② Bagehot가 강조한 ‘불안감의 증식에 의한 위기의 극복논리’에 근거하여 위기이전의 평상시 이자율보다 더 높아야 한다(Goodhart, 1999; Fischer, 1999; Martin, 2005).</p> <p>③ 위기가 있는 현재의 은행간시장 이자율보다는 더 낮은 이자율에서 대출이 제공되어야 한다(Freixas et al., 2004). 왜냐하면 중앙은행이 예금보험기부보다 청구의 우선권을 가지고 있다는 점에서 은행간시장보다 더 나은 조건으로 대출을 할 수 있기 때문이다.</p>	

전제로 하고 있다. 정책금리가 인하되는 경우에는 그 수준을 감안하여야 할 것이

다. 위기시의 시장이자율보다 높아야 한다는 견해는 앞에서 언급하였듯이 상황역행적인 정책이라고 볼 수 있으며 평상시의 이자율수준보다 높아야 한다는 주장은 불안감의 종식을 목적으로 하는 것이지만 과도한 도덕적 해이를 유발할 것이다. ‘불안감의 종식에 의한 위기의 극복논리’와 중앙은행이 갖고 있는 유리한 입장(중앙은행이 예금보험기구보다 청구의 우선권을 가진다는 점에서 은행간시장보다 더 나은 조건으로 대출을 할 수 있는 이점을 가짐)을 고려할 때 긴급대출의 적용이자율은 적어도 위기시의 은행간시장이자율보다는 낮아야 할 것이다.

한편 벌칙이자율이든 아니든 할인창구를 통해 유동성이 지원되는 경우 이 방법이 갖는 문제점은 앞에서 지적한 바와 같이 할인율의 적정한 수준이 무엇인지를 결정하는 것이 쉽지 않다는 것이다. 현재의 이자율수준이나 평상시의 이자율보다 높아야 한다고 하더라도 얼마가 되어야 할지 알기 어렵다. 그러나 앞에서 언급한 TAF(기간입찰대출제도)와 같은 제도에서는 입찰에 의해 이자율이 결정되기 때문에 벌칙이자율의 자의적 설정문제는 발생하지 않으며 OMO와 동일한 효과를 가지게 되는 유용한 측면이 있다.

4. 좋은 담보에 대한 제한없는 공급의 원칙

유동성문제와 지불능력문제의 구별은 통상 분명하지 않다. 이러한 불확실성이 있을 때 중앙은행은 가능한 한 수용가능한 담보로 자신의 대출을 보호하고자 할 것이다. 중앙은행이 긴급유동성을 제공하는 경우에 담보를 꼭 요구하여야 한다는 주장과 담보가 불필요하다는 주장이 있으나(〈표 4〉) 담보요구를 통해 지불능력을 빨리 판단할 수 있는 등 여러 장점이 있으므로 실제로 많은 나라에서는 Bagehot의 원칙처럼 중앙은행대출이 담보화되어야 한다는 법적 요구가 있다. 따라서 좋은 관행은 중앙은행이 LLR지원을 정상적으로는 단기 담보에 대해서만 제공할 것이라는 사실을 사전에 선언하고 어떤 자산이 그러한 목적으로 수용될 것인지를 명시하고 예외적인 상황하에서는 그 요구조건을 완화할 것이라는 것을 분명하게 밝히는 것이다(He, 2000).

그렇다면 담보대출의 경우 좋은 담보(good collateral)는 무엇인가? 좋은 담보란 그 담보에 의해 제공된 대출의 위험을 0으로 감소시키는 담보를 말한다. 그러므로 어떤 담보이든 그 담보의 최저가치(minimum value)까지는 좋은 담보가 된다. 따라

〈표 4〉 담보의 필요성

	담보가 필요하다는 주장	담보가 불필요하다는 주장
주장 근거	<p>① LLR은 담보요구를 통해 지불능력에 대한 판단필요성을 피하고 빠르게 대응할 수 있는 능력을 갖게 된다 (Bagehot, 1873; Schwartz, 2002).</p> <p>② LLR이 수용가능한 담보에 의거하여 대출결정을 함으로써 잠재적 차입자가 가급적 수용가능한 담보자산을 보유케 하고 이에 따라 지나친 위험을 택하는 도덕적 해이를 감소시킬 수 있다 (Fischer, 1999; He, 2000).</p> <p>③ 담보는 중앙은행이 파산은행의 채권자가 되는 것(중앙은행이 피규제기관의 채권자가 될 경우에는 중앙은행의 자본에 부담을 제공하거나 이 해상충을 유발할 수 있음)을 피하려는 것이다 (Freixas et al., 2004).</p>	<p>① 일부 남아 있는 수용가능한 담보를 이용하여 회생을 위한 도박을 하는 경우에 대처할 수 없다. 이 경우 LLR은 대출에 대해 완전한 담보를 갖기 때문에 금융기관이 파산하더라도 손실을 입지 않지만 대신 손실은 FDIC로 넘어간다 (Kaufman, 1991).</p> <p>② 즉각적으로 매우 많은 자금이 필요한 지불가능한 은행은 LLR에 수용가능한 충분한 담보를 제공하는데 어려움이 있을 것이며 그래서 불필요하게 파산될 수 있다 (Guttentag and Herring, 1983). 그러므로 만약 LLR이 그들의 감독권한이나 다른 신뢰할 수 있는 기관의 감독을 통해 그 은행의 지불능력을 확신한다면 담보의 필요성은 없을 것이다.</p> <p>③ 담보대출을 하면 LLR은 은행을 평가하는데 주의를 덜 기울이도록 조장한다 (Guttentag and Herring, 1983; He, 2000).</p>
담보 가치의 평가 시기	<p>① 평상시의 가치로 평가: 정상시기의 담보가치에 의거하여 대출을 함으로써 LLR은 공황이 자기성취적이 되지 않도록 도와준다 (Fischer, 1999).</p> <p>② 담보는 지원당시의 시장가치로 평가하는 것이 바람직하다는 견해 (Garcia and Plautz, 1988). 평상시의 담보가치를 그대로 인정하는 것은 담보가치를 과대평가하는 것으로 금융기관의 과도한 위험추구에 따른 비용을 납세자에게 전가시키는 결과를 초래하고 또 중앙은행의 건전성이 저해될 우려가 있다.</p> <p>③ James (2007)는 반드시 위기시의 최저가치로 담보를 평가할 필요가 없으며 정책적으로 고려되어야 한다고 주장한다.</p>	

서 좋은 담보를 대상으로 유동성을 제공하는 경우 대출자에게는 전혀 위험이 없지만 차입자에게는 상당한 위험을 수반하게 된다. 그러나 중앙은행은 담보를 처분하지 않을 것이기 때문에 중앙은행이 높은 헤어컷을 적용하더라도 차입은행은 담보를 떼일 위험이 없다. 따라서 중앙은행은 높은 헤어컷을 적용함으로써 다른 대출자의 경우보다 훨씬 더 광범위한 영역의 자산을 좋은 담보로 받아들일 수 있다. James (2007)는 이러한 점이 중앙은행의 사회적 존재이유이고 존재가치라고 주장한다. 이러한 입장은 Bagehot의 견해를 그대로 수용한 것이며 실제로 위기동안에 적격담보의 범위를 확대할 필요가 있다는 주장은 통상적으로 확립된 것으로 볼 수 있다. 담보로 적합한 채권의 범위에 대해서 일부국가는 국채에 한정하지만(서브프라

임사태 이전의 영국 등) 많은 나라는 광범위한 채권을 받아들인다. 위험자산에 대해서는 중앙은행이 헤어컷을 높이면 되기 때문에 금융위기가 발생할 때 중앙은행이 담보를 안전자산에 한정할 필요는 없다. 국채에 한정할 경우 유동성위기에 대응하는 중앙은행의 능력이 심각하게 제약될 수 있다.²⁶⁾

담보가치의 평가시기에 대해서 통상적인 견해는 Bagehot(1873)가 주장하듯이 위기발생 이전의 가치로 평가되어야 한다는 것이며 담보는 정상적 시기에서 양질의 것이어야 한다는 요구는 매우 타당한 식견이다. 이러한 견해는 넓게 해석하면 LLR이 담보의 기준을 관대하게 적용하여야 한다는 것을 제시한다고 볼 수 있다 (Fischer, 1999).²⁷⁾ 그러나 헤어컷을 적용하는 경우에는 굳이 담보가치가 위기이전 이냐, 이후냐 하는 것이 큰 의미를 가지지 않는다. 그래서 James(2007)는 중앙은행이 담보를 처분하지 않고 장기간 보유할 수 있기 때문에 반드시 위기시의 최저가치로 담보를 평가할 필요가 없으며 정책적으로 고려되어야 한다고 주장한다. 따라서 중앙은행이 LLR로서의 사회적 책무를 수행하기 위해 중앙은행의 건전성의 훼손을 지나치게 우려할 필요는 없을 것이며 담보는 정상시기의 가치를 인정하고 헤어컷을 적절하게 조정하는 것이 바람직할 것이다.

Bagehot의 고전적 견해에 따르면 중앙은행의 긴급대출은 과감할 만큼 충분히, 즉각적으로 제공되어야 한다. 이와 같이 제한없이 충분한 양을 제공하는 것은 도덕적 해이의 위험이 있음에도 불구하고 유동성부족이 유발할 불확실성과 불안을 차단하여 인출사태를 방지하기 위한 것이다. 그러나 Bagehot의 이러한 ‘제한없는 과감한 자금공급원칙’은 현실적으로 많은 제약을 받아 왔다. 실제로 중앙은행은 신용위

26) 특히 금융시장이 덜 발전된 일부 국가에서는 좋은 시장성있는 담보의 양이 제한될 것이며 발전된 금융시장에서도 자산가격은 심하게 변동할 수 있다. 이러한 경우에는 중앙은행은 적격 담보의 범위를 확대할 필요가 있을 것이다. 한국은행법 제65조 제1항은 임시로 적격성을 부여한 자산을 담보로 금융기관에 긴급여신을 할 수 있다고 규정하고 있다. 그리고 미국 Fed는 서브프라임 모기지사태와 관련한 제도개편 (2007년 12월 12일)에서 적격담보대상을 국공채나 보증부 주택담보부대출채권(RMBS) 뿐 아니라 서브프라임 모기지 및 부채담보부증권(CDO) 등 평가손미발생자산(unimpaired asset)으로 확대하였다(금융연구원, 2007).

27) Calomiris(2008)는 차입자의 전체 자산포트폴리오보다 더 우량한 담보자산에 대해 대출하는 것은 좋은 점보다는 나쁜 점이 더 많으며 만약 LLR이 매우 우량한 담보에 대해서만 대출을 한다면 그것은 실제적으로는 은행의 예금자들을 후순위자로 돌리는 것이며 이에 의해 예금자의 손실위험을 증가시키게 되며 이것은 반생산적으로 예금인출을 부추기게 된다고 지적한다. LLR은 평균적인 자산을 담보로 취해야 하며 담보에 대해 지나치게 까다로워서는 안된다고 강조한다.

험에 대한 노출을 제한하거나 물가안정을 유지하기 위해 금융기관에 제공할 수 있는 LLR지원에 대해 규모제한을 부과하여 왔는데 이 문제는 논란거리이다. 그러나 중앙은행대출에 대한 제한은 그 대출이 통화적 목적이라면 합리적이지만 충분하게 대출할 준비가 되어 있어야 하는 긴급대출을 위해서는 합리적이지 않으며 LLR로서의 중앙은행의 건전성훼손에 과민할 필요는 없다고 볼 수 있다. 만약 LLR대출에 대한 제한이 너무 타이트하다면 이것은 오히려 은행에 대한 예방적 인출사태를 조장할 것이다. LLR의 기능에 비추어 볼 때 긴급유동성지원에 대한 규모제한의 근거는 강하지 않으며 만약 제한을 한다고 하더라도 그 한계는 지나치게 타이트하지 않아야 한다(He, 2000).

한편 LLR의 자금지원은 그 목적에 비추어 체제위기의 위협이 사라질 때까지 장기간 지속되어야 할 것이나 중앙은행의 통화량조절책무와 상충되지 않도록 가능한 단기로 이루어지는 것이 바람직하다. 이러한 관점에서 지불불능의 여지가 있는 은행에 대하여 중앙은행이 장기간 자금을 지원하는 것은 특히 문제가 많다는 것이 일반적 지적이다(Garcia and Plautz, 1988; 최원형·이용규, 1998). 그러나 최근 금융불안정이 장기화되고 있어 긴급유동성지원도 장기화되고 있다. 예컨대, 미국 Fed는 2007년 8월 17일 할인대출을 30일까지 할 수 있고 차입자의 요청으로 갱신이 가능하도록 관행을 조정하였다(Board of Governors of the FRS, 2007).

5. 중앙은행의 금융안정책무의 인식, 의사소통 그리고 사전적 준치제시원칙

Bagehot원칙에서 통상 말하는 정책준칙의 사전적 공개원칙은 Bagehot의 주장을 좁게 해석한 것이며 보다 정확하게는 사전적인 준칙의 설정과 공개뿐 아니라 영란은행의 금융안정에 대한 책무의 분명한 인식 그리고 민간부문과의 충분한 의사소통과 정보공개를 포괄하고 있다. 특히 최근에 와서 중앙은행이 금융안정의 책무와 목표를 분명히 하고 의사소통을 강화하여 위기시에 중앙은행이 적극적, 주도적으로 대처하여야 한다는 견해가 다양하게 제시되고 있는데 이는 Bagehot의 원칙에 대한 새로운 인식이라고 볼 수 있다.

(1) 중앙은행의 금융안정책무의 분명한 인식

중앙은행의 금융안정, 특히 금융제도의 거시적 건전성에 대한 관심은 뿌리 깊은

것이며 Padoa-Schioppa (2002)는 금융제도의 안정에 대한 중앙은행의 관심과 책임은 “유전적 요소 (generic code)”라고 부른다. 역사적으로 보면 (Goodhart, 1988) 중앙은행은 발권은행, 정부의 은행에서 시작하여 금준비금의 보유자와 은행준비금의 집중관리자로서의 지위, 그리고 재할인에 의한 추가적인 현금제공능력 때문에 은행예금의 인수와 은행에 대한 대출과 같은 은행의 은행으로 활동하였다. 이러한 은행의 은행으로서의 중앙은행활동에서 가장 중요한 것이 금융안정책무이다. 왜냐하면 중앙은행은 은행준비금의 집중관리자로서 금융위기에 준비금을 제공하여야 하기 때문이다. 따라서 금융안정기능은 중앙은행의 태생적 속성이며 고전적 기능이라고 볼 수 있다. Bagehot가 강조하는 중앙은행의 역할은 바로 이러한 고전적 기능 중에서 최종대부자기능이다.

그러나 1920년대 금본위제 붕괴이후 관리통화제가 도입됨에 따라 통화량의 통제에 따른 물가안정의 중요성이 제기되어 이 시기의 중앙은행은 금융안정보다는 물가안정을 주요 목표로 수용하게 되었고 그래서 1930년대에서 1970년대까지 중앙은행은 금융안정을 등한시하고 물가안정에 초점을 맞추었다.²⁸⁾ 그러나 1980년대 이후 금융불안현상이 전세계적으로 다시 현저하게 발생하면서 금융감독, LLR기능 등 중앙은행의 금융안정역할이 다시금 중요하게 인식되고 있다. 그러므로 중앙은행이 위기대처당국(emergency authority)으로서 태생적으로 금융안정에 대한 책임이 있을 뿐 아니라 현실적으로 다음과 같은 이유로 금융안정에 대한 중요한 역할이 있다는 것을 분명하게 인식하고 이러한 인식을 바탕으로 금융안정의 예방과 대처에서 주도적 입장을 취할 필요가 있다.

첫째, 중앙은행은 재정당국과는 달리 금융위기에 대처하여 사용할 다양하고 신속적이고 즉각적인 수단들을 가지고 있다.²⁹⁾ 물론 재정당국도 다양한 수단들을 가지

28) 1970년대와 1980년대 우리나라를 비롯한 많은 국가의 중앙은행이 물가안정 이외에 경제발전, 완전고용과 같은 목표를 병렬적 또는 2차적 목표로 추구하고 있었는데 이 경우 재정당국의 정책목표와 차이가 없게 되고 따라서 중앙은행의 물가안정목표가 일관성있게 추구될 수 없고 목표추구의 책임소재를 불확실하게 만든다는 이유로 중앙은행의 목표를 물가안정으로 단일화할 필요가 있다는 주장이 제시되었었다.

29) 예컨대, 최근의 서브프라임사태에 직면하여 미국의 Fed는 즉각적이고 다양한 조치들을 시행하였다. 즉, OMO를 통한 유동성공급 확대, 할인율인하(2007년 8월 17일 이후 2008년 말까지 할인율을 6.25%에서 0.5%로 인하), 정책금리인하(2007년 9월 18일 이후 2008년 말까지 목표연방기금금리를 5.25%에서 0-0.25%로 인하), 재할인대출기간연장, 재할인담보확대, TAF(Term Auction Facility), TSLF(Term Securities Lending Facility), PDCF(Primary

고 있으나 의회의 협조를 필요로 하는 등 즉각적이고 신속적인 대응이 상대적으로 어렵다. 둘째, 중앙은행은 매우 강력한 조사연구 및 통계편제조직을 보유하고 있다. 이 조직은 물가안정을 위한 통화정책의 수립을 위해서도 필요한 것이지만 금융안정, 특히 거시건전성감시³⁰⁾를 위해서도 적극적으로 사용되어야 한다. 거시건전성감시를 담당할 능력있는 기관으로 중앙은행이외에는 마땅한 대체기관이 없다고 볼 수 있다. 이외에도 통화정책의 수행과 지급결제제도의 안정적 운영을 위해 금융제도의 안정이 중요하기 때문에 중앙은행이 금융안정에 관심을 갖고 주도적으로 대처해야 할 필요가 있을 것이지만 무엇보다 중앙은행이 대처능력을 갖고 있다는 점에서 주도적인 위기대처당국이 되어야 할 것이다. 물론 최근의 서브프라임 모기지 사태처럼 매우 심각한 경제위기의 경우에는 중앙은행의 활동만으로 대처할 수 없고 정부와 공동대응을 하여야 할 것이지만 일반적인 금융위기의 경우에는 중앙은행이 주도적으로 대처할 필요가 있다.

Healey (2001)의 서베이에서 응답을 한 37개 중앙은행 중에서 페루의 경우를 제외한 모두가 금융안정에 대해 책임을 가지고 있다고 밝히고 있다. 물론 법적 임무의 범위는 다양하지만 실제적으로 거의 모든 중앙은행은 금융제도의 안정과 지급결제제도의 안정을 그들의 핵심적 임무의 일부로 고려하고 있다고 볼 수 있는데 중앙은행이 보다 적극적으로 금융안정에 기여하고 금융불안정을 극복하기 위해서는 명시적으로 중앙은행법에 금융안정책무를 공식화할 필요가 있다.³¹⁾ 금융안정에 대한 목표가 명시되어 있지 않으면 비록 사용할 수단이 많이 있다고 하더라도 물가안정을 강조하여 소극적으로, 덜 과감하게 대응할 가능성이 매우 크기 때문이다.

Dealer Credit Facility) 제도 도입, 기간RP도입, 증권사에 대한 자금지원, Fannie Mae 및 Freddie Mac에 대한 할인대출창구허용, 투자은행의 은행지주회사로의 전환승인, 재할인창구를 통한 자산담보부 기업어음매입제도(AMLF), 기업어음직매입제도(CPFF), 민간특별목적회사를 통한 단기금융시장펀드의 CD, 은행채, CP매입제도(MMIF) 도입, 중요국 중앙은행과의 통화스왑을 통한 유동성공급확대조치 등을 들 수 있다.

- 30) 거시건전성감시는 “거시경제의 안정을 위하여 거시금융환경의 변화에 따른 금융제도 전체의 체제위험을 관찰, 관리, 감시함으로써 금융제도 전체의 안정성을 달성하려는 활동”이라고 볼 수 있다.
- 31) 한국은행의 목적조항에 ‘금융안정’을 위한 역할을 명시적으로 규정하여 금융안정에 대한 한국은행의 책임을 명확하게 부여하고 금융안정을 위한 정책결정에 중앙은행의 의사가 최대한 반영될 수 있도록 할 필요가 있다는 제안의 예로는 이진호 등(2004), 고동원(2005)을 들 수 있다.

(2) 의사소통과 정보공개활동

금융환경과 정책환경의 변화로 정책에 대한 예상이 중요해지고 그러한 예상의 오류가 적어지도록 하기 위해 시장에 충격을 주는 비밀주의 방식보다는 의사소통을 통해 더 많은 정보를 제공하고 투명하게 하는 것이 정책에 더 효과적이라는 이론적 및 실증적 증거로 인해 최근에 금융안정정책에 대한 의사소통활동이 매우 중요하게 부각되고 있다. 또한 중앙은행의 독립성이 강화되면서 중앙은행이 금융시장전문가들 뿐 아니라 일반민간에 대해서도 정보를 공개하고 의사소통을 할 필요성이 커지고 있다(Trichet, 2008). Padoa-Schioppa(2002)는 공식 및 사적 의사소통이 시장의 행동에 영향을 미침으로써 금융안정에 기여할 수 있는 강력한 하나의 방법이 될 수 있다고 지적한다. 100여년전에 Bagehot가 민간부문과의 의사소통을 강조한 이후 1990년대 이후에 와서 이것의 중요성이 재부각되고 있다. 사실 1990년대 초반까지만 하더라도 중앙은행의 행동이 비밀주의에 입각해 있었다는 점을 감안하면 Bagehot의 선견은 놀라울 정도이다.³²⁾

어떠한 의사소통정책이 최선의 방식이 될 것인지에 대해 아직 합치된 의견이 있는 것은 아니지만(Blinder et al., 2008) 의사소통은 통상 금융안정보고서, 공식적 통계발표, 세미나 그리고 강연과 같은 다양한 공식적 진술과 경제교육을 통해 수행된다. 현재의 금융상황에 대해 시장에 정확한 정보를 제공하고 널리 알리고 그리고 교육을 함으로써 시장참여자들이 자발적으로 행동을 조정하게 만들 수 있다. 특히 최근에 와서는 이제까지 겪어보지 못한 새로운 현상들이 나타나고 새로운 경험을 많이 하기 때문에 금융과 경제간의 새로운 관계, 금융환경과 정책환경의 변화추세와 이탈현상, 각 국가에서의 특이한 금융상황과 이에 대한 대응방식 등에 대해 알리고 교육을 하는 기능이 매우 중요하다. 상황과 사건에 대한 판단 외에도 중앙은행은 위험노출(예컨대, 특정부문과 특정국가에 대한 대출 및 차입수준)과 기타 취약성의 파악에 도움이 되는 정보를 공개할 수 있다.

이러한 공식 및 사적 의사소통을 위해서는 중앙은행의 조사연구 및 통계편제활동이 매우 중요한 역할을 할 것이다. 왜냐하면 조사연구 및 분석결과를 활용하는 중요한 수단이 이러한 의사소통이 되기 때문이다. 즉, 조사연구결과를 공식, 사적 방식을 통해 제공하고 알리고 교육하는 것이 금융안정을 위한 인식과 행동의 변화를

32) 미국 Fed는 1994년 2월 연방기금금리목표를 비밀로 유지하는 대신 모든 연방기금금리변화를 즉각 공지하기 시작하였다.

유발하는 주요한 수단이 되며 이러한 조사연구내용이 건실하고 풍부하여야 그러한 효과가 더욱 클 것이기 때문이다.

(3) 준칙의 사전적 공개와 사후적 투명성에 의한 보완

LLR기능의 수행에 따르는 금융기관의 도덕적 해이를 피하는 하나의 방법으로 건설적 모호성(constructive ambiguity)의 방법이 제시되었다. 건설적 모호성의 전통은 중앙은행들에 의해 실제로 많이 실행되어왔는데(Corrigan, 1990; George, 1994) 이 개념은 사전적 모호성(지원여부, 지원시기 및 지원조건에 대한 재량)과 사후적 모호성(지원사실의 비밀성)을 모두 포함하는 개념이다(He, 2000). 이러한 건설적 모호성에 대비되는 것이 Bagehot의 고전적 견해에서 강조되고 있는 LLR지원에서의 준칙을 사전적으로 투명하게 명시하는 것(사전적 투명성)이다.

건설적 모호성과 준칙을 주장하는 논거에 대해 다양한 견해들이 제시되고 있지만(<표 5>) 건설적 모호성은 LLR의 지원대상인 금융기관의 도덕적 해이를 피하고 정보의 불완전성, 준칙의 집행이 가져오는 한계 등 현실적인 문제를 극복하기 위해 필요하다는 것이다. 반면 준칙(사전적 투명성)은 위기시의 주저없는 행동의 필요성, 중앙은행의 도덕적 해이의 감소, 재량이 갖는 시간비일관성과 과도한 개입, 그리고 모호성의 비효과성 때문에 필요하다는 것이 중요한 논거이다. 특히 준칙에 의해 위기에 주저없는 행동이 위기확산방지에 가장 중요하다는 것을 Bagehot가 강조하고 있는데 이러한 견해는 현재에도 여전히 유효하다(Meltzer, 2003, p. 64).

그런데 건설적 모호성과 준칙(사전적 투명성)은 선택의 문제라기보다는 통합이 가능한 것이다. 오늘날의 금융환경에서는 이해에 민감한 소비자와 정교한 금융시장으로 인해 투명성이 더욱 더 필요하지만 이와 동시에 금융거래와 금융기관의 복잡성의 증가로 인해 은행의 정확한 상태를 파악하여 처리하는 완벽히 투명한 절차를 고안하는 것이 매우 어려우며 따라서 완전한 모호성이나 완전한 투명성을 추구하는 것은 거의 불가능하다. 모든 상황에 대한 자세한 준칙을 설정할 수 없기 때문에 부득이 모호성(재량)이 개입하게 된다. 이 경우 발생하는 운영적 재량의 문제는 사전적 투명성과 사후적 투명성의 결합에 의해 해결될 수 있을 것이다(Enoch et al., 1997). 즉, 만약 당국에 그러한 운영적 재량이 주어진다면 이 재량을 사후적 투명성으로 균형시키는 것이 필요하다. 사후적 투명성은 사태가 발생한 후에 사전적 준칙의 범위를 벗어난 재량을 발휘한 경우 그 처리경과를 공시하도록 하고 공시가 실

질적이고 의미있는 것이 되도록 하기 위해 회계와 감사의 구체적인 기준을 미리 제시하고 그 결과에 대해 책임지는 것을 말한다. 통화문제에서와 마찬가지로 위기관리에서도 중앙은행의 운영적 자율성은 책임성(accountability), 즉 사건이후에 상세한 정보의 제공과 무슨 일이 있었는지를 설명할 의무와 이에 대한 책임에 의해 보완되어야 한다. 이것은 당국이 능력 내에서 그리고 준칙의 범위 내에서 운영하고 있다는 것을 민간에게 확신시키기 위해서 필요할 뿐 아니라 은행계의 나머지 부분에 대해서 게임의 법칙이 무엇인지를 알리기 위해서도 중요하다.

〈표 5〉 건설적 모호성과 준칙에 대한 견해의 비교

	건설적 모호성(재량)	준칙(사전적 투명성)
주 장 근 거	<p>① 건설적 모호성은 금융기관의 도덕적 해이를 최소화시킬 수 있다(Enoch et al., 1997).</p> <p>② 은행제도 내에서의 ‘모방 효과’를 피할 수 있게 하며 개별은행에 대한 처리가 체제적 반향을 촉발할 위험을 감소시킬 것이다(Enoch et al., 1997).</p> <p>③ 금융시장의 문제에 대한 준칙적 접근방법은 비효율적이며 그래서 비용과 이득의 상대적 평가는 항상 케이스별로 결정되어야 하며 중앙은행이 장기적으로 민간의 신뢰성을 유지하기 위하여 위배의 소지가 있는 준칙보다는 오히려 재량과 신축성과 은밀성이 필요하다(Quinn, 1996).</p> <p>④ 정보가 불완전한 경우 준칙을 적용할 때 판단을 필요로 하며 따라서 모호성이 불가피하다. 특히 은행업의 정보는 항상 불완전하거나 평가하기 어렵다(Enoch et al., 1997).</p>	<p>① 미리 정해진 준칙에 따라 머뭇거리지 않고 주저없이 유동성을 지원하여야 효과가 크기 때문이다. 재량에 의존하면 주저하고 머뭇거리게 되어 오히려 부작용이 더 크게 될 가능성이 있다(Bagehot, 1873; Fischer, 1999; He, 2000; Wood, 2000).</p> <p>② 위기관리당국에 너무 많은 재량을 주는 것은 경제정책의 다른 영역에서와 같이 시간비밀관성문제를 유발하며 통상 과도한 개입을 유발한다(Schwartz, 1992; Bordo, 2000). 따라서 준칙은 중앙은행이 정치적 동기 또는 충동적 행동을 할 위험을 줄이며 관용으로의 편향을 방지하는 등 중앙은행의 도덕적 해이를 감소시킬 수 있다. 특히 대마불사에 따르는 불공평과 잘못된 믿음을 방지할 수 있다(Guttentag and Herring, 1983).</p> <p>③ 준칙을 선언하고 이에 따름으로써 LLR은 민간부문을 안정화시키는 행동유인을 제공한다. 예컨대, 담보로 수용 가능한 자산을 명시함으로써 이러한 자산을 가급적 보유하도록 유도할 수 있다(Enoch et al., 1997).</p> <p>④ 합리적인 경제주체들은 금융안전망의 가능한 범위에 대해 나름대로 예상을 가질 것이기 때문에 중앙은행이 모호성을 유지한다고 하여 경제주체들로 하여금 중앙은행의 안전망이 덜 관대할 것이라고 믿게 할 것인지는 분명하지 않으며 따라서 중앙은행의 의도를 오인하게 만드는 것보다는 차라리 투명하게 준칙화하는 것이 낫다(Enoch et al., 1997).</p> <p>⑤ 모호성은 은행의 채권자들이 은행의 신뢰여부를 갑자기 재평가하도록 하며 이것이 은행제도를 취약하게 하므로 모호성은 LLR의 근본적 기능에 반하는 것이다(Enoch et al., 1997).</p>

IV. 결 론

19세기 중반 영국의 금본위제 하에서 내외적 유출이 있는 경우 개별금융기관에 대한 긴급유동성제공과 관련하여 “대출은 단지 지불가능한 기관에, 좋은 담보에 대해, 높은 이자율로, 제한없이 행해져야 하며 중앙은행은 이러한 대출을 할 준비가 되어 있다는 것을 미리 분명히 밝혀야 한다.”는 것이 최종대부자기능에 대해 Bagehot가 제시한 고전적 원칙이다. 당시 자본자유화와 산업화가 급속도로 진전되고 예금은행제도가 발전하여 런던은 세계금융의 중심지가 되었다. 이에 따라 영란은행은 국제적 및 국내적 준비금의 유일한 보유기관이 되었으며 그래서 전세계 금융의 안정이 영란은행의 준비금에 의존하게 되어 롬바드가는 ‘이 세계가 지금까지 보아온 것 중에서 경제적 힘과 취약함이 가장 탁월하게 결합(the greatest combination of economic power and economical delicacy that the world has ever seen) 된’(p. 23) 곳이 되었다. 이러한 취약성을 보완하기 위하여 Bagehot는 영란은행이 지켜야 할 원칙을 제시한 것이다. Bagehot는 ‘불안감의 해소에 의한 위기극복’을 최우선목표로 생각하고 ‘준비금의 효율적 사용’을 통해서만이 목표를 달성할 수 있다고 생각하였다.

이러한 Bagehot원칙의 적용에 의해 영국을 비롯한 많은 나라에서 1970년까지 금융안정이 유지되어 왔다. 그러나 경제환경과 정책환경의 변화에 따라 Bagehot의 원칙에 대해 다양한 비판과 논란이 제기되어 왔다. Bagehot원칙에 대한 비판에서 중요한 것은 은행간시장의 완전성문제, 지불불능과 비유동성의 구분문제, 그리고 도덕적 해이문제이다.

먼저 Bagehot는 은행간시장의 불완전성, 특히 위기시의 은행간시장의 미작동에 따른 금융불안의 확산을 잘 인식하고 있었으며 그래서 도덕적 해이의 문제가 있지만 개별기관에 대한 직접적 지원의 필요성을 강조하였다. 화폐견해로 불리는 학자들은 은행간시장이 완전하며 지불불능과 비유동성을 구분할 수 있으며 또 도덕적 해이를 유발하지 않기 때문에 OMO를 통해 시장에 유동성을 공급하는 것으로 충분하다고 주장하고 있고 현재 OMO를 통한 자금제공이 기본적인 방식이 되었음에도 불구하고 현재에도 여전히 개별기관에 대한 지원의 필요성이 인정되고 있다. 더구나 금융위기가 심화될수록 은행간시장의 미작동이 심화되기 때문에 할인창구를 통한 개별기관에 대한 지원은 필수불가결하다. 특히 할인창구의 단점을 보완하는 제

도적 장치(예컨대, 미국의 TAF제도)가 도입됨으로 인해 할인창구의 이용은 훨씬 더 효과적인 수단이 되고 있다.

Bagehot가 강조하듯이 지불가능하지만 유동성위기에 처한 금융기관에만 대출하여야 하고 지불불능의 여지가 있는 기관에 대해서는 대출을 하지 않는 것이 도덕적 해이를 줄이고 납세자에 대한 불필요한 비용도 줄이기 때문에 바람직한 원칙이지만 지불불능과 비유동성의 구분은 적어도 단기에서는 매우 어렵다는 것이 현실적 제약이다. 이러한 이유로 Bagehot의 원칙에서 가장 크게 이탈한 것이 바로 ‘지불불능기관에 대한 지원금지원칙’이다. 지불불능기관에 대한 지원에 따르는 파산의 지체는 예금보험기구나 납세자에 부담을 지울 가능성이 크므로 조기시정조치강화 등 감독기구의 역할이 중요하다. 특히 은행감독이 효율적이 되어 비유동성과 지불불능을 구분할 수 있고 또 규제관용이 적을수록 중앙은행의 긴급유동성제공기능은 줄어들 것이므로 감독기구의 효율적 운영이 매우 중요하다.

Bagehot의 원칙에 의한 개별기관에 대한 긴급유동성의 무제한적인 제공, 더구나 사전준칙에 의한 긴급유동성의 제공은 도덕적 해이를 유발하기 때문에 바람직하지 않다는 비판이 제기되고 있다. 사실 Bagehot의 원칙에서 가장 크게 우려되는 것이 도덕적 해이를 유발한다는 점이다. Bagehot는 LLR이 갖는 도덕적 해이라는 부정적 측면과 불안감 종식에 의한 위기극복이라는 긍정적 측면에서 후자를 훨씬 더 중시하였다. Bagehot는 지불불능기관에 대한 지원이 가져오는 도덕적 해이를 강조하였지만 현재의 주장과 비교하면 Bagehot는 도덕적 해이를 그렇게 크지 않은 것으로 생각하였다.

Bagehot는 별책이자율의 적용, 좋은 담보의 요구 등과 같이 도덕적 해이를 감소시키는데 도움이 되는 것으로 보이는 원칙들을 제시하고 있다. 그러나 이러한 원칙은 사실상 도덕적 해이를 줄이기 위해 제시된 원칙으로 보기는 어렵다. 별책이자율은 Bagehot의 경우 부족한 준비금을 효과적으로 사용하기 위한 조치로 볼 수 있으며 좋은 담보의 요구도 지불능력을 평가하는 하나의 지표로 간주하였으며 오히려 위기가 심화되는 경우 담보인정범위와 담보평가를 완화하여야 한다고 주장하였다. 그러나 현재와 같은 불환지폐제도에서는 유동성의 창조가 가능하므로 Bagehot가 제시하는 별책이자율의 원칙은 그 근거가 취약하다고 볼 수 있으며 현재의 관점에서 볼 때 ‘별책이자율원칙’은 ‘지불불능기관에 대한 지원금지원칙’과 함께 Bagehot의 원칙에서 가장 크게 후퇴한 원칙으로 볼 수 있다. 그리고 OMO에서는 주로 재

무성증권을 대상으로 운용이 되지만 할인창구의 경우 통상 훨씬 더 광범위한 담보를 인정하고 있는데 이것을 볼 때 불안감의 종식에 의한 위기의 극복논리에 근거한 Bagehot의 ‘좋은 담보에 대한 대출원칙’이 현재에도 그대로 받아들여지고 있다고 볼 수 있다.

한편 무제한적인 대출과 사전준칙원칙은 도덕적 해이를 유발할 가능성이 있지만 Bagehot는 이러한 원칙이 ‘불안감의 종식에 의한 위기극복’에 필수적인 즉각적이고 과감한 대처를 위해 꼭 필요한 원칙으로 제시하였다. 무제한적인 대출로 불확실성에 과감하게 대처하고 사전준칙으로 즉각적으로 대처함으로써 위기를 단기간 내에 극복하려는 것이다. 그러나 중앙은행이 사전에 미리 지원원칙을 알리고 지원을 준비하고 있어야 한다는 것(사전적 투명성)은 무엇보다도 Bagehot가 강조하듯이 위험이 발생하였을 때 중앙은행이 즉시로, 주저없이 행동할 수 있게 해주고 중앙은행의 도덕적 해이를 감소시킬 수 있다는 장점이 있지만 반면 금융기관의 도덕적 해이를 유발할 가능성이 매우 크다. 그래서 최근의 견해는 이러한 사전적 투명성을 사후적 투명성(준칙을 벗어난 재량행위에 대한 사후적 보고 및 책임)으로 보완함으로써 중앙은행과 금융기관의 도덕적 해이를 감소시킬 수 있다는 것을 제시하고 있다. Bagehot의 이러한 사전준칙원칙은 할인창구의 필요성, 좋은 담보에 대한 대출과 함께 현대에도 그대로 유지되고 받아들여지는 원칙들이다.

그러나 일반적으로 알려진 Bagehot의 고전적 원칙은 Bagehot(1873)가 강조하는 원칙을 너무 좁게 해석하고 있다. Bagehot는 최종대부자라는 기능을 중앙은행의 가장 중요한 본질적 기능으로 인식하고 있으며 따라서 Bagehot는 금융안정을 중앙은행의 가장 중요한 목표로 인식하고 있다는 점이 강조되어야 할 것이다. 이와 같이 Bagehot는 중앙은행의 금융안정책임에 대한 분명한 인식을 강조하고 있는데 이러한 인식은 현대의 중앙은행이 지나치게 물가안정에 초점을 맞추어 정책을 운영하는데 대한 증대한 보완이라고 볼 수 있다. 나아가 Bagehot는 민간부문의 의사소통을 강조하고 있는데 이것 또한 현대에 와서 중앙은행활동의 매우 중요한 측면이 되고 있다. 왜냐하면 정책에 대한 예상이 중요하고 이러한 예상을 공유하는 것이 중앙은행정책의 효과를 증대시킬 수 있기 때문이다. Bagehot원칙의 이러한 측면은 새롭게 인식되고 재강조되어야 할 필요가 있다.

2008년의 서브프라임모기지 금융위기의 경험과 관련하여 Bagehot원칙이 제시하는 것은 우선 중앙은행이 위기에 대해 즉각적이고 제한없는 과감한 대처를 할 필요

가 있다는 것이다. Bagehot는 위기에 당국이 머뭇거리면서 주저하여 행동하는 것이 최악의 정책이라고 지적하고 있다. 이러한 과감하고 망설임없는 정책집행을 위해서는 사전에 미리 정책방침과 방식이 결정되어 공표되어 있어야 한다. 둘째, 즉각적이고 과감한 정책을 수행하기 위해서는 중앙은행이 금융위기해결의 주도적 입장에 있어야 한다는 것을 제시하고 있다. 특히 통화당국은 재정정책당국과는 달리 내부시차가 짧아 신속한 대응이 가능하고 다양한 정책수단을 갖고 있어 주도적 역할을 할 능력이 있다. 그리고 이러한 주도적 입장을 갖기 위해서는 중앙은행이 금융안정을 명시적으로 정책목표로 설정할 필요가 있다는 것을 제시하고 있다. 혼란과 혼돈의 시기에는 분명한 원칙과 이에 따르는 단호한 행동이 필요하다는 것을 Bagehot원칙은 잘 보여주고 있다.

금융안정을 위한 중앙은행의 LLR활동은 다른 기관의 금융안정활동과 결코 독립적인 것이 아니며 따라서 보다 종합적인 접근방법이 필요하다. Freixas et al. (2004)도 “유동성에 대한 효율적 시장의 일관성 있는 설계는 다음의 다섯 가지 규제적 수단(은행간대출, 폐쇄정책, 자본요구량, 예금보험프리미엄, 긴급유동성지원의 대출조건) 간의 상호작용에 의거하여야 한다. 이러한 수단은 비록 잠재적으로 서로 다른 독립적인 기관에 의해 통제된다고 하더라도 통합적인 형태로 설계되어야 한다.”고 강조하고 있다. 따라서 근본적으로는 금융기관에 대한 긴급유동성제공을 위해 여러 기관의 여러 수단들이 어떻게 종합적으로, 일관성 있게 구성되어야 하는가가 하는 것이 중요하다고 볼 수 있으며 이런 방향으로의 연구가 필요하다고 생각된다. 또한 Bagehot의 원칙이 보다 효과적으로 운용되기 위해서 Bagehot가 제안하는 개혁방안(p.82)처럼 ‘중앙은행에 대한 수요’를 줄여나갈 필요가 있으므로 금융감독기구, 예금보험기구 등의 효율적 발전이 병행되어야 할 것이다.

■ 참고 문헌

- 고동원, “주요국 중앙은행의 목적 및 업무범위에 대한 비교와 그 시사점에 관한 연구,” 한국은행 금융경제연구원, 『금융경제연구』, 207호, 2005. 1.
(Translated in English) Ko, Dong Won, “A Study on Goals and Scopes of Several Major Central Banks and Some Suggestions,” Institute for Monetary and Economic Research, Bank of Korea, BOK Institute Working Paper #207, January 2005.
- 금융연구원, “신용경색 완화를 위한 5개국 중앙은행들의 공동대응 내용 및 향후 전망,” 『주간금융브리프』, 16권 50호, 2007. 12. 15, pp.20-21.
(Translated in English) Korea Institute of Finance, “Five Major Central Banks’ Cooperative Measures for Overcoming Credit Crunches and Future Prospects,” *Weekly Financial Brief*, Vol. 16, No. 50, Dec. 15, 2007, pp.20-21.
- 신인석, 『Bagehot의 진의: 역사적 맥락에 의한 최종대부자론의 재해석』, KDI 정책연구시리즈 2005-01, 2005.
(Translated in English) Shin, In-Suk, *What Bagehot Had in Mind Truly: A Reinterpretation of the Lender of Last Resort Theory in Historical Context*, KDI Policy Study Series #2005-01, 2005.
- 유종권, “Bagehot와 중앙은행의 최종대부자기능,” 『한국경상논총』, 제18권 제1호, 2000. 6. pp.123-140.
(Translated in English) You, Jong Gueon, “Bagehot on the Central Bank’s Role as Lender of Last Resort,” *The Korea Journal of Economics and Business*, Vol. 18, No. 1, June 2000, pp.123-140.
- 이건호 · 한광석 · 이태규, “금융시스템 위기 대응체제 구축 방안,” 제5회 KERI 라운드 테이블 세미나 자료, 한국경제연구원, 2004. 12. 13.
(Translated in English) Lee, Kun-Ho, Kwang-Suk Han and Tae-Kyu Lee, “Regulatory and Supervisory System Reform for Effective Prevention and Management of Systemic Financial Crisis,” The Fifth Policy Round Table, Korea Economic Research Institute, December 13, 2004.
- 최원형 · 이용규, “중앙은행의 최종대부자기능,” 『조사통계월보』, 한국은행, 1998년 4월호, pp.3-23.
(Translated in English) Choi, Won-Hyung and Yong-Kyu Lee, “Central Bank’s Lender of Last Resort Function,” *Monthly Bulletin*, The Bank of Korea, April 1998, pp.3-23.
- Bagehot, Walter, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, 1873. Reprint: John Wiley and Sons, Inc. 1999. 유종권 · 한동근 역, 『롬바드 스트리트』, 대우학술총서 #504, 아카넷, 2001.
(Translated in English) Translation in Korean by Jong Gueon You and Dong Keun Han, *Daewoo Academic Books*, #504, Acanet, 2001.
- Benston, G.J., R.A. Eisenbeis, P.M. Horvitz, E.J. Kane, and G.G. Kaufman, *Perspectives on Safe and Sound Banking: Past, Present and Future*, MIT Press, 1986.
- Bernanke, Ben S., “Liquidity provision by the Federal Reserve,” Speech Delivered at the

- Federal Reserve Bank of Atlanta Financial Markets Conference, May 13, 2008.
10. Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J.D. Haan, and D. Jansen, "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence," European Central Bank Working Paper series #898, May 2008.
11. Board of Governors of the Federal Reserve System, "Federal Reserve Board Discount Rate Action," Press Release, August 17, 2007.
12. Bordo, M. D., "The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience," *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, Vol. 76, No. 1, January/February 1990, pp.18-29.
13. _____, "Sound Money and Sound Financial Policy," *Journal of Financial Services Research*, Vol. 18, Issue 2/3, December 2000, pp.129-155.
14. Brealey, R.A., A. Clark, C. Goodhart, J. Healey, G. Hoggarth, D. Llewellyn, C. Shu, P. Sinclair and F. Soussa, *Financial Stability and Central Banks: a Global Perspective*, Routledge, 2001.
15. Bruni, F., "Financial Stability, Regulation, Supervision, and Modern Central Banking," in *Challenges for Central Banking* edited by A. M. Santomero, S. Viotti, and A. Vredin. Kluwer Academic Publishers, April 2001, pp.19-37.
16. Calomiris, C.W., "Is the Discount Window Necessary? A Penn Central Perspective," *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 76, No. 3, May/June 1994, pp.31-55.
17. _____, "Comment on Bordo(2000)," *Journal of Financial Services Research*, Vol. 18, Issue 2/3, December 2000, pp.173-177.
18. _____, "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next," 9th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF, Nov. 13-14, 2008.
19. Capie, F., C. Goodhart and N. Schnadt, "The Development of Central Banking," in *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England* by F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer, and N. Schnadt. Cambridge University Press, 1994, pp.1-231.
20. Collins, Michael, "Overend Gurney crisis," in *The Palgrave Dictionary of Money and Finance* edited by P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell, 1992, p.101.
21. Corrigan, E.G., "Statement before U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs," Washington, D.C., May 1990.
22. Crockett, A., "Monetary Policy and Financial Stability," Speech at the HKMA Distinguished Lecture, Hong Kong, February 13 2001.
23. Enoch, Charles, P. Stella and M. Khamis, "Transparency and Ambiguity in Central Bank Safety Net Operations," IMF working paper #97/138, Oct. 1997.
24. Fischer, Stanley, "On the Need for an International Lender of Last Resort," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, Fall 1999, pp.85-104.
25. Flannery, Mark J., "Financial Crises, Payment System Problems, and Discount Window Lending," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 28, No. 4, Part 2, November 1996, pp.804-824.
26. Freixas, Xavier, C. Giannini, G. Hoggarth, and F. Soussa, "Lender of Last Resort: A

- Review of the Literature,” in Goodhart and Illing(2002), pp.27-53.
27. Freixas, Xavier, B.M. Parigi and J. Rochet, “The Lender of Last Resort: A 21st Century Approach,” *Journal of the European Economic Association*, Vol. 2, No. 6, Dec. 2004, pp.1085-1115.
28. Garcia, Gillian and Elizabeth Plautz, *The Federal Reserve: Lender of Last Resort*, Ballinger Publishing Company, 1988.
29. George, E., “The Pursuit of Financial Stability,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, February 1994, pp.60-66.
30. Giannini, C., “Empty of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender of Last Resort Function,” *Princeton Essays in International Finance*, No. 214, 1999.
31. Goodfriend, M. and Robert G. King, “Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking,” *Economic Review of Federal Reserve Bank of Richmond*, Vol. 74, No. 3, May/June 1988, pp.3-22.
32. Goodhart, C.A.E., *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, 1988. 김홍범(역), 『중앙은행의 진화』, 비봉출판사, 1997.
(Translated in English) Translation in Korean by Hong-Bum Kim, Bibong Press, 1997.
33. _____, “Myths about the Lender of Last Resort,” *International Finance*, Vol. 2, No. 3, 1999, pp.339-360.
34. _____ and G. Illing(eds), *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort: A Reader*, Oxford University Press, 2002.
35. Guttentag, Jack and Richard Herring, “The Lender of Last Resort function in an International Context,” *Essays in International Finance*, No. 151, Department of Economics, Princeton University, May 1983.
36. Hawtrey, R.G., *The Art of Central Banking*, 2nd ed. Augustus M. Kelley, 1962.
37. He, Dong, “Emergency Liquidity Support Facilities,” IMF working paper #00/79, April 2000.
38. Healey, Juliette, “Financial Stability and Central Bank: International Evidence,” in Brealey et al. (2001), pp.19-78.
39. Hoggarth, Glenn and Farouk Soussa, “Crisis Management, Lender of Last Resort and the Changing Nature of the Banking Industry,” in Brealey et al. (2001), pp.166-186.
40. Humphrey, T.M., “Lender of Last Resort: the Concept in History,” *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, Vol. 75, No 2, March/April, 1989, pp.8-16.
41. Humphrey, T.M and R.E. Keleher, “The Lender of Last Resort: A Historical Perspective,” *Cato Journal*, Vol. 4, No. 1, Spring/Summer 1984, pp.275-318.
42. James, Kevin R., “Young ladies ar no longer Victorians, but what about Old Ladies? LOLR in the 21st Century,” CCBS/Bank of Korea Joint Seminar, November 2007.
43. Kane, Edward and G.G. Kaufman, “The Lender of Last Resort,” Chapter 5 of Benston et al. (1986), pp.109-126.
44. Karas, Alexei, K. Schoors and G. Lanine, “Liquidity Matters: Evidence from the Russian

- Interbank Market,” BOFIT Discussion Papers #19-2008, Bank of Finland, Sept. 2008
45. Kaufman, G. G., “The Lender of Last Resort: A Contemporary Perspective,” *Journal of Financial Services Research*, Vol. 5, No. 2, Oct. 1991, pp.95-110.
46. _____, “Central Banks, Asset Bubbles, and Financial Stability,” Working Papers Series(WP-98-12), FRB of Chicago, November 2, 1998.
47. Martin, A., “Reconciling Bagehot with the Fed’s Response to September 11,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, #217, August 2005.
48. Meltzer, A., “Financial Failures and Financial Policies,” in *Deregulating Financial Service: Public Policy in Flux*, edited by Kaufman and Laffargue, Ballinger Publishing Company, 1986, pp.79-96.
49. _____, *A History of the Federal Reserve*, Vol. 1: 1913-1951, University of Chicago Press, 2003.
50. Mishkin, F.S., “The Federal Reserve’s Tools for Responding to Financial Disruptions,” Speech Delivered at the Tuck Global Capital Markets Conference, February 15, 2008.
51. Padoa-Schioppa, T., “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between,” in V. Gaspar, P. Hartman, O. Sleijpen(eds), *The Transformation of the European Financial System*, European Central Bank, Oct. 2002, pp.269-310.
52. Quinn, Brian, “Rules v. Discretion: The Case of Banking Supervision in the Light of the Debate on Monetary Policy,” LSE Financial Markets Group, *Special Paper*, #85, 1996.
53. Redish, A., “Lender of last resort policies: from Bagehot to Bailout,” Working paper, University of British Columbia, October 2001.
54. Schinasi, G.J., “Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets,” IMF Working Papers, #03/121, June 2003.
55. Schwartz, A., “The Misuse of the Fed’s Discount Window,” *Review*, Federal Reserve Bank of St.Louis, Vol. 74, No. 5, Sept/Oct. 1992, pp.58-69.
56. _____, “Earmarks of a Lender of Last Resort,” in Goodhart and Illing(2002), pp. 449-460.
57. Solow, Robert, “On the Lender of Last Resort,” in Goodhart and Illing(2002), pp. 201-211.
58. Thornton, Henry, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, 1802. Reprinted by Augustus M. Kelley, NY, 1965.
59. Trichet, Jean-Claude, “A Few Remarks on Communication by Central Banks,” Speech Delivered at the 25th HORIZONT Award Ceremony, January 16, 2008.
60. U.S. House Representatives, “An Analysis of Federal Reserve Discount Window Loans to Failed Institutions,” Staffs of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, June 1991.
61. Wood, Elmer, *English Theories of Central Banking Control: 1819-1858*, Cambridge: Harvard University Press, 1939.
62. Wood, Geoffrey E., “The Lender of Last Resort Reconsidered,” *Journal of Financial Services Research*, Vol. 18, No. 2/3, Dec. 2000, pp.203-227.

The Lender of Last Resort Function: Current Interpretation of Bagehot Principles

Chul Won Ahn*

Abstract

The lender of last resort function of central banks was practically established in the 'Lombard Street(1873)' of Walter Bagehot. In this book, Bagehot suggested that in a liquidity crisis, a central bank should lend freely, at a high interest rate, to illiquid but solvent individual banks with good collateral and make clear in advance the central bank's readiness to lend. Bagehot proposed these principles 'to avoid crisis by preventing alarm' and 'to use Bank's reserve efficiently.' Since then there have been many discussions and disputes on these principles because of changes in economic and policy situations and because of considerations of moral hazard. But actually as the financial crisis grows serious, the principles, particularly those of 'penalty rate' and 'no lending to insolvent institutions' were loosened. On the other hand, the principles of clear recognition of central bank's financial stability mandate, the necessity and importance of communication, and the immediate reaction by rules deserve more attention and should be reemphasized.

Key Words: lender of last resort, Bagehot principles, penalty rate

* Professor, Department of Economics, University of Seoul, 13 Siribdae-gil, Dongdaemoon-ku, Seoul 130-743, Korea, Phone: +82-2-2210-2378, e-mail: cwahn@uos.ac.kr