

대리인 이론과 정보불균형 및 금융기관*

- Agency Theory, Information Asymmetry and Financial Intermediary**

金 興 植**

目 次

- I. 서론
- II. 대리인 이론 및 정보불균형 문제의 인식과
그 일반적 해결방안
- III. 대리인이론, 정보불균형 및 금융기관의 존립이론
- IV. 대리인이론, 정보불균형 및 금융기관의 최적
자본구조이론
- V. 결론

* 본 글은 1986년 10월 한국경영학회에서 발표한 논문을 보완한 것이다. 논문의 방향과 내용에 관해 유용한 조언을 아끼지 않으신 서울대학교의 김영진교수님과 토론 과정에 같이 참가해준 서울대 대학원의 강장구, 석승훈군에게 감사드린다.

** 서울대학교 경영학과 박사과정

I. 서론

금융기관의 존립근거에 관한 연구를 비롯하여 금융기관에 관한 미시적 연구의 역사는 그리 길지 않다고 할 수 있다. 금융기관에 관한 논의가 활발하게 이루어지게 된 것은 1960년 걸리와 쇼우(Gurley & Show)에 의해 “Money in a Theory of Finance”가 출판되면서 부터이다. 이전까지만 하더라도 금융상품 곧 금융자산과 부채는 서로 상쇄할 수 있어서 실물자산과 달리 축적도 이루어 지지 않고 따라서 실물경제에 영향을 주지 못한다는 견해가 일반적이었다. 그러나 이들에 의해 금융상품도 경제주체의 소비 결정과 투자결정에 영향을 줄 수 있다는 사실이 밝혀지게 된 것이다.*

이를 전후하여 금융기관중 상업은행의 특이성(uniqueness)에 관한 논의가 전개되고 전통적인 미시경제학 이론으로 금융기관의 존립과 금융기관의 행동과 같은 금융기관에 관한 미시적 연구가 활발히 이루어진다. 그러나 전통적인 미시경제학이론은 확실성하의 이론으로 금융기관의 존립가능성을 거래비용의 절감정도로 밖에는 설명하지 못하고 있다. 한편 불확실성을 중심으로 발전하고 있는 재무관리 이론 역시 그 존립가능성을 완전히 설명하지 못하고 있다. 금융기관존립 이론뿐만 아니라 금융기관의 행동, 금융기관 경영, 금융기관의 자본구조 등도 전통적인 미시경제학 및 재무관리 이론적 틀속에서는 부분적으로 밖에는 해명되지 않고 있다.

그러나 최근 논의되기 시작한 대리인이론(agency theory) 및 정보불균형(information asymmetry) 문제의 인식으로 금융기관에 관한 미시적 연구는 그 큰 진전을 보이고 있다.

* Gurley와 Shaw 및 금융부문의 중요성을 강조하는 논자들에 의한 금융자산 축적의 효과로는

- (1) 분산효과(diversification effect)
- (2) 포트폴리오 균형효과(portfolio balance effect)
- (3) 분배효과(distribution effect)
- (4) 신용의 이용가능성 효과(credit availability effect) 등이 있다.

대리인 이론이란 위임자 (principals)와 대리인 (agents) 간에 파생되는 문제를 다루는 것으로 이들 양자간의 목표의 상이나, 정보불균형, 부정직 등의 원인으로 발생하게 된다.* 대리인 문제의 해결책으로 제시된 경제이론 (economic theory)은 양자사이의 관찰 가능한 변수를 기초로 최적보상계약 (optimal incentive contract)을 체결하는 것이다. 한편 대리인 문제에 관한 재무이론 (financial theory)은 그 해결책으로 (1) 신호 (signalling) (2) 최적보상계약 (3) 중개인에 관한 정보 생산 등의 방법이 제시되고 있다.

본 글에서는 금융기관 존립과 최적자본구조에 관한 논의를 최근의 대리인이론 및 정보불균형이론에 관한 성과를 중심으로 체계적으로 정리하고 그 문제점을 지적함으로써 새로운 접근방법에 의한 해결책을 제시하고자 한다. 2절에서는 일반적인 정보불균형 문제 및 대리인이론에 관한 문헌을 개괄적으로 소개하고 3절에서는 금융기관 존립조건을 정보불균형 문제에 초점을 맞추어 구명해 본다. 4절에서는 금융기관의 자본구조에 관한 해명을 시도하고 마지막으로 본 논문의 한계점 및 앞으로의 연구방향을 제시할 것이다.

Ⅱ. 대리인이론 및 정보불균형 문제의 인식과 그 일반적 해결방안

1. 문제의 인식

대리인이론이란 기본적으로 모든 개인은 이기적 동기에 의해 행동한다는 가정하에 위임자 (principals)와 대리인 (agents) 간의 관계에서 파생되는 제반 문제들을 다루는 이론이다.

대리인 문제는 두 사람 이상이 존재하고 그 중 한 사람이 다른 사람에게 영향을 미칠 수 있다면, 언제 어디에서나 일어날 수 있다. 여기서 영향을 주는 사람은 대리인이며 영

* 대리인관계의 대표적 예로는 기업소유주와 경영자, 지주와 소작인, 대부자와 차입자 보험회사와 가입자 등이 있다.

향을 받는 사람은 위임자가 되는 것이다. 따라서 대리인 문제는 경제전반에서 보편적인 현상으로 나타날 수 있다.

전통적인 경제학이나 재무관리이론에서는 대리인은 주주의 목적에 맞게 행동한다고 가정하고 있다. 그러나 현실적으로는 위임자와 대리인은 서로 상이한 정보(*information asymmetry*)를 가지고 있어 위임자와 대리인간의 목표일치가 이루어지지 않거나 대리인이 부정직하다면, 전통적인 경제학이나 재무관리상의 이론이 크게 다르게 나타날 수 있다. 이런 관점에서, 대리인 이론의 중요성을 볼 수 있을 것이다.

이러한 정보불균형이 문헌상으로 최초로 인식된 것은 아ker로프(*Akerlof, 1970*)의 중고차 시장 모형이다. 아ker로프는 자동차시장을 중고차 시장과 새차시장으로 구분하고 또한 다시 이를 고품질의 차와 저품질의 차로 구분하여 4가지로 나눈다.

그리고, 중고차의 가격과 새차의 가격차이가 왜 큰가라는 문제를 제기하고, 이의 답을 결국 정보불균형(*information asymmetry*)으로 설명한다. 즉, 중고차의 판매자는 중고차의 품질을 정확히 알고 있으나, 구매자는 중고차의 품질을 몰라서 중고차 시장의 평균 품질로 평가할 수 밖에 없다. 따라서, 중고차 시장에서의 평균품질 보다 높은 품질의 차를 소유한 사람은 차를 팔려고 하지 않을 것이며, 평균품질 이하의 차 소유자만이 차를 팔려고 할 것이다. 이처럼 중고차 시장에서는 나쁜차가 좋은 차를 구축(*drive out*)하는 현상이 나타나며, 따라서 새차 보다 훨씬 낮은 가격으로 가격이 형성된다. 더 나아가 그는 자동차의 품질이 균등분포(*uniform distribution*)일 경우는 여하한 가격에서도 거래가 일어나지 않는 시장실패(*market failure*)가 일어난다는 것을 보이고 있다.

한편 경제조직에서 구성원간의 대리인 문제가 문헌상 최초로 인식된 것은 알키안과 뎀세츠(*Alchian and Demsetz, 1972*)에 의해서이다. 이들은 단체생산(*team production*)의 경우* 산출물로 부터 투입요소의 공헌도를 분리해 낼 수가 없기 때문에, 생산성과 이에 따른 보상을 측정하는 것이 가장 큰 문제라고 지적하고서, 이 측정의 정확

* 단체 생산이란 모든 자원이 한 사람의 소유가 아닐 때 여러 투입요소를 사용하여 투입요소의 공헌도를 확인할 수 없는 산출물을 창조해 내는 것을 의미한다. 여기에 대비되는 생산은 개별생산이다.

성이 결여되어 있는 한, 조직구성원의 속이고자 하는 유인 (incentive to shirk) 은 언제나 존재한다고 한다.

그러므로 단체생산이 가치가 있기 위해서는 생산을 조직화하고 구성원을 조직의 목적에 맞게 행동하도록 하는데 소요되는 제반비용을 고려하고서도 개별적으로 생산했을 경우 보다 산출물이 커야만 할 것이다. 그리고 단체생산이 가치가 있을 경우 구성원의 속이고자 하는 가능성을 가장 효율적으로 통제할 수 있는 조직이 생산성이 가장 높을 것이다. 다시 말하자면 성과측정의 정확성이 생산성을 결정짓는다는 것이다.

단체생산에서의 이러한 문제점을 해결할 수 있는 조직형태로는, 알키안과 뎀세프에 따르면, 두 가지가 있다. 첫째, 경쟁시장에 의해 다변계약(multilateral contracts)을 체결하는 분권화된 조직형태이다. 이 조직은 모든 구성원이 시장에 의해 정확히 평가되어 경쟁적 시장에 의해 언제든지 교체될 수 있는 조직이다. 그러므로 이 조직은 소유주나 경영자등 중앙집권화된 계층이 없는데도 불구하고 시장조건에 의해 성과측정의 정확성이 보장되고 생산성이 높아질 수 있는 것이다.

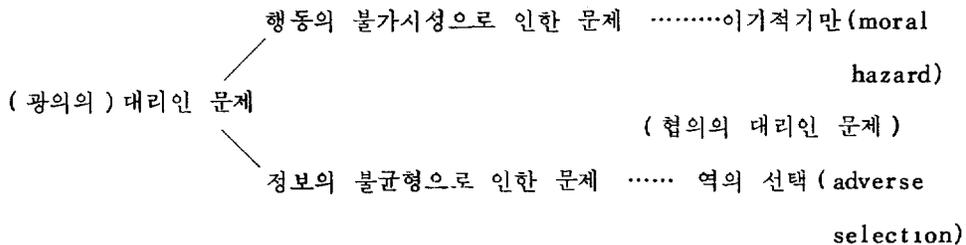
그러나 이와 같은 분권화된 조직이 효율적으로 운영되기 위해서는 외부자가 구성원의 기만을 파악하는데 비용이 너무나 크고, 또 외부자가 생산에 참가하기 위해 보상을 낮추어 요구하게 될 경우 기만의 가능성은 더욱 높아질 수 있다는 점을 들어 알키안과 뎀세프는 집권화된 조직인 고전적 기업(classical firm)이냐 말로 구성원의 기만가능성을 줄일 수 있는 조직이라는 것이다. 즉 기업이란 (1) 다수의 투입요소를 이용한 결합생산(joint input production) (2) 다수의 투입요소, 소유자의 존재(several input owners) (3) 모든 투입요소 소유자들과 재계약 할 수 있는 권리, 잔여재산 청구권등의 권리를 갖는 중심적인 계층의 존재(one party who is common to all the contracts of the joint inputs)로 정의된다. 이때 모든 투입요소에 관계되면서 잔여재산 청구권을 갖는 경영자가 존재함으로써, 자신의 권리를 보호하기 위해 가장 효율적으로 투입요소 소유자들의 성과를 평가할 수 있다는 것이다.

결국 알키안과 뎀세프는 단체생산에서는 언제나 기만의 가능성이 존재하고 이 가능성을 가장 효율적으로 통제할 수 있는 조직이 바로 근대의 자본주의 기업조직이라는 것이다.

이와 같은 주장은 조직을 계약관계의 집합으로 인식함으로써 이후의 대리인 이론 발전에 크게 공헌하고 있다.

2. 대리인 이론 일반

이와 같은 대리인 문제 및 정보불균형문제는 그 문제의 발생원천과 해결방안에 따라 분류해 볼 수 있다. 우선 발생원천에 따라서는 다음과 같이 유형화 된다.



결국 이 기준에 의할 때 대리인 문제는 위임자가 대리인의 행동을 관찰하지 못함으로써 생기는 문제와 정보를 관찰하지 못함으로써 생기는 문제인 것이다.*

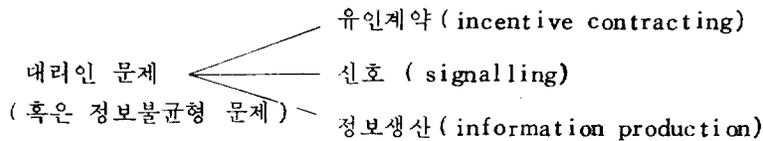
행동을 관찰할 수 없음으로 생기는 문제는, 전통적으로 이기적 기만(moral hazard)이라고 불리는 문제로 대리인의 노력은 대리인에게는 비효용인 반면 대리인의 노력으로 위임자는 더 나은 결과를 얻을 수 있다는 데서 발생하는 문제이다. 의사와 환자와의 관계가 대표적인 예라고 할 수 있다. 여기서 환자는 위임자로, 의사는 대리인으로 볼 수 있는데, 의사의 노력은 확실히 환자의 병을 고치는데 기여하나 의사의 효용은 감소시킨다. 그러나 환자는 의사의 노력 여부를 관찰할 수 없다. 여기서 바로 관찰할 수 없는 행동에 의한 대리인 문제가 발생한다.

또 다른 종류의 대리인 문제는 숨겨진 정보, 혹은 숨겨진 지식 때문에 파생되는 문제이다. 이는 전통적으로는 역의 선택(adverse selection) 문제라고 불리운다. 이는 본질적으로 대리인과 위임자 사이의 정보불균형(information asymmetry) 때문에 발생하는 문제이다. 즉, 대리인은 위임자가 관찰하지 못한 정보를 가지고 있다는 데서 파

* 애로우(Arrow, 1986) 역시 대리인 문제를 관찰불가능행동(hidden action)으로 인한 문제와 관찰불가능 정보(hidden information)로 인한 문제로 나누고 있다.

생되는 것이다. 대리인은 의사결정에 이 정보를 이용할 수 있으나, 위임자의 관점에서 볼 때 과연 이 정보를 현명하게 이용하고 있는지를 체크해 볼 수가 없다. 그 대표적인 예가 분권화된 사회주의 경제이다. 개별적인 생산단위들은 중앙정부가 이용할 수 없는 생산가능성에 대한 정보를 가지고 있다. 여기서 대리인 문제가 발생한다.

한편 대리인 문제나 정보불균형문제를 해결할 수 있는 방법에 따라서는 다음과 같이 세가지로 나뉘 볼 수 있다.



유인계약에 의한 해결방법에 관한 내용 및 문헌정리는 본절의 3 항에, 신호에 의한 해결방법에 대해서는 4 항에서 알아볼 것이다. 정보생산에 의한 방법은 본 논문의 주제와 밀접히 관련되어 있는 만큼 3 절에서 보다 자세히 알아보기로 한다.

3. 유인계약이론 (Contracting Theory).

유인계약 (incentive contracting) 을 통한 방법이란, 위임자 (principal) 가 대리인 (agent) 에게 성과에 대한 적절한 보상계약을 통해 대리인이 위임자의 목적에 맞게 행동하도록 하려는 방법이다. 유인계약 이론은 대리인 이론에서 크게 발전하고 있는 분야이다. 이의 발전을 문헌적으로 정리해 보면, 대체로 다음의 2 가지 정도로 요약된다.

첫째, 대리인 사이의 위험에 대한 상이한 태도로 발생하는 유인문제이다. 위험이 대리인의 행동에 의해서 영향을 받는 상황을 분석하여, 대리인 측면에서의 위험에 대한 유사한 태도가 분권화된 의사결정이 최적 (optimal) 일 가능성을 제공한다고 유도하며, 이때의 계약이 실제로 파레트 최적일 조건을 탐색하고 있는 연구인 것이다. 그 대표적인 예로는 윌슨 (1969), 리랜드 (1978), 로스 (1973) 등이 있다.

둘째, 대리인들간에 서로 다른 정보 (differential information) 를 가질때의 대리인의 행동에 기인한 유인에서의 이탈 문제이다. 스펜스와 켈하우저 (1971) 는 보험계약 상에서 스티글리츠 (1975) 는 고용시장에서 이 문제를 각각 분석하고 있다. 이들은 대리

인의 행동이 모든 사람에게 알려질 때와 대리인만이 자신의 행동을 알 경우인 극단적인 상황만을 분석하고 있다. 이에 반해 다운센트(1976)는 얼마간의 비용으로 한 대리인의 행동을 다른 대리인이 이용할 수 있는 경우를 분석하고 있으며, 샤벨(1979)과 홀스트롬(1979)은 불완전감독(imperfect monitoring)으로 이를 확장하고 있다.

해리스와 라비브(1979)는 그러나, 위에서 살펴 본 연구들은 다음과 같은 2 가지 측면에서 문제가 있다고 주장한다.

첫째, 대부분의 대리인 문제는 대리인은 가급적 노력을 적게 하길 바라나, 위임자는 대리인의 노력에 무관하다는 점에서 일어나는 데, 이를 지금까지는 간과하고 있으며, 둘째로는, 한 대리인이 다른 대리인의 행동에 대해서 정보를 획득할지도 모르며, 따라서 유인계약은 이용가능한 감독(monitoring) 기술에도 의존한다고 주장한다. 그러면서 그는 최적계약에 관해서 다음과 같이 정리하고 있다.

먼저, 대리인의 행동(a)을 관찰가능하다면, 다음 표와 같이 계약을 해야 파레토 최적임을 보인다. (단 x : 최종산출물)

P(principal)	A(agent)	(상태) 관찰가능	(상태) 관찰불능
위험중립자	위험중립자	P가 고정급 (x에만 의존)	
	위험회피자	A가 고정급을 받고 P가 잔여분을 가짐 (x에만 의존)	
위험회피자	위험중립자	P가 고정급을 받고 A가 잔여분을 갖음 (x에만 의존)	
	위험회피자	x, θ 만으로 결정 $S(x, \theta)$ $= S_1(X^*, \theta), \theta$ $+ (x - X^*(\theta))$ A와 P가 합의한 표준산출량 $X^*(\theta)$ 에 따라 fee를 주고, 실제 생산량 x와 X^* 사이의 차이는 agent가 부담한다.	x, a에만 의존 (이원계약: $S^*(x, a)$ $= \bar{S}(x)$, $a = a^*$ 0 , $a \neq a^*$

<표 1> 최 적 보 상 계 약

해리스와 라비브는 또한 대리인의 행동이 관찰불가능하고, 오직 불완전감독(imperfect monitoring)이 가능한 경우에 대해서도 분석하고 있다. 해리스와 라비브에 따르면, a가 관찰불가능하고, A가 위험회피자일 경우에만 감독에 잠재적 이득이 있다고 한다. 이는 앞의 표를 보면, 쉽게 수긍이 간다. 최적유인계약에서 a가 영향을 주는 경우는 오직 a가 관찰불가능하고 동시에 A가 위험회피자일 경우 뿐이다. 따라서, 이 경우는 감독을 통한 a의 추정에 따라서 계약하는 것이 파레토 최적이 된다. 샤벨 역시 이와 비슷한 주장을 다른 증명방법을 통해 하고 있다.

그러나 이와같은 방법으로 얻은 결과는 대리인 문제가 없을 경우의 결과보다는 항상 못하다는 것을 홀스트롬이 증명하고 있다.*

샤벨은 그러나, 노력의 효율이 커짐에 따라 대리인 문제가 없을 때의 최적해(first best solution)과 대리인 문제가 있을 때의 달성가능한 해(achievable solution or second best solution) 사이의 복지(welfare) 차이가 0으로 간다는 것을 증명하였다.

4. 신호이론(Signalling Theory)

신호(signal)에 의해 정보불균형문제 혹은 대리인 문제를 해결하고자 한 최초의 연구는 스펜스(Spence, 1973)에 의해 이루어 졌다. 스펜스는 노동시장에 내재해있는 정

$$* \max_{s(x), a} E\{G(x-S(x))\} \dots\dots\dots(1)$$

$$s.t E\{H(S(x), a)\} > F \dots\dots\dots(2)$$

$$a \in \operatorname{argmax} E\{H(S(x), a')\} \dots\dots\dots(3)$$

$$a' \in A$$

에서 (1), (2)만을 고려한 것이 바로 first best solution 즉, 대리인 문제가 없을 때의 해로서, incentive problem은 고려하지 않고 risk sharing 문제만을 고려했을 때이며, (1), (2), (3)을 모두 고려한 것이 second best solution 즉, 대리인 문제가 있을 때의 해로서 incentive problem 과 risk sharing 문제를 모두 고려한 해이다.

G : principal의 효용함수 S(x) = fee schedule

H(S(x), a) = U(S(x)) - V(a): agent의 효용함수 (단, U', V' ≥ 0)

보불균형문제가 교육수준이라는 신호에 의해 파레토적 관점에서 보다 나은 해를 가져다 준다는 것을 보이고 있다. 물론 이때 신호전달에 비용이 소요되기 때문에 정보균형의 상태보다는 파레토우월(pareto superior)하지 못하다.

여기서 신호란 정보의 전달에 이용되는 매개체로 이러한 신호전달모형은 재무관리 분야에서 자본구조와 배당정책에 주로 이용되고 있다. 신호로서의 부채 즉 정보전달 매체로서의 부채의 역할에 관한 논의로는 로스(Ross, 1977, 1978)를 시작으로 리랜드와 파일(Leland and Pyle, 1977), 하인켈(Heinkel, 1982), 사손과 허프만(Sasson and Huffman, 1986) 등이 있다.

배당의 세제상 불이익에도 불구하고 배당율이 광범위하게 다르고, 매년 거의 일정하게 지급되고 있는 이유를 배당의 정보전달효과로 보고있는 연구로는 바타카리아(Bhattacharya, 1979), 존과 윌리엄스(John and Williams, 1985), 밀러와 락크(Miller and Rock, 1985) 등이 있다.

Ⅲ. 대리인이론, 정보불균형 및 금융기관존립이론

(1) 금융중개기관의 존립조건에 관한 개관

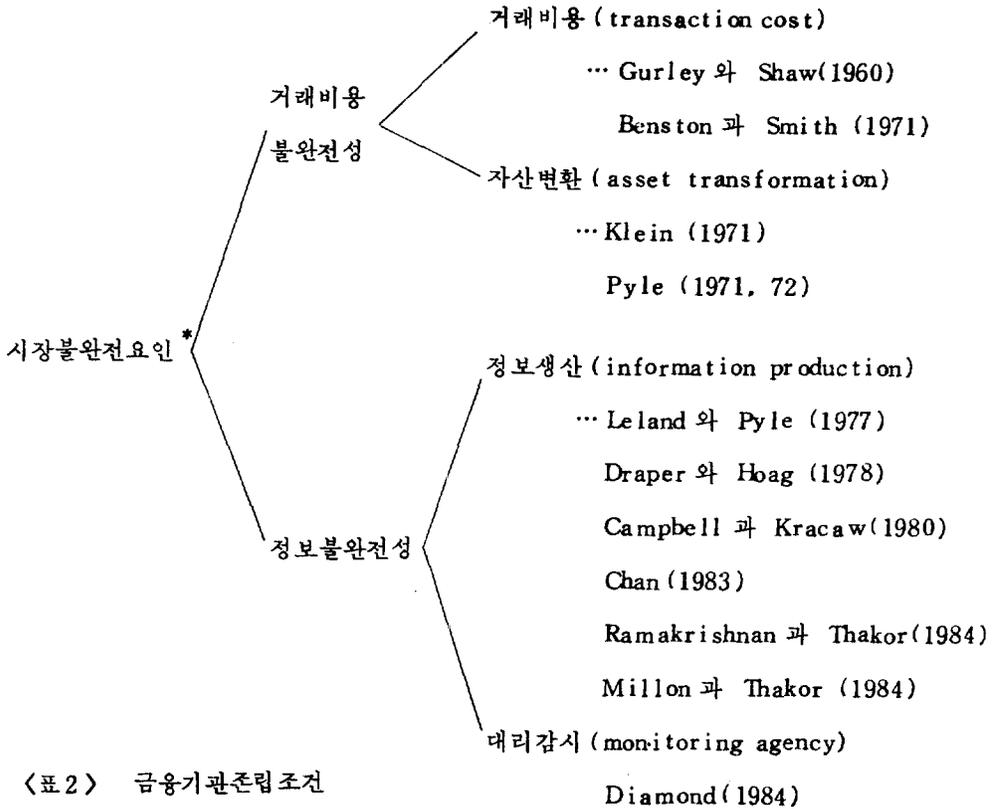
금융중개의 존립조건에 관한 연구는 주로 금융기관의 경제적 기능 혹은 역할의 규명에 집중되어 온 경향이 있다. 걸리와 소우(1960)는 금융중개기관을 통화금융기관과 비통화금융기관으로 나누고, 이들이 각각 거래지불체계(exchange payment mechanism)의 제공, 직, 간접증권의 매개등을 통해 거래비용을 절감할 수 있을 때 금융기관이 존립가능해진다고 한다. 걸리와 소우에 의해 제기된 금융기관의 존립조건을 거래지불체계의 제공이라는 관점에서 해명하고자 한 연구로는 클라우어(Clower, 1967)의 연구를 시초로 화폐나 금융자산 역할에 관해 니한스(Niehans, 1969, 1971, 1978), 브르너와 멜저(Bruner and Meltzer, 1971), 바로우와 산토메로우(Barro and Santomero, 1976) 등의 연구가 있고, 한편 이들 화폐나 금융자산을 민간에 의해 보유되므로 화폐와 금융자산을 발행하는 금융기관에게는 이익의 잠재적 원천이 될 수 있다는 점에서 화폐의 수요에 관한 연구가 많이 이루어져 왔는데 그 대표적인 것으로 보몰(Baumol, 1952), 밀

터와 오어 (Miller and Orr, 1961)의 연구가 있다.

한편, 금융기관이 수행하는 중개 기능에 초점을 맞추어 금융기관 존립조건을 찾아보고자 한 연구중 걸리와 쇼우에 의해 제기된 거래비용 효율성이 벤스톤과 스미스 (Benston and Smith, 1977), 클라인 (Klein, 1973), 파일 (Pyle, 1971, 1972) 등에 의해 구체적으로 모델화되었다. 또 시장불완전요인 중 정보불균형이 있을때 이를 해결하기 위한 방안의 하나가 금융중개 기관의 등장이라는 견해가 리렌드와 파일 (1977)에 의해 제기되기에 이르렀다. 정보불균형은 시장실패의 한 요인이 되므로 이를 방지하기 위해서 신호전달 (signalling), 계약 (contracting) 등의 수단이 등장하고 또한 동시에 금융중개기관이 자금차입자에 관한 정보를 생산함으로써도 시장실패를 방지하는 대체적인 수단이 될 수 있다는 것이다. 그 후 금융기관의 존립은 정보생산에 있다고 보고 이론을 전개한 문헌으로는 드레이퍼와 호그 (Draper and Hoag, 1978), 캠벨과 크라코 (Campbell and Kracaw, 1980), 찬 (Chan, 1983), 라마크리슈난과 타골 (Ramakrishnan and Thakor, 1984), 밀론과 타골 (Millon and Thakor, 1985) 등이 있고 금융중개기관을 정보불균형을 해결하기 위한 대리인으로 본 연구로 다이아몬드 (Diamond, 1982)가 있다.

이와같은 금융기관의 존립조건을 시장불완전 요인과 금융중개기관의 기능에 따라 분류하면 <표2>와 같다.*

* 시장불완전 요인이 금융기관이 존립하기 위한 필요조건이 아닐 수도 있다는 견해로 그로스만 (Grossman, 1971)의 연구가 있다. 그로스만은 위험에 대한 태도의 차이로 금융기관을 규정짓고 있다. 즉, 위험중립적 투자자를 금융기관이라 본 것이다.



〈표 2〉 금융기관존립조건

(2) 정보불균형과 금융기관존재 문제의 인식과 그 연구방향

금융시장에는 지금의 차입자와 대부자 사이에 정보불균형 문제가 심각하게 존재한다. 차입자는 그들의 담보, 근면성, 도덕적 태도등과 같은 내부정보 (inside information) 를 대부자 보다 훨씬 정확히 알고 있다. 그러므로 대부자는 차입자에 관해 가능한 한 많은 정보를 얻기를 원할 것이다. 그러나 차입자와 대부자 사이의 직접적인 정보교환은

* 파마 (1980) 는 금융중개가 경쟁적으로 이루어질 경우 금융기관의 포트폴리오관리는 사회전체적인 최적 생산 수준과 자원의 가격결정에 영향을 미치지 못한다고 한다. 이는 곧 MM의 분리정리가 성립하는 것으로 볼 수 있어, 금융기관은 개별투자자나 수동적인 중개기관에 불과하다. 그런데도 금융기관이 다른 경제주체와 구별되는 (unique) 이유는 다름아니라 금융기관의 대한 규제 (regulation) 의 존재 때문일 것이라고 파마는 말하고 있다.

이기적 기만 (moral hazard) 때문에 불가능해진다. 왜냐하면 차입자는 자신들에 관한 정보를 과장함으로써 상당한 수익을 올릴 수 있어서 차입자가 진실된 정보만을 교환한다고 믿기는 일반적으로 어렵기 때문이다.

이기적 기만문제가 존재하게 되면 시장은 실패하게 된다. 앞에서 예를 든 중고차시장과 마찬가지로 금융시장의 예를 들어 보자. 가변적인 질을 가진 여러 투자인을 수행하기 위해서 자금을 조달하는 경우, 기업가들은 자신의 투자안의 질에 대해 알고 있지만 대부자는 상기한 투자안의 질을 구별하기가 힘들다. 따라서 투자인들의 시장가치는 평균적인 품질을 가진 투자안의 가치를 반영하게 된다.

따라서 평균품질 이하의 투자안을 가진 기업가는 이익을 볼 수 있고 평균품질 이상의 투자안을 가진 기업가는 손해를 보게 되므로 시장에는 저품질의 투자안만이 거래된다. 이와 같은 과정이 반복되어 결국 시장은 실패하지 않을 수 없게 된다.*

시장실패를 방지하기 위한 수단으로, 앞에서도 언급했듯이, 신호전달 (signalling), 감독과 유인보상계약 (monitoring 과 incentive contracting), 그리고 중개기관에 의한 정보생산 등이 있다. 정보불균형이 있을 때 정보시장에 내재하는 이기적 기만문제를 해결할 수 있는 수단으로서 금융기관의 정보생산을 처음으로 명시적으로 모델화한 연구가 리랜드와 파일 (1977) 에 의해 이루어졌다.

이들의 연구는 투자안을 수행하기 위한 자금을 조달하려는 기업가와 투자안에 대한 정보가 없는 대부자 사이의 금융시장의 자본구조 결정이론과, 금융시장의 균형에 관한 연구로 정보불균형을 고려하지 않은 경우와 비교할 때 여러가지 점에서 상이한 결론이 유도된다.**

* 리랜드와 파일 (1977) 을 참조하라.

** 리랜드와 파일이 내린 결론은 첫째, 자신의 투자안에 대한 기업가의 투자율 (즉, 자기자본비율)이 투자안의 품질에 대한 신호의 역할을 할 수 있다. 둘째, 따라서 균형상태에서는 기업가의 투자비율이 클수록 기업가치가 높아진다. 셋째, 비록 세금을 고려하지 않더라도 기업가치와 자본구조는 관계가 있다. 넷째, 비체제적 위험이 클수록 부채비율이 낮아진다. 다섯째, 그러나 기업가에 의한 신호로서의 기업가의 투자비율은 기업가 입장에서 볼 때 복지의 손실 (welfare loss) 을 의미한다.

따라서 금융시장의 성립과 활동을 이해하기 위해서는 정보불균형 문제의 심각성에 대한 인식이 필요불가결하고, 역으로 금융시장을 분석하기 위해서는 정보불균형 요인이 없어서는 안될 중요한 요인이 된다는 것이다.

이와같은 신호전달에 의한 금융시장의 정보불균형 문제 해결과 함께, 금융기관도 차입자에 대한 정보를 생산하여 정보불균형 문제로 인한 이기적 기만문제를 해결할 수 있다고 한다. 또한 금융기관이 생산한 정보의 신뢰성 문제(reliability problem)는 금융기관 경영자의 투자비용에 의한 신호전달로 해결가능하고, 생산된 정보만을 판매할 경우 정보의 공공성으로 인해 유용의 문제(appropriability problem)가 발생하게 되는데 이는 금융기관이 정보를 기초로 한 포트폴리오를 구성함으로써 해결가능하게 된다.

금융시장에서의 금융기관의 존립가능성을 시장불완전성 중 거래비용 보다는 정보불균형에 그 큰 근거를 제시한 리랜드와 파일의 논문은 문제제기로서 큰 의의를 갖는다. 정보생산에 의한 금융기관존립의 가능성이 제시된 이래 다음과 같은 문제를 중심으로 리랜드와 파일의 명제를 증명하려는 시도가 있어왔다. 첫째, 정보불균형을 해결하기 위한 정보생산만으로(거래비용 불완전성없이) 금융기관의 존립을 과연 설명할 수 있는가? 둘째, 정보생산자로서의 금융기관이 실제 존립가능하려면 개발정보생산자보다 비교 우위가 있어야 할 것이 아닌가? 셋째, 금융기관이 개입함으로써 정보불균형을 해결할 수 있으나 금융기관 경영자의 입장에서는(신호전달 때문에) 복지의 감소를 당하게 되는데 과연 이 논리가 타당한가? 즉 정보를 가진 대리인으로서 자원배분과 투자자의 복지에 금융기관이 어떤 면에서 공헌하고 있는가? 넷째, 금융기관이 정보생산을 할 때 대부자 사이의 이기적 기만문제와 이에 따른 유인이 필요한 때도 금융기관이 존립가능하려면 어떤 조건이 있어야 하나? 이와같은 문제에 대해 하나 하나 살펴보자.

1) 금융기관존립의 필요조건으로서의 정보생산

금융시장에서 일반적으로 존재하는 이기적 기만문제를 금융기관이 정보생산에 전문화함으로써 해결가능하다는 명제를 제시한 이후 이를 증명해 보려는 시도가 드레이퍼와 호그(1978), 캠벨과 크라코우(1980)에 의해 이루어 졌다. 전자는 정보생산이 금융기관이 존립할 수 있는 필요조건이 될 수 있다는 결론을 내리고 있으며, 후자는 정보생산만으로는 금융기관의 특이성을 인정할 수 없고 거래불완전성과 기타 서어비스의 제공

이라는 측면까지 고려되어야 한다고 주장하고 있다. 드레이퍼와 호그는 개인, 기업, 금융기관으로 구성된 경제를 상정하고 경제의 각 참가자들끼리의 거래를, 두 기간(two period)에 걸쳐 상태선호모형을 이용하여 분석하고 있다. 즉 “0”시점에서 의사결정이 내려지고 “1”시점에서 상황(state)이 알려지고 각 참가자간의 계약이 이행된다. 이때 균형상태에서 금융기관이 형성(formation) 되기 위한 필요조건을 알아보고 있다. 금융기관의 존립이 가능하자면 금융기관이 수행하는 활동인 정보생산, 가공, 증권교체가 가치를 가질때 일 것이다. 한편 이 정보가치는 투자수익률 분포에 반영되므로 투자수익률 분포에 관한 예측을 개선시킬 수 있을 때에 비로소 금융기관이 존립가능해지게 된다. 다시 말하자면, “유효한 정보”의 생산이 금융기관존립의 전제조건이 되는 것이다.

드레이퍼와 호그에 의한 연구는 리랜드와 파일이 제시한 명제를 상태선호모형을 이용하여 증명하고 있을 뿐만 아니라 다음과 같은 점에서도 특기할 만 하다.

첫째, 거래비용(transaction costs)의 고려없이도 금융기관의 존립조건을 제시하고 있다.*

둘째, 금융기관의 가장 기본적인 기능으로 금융시장의 이기적 기만을 해결하기 위한 정보 생산을 두고 있다.

셋째, 금융기관구성원간의 이기적 기만문제를 고려하고 있다. 물론 금융기관의 존립조건을 설명하는 데는 금융기관 구성원의 노력투입수준과 그 질(quality)을 관찰할 수 있다고 가정하고 있기는 하다. 그러나 관찰이 불가능할 경우 금융기관 구성원과의 최적 보상 계약을 제시하고 있다. 이 보상계약은 정보불균형이 있는 시장에서 주로 사용되는 것으로 금융기관에 유효한 노력을 투입하는 자와 그렇지 않은 참가자간에 상이한 이원 계약구조(dichotomous contract)를 가진 계약의 형태이다. 그러나 이 논문은 참가자 사이의 이기적 기만문제가 있을 때 금융기관이 존립할 수 있는 조건을 명확히 제시하지 않고 있다는 결정적인 문제점이 있다.**

* 리랜드와 파일은 꼭 정보생산 능력면에서의 우위가 금융기관의 존립조건이 된다고 한 것이 아니라 거래비용의 규모를 정보불균형 문제에 비해 무시할 수 있을 정도라고 한다.

** 이 문제와 관련하여 내부감독(internal monitoring)이 있을 때와 없을때 금융기관의 존립조건을 제시하고 있는 논문으로 Ramakrishnan 과 Thakor(1984), Millon 과 Thakor (1985)이 있다.

한편 캠벨과 크라코우(1980)는 정보생산만으로는 금융기관이 존립하기 위한 충분조건이 될 수 없고 따라서 거래비용의 절감이나 기타 서어비스의 제공등도 금융기관의 존립을 설명하는 보충적인 조건이 되어야 한다는 것이다. 즉, 리랜드와 파일이 말한 정보불균형이 존재하는 금융시장에서 발생하는 문제인 이기적 기만문제, 즉 유용의 문제 (**appropriability**) 문제와 정보의 신뢰성문제를 C&K는 금융기관 뿐만 아니라 대규모 투자자에 의한 초기부에 의해서도 해결될 수 있음을 보임으로써 금융기관의 존립을 정보생산만으로 설명이 불가능하다는 것을 보이고 있는 것이다. 이들은 정보불균형이 존재하는 금융시장에서 발생하는 역의 선택 (**adverse selection**)을 방지하기 위해서, 좋은 투자안을 가진 기업이 정보생산자에게 보조금 (**sidepayment**)을 줌으로써 부의 이전을 막고자 할 때, 자본시장과 정보시장에서 동시균형이 달성될 수 있는지의 여부를 알아보고 있다.

이때 균형이란 정보불균형으로 야기된 문제를 효율적으로 해결할 수 있는 상태를 의미한다. (이를 합리적 기대균형 (**rational expectation equilibrium**)이라 한다.) 그 결과 첫째, 보조금이 없는 경우 기업과 투자자 사이의 직접 신호전달이 불가능하고 정보를 다른 투자자가 유추할 수 있다고 가정할 경우, ① 투자자 사이에 정보가 동일하고 정보생산의 기회가 없다면 저평가된 기업이나 과대평가된 기업이 모두 부의 이전을 막기 위해 각각 $V_A - \bar{V}$, $\bar{V} - V_B$ 만큼을 광고에 지출할 수 있게되고, 이때 투자자는 진정한 품질 V_A , V_B 를 구별할 수 없이 \bar{V} 로 평가하게 되어 시장실패의 요인이 된다. (단, V_A, V_B : A, B기업의 가치, \bar{V} : 평균가치, $V_A > V_B$)

따라서 합리적 기대균형도 존재할 수 없다. ② 또 정보를 생산하기 위한 유인이 있을 경우에도 정보에 투자하기 위한 조건은 정보생산으로 인한 초과수익이 정보생산비용 보다 커야 한다. 정보가 사적인 성격이 아니라고 가정하고 있어 초과수익을 올릴 수 없다. 따라서 정보생산에 대한 유인이 없어져 시장가격은 \bar{V} 로 결정된다. 이때 역시 합리적 기대균형은 존재하지 않는다.

한편 보조금이 있는 경우를 보자.

(1) 정보생산이 독점적으로 이루어진다면 저평가된 기업이 정보생산자에게 정보를 생산하도록 유도하기 위한 보조금의 하한선은 정보생산 비용 (C_i) 만큼이고 상한선은 정보생산이 없을 경우의 부의 이전만큼일 것이다. ($V_A - \bar{V}$)

한편 과대평가된 기업은 정보생산을 포기하도록 보조금을 지불하려고 한다. 이때 과대평가된 기업이 지급할 수 있는 보조금은 정보생산하지 않은 경우는 비용이 없으므로 하

한은 “0”원이고 상한은 정보가 생산됨으로써 발생할 수 있는 부의 재이전 ($V_B - \bar{V}$) 만큼일 것이다. 따라서 과대평가된 기업의 보조금 범위가 저평가된 기업의 보조금 범위 보다 넓다. 따라서 시장은 실패하지 않을 수 없고 합리적 기대균형도 달성되지 않는다.

(2) 정보생산이 경쟁적으로 이루어진다면 i) 생산되는 정보가 신뢰성이 있을 경우 저평가된 기업이 과대평가된 기업보다 비교우위가 있으므로 (저평가된 기업은 한 정보 생산자에게만 정보생산을 의뢰하면 되는 반면, 과대평가된 기업은 모든 정보생산자로 하여금 정보생산을 하지 않도록 보조금을 지불해야 하기 때문이다) 따라서 정보생산이 가능해지고 또, 저평가된 기업으로부터 지급받는 보조금도 가장 효율적으로 정보생산하는 생산자가 받게되므로 효율적이며 합리적인 기대균형 (efficient REE) 이 성립된다. ii) 정보생산자의 부정 직을 고려하게 되면 정보생산자가 신뢰성이 있는 정보를 생산하도록 유도하기 위해서는 두가지 방법이 가능하다. 우선 감독 (monitoring)에 의한 방법이 있으나 감독비용이 상대적으로 크고 일일이 정보생산자의 행동을 관찰하기도 불가능하다. 또 다른 방법으로 부정직하게 행동할 유인을 대체해 줄 계약 (contract)을 맺는 것이다. 여기서 고려하고 있는 계약의 형태는 리랜드와 파일에서와 마찬가지로 정보생산자의 부를 저평가되었다고 스스로 판단한 기업에 투자하게 하는 것으로 일종의 신호 (signal) 라고 볼 수 있다. 정보생산자가 자신의 부를 투자해서 정보의 신뢰성이 보장되기 위해서는 투자로 인한 기대손실이 정보생산비용보다 커야 한다. 즉 정보생산이 효율적이지 못하고 초기부의 크기라는 장벽이 정보생산시장에 생기게 된다. 따라서 효율적 REE는 “가장” 효율적인 정보생산자가 정보의 신뢰성에 대한 신뢰의 역할을 할 수 있는 충분한 부를 가질 때 가능해진다. 결론적으로 이야기할 때 가장 현실적으로 정보생산자가 생산한 정보의 신뢰성이 문제될 경우 (이기적 기만) 이를 해결할 수 있는 방안은 정보생산자의 부를 신뢰성의 신호로써 사용할 수 있다는 것이다. 그러나, 이때 정보시장의 불균형문제는 가장 효율적인 정보생산자에 의해 정보생산이 이루어지는 것이 아니라 초기부의 크기에 의해 정보생산시장 진입에 장애를 받게 된다.

이와 같은 결론을 금융기관에도 적용될 수 있다고 크라코우는 주장한다. 정보불균형 문제로 야기된 이기적 기만현상을 금융기관이 정보생산함으로써 해결할 수 있다. 곧 정보생산자가 정직한 경우 정보생산자는 저평가된 모든 기업에 투자하기 위해 다른 투자

자로 부터 충분한 자금을 모아 금융기관을 형성하게 된다.

이때 가장 효율적인 정보생산자가 저평가된 기업의 보조금을 받을 수 있게 되어 앞에서 언급한 금융기관이 아닌 정보생산자가 정보를 생산할 때와 동일한 결론임을 알 수 있다. 또 정보생산자가 정적하지 않을 가능성이 있을 때는, 정보의 신뢰성은 정보생산자의 정보에 근거한 투자규모가 충분히 클 때 보장될 수 있을 것이다.

이와 같은 캠벨과 크라코우의 주장은 정보의 신뢰성문제를 정보생산자의 정보에 근거한 투자규모라는 신호로써 해결될 수 있음을 보이고 있다는 점에서 릴랜드와 파일의 명제를 증명하고 있다고 할 수 있다. 그러나 이들은 금융기관이 이기적 기만문제를 릴랜드와 파일의 명제와 달리 부의 제약이라는 진입장벽 때문에 가장 정보생산비가 낮은 생산자가 정보생산을 담당하지 못하는 비효율성을 초래하게 된다고 한다. 곧 이는 금융기관이 정보생산만으로 그 존립근거를 설명하는데 한계가 있다는 것으로 다른 기타 서어비스의 제공과 함께 존재근거로써 제시되어야 한다는 것이다. 이 이외에도 정보생산자로서의 금융기관을 파악한 이들 논문의 공헌 및 한계는 다음과 같다.

첫째, 정보시장의 불완전성을 해결하기 위한 정보생산과 거래비용의 절감에 금융기관의 존립근거를 찾고자 하는 절충적인 (종합적인) 접근이다.

둘째, 정보생산의 필요성을 투자자 입장이 아니라 역의 선택을 당하게 되는 기업입장에서 고려하고 있다. 투자안의 질이 높은 기업들이 보조금을 지불하여 정보생산을 의뢰하게 된다는 것이다.

셋째, 릴랜드와 파일 (1977) 에서와 마찬가지로 정보생산자는 정보의 신뢰성을 보장하기 위하여 자신의 부를 충분히 금융기관에 투자해야 하고 이 부가 또한 정보생산의 진입장벽이 되어 비효율성을 초래한다. 이때 정보생산자 입장에서나 정보생산을 의뢰하는 기업 입장에서나 둘 다 복지의 손실(welfare loss)을 당하게 된다. 즉, 정보생산자는 자신의 부와 노력을 분산투자하지 못함으로써 기업을 진입장벽이 없을 때 보다는 보조금을 더 많이 지급해야 하므로 복지의 손실을 입게 되는 것이다. 마지막으로, 금융기관의 존립이 정보생산 뿐 아니라 기타 서어비스의 생산이라는 측면도 함께 고려하는 절충적인 시도라고 주장하고 있으나 실제로 이를 명확히 증명하지 못하고 있다.

2) 정보생산자로서의 금융기관의 규모의 경제성

금융기관이 정보생산자로서 존립하기 위해서는 개별정보생산자나 투자자에 비해 특이

성 (uniqueness) 이 있어야 한다. 파마 (1980) 는 완전시장하에서는 금융기관이 개별투자자나 수동적인 중개기관에 불과하다고 한다. 정보시장의 불완전성을 고려하여 금융기관의 존립을 설명하는 이론들 중 대부분이 불완전시장에서의 금융기관의 역할만을 강조함으로써 특이성의 존재를 부각시키지 못하고 있다.

리랜드와 파일 (1977) 도 “규모의 경제” 가 있다면 어떤 특정한 종류의 자산에 관한 정보를 생산, 판매하는 조직이 존재할 수 있다고 기술하고 있다. 실제 금융기관이 개별 투자자에 비해 어떤면에서 규모의 경제가 있는지는 정확히 밝히지 못하고 있다.

금융시장의 정보불균형과 규모의 경제를 이용하여 금융기관의 존립을 설명하고 있는 논문으로 다이아몬드 (1983) 라마크리슈난과 타골 (1984), 밀론과 타골 (1985) 이 있다. 이들이 규모의 경제라는 용어는 명확히 사용을 하지 않고 있지만, 전자는 분산효과 (diversification effect) 로서, 후자는 금융기관 구성원의 정보공유 (information sharing) 라는 측면에서 금융기관의 특이성을 설명하고 있다.

A. 분산효과

A-1. 구성원 보상의 불확실성 감소 (분산효과) 에 의한 비용절감

정보불균형으로 인한 역의 선택 (adverse selection) 을 방지하기 위해서 기업가의 입장에서 사용할 수 있는 방법으로는 ① 신호를 이용한 자기구별 (self-selection) ② 의 부자에게 정보상담을 의뢰할 수 있다. 이때 라마크리슈난과 타골 (1984) 은 만일 ①의 방법이 ②보다 모든 면에서 비효율적이라고 가정한 경우 정보생산자의 집합인 금융기관의 존립근거는 정보생산비용을 줄일 수 있는 능력에 있음을 보이고 있다. 즉, 금융기관과 자금대부자와의 보상계약은 개별기업에 관한 정보생산능력이 아니라 전반적인 성과 (overall performance) 에 의해 체결한다고 할 때, 내부감독 (internal monitoring) 이 비용이 들지 않는 경우 금융기관 구성원의 위험이 분산되어 정보생산하기 위한 유인이 되고 이자율차 (incentive spread) 가 줄어들게 되어 정보생산비용은 줄일 수 있다는 것이다. 또 금융기관 구성원의 노력을 수평적으로 분화 (horizontal effort allocation) 즉, 기능적으로 분화 (functionally divisible) 할 수 있는 경우, 금융기관은 성립할 수 있다고 한다.

그러나 금융기관 내부의 감독이 비용이 드는 경우, 금융기관이 형성되기 위해서는 금

금융기관의 정보생산비용이 개별정보 생산자의 생산비용 보다 낮아야 한다.

라마크리슈닌과 타콜의 주장을 이해하기 위해서는 우선 기업이 개별정보생산자와 체결하는 보상계약을 이해해야 한다. 이 정보계약은 정보생산자가 최대의 노력을 투입할 수 있고 (incentive compatibility), 최대의 노력을 기울였을 때의 기대효용이 정보 생산에 참가하지 않을 때의 효용수준보다 적어도 크도록 (individual rationality) 정보생산자의 노력투입이 오류의 가능성이 있는 지표(noisy indicator)에 따라 이원계약을 맺게된다. 이 계약은 정보생산자의 노력을 관찰할 수 있을 때의 최선의 계약(first-best solution) 보다는 차선(second-best)이 된다.

	내부감독이 불가능할 때	내부감독이 가능할 때	
		비용이 없을 때	비용이 있을 때
정보생산자가 2인일 경우	금융기관의 정보생산비용 < > 개별정보생산자의 비용 * 금융기관형성불가능	금융기관의 정보생산비용 < > 개별정보 생산자의 비용 * joint contract 를 함으로써 각정보생산자의 보상의 불확실성이 줄어들게 되어 적은 이자율 차이로도 정보생산에 참가하게 되어 기업의 입장에서 지불해야하는 유인비용이 줄어 든다.	① costly internal monitoring이 가능할 때 $A \leq \text{Min}\{B, C\}$ A : 내부감독이 완벽한 경우의 총정보생산비용 B : 오류가능성이 있는 지표에 의해 정보생산자와 보상계약을 체결할 때 소요되는 비용 C : 개별정보생산자와 정보생산계약을 맺고, 감독할 때 소요되는 총비용
정보생산자가 다수일 경우	上 同 * 금융기관형성불가능	上 同 * 금융기관을 구성하는 생산자의 수가 많아질수록 정보생산비용은 오류없는 지표에 의한 최적보상계약(best solution)에 접근	② 정보생산활동이 가능적으로 완벽하게 분화될 때

<표3> 금융기관의 형성조건

위의 표에서 보는 바와 같이 금융기관이 존립할 수 있는 가능성을 개별정보 생산자의 정보생산비용과 비교함으로써, 또 금융기관 내부의 이기적 기만문제를 기능분화로 해결할 수 있다는 새로운 사실을 제시하고 있으나 다음과 같은 문제점을 안고 있다.

우선 감독이 완벽(perfect monitoring)하다고 가정하여 금융기관 내부자의 이기적 기만문제를 배제하고 있다. 따라서 금융기관의 규모가 커질수록 그 존립가능성이 커지게 된다. 즉, 최적금융기관 규모는 존재하지 않는다.

B. 정보공유(information sharing) 효과

금융기관이 개별정보생산자나 투자자 보다 정보생산비용 면에서 우위가 있을 수 있는 가능성은, 다이야몬드나 라마크리슈난과 타쿨에서 본바와 같이, 분산효과로 인한 보상의 불확실성의 감소나 위임비용(delegation cost)의 감소등에 의한 것이다. 그러나 밀론과 타쿨(1985)은 분산효과에 비해 금융기관 내부자 사이의 이기적 기만문제가 훨씬 심각하므로 분산효과에 의해 금융기관의 특이성을 설명할 수 없다고 하고 이 보다는 오히려 시장전반적인 정보가 사전적으로 알려지지 않을 때 이 정보를 공유하게 됨으로써 생기는 이득이 훨씬 크므로 이러한 정보공유효과에 의해 금융기관의 특이성을 설명해야 한다고 한다.

정보공유의 효과를 강조하고 있는 이 논문에서 밀론과 타쿨은 기업내부자와 외부자 사이에 정보불균형이 존재하고 기업가치는 CAPM에서와 마찬가지로 체계적 요인과 비체계적 요인에 의해 결정되고 이러한 요인에 의해 결정되는 기업가치는 정보생산자의 노력에 의해서 비체계적인 정보 및 체계적 정보가 생산됨으로써 밝혀지거나 혹은 체계적 정보의 경우 외부신호(exogenous signal)에 의해 노력없이 얻을 수 있다고 가정한다. 또한 라마크리슈난과 타쿨에서의 강력한 가정인 내부감독(internal monitoring)을 배제함으로써 이기적 기만문제를 부각시키고 있다.

한편 기업의 실제가치보다 시장이 판단한 기업가치가 높을 때 기업경영자는 정보생산자에게 정보생산을 의뢰하게 될 것이다. 이때 만일 시장전반적인 움직임과 관련된 정보가 사전적으로 알려질 경우 정보공유의 필요성이 없어지고 이기적기만 문제가 커지게 되어 금융기관은 존립할 수 없게 된다. 그러나 사전적으로 시장전반적인 정보를 알 수 없을 때는 시장에 대한 정보를 공유할 수 있는 금융기관을 형성하는 것이 유리하다. 왜

냐하면 적어도 한 정보생산자가 시장정보에 관한 신호를 비용없이 받을 확률이 높아지고 또, 어느 누구도 신호를 받지 못했다 하더라도 N명의 정보생산자로 구성된 금융기관은 $1/N$ 씩의 노력을 투입함으로써 시장정보를 알 수 있기 때문이다. 즉, 개별정보생산자에 비해 노력의 중복(duplication of effort)이 없기 때문에 그만큼 유리해지는 것이다.

3) 복지의 감소문제와 금융기관 존립

리랜드와 파일(1977)이 정보시장의 불완전성으로 인한 이기적 기반을 해결하는 과정에서 금융기관의 정보생산의 신뢰성을 보장하기 위해 금융기관경영자 자신의 부를 신호로써 사용할 수 있다고 주장하고 있다. 그러나 이 경우 금융기관 경영자는 자신의 노력과 부를 분산투자하지 못함으로써 복지의 감소를 가져오게 된다.

캠벨과 크라코우(1980)도 마찬가지로 정보생산은 기업의 가치를 올바르게 평가하여 부의 재분배가 일어나지 않도록 해 주지만 정보생산비용만큼 기업의 손실로써 나타나게 되어 정보생산자로서의 긍정적인(positive) 역할을 제시해 주지 못하고 있다. 이들뿐만 아니라 정보생산자로서의 금융기관의 존재를 설명하고 있는 대부분의 논문이 정보생산이 투자가나 기업가의 복지에 미치는 긍정적인 역할을 간과하고 있다. 그 주된 이유는 기업의 질은 외부적으로 주어진 것으로 가정하여 금융기관의 정보생산이 투자기회 집합에 영향을 주지 못하는 것으로 간주했기 때문이다. 그러나 생산활동에 변화를 줄 수 있을 때만이 정보가 사회적 가치를 가진다는 점을 상기해 볼 때* 금융기관의 정보생산 활동으로 기업가의 투자결정이 영향을 받는 것으로 파악하는 것이 옳다.

금융기관에 의한 정보생산 활동이 기업가에 의해 투자인의 선택에 영향을 주게 되어 투자자의 복지가 증가할 수 있음을 찬(1983)은 보이고 있다.

기업가가 그의 노력과 시간을 투입해야 하는 투자안의 품질과 비현금혜택(perquisite)을 선택하고 투자자는 기업가의 행동을 관찰할 수 있으나 정보생산활동을 함으로써 관찰가능하다. 이때 정보생산비용은 투자자에 따라 생산하는 이러한 상황에서 투자자의 정보생산비용의 분포가 기업가의 투자안의 품질과 비현금혜택을 선택하는데 영향을 줄 수 있다는 것을 보이고 있다. 즉, 모든 투자자의 정보생산비용이 양(positive)이

* Hakanson, Kunkel and Ohlson (1982)

라면 기업가들을 적은 노력과 시간을 투입할 수 있는 투자만을 선택하게 되고 투자자의 수익률은 낮아져서 투자자가 시장에 참가하지 않는 시장실패를 초래하게 된다. 그러나 정보생산비용이 없는 투자자나 완전한 정보를 가진 투자자가 존재하는 경우 기업가들은 투자가의 수익률이 높은 투자안을 선택하게 될 것이다.*

한편 금융기관을 정보생산 비용을 고객들로 부터 받기 때문에 비용이 없는 정보생산자루 볼 수 있다. 따라서 금융기관은 기업가를 수익률이 높은 투자안을 선택하도록 유도함으로써 투자자의 복지를 증가시킬 수 있게 된다.

이 논문의 주요한 결론은 다음과 같다.

첫째, 아주 많은 사람들이 금융기관에 투자할 경우 균형은 존재하지 않는다. 즉 정보생산으로 시장이 효율적이 되기 때문에 정보생산에 참가한 사람들은 그 댓가를 받지 못하게 된다는 것이다. 따라서 아무도 정보생산에 참가하지 않을 것이다.

둘째, 중개서비스에 대해 총지불하고자 하는 액수가 정보생산비용을 총당하기에 충분한 경우에 만 균형이 존재한다.

셋째, 복수균형(multiple equilibria)이 존재하는 경우 금융기관에 투자하는 사람의 비용이 높을수록 투자자의 효용수준이 높아진다. 즉 정보를 가진 투자자들이 많아질수록 기업가에 의한 자원배분이 개선되게 된다.

(3) 새로운 접근의 필요성과 금융기관 존립조건

1) 새로운 접근의 필요성

지금까지 살펴본 금융기관존립 조건에 관한 연구들의 공통된 문제점을 지적함으로써 금융기관존립의 해명을 위한 새로운 접근의 필요성을 부각시켜 보고자 한다.

첫째, 기존 금융기관의 존립조건에 관한 연구는 주로 금융기관의 수행하는 역할을 중심으로 설명되고 있다. 그러나 금융기관의 역할과 존립조건은 명백히 분리되어야 할 성질의 것이다. 존립조건이란 마땅히 금융기관이 성립할 수 있는 경제적, 비경제적인 물적 토대를 이루는 것으로 이해되어야 하고 그 수행하는 기능은 이러한 물적 토대 위에

* 이와같은 그로스만과 스티글리츠(1980)의 결과와 유사한 것으로 이들은 정보불균형이 존재하면 시장은 실패하게 되고 정보를 생산할 수 있더라도 비용이 존재하면 시장은 축소(thin)될 수 밖에 없다는 것을 보이고 있다.

서 각 경제주체에 주는 영향으로 파악되어야 한다.

따라서 거래비용의 절감, 최적 포트폴리오의 구성과 자산변환, 정보생산, 감독대리인 (monitoring agent) 등과 같은 요인으로는 금융기관의 존립을 “명확히” * 표시하고 있지는 못하다.

둘째, 대부분의 연구들이 금융기관을 수동적인 중개기관으로 인식하고 있다. 물론 라마크리슈난과 타골 (1984), 밀론과 타골 (1985) 등의 예외가 없는 것은 아니지만, 금융기관을 단순한 대리인으로 보는 견해는 금융기관의 본질을 올바르게 이해하고 있다고 볼 수 없다. 금융기관 경영자는 자신의 이익을 극대화하기 위해 이기적 의사결정을 할 수 있는 대리인의 성격을 갖고 있기는 하지만 본질적으로는 실무기업의 경영자와 마찬가지로 잠재적인 이익기회를 가진 투자안을 선택하는 능동적인 경제인으로 파악해야 한다.**

세째, 금융기관이 정보생산에 참여함으로써 시장의 실패를 방지하고 투자기회 집합을 확장시킴으로써 투자자의 복지를 증가시킬 수 있다. 그러나 금융기관 내부의 이기적 기만문제가 있을 경우나 내부적 기만문제가 해결되더라도 금융기관이 부정직한 행동을 하게 될 경우 금융기관이 존립할 수 있는 가능성은 적어진다. 왜냐하면 금융기관의 정보생산비용이 고객에 의해 보상되어 무비용의 정보 소유자 (zero-cost informative)의 역할을 할 수 있지만 금융기관이 부정직한 행동을 할 가능성이 있다면 그로스만과 스티글리츠 (1980)의 결론에서 보는바와 같이 대리정보 생산시장은 존재하지 않거나 그 규모가 줄어들게 된다. 이러한 문제를 해결하는 방법 중 제시된 내용으로는

- (1) 리란드와 파일 (1977)에 의한 신호 (eignalling)
- (2) 라마크리슈난과 타골 (1984) 다이아몬드 (1984) 등에 의한 감독 (monitoring)
- (3) 해리스와 라비브 (1979) 샤벨 (1979) 홀스트롬 (1979)를 비롯한 기타 대리인모형에서 볼 수 있는 계약 (contrating)***

* 명백하다고 한 이유는 이들 연구의 배경에 존립조건을 참조하고 있다고도 볼 수 있기 때문이다.

** 능동적인 경제인으로 파악하게 될 때 금융기관 경영자의 위험에 대한 태도가 자산 구성을 결정하는 중요한 요인이 됨과 동시에 자산구성이 가지는 특성으로 인해 금융기관의 자본구조를 설명할 수 있게 된다.

*** Draper 와 Hoag(1978)에 금융기관에서의 계약문제를 다루고 있다.

그러나 금융기관과 예금자 사이에서 발생하는 이기적 기만문제는 단기적으로는 위와 같은 방법으로 해결한다고 할 수 있으나 장기적으로 볼 때 금융기관에 대한 사회의 믿음 혹은 평판(reputation)에 의해 해결될 수 있을 것이다. 즉 기존 논문에서 이기적 기만문제의 해결책으로 제기된 내용은 정태적 분석(static analysis)에 국한하고 있어 장기간에 걸친 경제주체의 금융기관에 대한 인식문제를 간과하고 있다.

2) 금융기관과 정보불균형

위와 같은 모든 요인을 고려하여 금융기관의 존립을 설명하기 위해서는 다음과 같은 정보불균형으로 인한 제반문제를 효과적으로 해결할 수 있다는 것을 보여야 할 것이다.*

- (1) 금융기관 내부자간의 이기적 기만문제
- (2) 금융기관 예금자와의 이기적 기만문제
- (3) 금융기관과 대출자와의 이기적 기만문제

결국 위와 같은 문제의 근원은 정보불균형에 있다. 이 중 앞의 두 문제는 애로우(1980)에 의하면 타인의 행동을 관찰하기가 어려우므로써 생기는 문제(hidden action) 혹은 이기적 기만문제이고 뒤의 문제는 숨겨진 정보(hidden information)에 의한 혹은 역의 선택(adverse selection) 문제라고 할 수 있다.

〈명제〉 금융기관이 존립하기 위한 (p) 필요충분조건 (q)은 다음과 같은 조건을 동시에 만족할 때이다.

- (1) 시장불완전성의 존재
- (2) 규모의 경제(economy of scale)
- (3) 평판(reputation)

우선 위 세 조건이 필요조건임을 보이기 위해 q가 아니라고 하자. 만일 시장이 완전하다면 투자결정과 자본조달 결정이 분리되는 포트폴리오 분리이론이 성립한다.**

* 거래비용의 존재도 물론 포함되어야 하나 거래비용의 내부분을 차지한다고 볼 수 있는 탐색비용(searching costs)이 결국 정보불균형으로 야기된 비용이기, 때문에 기타 거래비용의 존재는 무시해도 좋은 정도라고 간주하여 여기에 포함시키지 않는다. 그러나 금융기관중 상업은행의 존립과 특이성을 식별하기 위해서는 거래서비스의 제공이라는 요인이 결정적으로 작용하게 된다.

** 모션(1977), pp.65-71.

이 경우 금융기관은 개별투자자와 다른 점이 없고* 또 규모의 경제가 없을 경우 정보생산자들이 연합해서 금융기관을 형성할 유인이 없어진다.** 마지막으로 장기적인 관점에서 정보생산자로서의 금융기관에 대한 기업이나 예금자의 평판이 좋지 않다면 금융기관은 존재할 수 없게 될 것이다.

한편 위의 세 조건이 충분조건임을 보이기 위해 금융기관의 존재는 자원배분과 복지의 증진이 있게 되는 가를 살펴보자. 금융기관이 정보생산에 전문화 하는 경우 기업가의 투자기회 집합 선택에 영향을 줄 것이다. 즉, 정보생산으로 개별기업이 수행하는 투자안의 품질이 확인된 것이고 이렇게 되면 저품질(lemons)의 투자안을 가진 기업은 더 이상 정보불균형으로 이득을 볼 수 없게 되어 노력과 시간을 더 많이 투입해야 하는 투자안을 탐색하게 되어 생산기회집합이 확장된다.

생산기회집합이 확장되면 투자자는 선택할 수 있는 소비기회집합이 확장되어 효용수준이 높아지게 된다. 기업가 역시 투자안의 품질을 정당하게 평가받음으로써 효용수준이 증가하게 된다. (Q.E.D.)

금융시장의 불완전성을 해결하기 위한 존재로서의 존립조건을 알아보았다. 현실적으로 존재하는 모든 종류의 금융기관들이 이와 같은 관점에서 파악하면 그 존립근거가 해명될 것이다.

파일은 금융기관의 존립조건을 대출이자율과 예금이자율의 차이에 있다고 보고, 이 두 이자율 사이의 상관관계가 높을 수록 금융중계의 가능성이 높아진다고 한다. 그러나 이자율차(rate differential)의 원인을 밝히지 못하고 있다. 그런데 명제 1에 따르면 다음과 같이 이자율차의 원인을 설명할 수 있다.

<보조명제>

이자율차의 원인은 정보생산의 댓가로 지급받게 되는 프리미엄이다. 곧 양질의 기업이 금융기관에 정보생산을 의뢰함으로써 지급하는 보조금이 대출이자율에 반영되고, 예금자들 역시 정보불균형 문제가 해결됨으로써 기꺼이 지불하고자 하는 프리미엄이 예금이자

* 파마(1980)도 완전시장의 경우 금융기관은 자원배분이나 가격결정에 영향을 주지 못하는 기껏해야 수동적인 중개기관에 불과하다고 한다.

** 밀론과 티골(1985)를 보라.

율에 반영되어 있다.

한편 금융기관중 상업은행이 다른 기타 금융기관과 다른 특이성이 있는가에 관한 연구가 논쟁의 대상이 되고 있다. 상업은행이 신용창출을 통해 경제에 미치는 효과를 고려하여 통제의 필요성을 역설하고 있는 전통파의 견해*와 상업은행은 여타 다른 금융기관에 비해 특이성이 없는 존재라고 보는 견해**가 그것이다.

그러나 지금까지 우리가 살펴본 바와 같이 상업은행의 특이성의 원천은 거래서비스 제공에 있다는 것을 알 수 있다.***

〈명제 2〉 금융기관중 상업은행의 특이성의 원천은 거래서비스의 제공에 있다.

Ⅳ. 대리인이론, 정보불균형 및 금융기관의 최적자본 구조 이론

금융기관의 자본구조에 관한 논의는 주로 예금자 보호를 위해 감독기관의 입장에서 그 적정성(capital adequacy) 여부를 밝히는 것이 대부분이었다. 또 기업 재무이론의 주된 관심사의 하나인 최적자본 구조이론은 MM(1958)의 무관계론 증명이후 이론적으로 크게 발전해 왔으나, 금융기관의 최적 자본구조의 해명에는 적용되지 못하고 있다. 일반기업의 재무구조와 금융기관의 재무구조 사이에는 현격한 차이가 있는데도 불구하고 이를 구명하기 위한 노력이 소홀하다고 볼 수 있다.

이와 같은 관점에서 금융기관의 부채비용이 높은 이유를 밝혀보기 위해 먼저 기업재

* 이 견해를 지지하는 논리의 대표적인 문헌으로는 구덴타그와 린지(1968)가 있다.

** 역시 대표적인 문헌으로 걸리와 쇼우(1960)을 보라

*** 한편 파마(1985)는 예금측면 보다는 대출측면에서 상업은행의 특이성을 설명하고 있다. 은행대출은 기업의 파산시 변제우선 순위가 가장 낮기 때문에 대출을 한다는 것은 보다 높은 우선순위를 가진 채권자에게 기업의 질에 관한 신호와 역할을 하게 된다. 또한 예금자와 대출자가 보통일치 하므로 여금자에게 대출을 해 줄 때 대출의 위험식별이나 감독에 더 적은 비용을 들일 수 있다고 한다. 결국 은행이 다른 금융기관에 비해 특이성이 있다는 것은 거래서비스를 제공함으로써 정보생산비용면에서 효용성이 높다는 것이다.

무론의 최적자본구조에 관한 논의를 최근의 성과를 중심으로 정리하고 이를 대리인 및 정보불균형의 관점에서 금융기관에 적용시켜 보자.

(1) 최적자본구조이론 -최근의 연구성과-

1) MM의 무관계론 (irrelevancy proposition)

자본구조에 관한 논쟁은 모딜리아니와 밀러 (1958)에 의해 제시된 가설에 의해 비로서 그 이론적 성격을 가짐과 동시에 기업재무의 주된 이슈가 되고 있다.

이들이 제시한 가설은 기존의 기업재무에 관한 논의를 전혀 일신시킨 것으로 평가된다. 즉, 자본구조는 기업가치와 무관하고, 기업의 자본조달 방법은 투자안의 평가와 무관하다는 가설은 어떤 가정조건하에서는 재무적 문제가 전혀 존재하지 않음을 의미하고 있다. MM은 기업가치와 자금조달 방법과는 무관하다는 가설을 이차거래 (arbitrage)를 통해 증명하고 있다. 기업의 현금흐름의 분포가 동일한 두 기업이 자본구조가 상이한 경우, 시장에서의 이차거래를 통해 결국 두 기업의 가치가 같아진다는 것이다. 이는 결국 자본조달방법이 기업의 현금흐름의 확률분포를 변화시키지 못하는 한 기업가치에 영향을 주지 못한다는 것을 의미한다.

한편 MM의 무관계론 증명 이후 자본구조에 관한 논의는 무관계론이 성립하기 위한 가정을 재검토 해 보는 연구와 시장불완전성을 고려할 때의 최적자본 구조의 존재에 관한 논의로 발전되었다. MM이 제시한 가정으로는

- (1) 자본시장은 증권분할, 정보, 거래비용면에서 완전경쟁시장이며, 모든 거래자는 가격수용자이다.
- (2) 개인 레버리지 (homemade leverage)와 기업레버리지 (corporate leverage)는 완전대체가능하다.
- (3) 부채조달은 채무불이행위험 (default risk)이 없다.
- (4) 모든 기업은 동일한 위험집단으로 세분될 수 있다.
- (5) 투자결정은 변하지 않는다.

2) 무관계론이 성립하기 위한 조건에 관한 연구

위에서 언급한 네가지 조건 중 무관계론이 성립하기 위한 필수적인 가정은 완전대체

가능성 뿐이라는 사실이 Stiglitz(1974)에 의해 밝혀지게 되었다. (물론 투자결정이 고정되어 있는 경우이다.)

균형상태에 있던 어떤 기업이 재무정책을 변경한다고 할 때 개별 투자자들이 그들의 차입과 대출활동을 통해 기업재무정책 변경의 효과를 완전히 상쇄할 수 있다. 따라서 투자자들의 포트폴리오 기회집합은 아무런 영향을 받지 않는다. 또 지불불능이나 자산의 위험이 있을 경우에도 재무정책은 변경하는 어떤 기업의 증권을 금융기관이 전액 인수하여 원균형시의 비율로 주식과 사채를 재발행하게 되면, 투자자의 기회집합은 변하지 않게 되고 따라서 기업의 재무정책은 기업가치에 영향을 주지 못하게 된다. 그러나 이 때 금융기관의 구성은 비용이 있어야 한다.

따라서 MM의 무관계론이 성립하기 위한 결정적인 조건도 개인투자자도 부채 조달면에서 기업과 동일한 능력을 갖는다는 가정이다.*

3) 시장 불완전요인을 고려할 경우의 최적자본구조이론

1. 세금 (tax)

MM(1963)은 부채의 법인세 효과를 고려할 때 100% 부채로 투자자금을 조달하는 것이 최적이라고 한다. 과세대상 소득계산시 이자비용은 손금으로 인정되기 때문에 $Z_c \times B$ 만큼 기업가치가 증가하게 되는 것이다. (Z_c : 법인세율 B : 부채)

한편 밀러(1977)는 개인소득세를 고려할 때의 부채의 세금효과는

$\left[1 - \frac{1 - (1 - Z_c)(1 - Z_{ps})}{Z_{pb}} \right] B$ 로 Z_c, Z_{pb}, Z_{ps} 간의 관계에 의해 결정된다고 한다.

[Z_{ps} : 자본소득에 대한 개인소득세, Z_{ps} : 이자소득에 대한 개인소득세]이 때 현실적으로 Z_{ps} 에 비해 Z_{pb} 는 크다. 이럴 경우 부채에 대한 세전수익률이 주식에 대한 것 보다 커야 한다. 따라서 부채발행으로 자금조달을 할 때 법인세 효과로 인한 잇점과 누진세제에 의한 사채의 이자지급비용증가가 상쇄되어 개별기업은 균형상태에서 최적자본구조가 존재하지 않게 된다. 그러나 사회전체적으로는 최적균형 부채비율이 존재한다. 결국 Miller는 법인세 효과가 MM(1963)이 주장하는 만큼 크지 않다는 것이다. 그 구체적인 예로서 시계열 자료로 기업의 부채비율과 법인세율을 살펴본 결

* MM의 무관계론이 성립한 조건에 관한 구체적인 내용은 스티글리츠(1969, 1974), 모션(1977) 파마(1978) 등을 참조하라.

과 법인세가 5 배이상된데 비해 부채비율에는 큰 변동이 없다는 점을 들고 있다.

개인소득세를 고려할 때 최적자본구조가 존재하지 않는다는 가설을 tax credit 등의 현실적인 법인세 조항이나 파산비용과 같은 레버리지와 관계되는 비용을 고려할 때 도 성립할 수 있는가라는 문제가 드안젤로와 마슬리스(1980)에 의해 제기되고 왔다. 이들은 상태선호모형을 이용하여 파산비용의 크기와 상관없이 tax credit 등의 현실적인 법인세 조항을 고려한 순세금 효과가 파산비용과 크기가 같아지도록 상대가격이 조정되어 최적자본구조가 존재하게 된다는 것을 보이고 있다. 즉 균형 내의 기대파산비용과 기대순세금효과가 같아지게 된다.

2. 파산비용 (bankruptcy costs)

부채의 법인세 효과는 기대파산비용의 증가로 상쇄되어 최적자본구조가 존재한다는 연구로 크라우스와 리젠버거(1973)이 있다. 부채비율의 증가로 파산이 될 확률이 높아지고 따라서 한계파산 비용과 관계법인세 효과가 같아지는 점에서 균형이 성립하게 된다.

파산비용의 크기에 관해서는 워너(1977)와 박스터(1967)의 연구가 있다. 전자는 파산과 관련된 직접비용을 대기업에서, 투자는 간접비용의 크기를 중소기업에서 조사하고 있다. 워너에 의하면 기업의 시장가치에 대한 파산비용의 크기는 1%, 사후적인 상한치는 5.3%라고 한다. 이 크기는 직접비용만 포함하고 있어 간접비용을 고려해야 한다. 설사 파산비용이 중요하다 치더라도 이를 회피하기 위한 방법이 밀러(1977)에 의하면 존재한다고 한다. 이것이 수익사채(income bond)인데 그러나 실제 이는 거의 발행되지 않고 있다. 따라서 Miller(1977)는 세금효과에 비해볼 때 파산비용의 크기는 아주 미미할 것이라고 한다. (horse and rabbit stew criticism)

3. 대리인비용 (agency cost)

대리인 비용이란 자산의 효용을 극대화 하고자 하는 대리인의 경우 기업이익 극대화 수준 이상의 비현금 혜택(perquisite)을 소비하고* 분산이 큰 투자안의 수행, 수익성 투자 포기, 파산비용과 관련한 기대비용을 증가시킴으로써 발생하는 비용을 의미한다.**

* 여기에 관해서는 쟈센과 맥클링(1976)을 참고하라

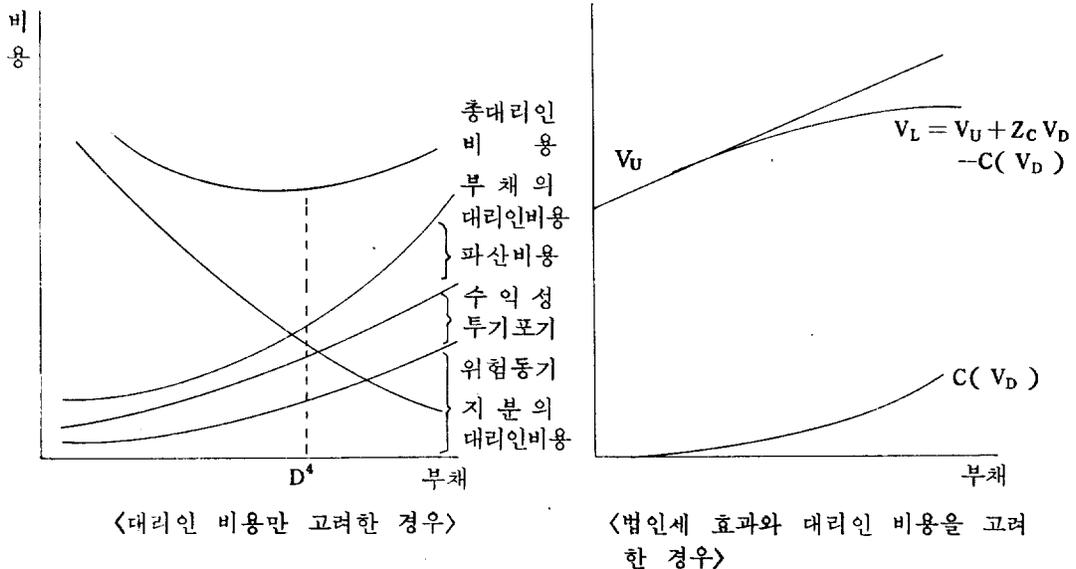
** 바니아, 하우겐, 쉐베(1981)

이때 외부로부터 조달된 자금이 주식일 경우의 대리인 비용을 지분의 대리인 비용이라고 한다. 지분의 대리인 비용을 외부자금은 주식으로 조달할 경우 증가하게 된다. 그러나 주식이 광범위하게 분산되어 있는 경우 경영자의 주식소유비율이 소유자, 경영자의 경우에 의해 극히 미미하므로 지분의 대리인 비용을 무시할 수 있을 정도이다.

부채의 대리인 비용은 위험동기(risk incentive), 수익투자포기동기(investment incentive) 파산비용(bankruptcy costs) 등을 의미한다.* 부채의 대리인 비용은 부채가 증가함에 따라 증가하나 증가하는 정도는 정확하게 알 수 없다. (세금 효과를 고려하지 않을 경우) 대리인 비용이 체감하거나 일정한 경우 100% 부채 100% 자기자본이 최적이고, 0-100% 사이에서 최적자본구조가 존재하기 위해서는 대리인 비용은 체증해야 한다. 이때 자본의 대리인 비용과 부채의 대리인 비용을 합한 총 대리인 비용이 최저가 되때가 최적자본 구조가 된다.

법인세 효과를 고려한 경우 한계법인세 효과와 한계대리인 비용이 같아지는 점에서 균형이 이루어 진다.

* 부채의 대리인 비용에 관한 자세한 내용은 바니아, 하우젠, 쉐베(1985)를 참조하라.



<대리인 비용만 고려한 경우>

<법인세 효과와 대리인 비용을 고려한 경우>

(2) 금융기관의 최적자본구조 이론

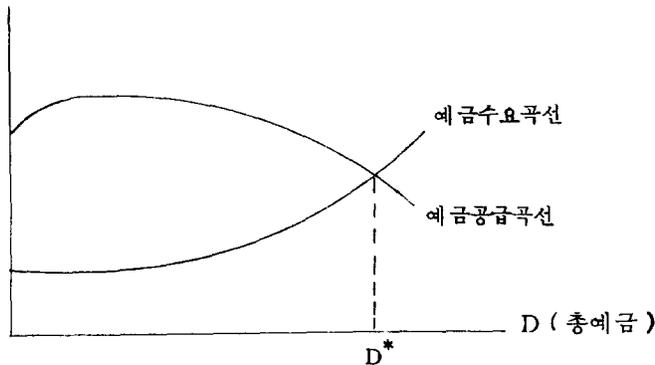
1) Miller의 분석틀을 이용한 금융기관의 자본구조

오글러와 타가트(1983)는 밀러(1977)의 틀을 이용하여 금융기관의 자본구조를 설명하고 있다. 밀러와 마찬가지로 예금(밀러의 경우 부채)에 대한 수요와 공급에 의한 금융산업전체의 최적예금수준을 밝히고 있다. 예금수요 곡선은 한계투자자의 세후 예금이자율과 주식 수익율이 같아지도록 결정된다. 예금공급곡선은 세후 예금한계 비용과 주식의 수익율이 같아지도록 결정된다. (이 때 주식의 수익율은 면세채권의 이자율과 같다고 가정한다.) 그러나 밀러와 다른점은 금융기관의 경우 명목이 자율(explicit interest) 외에도 과세대상이 되지 않는 여러가지 서어비스의 형태로 지불하게 되므로, 예금에 대한 수요와 공급곡선에 서어비스 형태의 수익과 서어비스 창출비용을 고려하고 있다는 사실이다.

예금수요 곡선과 예금공급곡선이 만나는 점에서 금융산업 전체의 예금규모가 정해지고 동시에 각 금융기관의 서어비스 창출비용이 상이하므로 개별금융기관의 최적 예금규모도 동시에 결정된다.*

개인 소득세와 법인세를 고려한 이와 같은 분석에서 오글러와 타카트는 파산비용과 대리인 비용이 있을 경우 부채비용이 어떻게 변하는가도 알아보고 있다. 이들은 금융기관의 파산비용이나 대리인 비용이 규제와 예금보험 때문에 크게 줄어들 수 있다고 한다.

* 예금수요곡선은 우상향하게 되고 예금공급곡선은 한계예금 창출비용이 감소할 경우 우상향하고 일정규모 이상이 되어 증가하게 되면 우하향하게 된다.



따라서 금융기관의 높은 레버리지 비율이 어느정도 설명이 가능해지는 것이다.

세금효과를 고려한 오글러와 타가트의 모델은 금융기관의 자본구조에 관해 다음과 같은 점에서 시사하는 바가 크다.

첫째, 금융기관이 예금상품을 투자자의 기호에 맞도록 다양화할 수록 최적부채 비율은 높아질 수 있다. 이는 금융기관 경영자의 혁신적인 노력의 필요성 뿐만 아니라, 금융기관에 대한 규제 완화 등에 의해서도 자본구조는 변경될 수 있음을 의미한다.

둘째, 예금창출 비용의 효율성이 높은 대규모 은행은 효율성이 낮은 소규모 은행에 비해 부채비율이 높다. 이와 같은 결과는 한계서비스 창출비용이 감소하는 범위가 상이하기 때문이라고 할 수 있다. 결국 예금인출위험 (deposit withdrawal risk)이 소규모 은행의 경우 보다 높다는 것을 의미하는 데 이와 같은 효과는 예금보험이 (deposit insurance) 있을 경우 대규모은행과 소규모 은행의 부채비율의 차이가 좁혀질 수 있다.

셋째, 세금효과만으로는 금융기관의 높은 부채비율을 설명하기에 미흡하다. 미국의 경우 세금이 없거나 무시할 수 있을 정도일 때도 은행의 부채비율은 약 80% 정도였기 때문이다.

2) 대리인 비용 및 금융기관 최적자본구조

1. 은행의 대리인 비용에 관한 실증연구

금융산업에 대한 규제로 인해 금융기관 특히 상업은행은 독점적 성격을 갖게 되고, 독과점 기업의 경영자는 이익극대화 행동 (profit maximizing behavior)이 아니라 비용 선호행동 (expense preference behavior)를 보이게 됨을 에드워즈 (1977)는 보이고 있다. 금융기관 경영자에 의한 비용선호 행동은 결국 대리인비용을 의미하는 것으로 금융산업에서 대리인 비용의 존재가 현저함을 에드워즈는 금융기관 상품시장의 구조를 통해 실증하고 있다. 비용선호 모델이 이윤극대화 모델 보다 금융기관의 행동을 설명 하는데 적합하다는 이 주장은 지금까지 이윤극대화 모형으로 설명되지 않던 문제를 해결해 주고 있다. 즉 금융산업이 독점적 산업인데도 이윤이 낮은 이유와 경쟁이 심해지더라도 수익성의 감소를 가져오지 않을 이유 등이 비용선호 모형에 의해 설명이 되는 것이다.

그러나 상품시장 (즉 예금, 대출시장)의 독점력이 금융기관의 자의적인 행동을 하기 위한 충분한 조건이 아니라고 스미어락과 마샬 (1983)은 주장하고 있다. 금융기관의 독

접력 뿐만 아니라 ① 경영자 노동시장의 비효율성 ② 감독이나 유인계약의 불비 ③ 합병 tender-offer, proxy fight 등을 통해 경영자의 자의적인 행동을 방지하기 위한 자본시장의 불완전성의 존재 등의 요인이 존재한 경우 대리인이 자의적인 행동을 할 요인이 된다는 것이다. 이들은 금융시장의 구조보다는 소유와 경영의 권리와 계층의 세분화를 필요로 하는 조직구조 때문에 경영자가 이윤극대화 행동을 하지 않게 된다고 한다. 따라서 금융기관과 같은 규제 산업에 특히 대리인 비용이 크다고 할 수 없다는 것이다.*

2. 금융기관의 자본구조

금융기관의 레버리지 비율이 다른 산업에 비해 특히 높은 이유는 다음과 같다.

첫째, 분산투자자로 인한 비체계적 위험이 감소하게 된다. 한편 리랜드와 파일(1977)은 투자자의 비체계적 위험과 레버리지 비율 간에는 역의 관계에 있다는 것을 보이고 있다. 따라서 일반 기업에 비해 금융기관의 분산투자 정도가 크므로 레버리지 비율도 높아지게 된다.

둘째, 분산투자자로 인한 대리인비용의 감소효과가 있다. 대리인 비용의 크기는 경영자를 견제할 노동시장, 자본시장, 감독기술등이 불완전할 때 높아진다.** 그러나 노동시장과 자본시장면에서는 일반기업에 비해 금융산업이 효율적이라는 보장은 없다. 그러나 다이아몬드(1984)에 의하면 분산투자자는 금융기관이 존립하기 위한 대리인 비용(delegation cost)을 절감시킨다고 한다.

셋째, 금융기관에 대한 규제는 곧 예금자를 대신해 감독(monitoring)하는 것으로 볼 수 있어서 감독비용(monitoring cost)의 절감효과가 있다. 또한 파산비용 역시 줄어든다.

넷째, 금융기관 경영자와 기업가는 위험에 대한 태도가 다르다. 금융기관 경영자는 근본적으로 기업가 보다 위험 회피정도가 크다.***

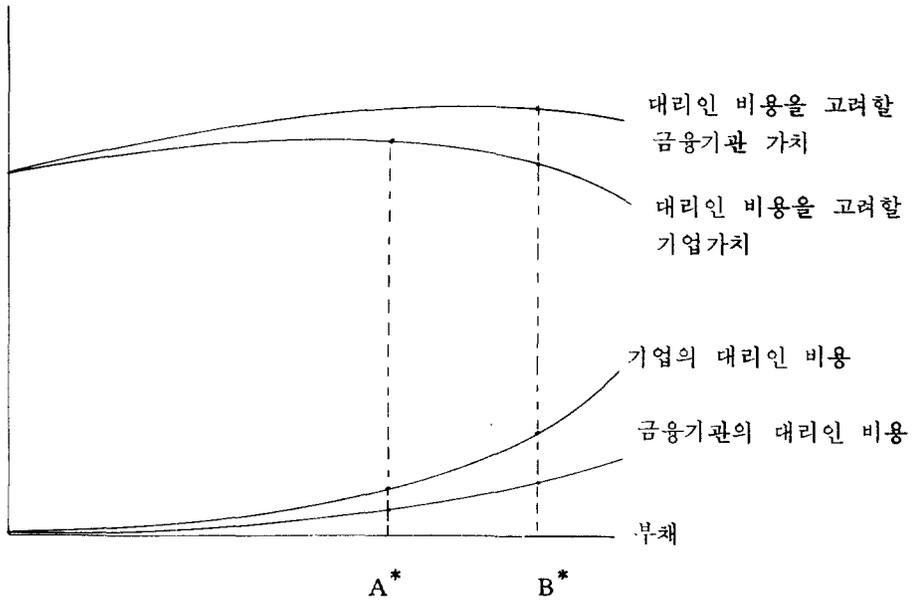
이와 같은 요인을 고려하여 부채비율과 기업가치와의 관계를 도시하면 다음과 같다.

* 오글러와 타가트(1983)는 금융산업이 규제와 예금보험등으로 대리인 비용이 감소된다고 한다.

** 대리인 문제의 해결방안에 관해서는 파마(1980)을 참조하라.

*** 이 문제는 검증을 요한다.

법인세효과



A* : 기업의 최적자본구조
 B* : 금융기관의 최적자본구조

한편 우리나라의 경우 대리인 비용이 커질 요인이 다분히 존재한다고 할 수 있다. 왜냐하면 소유와 경영이 명백히 분리되어 있고, 경영자를 견제할 수 있는 노동시장, 자본시장등의 불완전성이나 감독기술의 미비등의 문제가 금융시장이 발달한 나라에 비해 심각하다고 볼 수 있기 때문이다. 또한 다른 산업에 비해서도 위와 같은 불완전성이 크다고 할 수 있어 대리인 비용 역시 커지게 된다. 따라서 법인세 효과와 대리인 비용의 관계로 최적자본구조 및 높은 레버리지 비율을 설명할 수 없다. 우리나라 은행의 경우 대리인은 계층구조를 형성하고 있는 것으로 볼 수 있는데 대리인은 정부와 임명된 은행장이 된다. 대리인에 의한 은행 경영의 결과는 결국 현재의 은행부실로 나타나고 있는데 이는 위험유인, 투자유인, 파산비용등을 포함하는 대리인 비용의 크기를 제시해 주는 지표가 될 수 있을 것이다. 따라서 우리나라 은행의 레버리지 비율은 대리인 비용을 정부 결국 국민이 사회적으로 부담함으로써 만이 설명된다.

V. 결론 - 앞으로의 연구방향 -

지금까지 금융시장에서 정보불균형 문제 및 대리인 문제가 존재할 때 금융기관이 존립하기 위한 필요충분조건과, 금융기관의 최적자본구조 및 금융기관의 레버리지 비율이 높은 이유를 알아보았다. 금융시장에서의 대리인 문제 및 정보불균형 문제의 인식은 전통적인 경제학이 설명하지 못하는 경제현상을 설명해 주고 있다는 점에서 공헌하는 바가 크다고 할 수 있다. 그러나 이 이론을 전통적인 조직이론에 근거하고 있어 조직체를 기계적인 계약의 집합으로 보고 있다는 큰 한계점을 안고 있다. 또 대리인 비용의 크기에 대한 검증이 이루어 지지 않고 있어 대리인 비용이 경제적으로 큰 영향을 줄 수 있는지의 여부도 불명확하다. 더구나 대리인 이론은 주로 한 기간의 분석에 그치고 있어 다기간에 걸친 계약관계의 경우를 대부분 고려하고 있지 못하다. 따라서 앞으로의 연구는 대리인 비용의 크기를 다기간에 걸쳐 검증하고 이의 경제적 효과를 규명해야 할 것이다.

REFERENCES

(國內論文)

1. 金榮珍, “金融機關存立 및 經營理論에 관한 고찰”, 經營論集, 第XX卷 II號, 1986.

(外國書籍)

2. A. Barnea, R.A. Haugen, and L.W. Senbet, Agency problems and financial contracting, Prentice-Hall Inc., 1985.
3. J.G. Gurley, E.S. Shaw, Money in a theory of finance, The Brookings Institution, 1960.
4. J. Mossin, The Economic efficiency of financial markets, D.C. Heath and Company, 1977.
5. J. Niehans, The Theory of Money, Baltimore MD: The Johns Hopkins Univ. Press, 1978.

(外國論文)

6. G.A. Akerlof, "The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism" Q.J.E., 1970, pp 488-500.
7. K.J. Arrow, "Agency and the market" in Handbook of Mathematical Economics, Vol. III, edited by K.J. Arrow and M.D. Intrilligator 1986, Elsevier Science Publishers B.V.
8. E. Baltensperger, "Alternative Approaches to the Theory of the Banking Firm," JME., Jan. 1980, pp. 1-37.
9. A. Barnea, R.A. Haugen, and L.W. Senbet, "Market imperfec-

- tions, agency problems, and capital structure: a review"
 F.M., Vol. 10, No. 3, Summer 1981, pp 7-22.
10. R.J. Barro and A.M. Santomero, "Output and Employment in a Macro Model with Discrete Transactions Costs" JME, July 1976, pp 297-310.
 11. G.J. Benston & C.W. Smith Jr., "A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation," JOF., May 1976, pp. 215-231.
 12. S. Bhattacharya, "Aspects of monetary and banking theory and moral hazard, J.O.F., May 1985, pp. 371-384.
 13. S. Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'the bird in the hand' fallacy," BJE, Spring 1979, pp 259-270.
 14. S. Bhattacharya, "Nondissipative Signalling Structure and Dividend Policy," QJE, Aug. 1980, pp 1-24.
 15. K. Brunner and A.H. Meltzer, "The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy," AER, Dec. 1971, pp 784-805.
 16. T.S. Campbell, and W.A. Kracaw, "Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation," JOF., Sep. 1980, pp. 863-882-
 17. Y.S. Chan, "On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information," JOF., Dec. 1983, pp. 1543-1568.

18. R.W. Clower, "A Reconsideration of the Micro-Foundations of Monetary Theory," *Western Economic Journal*, Dec. 1967, pp 1-8.
19. H. DeAngelo, R.W. Masulis, "Optimal capital structure under corporate and personal taxation," *J.F.E.*, vol. 8, No. 1, March 1980, pp 3-29.
20. D.W. Diamond, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *RES. (LI)*, 1984, pp. 393-414.
21. D.W. Diamond, and P.H. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *JPE.* 91, 1983, pp. 401-419.
22. D.W. Draper, and J.W. Hoag, "Financial Intermediation and Theory of Agency," *JFQA*, Nov. 1978, pp. 595-611.
23. F. Edwards, "Managerial objective in regulated industries: expense-preference behavior in banking" *J.P.E.*, 1977, Vol. 85, No. 1, pp 147-162.
24. E.F. Fama, "The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders," *A.E.R.*, vol 68, No. 3, June 1978, pp 272-284.
25. E.F. Fama, "Agency problems and the theory of the firm," *J.P.E.*, vol. 88, No. 2, Apr. 1980, pp 288-307.
26. E.F. Fama, "Banking in the Theory of Finance," *JME.*, Jan. 1980, pp. 39-57.

27. E.F. Fama, "What's different about Banks?", JME., 1985, pp. 29-39.
28. H.I. Grossman, "Risk Aversion, Financial Intermediation, and the Term Structure of Interest Rates," JOF, Vol. 22, Sept. 1971, pp. 611-622.
29. J. Grossman and J.E. Stiglitz, "On the impossibility of informationally efficient markets," A.E.R., June 1980, pp 393-408.
30. M. Harris, A. Raviv, "Optimal incentive contracts with imperfect information," J.E.T, 20, 1979, pp 231-259.
31. R. Heinkel, "Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information," JOF, Dec. 1982, pp. 1141-1150.
32. B. Holmström, "Moral hazard and observability," B.J.E., Spring 1979, pp. 74-91.
33. M.C. Jensen, W.H. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure" J.F.E., vol 3, No. 4 Oct. 1976, pp 305-360.
34. K. John and J. Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium," JOF, Sep. 1985, pp 1053-1069.
35. M.A. Klein, "The Economics of Security Divisibility and Financial Intermediation," JOF., Sep. 1973, pp. 923-931.
36. H. Leland, "Optimal Risk Sharing and the leasing of natural

- resources, with application to oil and gas leasing on the OCS," QJE, Aug., 1978.
37. H.E. Leland, and D.H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," JOF., May 1977, pp. 371-387.
38. M.H. Miller, "Debt and Taxes," J.O.F., Vol. XXXII, No. 2 May 1977, pp 261-275.
39. M.H. Miller and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information" JOF, Sep. 1985, pp 1031-1051.
40. M.H. Millon, and A.V. Thakor, "Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies," JOF., Dec. 1985, pp. 1403-1422.
41. F. Modigliani, M.H. Miller, "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment," A.E.R., Vol XLVIII, No. 3 June 1958, pp 261-97
42. F. Modigliani, M.H. Miller, "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction," AER, vol VIII No. 3 June 1963, pp 433-43.
43. J. Niehans, "Money in a Static Theory of Optimal Payment Arrangements," JMCB, Nov. 1969, pp. 706-26.
44. J. Niehans, "Money and Barter in General Equilibrium with Transaction Costs," AER, Dec. 1971, pp 773-83.

45. Y.E. Orgler, R.A. Taggart, Jr., "Implications of corporate capital structure theory for banking institutions," J.M.C.B., Vol. 15, No. 2, May 1983, pp 212-221.
46. D.H. Pyle, "On the Theory of Financial Intermediation," JOF. June 1971, pp. 737-747.
47. R.T.S. Ramakrishnan, and A.V. Thakor, "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation," RES. LI., 1984, pp 415-432.
48. S.A. Ross, "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach," B.J.E., 8, No. 1, 1977, pp 23-40.
49. S.A. Ross, "Some Notes on Financial Incentive-Signalling Models, Activity Choice and Risk Preferences," JOF, June 1978, pp 777-794.
50. S.A. Ross, "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, AER, 63(1973), pp 134-139.
51. S.A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," BJE, Spring 1977, pp 23-40.
52. A.M. Santomero, "Modelling the banking firm: a survey," J.M.C.B., vol. XVI, No. 4, Nov. 1984, pp 576-602.
53. B.Y. Sasson and L. Huffman, "The Information Content of Dividends: A Signalling Approach," JFQA, Mar. 1986, pp 47-57.

54. S. Shavell, "Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship," B.J.E., Spring 1979, pp 55-73.
55. M. Smirlock, W. Marshall, "Monopoly power and expense-preference behavior: Theory and evidence to the contrary" B.J.E., Spring 1983, pp 166-178.
56. A.M. Spence and R. Zeckhauser, "Insurance, Information, and Individual Action" AER, May 1971, pp 380-387.
57. J. Stiglitz, "Incentives, Risk and Information: Notes Toward a Theory of Hierachy" BJE, Autumn 1975, pp 552-579.
58. J.E. Stiglitz, "A re-examination of the MM theorem," A.E.R., vol. LIX No. 5, Dec. 1969, pp 784-93.
59. J.E. Stiglitz, "On the irrelevance of corporate financial policy," AIR., Dec. 1974.
60. R.M. Townsend, "Efficient contracts with costly state verification, GSIA working paper, Carnegie-Mellon University, 1976.
61. R.B. Wilson, "The structure of Incentives for Decentralization under Uncertainty," in "La Decision," Editions du Centre National de la Recherche Scientifique, Paris, 1969.
62. J.B. Warner, "Bankruptcy costs: some evidence," J.O.F., vol XXXII, No. 2, May 1977, pp 337-347.