

정책연구 2014-02

금융감독기구의 규제거버넌스 및 감독구조 연구에 대한 고찰

김인배



정책연구 14-02

2014. 2.

금융감독기구의 규제거버넌스 및 감독구조 연구에 대한 고찰

김인배

김인배 이화여자대학교 경제학과 교수

연세대학교, University of Washington (Seattle)에서 경제학 학사와 석사학위를 취득하였고, University of North Carolina (Chapel Hill)에서 국제금융을 전공으로 박사학위를 취득하였다. 주된 연구분야는 국제금융 및 통화금융 정책으로서, 특히 공공선택적 시각에서 관료적 유인이 환율정책, 통화정책, 금융제도 및 감독 등을 왜곡시킬 수 있음을 실증적으로 보이는 작업을 주로 하였다. 대표적으로 Public Choice, International Review of Law and Economics, Journal of International Money and Finance 등 국내외 저명학술지에 40여편의 논문을 발표하였다.

금융감독기구의 규제거버넌스 및 감독구조 연구에 대한 고찰

1판1쇄 인쇄 | 2014년 2월 7일

1판1쇄 발행 | 2014년 2월 11일

발행처 | 한국경제연구원

발행인 | 최병일

편집인 | 최병일

등록번호 | 제318-1982-000003호

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의대로 24 FKI TOWER 45층
전화 02-3771-0001(대표), 02-3771-0048(직통) | 팩스 02-785-0270~3
www.keri.org

© 한국경제연구원, 2014

ISBN 978-89-8031-674-8

5,000원

이 도서의 국립중앙도서관 출판시도서목록(CIP)은 서지정보유통지원시스템 홈페이지(<http://seoji.nl.go.kr>)와 국가자료공동목록시스템(<http://www.nl.go.kr/kolisnet>)에서 이용할 수 있습니다.(CIP제어번호: CIP2014003666)

CONTENTS

본문 목차

요약	5
I. 서론	6
II. 감독기구의 규제거버넌스: 논의의 역사 및 핵심논리	8
1. 논의의 전개와 최근 이슈에 대한 요약	8
2. 규제거버넌스 논의의 배경 및 역사	9
3. 규제거버넌스의 핵심 구성요소 및 한국의 위치	15
III. 규제거버넌스 관련 실증연구 서베이, 자료 및 기초통계량	19
1. 실증분석에 관한 기존논의: 체계적 서베이	19
IV. 감독구조 통합과 중앙은행의 역할	25
1. 최근 금융시장의 변화 및 감독구조의 국제 추세	25
2. 감독기구 통합	31
3. 감독구조에 있어서 중앙은행의 역할	35
V. 감독구조 관련 실증분석 연구 서베이	39
VI. 결론 및 함의	45
〈참고문헌〉	47

표 목차

〈표 1〉 실증분석 문헌: 주요변수, 추정결과, 사용자료 등	23
〈표 2〉 감독기구의 통합요인	43

그림 목차

〈그림 1〉 감독기구의 단일화 (Financial Supervision Unification: FSHH 지수)	28
〈그림 2〉 중앙은행의 감독관여도 (Central Bank as Financial Supervisor: CBFS)	29



1990년대 후반 아시아 금융위기로부터 2008년 미국발 금융위기, 그리고 최근의 유럽위기까지 세계적 금융위기는 금융 규제·감독의 부실에서 비롯되었다는 비판과 각성이 지배적이다. 이에 따라 최근 금융감독의 질에 대한 논의가 정부부문은 물론 산업계 및 학계에서 두루 활발하다. 금융감독의 질은 감독기구의 효과적인 구조와 양질의 규제거버넌스라는 두 축에 의해 구성된다. 이 두 축은 자동차의 양쪽 바퀴들과 같아서 어느 한 쪽만을 강조할 수 없다. 본고의 목적은 학계 최초로 이 두 주제와 관련된 기존 이론 및 실증 논의들의 방대한 전체집합을 연구시기, 소주제, 결론, 또는 분석기법 등 다양한 시각에 따라 체계적으로 서베이하는데 있다. 특히 국내에서 이 분야 학술연구를 촉발시키는데 일조하는 것이 원래 취지이었음에도 불구하고, 본고는 정책적으로도 향후 금융감독체계의 개편 등과 관련된 제도설계를 위하여도 직간접적으로 유익한 함의를 제공할 것으로 기대한다. 바람직한 금융감독체계를 위한 제도 개편을 위해서는 심도 있는 이론적 논의와 실증적 검증에 대한 고찰이 뒷받침되어야 하기 때문이다. 본 연구의 서베이를 통해서 몇 가지 매우 흥미로운 뿐 아니라 시급한 연구주제들이 발견된다. 우선 규제거버넌스의 유효성에 대한 논쟁과 관련하여, 공공선택이론적 시각에서 금융감독자의 사적유인체계를 반영하는 접근이 필요하다. 또한 감독기구의 규제거버넌스 및 감독구조가 전체 금융시장, 개별 금융시장들, 또는 특정 산업의 다양한 성과에 미치는 영향에 관하여 아직 학계에서 충분히 연구되지 않았다. 뿐만 아니라, 실제 감독과정까지 포착할 수 있는 좀 더 정교한 규제거버넌스 대리변수의 발굴, 거버넌스연계론에 등장하는 주요 부문들 사이의 연계성, 주로 외국의 기관이나 학자들에 의해 조사된 한국 규제거버넌스의 수준에 대한 정교한 검토, 감독구조 변화의 원인과 효과, 감독에 있어서 중앙은행의 역할, 감독구조와 규제거버넌스 간 상호작용의 패턴, 통화정책과 감독체계의 연관성 등, 이들 모두 세계화로 금융불안정 개연성이 날로 심화되어가는 시점에서 시급히 연구해야 할 주제들이다.



I. 서론

1990년대 아시아 외환위기는 물론 2008년 미국발 금융위기 및 최근 유럽국가들의 위기에 이르기까지 각국에서 발생한 대부분 금융위기는 시장참가자들의 도덕적 해이 및 정보비대칭성과 같은 문제들로부터 비롯되었다(Cukierman, 2011). 나아가 최근 연구에서는 금융시장의 이러한 문제점들을 효과적으로 감독하지 못한 점이 더욱 직접적인 원인들로 지적되고 있다(Bernanke, 2005; Roubini, 2008; Taylor, 2009; Claessens *et al.*, 2010 등). 특히 금융시장에서의 체계적 위험에 대한 사전방지는 물론이고, 발생된 위기확산을 효과적으로 차단하지 못했다는 점에서, 금융규제·감독기구(이하 ‘감독기구’)의 권한 및 독립성을 포함한 소위 ‘규제거버넌스(regulatory governance)’의 열악함과 감독체계의 비효율성에 대한 자성론이 빈번하게 지적되었다.

금융감독(이하 ‘감독’)의 질은 감독기구의 ‘양질의 규제거버넌스’와 ‘효과적 감독구조(architecture)’에 의해 결정된다(Masciandaro, 2012, p.20). 위 인용구에서 보듯이, 이 두 조건은 동전의 양면과 같다. 감독의 상위목표인 금융안정 또는 경제발전을 위해서는 이 두 조건이 함께 전제되어야 하며, 특히나 최근처럼 금융시장과 경제상황이 불안정한 시점에서는 이에 대한 심층적인 이론 및 실증연구가 시급하다. 하지만 이들 분야에 있어서 연구는 대략 1990년대 중후반 이후에야 시작되어 역사가 길지 않고, 특히나 이 두 가지 주제를 함께 다룬 연구(예를 들어, 두 조건간의 상호작용 등)는 찾기 힘들 정도로 연구가 일천하다.

국내에서도 최근 주로 정책적 차원에서 감독기구의 문제점 및 제도개편에 관한 논의가 2012년 대선을 계기로 활발하였다. 여러 국내전문가들에 의해 지적되어 왔던 주요 문제점들은 금융감독기능의 감독체제 부재, 포획 등 감독자의 일탈, 거시건전성 확보체제 미흡, 산업정책과 감독정책의 충돌, 소비자 보호체제 미비, 감독기구 간 협력체제 부재 및 기타 주무부처를 둘러싼 갈등 등이다. 이러한 배경 하에서 규제거버넌스는 물론 감독기구의 외형적 제도설계에 대한 다양한 개편방안들이 제시된 바 있다. 하지만 다각도의 이론적 고찰

이나 실증적 검증결과에 대한 기존의 논의를 간과하고, 어떤 한 단면이나, 일화성 사건 또는 과거의 경험만을 기초로 그러한 변화를 구상하는 것은 대중요법, 정치적 고려 혹은 관료적 왜곡으로 귀결될 소지가 높다.

이러한 맥락에서 본고의 목적은 앞서 언급한 효과적인 감독에 관한 두 가지 큰 요건, 즉 감독기구의 규제거버넌스와 감독구조에 대한 각각의 기존 이론 및 실증 논의들을 소주제별, 방법론별, 관점별 등 다각도로 서베이하여, 향후 이 분야에서 심층적인 연구를 발전 시키는데 기초가 될 뿐 아니라, 감독정책 결정에 있어서 중요한 기초자료가 되도록 하기 위함이다. 또한 본고에서 비록 국내 감독기구 개편을 위한 제도 및 거버넌스 설계에 대해서 구체적인 방안을 제시하지는 않더라도, 이에 대해 직간접적으로 유익한 함의를 제공할 것 이라는 점에는 의심의 여지가 없다.

이상의 목적을 위하여 본고의 순서는 다음과 같다. 크게 구분하여 전반부(제II장과 제III장)에서는 감독기구의 규제거버넌스에 대한 연구를, 후반부(제IV장과 제V장)에서는 감독 구조에 관한 기존연구를 정리한다.¹⁾ 우선 제II장에서는 감독기구의 규제거버넌스에 관한 연구흐름과 주요논리들을 시기별 및 소주제별로 면밀히 정리한다. 또한 규제거버넌스의 구체적인 구성요소에 대한 논의를 파악하고, 제III장에서는 규제거버넌스가 금융안정성에 미치는 효과를 추정한 기존 실증연구들에 대해, 방법론, 사용 변수 및 자료, 그리고 결과에 따라 총정리한다. 그런 다음, 제IV장에서는 먼저 감독구조 개혁, 즉 감독기구 통합의 국제적 추세가 2008년 금융위기 이전과 이후에 어떻게 달라졌는지 살펴본 후, 국내 감독제도개편에 관한 최근 논의들을 간략히 소개한다. 또한 감독기구 통합에 대한 찬성논리와 반대논리 및 감독구조에 있어서 중앙은행의 역할에 대한 이론적인 연구들을 정리한다. 그 다음 제V장에서 감독기구 통합의 요인, 통합 효과 등 감독구조와 관련된 기존의 실증분석 연구들을 서베이한다. 마지막으로 제VI장에서 간략한 요약과 함께 연구의 함의와 향후 연구주제 등을 제시함으로써 논문을 맺는다.

1) 제II장과 제III장의 내용은 김인배 · 김일중(2013)의 내용을 일부 발췌하였다.



II. 감독기구의 규제거버넌스: 논의의 역사 및 핵심논리

1. 논의의 전개와 최근 이슈에 대한 요약

우선 ‘감독기구의 거버넌스’(이하 일반적 거버넌스와 대비하여 ‘규제거버넌스’라 칭함)에 관한 논의는 1990년대 중후반부터 다소 산발적으로 시작되었다. 이는 세계 금융자유화 추세에 따른 감독기구의 역할변화와 밀접한 관련이 있다(Quintyn *et al.*, 2007; Masciandaro *et al.*, 2008 등). 2000년대 초반 이전 논의들에 대한 체계화작업이 시도되었으며, 현재까지도 계속 정교화과정을 거치고 있다. 논의의 골자는 금융시장의 정보비대칭성과 다른 한편으로(비금융 일반회사들과 비교하여) 금융기관거버넌스의 특이성 및 경제 전반에 미치는 방대한 파급력을 고려할 때, 성공적 감독을 담보하기 위해서는 감독기구의 규제거버넌스가 매우 중요하다는 것이다. 요컨대 바람직한 규제거버넌스의 확보 여부가 금융시장 성과에 지대한 영향을 준다는 결론으로 요약할 수 있다(Enriques and Hertig, 2011).

이러한 이론적 논의와 더불어 2000년대 이후 실증분석도 꾸준히 진행되어 왔다. 특히 2000년대 중반에 이르러 연구자들은 규제거버넌스에 대해 광범위한 평가항목을 설정한 후 체계적 지수화를 시도하였고, 그 지수들로서 금융시장의 다양한 성과변수들을 설명하고자 하였다. 본고에서 자세히 소개되는 바와 같이, 여러 연구에서 규제거버넌스의 중요성이 검증되었다. 규제거버넌스의 여러 구성요소들 중에서도 특별히 독립성(independence)과 책무성(accountability)이 은행부문의 건전성을 개선시킬 수 있다는 함의를 도출하였다.

반면, 최근에는 다소 상이한 결과들도 나오고 있다. 대표적으로 Demirgüç-Kunt and Detragiache(2011)은 규제거버넌스로서 ‘바젤 은행감독핵심준칙(Basel Core Principles for Effective Bank Supervision, 이하 BCP)’의 준수 정도와 Z-score로 측정한 은행부문 건전성과의 관계를 살펴보았으나 유의미한 관계가 없다고 결론지었다. Masciandaro *et al.*(2012) 역시 Quintyn *et al.*(2007)에 기초한 독립성 및 책무성 지수로서 경제회복력

(economic resilience)에 미치는 영향을 검증하였으나, 오히려 이들 지수가 높을수록 경제 회복력이 더 하락하게 됨을 발견하였다. 이러한 결과가 초래된 이유에 대해서 국가간 금융 건전성의 회계처리의 차이, BCP 준수에 대한 비일관된 평가, 실제(*de facto*)와는 다른 법률상(*de jure*)의 규제거버넌스지수 자료 등 측정오차의 문제가 제기되기도 하지만, Masciandaro *et al.*(2012)는 ‘감독자의 유인불합치 문제’가 그 주요 이유일 것으로 제시하였다. 다시 말해서 규제거버넌스를 아무리 잘 정비하고 실현한다고 하더라도 감독자가 ‘규제포획(regulatory capture)’²⁾으로부터 완전히 자유로울 수는 없으므로, 그 사적유인에 부합하는 제도가 함께 비중 있게 다루어져야 할 것임을 지적하였다(Masciandaro *et al.*, 2012, p.32).

규제거버넌스의 효과에 대하여 이러한 상반된 분석결과와 감독자유인에 대한 증폭된 관심은 흥미로운 연구주제를 제공한다. 특히 Kane(1990)은 ‘규제유예(regulatory forbearance)’ 유인에 대하여 비판하였다. 이는 감독자가 감독상 문제점들을 인지하더라도 자신의 임기가 끝날 때까지는 공개를 꺼려하는 행동을 일컫는다. 물론 그것은 자신의 이해관계 득실을 따지는 사적유인으로부터 비롯된다. Quintyn and Taylor(2003, p.283)는 Kane 류의 규제유예론뿐 아니라 전술한 규제포획과 같은 감독자의 사적유인들을 제어하기 위해서 규제거버넌스의 또 다른 주요 구성요소로서 투명성(transparency)이 요구된다고 강하게 주장하였다.

2. 규제거버넌스 논의의 배경 및 역사

가. 논의의 태동

흥미롭게도 1990년대 중반까지는 감독기구 ‘자체의’ 거버넌스, 즉 규제거버넌스에 관해서는 큰 관심이 없었다(Quintyn, 2007, p.7). 그 이유 중의 하나로서, 연구자들은 건전성 및 행위규제 등의 당위성을 수용하였으며, 그 규제들을 담당하는 규제자보다는 은행 등 피규제자들의 행위에 더욱 큰 관심을 보였기 때문이다. 또한 예전에는 감독기구가 중앙은행에 속한 경우가 많았으므로, 통화정책에 있어서의 독립성확보 등 중앙은행 거버넌스 차

2) 주지하듯 이는 정치적 포획(political capture), 산업포획(industry capture) 및 자기포획(self-capture)이 있는데, 이에 관한 자세한 설명은 Masciandaro and Quintyn(2008)을 참조할 수 있다.

원에서 금융시장에 대한 규제·감독 기능의 문제를 포괄하여 다룬다고 판단한 듯하다.

그런데 1990년대 중후반 이후 감독기구 자체에 관한 논의가 시작되었다. 먼저, 자유화로 인한 금융시장의 업역파괴 및 거대복합금융기업의 출현 때문이다(Quintyn *et al.*, 2007, p.64). 공교롭게도 그 시기에 범세계적으로 금융위기가 빈번해지면서(예: Ecuador, East Asia, Mexico, Russia, Turkey, Venezuela 등), 정치적 간섭으로 인한 독립성 결여가 금융위기를 초래 또는 악화시켰다는 인식이 높아졌다(Das and Quintyn, 2002, p.164). 따라서 국제금융기관(예: BIS, IMF, World Bank 등), 학계 및 관계에서는 금융규제에 대한 주의를 환기시키면서 감독의 품질에 깊은 관심을 갖기 시작하였다.

학자들은 대개 감독기구 독립성을 강조한 Lastra(1996)를 본격적 논의의 시발점으로 간주한다(Quintyn *et al.*, 2007, p.63; Masciandaro *et al.*, 2008, pp.833-834; Ponce, 2010, p.2 등). 1997년 바젤위원회(Basel Committee)는 은행감독기구의 운영상 독립성에 관한 ‘은행감독핵심준칙(The Basel Core Principles for Effective Banking Supervision: ‘BCP’)'을 제정하였다.³⁾ 즉 광범위해져 버린 금융시장을 감독하는 기구에 대한 국제기준들이 등장하면서 그 독립성 이슈를 부각시키는 계기를 마련하였다. Venezuela 은행위기로 부터 얻은 주요 교훈의 하나로서 감독기구의 정치적 독립성 확보를 강조한 De Krivoy(2000)가 대표 예이다. 또한 Hartcher(1998), Goodhart(1998), Lindgren *et al.*(1999) 역시 독립성을 강조하였다. 이로써 정부와 금융산업으로부터 감독기구의 독립성을 확보하는 일이 금융안정을 위한 필수요소라는 명제가 서서히 정립된 것으로 보인다.

전술한대로 규제거버넌스 주제는 독립성 문제부터 시작된 것이 중론이다(Quintyn *et al.*, 2007, p.64). 그런데 학자 및 정책입안자들 사이에서는 1997년 영국의 금융서비스국(*Financial Services Authority: FSA*) 및 1998년 호주의 호주건전성규제국(*Australian Prudential Regulations Authority: APRA*)이 설립되면서 독립성 외에도 책무성 등의 주제에 관해서도 논의를 진행하였다(Masciandaro *et al.*, 2008, p.833). 이러한 과정을 거치면서 좀 더 포괄적 개념으로서의 규제거버넌스 논의로 발전하게 되었다.⁴⁾

요컨대, 약 5년 남짓의 논의를 거친 후 2000년대 초에 들면서 감독기구의 역할이 예전처

3) 이는 건전한 은행시스템 및 은행감독을 위한 최소한의 기준으로서, Hüpkens *et al.*(2005, p.1575) 및 Quintyn and Taylor(2007, p.5)는 이 준칙이 은행감독기구에 대한 운용상 독립성(operational independence)의 중요성을 강조한 최초의 공식문서라고 주장한다.

4) 그럼에도 불구하고 학술적으로 볼 때 Goodhart(1998)와 Das and Quintyn(2002)은 은행산업의 예를 들어 감독기구 규제거버넌스 측면을 조명한 가장 의미 있는 초기 연구들에 속한다 (Mohr and Wagner, 2011, p.4).

럼 이미 마련된 규제위주 법제에 대한 금융기관들의 ‘준수(compliance)’만을 감독하는데 그치지 않는다는 시각이 자리 잡았다. 급속히 변화해가는 금융시장 참여자들의 권리를 보호하기 위해, 이제는 금융기관 ‘거버넌스’를 감독하는 역할을 해야 한다고 믿었다. 따라서 그 역할을 성공적으로 수행하기 위한 선결조건으로 감독기구 스스로가 잘 정비된 바람직한 규제거버넌스가 확립되어야 한다고 믿었던 것이다.

나. 거버넌스연계론과 구성요소의 측정

이상의 생각들을 종합적으로 반영하여, 규제거버넌스의 중요성과 역할에 관한 체계적 분석을 처음 시도한 연구가 Das and Quintyn(2002)이다 (Das *et al.*, 2004, p.4). Das and Quintyn(2002, p.166)은 규제거버넌스를 다음과 같이 정의하였다. 즉, “자원을 효율적으로 관리하고 건전한 정책 및 규제를 수립·이행·집행하는 수행능력, 입법부가 세운 광범위한 목표와 정책에 대한 감독기구의 존중 및 그러한 감독기구에 대한 국민과 정부의 존중”이라고 하였다. 이어 감독기구 스스로 잘 정비된 규제거버넌스를 가져야 하며, 이러한 목적은 독립성(independence), 책무성(accountability), 투명성(transparency), 성실성(integrity)의 네 가지 축으로 구성되어야 달성될 수 있다고 주장하였다. 그리고 이 네 가지 구성요소를 결정하는 10가지 핵심요소를 제시하였다(Das and Quintyn, 2002, pp.180~181).⁵⁾

나아가 규제거버넌스가 금융 및 비금융부문과 갖는 역학관계, 즉 현재 이 분야에서 핵심

5) 첫째, 독립성 부분은 세부적으로 4개의 요소를 포함한다: ① 규제기관은 금융기관과 금융시장의 감독, 규제, 및 인허가를 위해 현대적이고 충분한 근거를 가진 법작·제도적 구조를 구비해야 한다. ② 규제기관은 규제대상인 금융회사의 기업거버넌스와 관련된 법령 및 규정을 집행할 권한을 보유해야 한다. ③ 규제기관은 정치적 간섭으로부터 자유로워야 하며 의사결정의 독립성이 확보되어야 한다. ④ 규제기관은 전문적 규제기능 수행에 필요한 경쟁력 있는 급여수준과 충분한 인적자원을 보유해야 한다. 둘째, 책무성은 2개의 요소로 구성된다: ⑤ 규제기관간의 협력적 제휴 및 기능조정을 위한 공식적 절차가 필요하며, 업무 및 기능이 중복되는 분야에 있어서는 책임소재가 명확해야 한다. ⑥ 위원회와 직원의 책임구조는 명확히 정의되어야 하며 보고관계, 임명 및 해임권한, 의무, 독립성 및 기업윤리를 포함해야 한다. 셋째, 성실성은 3개 요소를 포함한다: ⑦ 규제기관은 성실성을 보장할 수 있는 공식적 시스템(규제자 및 규제위원회 위원들을 위한 행위준칙을 포함)을 갖추어야 한다. ⑧ 법률 및 규정의 제·개정과정에 피규제기관과 금융서비스 이용자들이 참여할 수 있도록 자문절차를 구성하여야 한다. ⑨ 피규제 기업과 소비자들이 그들의 권익이 침해되었을 경우 이의시정을 요구할 수 있는 절차가 구비되어야 한다. 넷째, 투명성에 관련된 요소로서, ⑩ 규제기관은 자신의 규제거버넌스 구조, 정책, 성과, 규제목적 및 내부감사 및 통제와 관련된 정책에 대한 정보뿐 아니라 부정과 이해상충을 방지할 수 있는 절차를 적절히 공시해야한다(Das and Quintyn, 2002, pp.180~181).

이론이라 할 수 있는 이른바 ‘거버넌스연계론(governance nexus)’을 제시하였다. 물론 ‘연계론’이라는 단어를 명시적으로는 사용하지 않았고 비금융기업 부문과 감독기구와의 연결고리를 비록 짧게 소개하였으나, 전술한대로 Das and Quintyn(2002)은 이 연계론의 시발점이라 할 수 있다(Quintyn, 2007, p.67). 그리고 이 논의는 Das *et al.* (2004)에서도 보완된다. 연계론이라는 단어를 명시적으로 사용했으며, 특히 정부부문이 규제거버넌스에 영향을 미친다는 사실까지 비중 있게 포함시켰다. 요약하면, 비금융기업-금융기업-규제 거버넌스를 다룬 Das and Quintyn(2002)에 Das *et al.* (2004)은 연계성을 전체 공공부문 까지 확장하였다.

이상의 ‘거버넌스연계론’을 몇 년 후 Quintyn(2007)이 더욱 상세한 설명과 함께 총정리 하였다. 그의 기본시각은 첫째, 비금융기업, 금융기관, 금융감독기구 및 공공부문일반, 이 네 영역의 각 거버넌스는 상호 밀접한 연계성을 갖는다는 것이다. 나아가 이 네 부문의 바람직한 거버넌스 형태는 각기 상이해야 한다는 주장을 한다.⁶⁾ 가령 감독기구의 목표는 금융기관의 불완전한 거버넌스를 교정해주는 것이고, 금융기관은 비금융기업들의 좋은 거버넌스를 유도하면서 동시에 경제 내의 금융안정성이라는 공공재를 공급하는 역할을 한다는 것이다. 이를 통하여 궁극적으로 국가 전체의 경제성과에 영향을 미치게 된다.

거듭 규제거버넌스는 금융부분 거버넌스를 교정해주는 역할을 하는데, 그것은 공공부문 일반의 거버넌스(예: 선거형태, 정부조직형태, 정책 입안집행능력, 조직들의 독립성 및 책무성, 부패정도, 국민신뢰도 등)에 영향 받을 수밖에 없다는 이론틀을 제시하였다. 그럼에도 불구하고 Quintyn(2007)의 이론에서 궁극적인 초점을 두는 부분은 ‘규제거버넌스’와 ‘금융안정성’ 사이의 연계성이다. 만약 규제거버넌스가 깨지면 당장 감독기구의 대출개입, 각종 부작위 또는 간섭, 포획, 정치적 의사결정 등이 범람하며, 결국 금융기관 거버넌스가 무너지므로 역시 특혜대출, 허술한 신용관리, 부적절한 자금수급, 무기력한 위험관리 등 각종 부작용이 야기된다는 것이다. 1990년대와 2000년대 금융위기들의 근원을 바로 여기에서 찾고 있다. 나아가, 저자는 향후 더욱 정교한 규제거버넌스의 모색을 위하여 이 연계

6) 예를 들어 금융기관(특히 상업은행)의 경우 비금융기업과 다르게 다수의 모든 이해당사자들과 밀접한 관계를 갖는다는 점을 강조한다. 즉, 주주, 경영자, 고객(대출자)은 물론 예금자와 규제기관과도 연결되어 있고, 금융안정에 미치는 영향이 직접적이므로 일반 비금융기업에는 존재하지 않는 고유의 거버넌스 문제가 발생한다는 것이다. 또한, 이렇게 금융기관이 갖는 고유의 특성상 그 효율적인 감독을 위한 감독기구의 규제 거버넌스를 위해서는 다른 공공재(예: 전기, 가스, 수도 등) 산업에서와는 상이한 수준과 접근방식이 필요하다고 설명한다. 지면제약상 더욱 상세한 설명은 Quintyn(2007, pp.11~20)를 참조할 수 있다.

성의 존재 및 정도에 관한 실증분석을 연구자들에게 촉구하고 있다.

Das and Quintyn(2002)에서 시작되고 Quintyn(2007)에서 총정리 될 때까지 2000년대 초중반 거버넌스연계론에 관하여 다양한 방향으로 연구가 진행되었다. 먼저 규제거버넌스 특정 구성요소에 대한 자세하고 집중적인 분석이다. 예를 들어, Quintyn and Taylor(2003)는 감독기관 독립성에 대하여 다시 규제(regulatory), 감독(supervisory), 기관(institutional) 및 예산(budgetary)이라는 네 가지 측면을 정의하며 이들을 확립하는 방법을 논의하였다. 한편 Hüpkes *et al.*(2005)은 금융감독과 같은 복잡한 업무에서는 책임 소재를 밝히는 정교한 규율들이 필요하며, (가령 중앙은행의 통화정책과 비교하여) 규제집행권과 제재권한도 함께 행사하므로 금융감독 분야의 책무성확보를 매우 강조하였다. Schüler(2003)과 Majone(2005)도 감독기구가 독립적일수록 특히 정교한 책무성이 필요하다고 주장한 바 있다.

그런데 이 기간 동안 확연히 눈에 띄는 연구방향은 규제거버넌스에 대한 측정작업이었다. Das *et al.*(2004)은 은행시스템안정성의 대리변수로서 금융시스템건전성지수(financial system soundness index)와 규제거버넌스의 품질지수를 고안한 후, 후자가 전자에 미친 영향을 분석하였다. 더욱 본격적인 작업은 Quintyn *et al.*(2007)에서 수행되었다. 곧바로 Masciandaro *et al.*(2008)은 Quintyn *et al.*(2007)의 자료를 55개국으로 확장하는 작업을 하였다. 후술되듯 이 자료는 이후 여러 학자들에 의하여 인용 및 활용되게 된다. 이 시기에 규제거버넌스와 금융부문 안정성 간의 실증분석이 본격적으로 이루어지기 시작하였는데, 이러한 연구동향에는 Masciandaro *et al.*(2008)의 자료가 공헌한 바가 크다. (이 시기 및 이후의 실증분석에 관해서는 제III.1절에서 별도로 상술할 것이지만) 감독기구의 규제거버넌스가 모범적일 때 금융부문 경제주체들의 도덕적 해이가 억제되고 궁극적으로 금융안정에 도움이 된다는 명제를 대체로 지지하는 실증분석 결과들이 나타났다(Beck *et al.*, 2003; Das *et al.*, 2004; Arnone *et al.*, 2007 등).

다. 2000년대 후반 이후의 논의

한편 선행연구를 보면 대략 2008년부터 그 이전과 다소 다른 변화가 포착된다. 2007년 서브프라임 모기지의 부실화로 미국의 대형 금융기관들이 파산하면서 금융위기가 대두되었다. 사태가 점점 심각해지면서 주가가 하락하기 시작했고, 급기야 2008년 9월 리먼 브러

더스사가 파산하는 상태에 이르렀다. 10월에는 사태가 전방위로 확산되며 아이슬란드, 폴란드, 우크라이나 등 유럽 여러 나라가 구제금융을 신청했으며 주가는 연중 최저치를 경신했다. 이후 사태수습을 위한 노력에도 불구하고 주가는 2009년 3월까지 지속적인 하락을 하였다.

이렇게 2008년 시작된 금융 및 경제위기를 겪으면서, 좋은 규제거버넌스를 마련하면 금융안정성을 확보할 수 있을 것이라는 그때까지의 전향적인 믿음에 여러 학자 및 정책입안가들은 의구심을 갖게 되었다. 주지하듯 금융위기의 주요 원인들에 대해서는 물론 거시경제적 불균형 또는 정책실패 및 금융시스템에 관한 규제실패 등 여러 가지가 언급되었다(Allen and Carletti, 2009; Brunnemeier *et al.*, 2009; Buiters, 2008; Roubini, 2008). 그런데 여기에 추가적으로 ‘감독실패(supervisory failure)’가 원인으로 주목받게 되었다(Dijkstra, 2010, p.115; Masciandaro *et al.*, 2012, p.19). 이러한 기본 시각에서 진행된 연구들로부터 관찰되는 몇 가지 특성은 다음과 같다.

첫째, 금융기관 감독자에 대한 집중된 관심이다. 즉 금융감독자의 ‘유인체계(incentive system)’를 간과하여 금융위기가 초래했다는 주장이 대두되었다(Dijkstra, 2010). 금융감독의 실패는 사회와 금융감독자 간 각각 공익과 사익의 이해충돌로부터 발생할 수 있는데, 금융감독자가 사익보다 공익을 우선시 하도록 하기 위해서는 그에 상응하는 유인을 제공해야 한다는 것이 Dijkstra 주장의 골자이다. 사실 유인체계의 중요성에 관해서는 금융위기 직전 Barth *et al.*(2006)에 의해 강조된 바 있다. 즉 감독자의 유인에 대한 현실적이고 면밀한 숙고가 없으면, 독립성·책무성 등의 규제거버넌스 구성요소들이 무의미해질 수 있다는 시각이다. 최근 Masciandaro *et al.*(2012)도 감독자의 유인체계에 가장 큰 비중을 두고 ‘견제하되 양립할 수 있는’ 시스템의 마련이 가장 중요하다고 거듭 역설한 바 있다.

둘째, 실증분석의 결과이다.(필자가 자체 서베이결과에 근거할 때) 2007년까지 실증문헌에서는 긍정적인 결과가 다수였으나, 2008년 이후에는 금융안정성 및 은행건전성에 대하여 규제거버넌스가 미치는 긍정적 영향이 다소 약하거나 아니면 전혀 나타나지 않고, 오히려 부정적 영향이 나타나는 연구가 종종 나타났다. 제III.1절에서 상술되는대로 Demirgüç-Kunt *et al.*(2008), Demirgüç-Kunt and Detragiache(2011) 및 Masciandaro *et al.*(2012)가 그 예들이다. 이러한 결과의 이유로서, Demirgüç-Kunt *et al.*(2008, p.537)은 실제 은행건전성을 제대로 측정하지 못하여 긍정적 영향이 다소 약하게 나왔다고 하였다. Masciandaro *et al.*(2012)은 감독자의 유인체계가 감독의 명목상 목적과 항상 부

합될 수 없을 뿐 아니라, 법률상(*de jure*)의 독립성과 책무성을 바탕으로 지수를 측정하였지만 실제적으로(*de facto*)는 다를 수 있기 때문에 분석에서 사용된 규제거버넌스 지수가 경제회복력에 부정적인 결과를 가져왔다고 설명하였다. 한편 Ponce(2010) 및 Mohr and Wagner(2011)에서는 여전히 긍정적인 결과를 보였는데, 가령 후자에서는 금융감독기구의 독립성과 책무성이 은행부문의 건전성을 개선시킬 수 있다는 함의를 구조방정식모형으로써 검증하였다.

셋째, 적절한 ‘감독구조(*supervisory architecture*)’에 관한 상이한 견해의 등장이다.⁷⁾ 감독구조는 ‘감독절차의 효과성 및 효율성 개선을 위한 제도’(Masciandaro *et al.*, 2012, p.21)이다. 말하자면 금융감독의 주무부서 지정, 업무의 통합 내지는 분할 정도 등 주로 조직의 외연적 특성에 관련된 것들이라 할 수 있다. 감독구조에 관한 논의는 1990년 중후반부터 있었다. 특히 1997년 영국에서 통합감독기구인 FSA가 설립되면서 감독구조에 대한 관심이 높아졌다. 그 이후 여러 나라에서 감독구조를 개정하였으며, 2000년대에도 논의가 지속적으로 이어져 왔다(Abrams and Taylor, 2002; Masciandaro, 2004; Arnone and Gambini, 2007; Čihák and Podpiera, 2007 등). 그런데 2008년 위기 이전 적절한 감독구조에 관한 중론은 대개 ‘(금융업역간) 감독업무들의 통합’ 및 ‘중앙은행 비관여’라는 두 가지로 요약할 수 있다. 그런데 2008년 금융위기 이후 이러한 추세가 다소 바뀌는 듯하다. Cecchetti(2008)와 Buiters(2008) 등은 중앙은행의 감독참여론을 제기하였으며, Brunneimeier *et al.*(2009)은 미시적 건전성감독은 다른 감독기구가 담당하되 거시적 건전성감독은 중앙은행이 맡아야 한다고 하였다. 감독자들의 유인체계에 큰 비중을 두었던 Masciandaro *et al.*(2012) 역시 감독기구를 두 개로 만들어 경쟁 및 견제를 확보하자는 주장을 하였다.

3. 규제거버넌스의 핵심 구성요소 및 한국의 위치

이제 규제거버넌스의 구성요소를 좀 더 구체적으로 검토하기로 한다. 먼저 일반기업을 대상으로 한 거버넌스의 정의를 OECD는 다음과 같이 내렸다. “기업의 경영진, 이사회,

7) 감독구조에 대한 내용은 이하 제IV장과 제V장에서 더 상세히 다룰 것이다.

주주, 및 기타 이해당사자들(예: 채권자, 근로자, 고객 등) 간 관계들의 집합을 의미한다. 또한 거버넌스는 해당 기업의 목표를 설정하는 구조는 물론, 목표달성을 위한 과정 및 그 실적을 감독할 수 있는 수단 제공의 구조까지도 포함한다”(OECD, 1999). 전술했듯이 Das and Quintyn(2002)은 규제거버넌스를 독립성, 책무성, 투명성 및 성실성의 네 가지 구성요소로 구분했다. 이 네 가지 요소들은 정부와 피감기관 이외에도 금융기관의 고객, 그리고 일반대중과 같은 이해당사자들과의 관계까지 설정한다. OECD의 정의처럼 이 구성요소들은 해당 기관의 공식적 존재목적 및 그 성과를 감독하기 위한 메카니즘의 기초가 된다 (Quintyn, 2007, p.22).

감독기구는 그 속성상 결국 소득재분배 차원에서 중요한 영향력을 행사하므로 금융산업으로부터의 회유는 물론 정치권으로부터 늘 간섭을 받게 된다. 따라서 독립성 논리는 명백하다. 반대로, 공공선택이론으로부터 쉽게 추론되듯이 감독기구의 종사자들은(여느 규제기관들처럼) 금융산업, 정치인 및 기타 이익집단들과 상호작용하면서 지대(rent)를 창출하는 능동성을 보이기도 한다. 따라서 감독기구의 독립성을 제대로 작동시키려면 책무성이 동반되어야 한다(Hüpkens *et al.*, 2005). Rochet(2008) 등이 실제로 최근 여러 금융위기들의 주요원인으로서 독립성 및 책무성의 부재를 꼽았던 것은 전술한 바와 같다.⁸⁾

Das and Quintyn(2002)이 규제거버넌스 구성요소들의 공식적 정의를 제시한 직후, 비슷한 맥락에서 Carmichael(2002), Quintyn and Taylor(2003), Quintyn(2007) 및 Masciandaro *et al.*(2008) 등이 네 가지 구성요소 중에서도 특히 독립성과 책무성을 강조하였다. 여기에는 독립성과 책무성이 주로 ‘정치적 의사결정’을 통하여 만들어진다는 이들의 주장에 기인한 바 크다. 반면 다른 두 가지 요소인 투명성과 성실성은(독립성과 책무성이 결정된 이후) 주로 감독기구 자체적으로 확립되어진다고 주장한다. 요컨대, 10여년의 시간을 거치면서 여러 구성요소들 중에서도 독립성과 책무성이 상대적으로 중요한 역할을 한다는 명제가 중론인 듯하다. 본고에서도 이를 반영하여 제III절 이하에서는 이 두 가지에 초점을 두고 실증분석을 하되 추가적으로 투명성의 효과도 검토할 것이다.

이렇게 특정 규제거버넌스 구성요소에 대한 더욱 자세하고 집중적인 분석과 함께 2000년대 중반 이후 그 측정작업이 시작되었다. Quintyn *et al.*(2007)은 1990년대 후반 및 2000년대 은행감독제도가 바뀐 32개국을 대상으로 (관련 법률에 명시된 내용들에 기반하

8) Quintyn and Taylor(2007, pp.7-8)는 심지어 지난 수십 년간 발생한 세계 거의 대부분 금융위기에서 금융감독에 대한 정치적 개입이 위기를 명백하게 심화시켰다고 주장하고 있다.

여) 독립성과 책무성을 측정하였다. 이어 Masciandaro *et al.*(2008)은 Quintyn *et al.*(2007)의 자료를 55개국으로 확장하여 독립성과 책무성 지수를 재확인하였고, 더 나아가 두 구성요소의 결정요인들을 분석하였다.

Quintyn *et al.*(2007)은 독립성과 책무성 지수를 측정할 때 사용했던 판단근거를 상세히 제공하고 있다.⁹⁾ 독립성에 대해서는 4개 영역의 19개 기준(criterion), 그리고 책무성에 대해서는 7개 영역의 21개 기준 문항을 그 측정근거로 삼고 있다.¹⁰⁾ 그들의 가장 주목할만

9) 후속연구자들을 위하여 Quintyn *et al.*(2007, pp.102~108)을 요약하면 다음과 같다. 먼저 ‘독립성’ 부분이다. 첫 번째 영역은 ‘제도적 독립성’으로서, 9개의 세부항목으로 구성된다: ① 감독기구는 법적근거를 갖는다. ② 법률에 감독기구가 독립적이라고 명시하고 있다. ③ 의장과 고위간부는 복수의 정부부처에 의해 임명된다. ④ 감독기구는 위원회로서의 정책결정기구이다. ⑤ 모든 직원들은 신의에 의해 행해진 행위에 대해 법적책임을 면제받는다. ⑥ 정책위원회에는 의회 의원이 포함되지 않는다. ⑦ 정책위원회에는 정부관리가 포함되지 않는다. ⑧ 법적으로 재무장관에게 감독기구의 정책결정에 간섭할 권한을 주지 않는다. ⑨ 법률에 의장의 해고에 대한 분명한 기준을 명시하고 있다. 둘째 영역은 ‘규제독립성’으로서 “법적 구속력이 있는 금융건전성 규제를 자율적으로 공표할 수 있다”의 1개 항목을 갖는다. 셋째 영역은 ‘감독독립성’으로서 4개의 세부항목으로 구성되어 있다: ① 라이선스 발행에 대한 독점권을 갖는다. ② 라이선스 취소에 대한 독점권을 갖는다. ③ 피감독기관들에게 제재를 가할 독점권을 갖고 있다. ④ 감독상의 제재를 집행할 권한이 있다. 넷째 영역은 ‘예산독립성’으로 총 5개의 세부항목이 있다: ① 피감독기관들로부터 수수료를 통해 자금을 모은다. ② 사전승인을 위해 정부에 예산을 제출할 필요가 없다. ③ 직원의 급여와 급여구조의 규정에 대한 자율성이 있다. ④ 자율적으로 직원을 고용한다. ⑤ 자율적으로 내부조직의 구조를 결정할 수 있다.

다음으로 ‘책무성’ 부분이다. 첫째 영역은 ‘위임’에 관련된 내용으로, “위임권이 법적으로 명시되어 있다.”는 1개 항목을 갖는다. 둘째 영역은 ‘입법부에 대한 책무성’으로서, 3개의 세부항목이 있다: ① 입법부에 연차보고서를 제출할 의무가 법률에 규정되어 있다. ② 위원회에서 정기적인(예를 들어, 분기별로) 공청회의 가능성을 법적으로 규정한다. ③ 입법부에 대한 책무성은 재무장관에게 위임되지 않는다. 즉 감독기구의 의장은 의회에 보고한다. 셋째 영역은 ‘행정부에 대한 책무성’ 부분으로서, 3개의 세부항목을 갖는다: ① 행정부에 연차보고서를 제출할 의무가 법률에 규정되어 있다. ② 재무장관과 정기적인 브리핑 회의를 할 가능성을 제공한다. ③ 임시공청회를 개최할 수 있도록 법률상 명시되어 있다. 넷째 영역은 ‘사법부에 대한 책무성’ 부분이다: ① 피감독기관들은 감독상의 결정에 대해 법정에 항소를 제기할 권리가 있다. ② 항소를 처리하기 위한 명확한 사법적 절차가 준비되어 있다. ③ 항소는 전문적인 판사에 의해 처리된다. ④ 감독오류에 대해서는 법률에 의한 처벌이 부과된다. 다섯째 영역은 ‘예산책무성’으로서 예산에 대해 사후적으로 발표하고 토론하는 절차가 있는지에 대한 항목이다. 여섯째 영역은 ‘투명성’으로서, 5개의 항목으로 구성되어 있다: ① 감독상의 정책과 결정에 대한 공개 절차가 있다(웹사이트). ② 공표된 강령을 가지고 있다. ③ 일반대중이 연차보고서를 이용할 수 있다. ④ 일반대중이 이메일이나 옴부즈맨을 통해 문의할 수 있다. ⑤ 법률은 규제와 감독체제 내에 소비자 상담위원회를 제공한다. 마지막으로 ‘기타’가 있는데, 4개의 항목이 있다: ① 법률은 새로운 규제에 대해 관련된 공식적인 사전 상담절차를 요구한다. ② 법률은 새로운 규제에 대해 일반대중과 사전 상담절차를 요구한다. ③ 감독기구는 내부 회계감사 절차를 갖는다. ④ 감독기구는 외부 회계감사 절차를 갖는다.

10) 독립성 지수산출 방법의 구체적인 예로서, 만일 관련 법이 특정 문항을 충분히 만족시키면 ‘2’, 부분적으로 만족시키면 ‘1’, 전혀 만족시키지 못하면 ‘0’의 값을 준다. 나아가 오히려 독립성을 침해하는 조항이나 사례가 발생하면(예: 재무부장관이 금융 감독기구의 수장을 맡는다든지 혹은 감독기구의 결정을 장관이 개입하거나 번복할 수 있는 경우) ‘-1’을 주게 된다. 편의상 저자들은 각 문항이 2점일 때를 기준으로 지수를 재산출하였으며, 그 결과를 퍼센트(%)로 표시하였다.

한 발견은 금융개혁 이후 대부분의 국가에서 독립성과 책무성 수준이 높아진 것이었다. 두 지수의 합인 종합지수 평균치는 개혁 이전 평균 46%에서 64%로 18%포인트 증가하였다. 구체적으로 독립성 지수는 개혁 이전 평균 52%에서 68%로 상승했고, 책무성은 40%에서 61%로 상승했다. 독립성 지수의 표준편차는 책무성보다 약 1.8배 정도 높다. 즉 각 나라마다 독립성 수준이(책무성에 비해) 차이가 많이 난다는 것을 알 수 있다.

또한 독립성 지수의 수준은 아직 그리 높지 않으며, 개혁 이후에 독립성보다는 책무성 지수가 상대적으로 더 크게 상승하였다. Quintyn *et al.*(2007)은 이러한 현상이 (책무성의 중요성을 인지한 결과라고 할 수도 있지만) 정치인의 ‘두려움’, 즉 정치인이 감독기구에 대한 독립성 부여를 두려워하거나 그 부여에 확신을 갖지 못한 소치라고 해석하였다. 말하자면 정치인들은 이런 두려움 때문에 독립성을 약간 개선시켜주는 대신 책무성을 지나치게 강화하거나 독립성을 직접 제약하는 통제수단을 부과하는 경향을 갖게 된다는 것이다.

한국에서도 절대수준에서는 개혁 이전보다 이후에 독립성 지수가 42%에서 47%로, 책무성 지수는 38%에서 57%로 각각 상승한 것으로 나타났다. 그럼에도 불구하고 한국의 위치는 독립성의 경우 개혁 이전의 21위에서 이후 28위로, 책무성은 20위에서 28위로 각각 하락했다. 나아가 종합지수로는 23위에서 30위로 하락한 것으로 나타났다. 물론 이들의 연구는 금융감독의 ‘실제행태’보다는 ‘법률내용’ 위주로 규제거버넌스지수를 작성했다는 점에서 한계가 있다고 필자는 판단한다. 그러나 최소한 이 연구결과에만 근거한다면, 최근 금융개혁을 경험한 다른 나라들에 비해 한국의 규제거버넌스는 1997년 말 금융개혁 이후 오히려 후퇴한 결과를 보이고 있다(Quintyn *et al.*, 2007, p.29). 전술했듯이 Masciandaro *et al.*(2008)은 금융개혁 이후를 기준으로 55개국까지 확장하여 독립성과 책무성 지수를 측정하였다. 이 중 한국의 독립성은 전체 55개국 중 48위, 책무성은 29위를 차지하였다.¹¹⁾

11) 방법론은 Quintyn *et al.*(2007)과 동일하며, 단지 그들의 지수를 100으로 나눠주었다. 55개국의 전체 종합지수의 평균은 0.63, 최소는 0.35(과테말라)이고 최대는 0.86(불가리아와 아일랜드)이다. 독립성(0.69)의 평균이 책무성(0.58)보다 높았다. 감독기구의 위치에 따라 비교해보면, 종합지수의 평균은 감독기구가 중앙은행 내부 혹은 외부에 있을 때 모두 0.63으로 동일하다. 독립성은 감독기구가 중앙은행 내부에 있을 때 0.71이고, 외부에 있을 때 0.67로서, 중앙은행 내부에 있을 때 더 높았다. 반대로 책무성은 외부에 있을 때 (0.60)가 내부에 있을 때(0.57)보다 높았다. 한국의 종합지수 평균은 0.53, 독립성과 책무성은 각각 0.47 및 0.57이다.



1. 실증분석에 관한 기존논의: 체계적 서베이

필자가 국내 기존문헌을 섭렵한 결과, 감독기구 규제거버넌스와 금융시장성과(금융안정성)와의 연관성에 관한 실증분석을 본격적으로 시도한 연구는 김인배·김일중(2013)이 유일한 것으로 보인다. 해외에서도 이 주제에 대한 실증분석은 2000년대 중반 이후에야 본격적으로 시작되었다. 그러나 이제까지 이미 10여 편 이상의 연구가 출간되었고, 시간이 흐를수록 구체적인 변수설정, 사용자료, 방법론, 결과 등의 측면에서 그 다양성이 증가하고 있다. 따라서 이 문헌들을 체계적으로 서베이 하는 것 자체로도 의미가 있을 것이다.

첫째, 연구자들이 실증방정식에서 다루었던 변수들을 검토하기로 한다. 종속변수로서 가장 비중을 두었던 것은 역시 ‘금융(시장)안정성’이다(〈표 1〉). 비록 학자 및 정책입안가들 사이에 금융안정성은 다양하게 정의되어 왔으나, 여러 연구자들이 인정하듯 이는 여전히 규정하기 힘든 개념이다. 가령 Dattels *et al.*(2010, p.6)은 “금융시스템이 실물경제와 갖는 상호의존성은 물론 금융시스템 내 여러 다른 요소들과의 의존성도 너무나 복잡하므로, 금융안정성을 정의하는 작업은 매우 힘들다”고 하였다. 이러한 어려움으로 인해 문헌에서는 금융안정성 대신에 금융불안정성을 정의하기도 하였다. 이 저자들은 이러한 견해가(여러 학자들이 정의한 금융불안정성의 개념 중) Mishkin의 정의와 상당히 부합한다고 주장한다. Mishkin(1999, p.6)은 “금융시스템의 본래 기능은 생산적 투자기회 쪽으로 자금을 순환시키는 것인 바, 외부로부터의 충격 때문에 정보흐름이 방해받아 금융시스템이 그러한 기능을 할 수 없을 때 금융불안정이 야기된다”고 정의했다.

이상과 같이 그 개념정의에 대하여 완벽한 합의를 이루지는 못하였으나, 금융안정성을 측정하는 작업을 저마다 다양하게 진행하였다. 가령 Sundararajan *et al.*(2001), Das *et al.*(2004), Podpiera(2006) 및 Ponce(2010) 등은 그 대리변수로서 부실대출비율을 사용하였다. 또한 Demirgüç-Kunt *et al.*(2008)과 Demirgüç-Kunt and Detragiache(2011)은 무

디스의 금융건고성등급(Moody's financial strength rating)과 Z-score을 각각 사용하였다. 전술한 Mishkin의 주장을 반영하여 Mohr and Wagner(2011)는 다양한 재무변수들에 요인분석의 일종인 구조방정식모형을 적용하여 금융안정성을 복합적으로 측정하였다. 한편 최근 Masciandaro *et al.*(2012)은 종속변수로서 금융안정성 대신 국내총생산의 연간성장률을 사용한 '경제회복력' 개념을 사용하여 규제거버넌스와의 관계를 분석하였다.

둘째, 연구자들이 사용한 설명변수들에 대해서 살펴보기로 한다. 사실 '바람직한 규제 및 감독 관행'을 정의하는 것 역시 어렵고 복잡한 작업이다(Demirgüç-Kunt and Detragiache, 2011, p.181). Barth *et al.*(2001)이 학계 최초로 World Bank의 지원으로 여러 국가들의 은행규제 및 감독기구를 대상으로 서베이를 실시하여 은행부문의 법규제 관행에 관한 광범위한 데이터베이스를 구축하여 설명변수로 활용하였다. 이외에도 <표 1>에서 보듯이 감독기구의 규제거버넌스를 포착하는 변수들은 많은 연구가 IMF와 World Bank에서 발행한 '금융부문 평가 프로그램(Financial Sector Assessment Programs; 이하 FSAP)' 자료를 활용하고 있다. 이 자료는 바젤위원회(Basel Committee)가 만든 '바젤 은행감독핵심준칙(BCP)'을 기준으로 각 국가의 감독시스템을 평가한 자료이다.¹²⁾ 최근 Mohr and Wagner(2011)와 Masciandaro *et al.*(2012) 등과 같이 규제거버넌스 변수로서 Masciandaro *et al.*(2008) 자료를 사용한 문헌이 눈에 띈다. 전술했듯이 Masciandaro *et al.*(2008)은 55개국을 대상으로 매우 방대한 항목을 조사하여 독립성과 책무성을 지수화하였다.

셋째, 실증방정식들을 보면 금융안정성에 영향을 미치는 요인은 실로 다양한 듯하다. 규제거버넌스가 물론 핵심역할을 하지만 연구자들마다 금융안정성에 고유의 영향을 미치는 기타 요소들을 모색하고 있다. 여러 외생적 요소들의 상호작용을 반영하려는 노력일 것이다. 특히 Beck *et al.*(2003), Das *et al.*(2004), Demirgüç-Kunt and Detragiache(2011) 및 Mohr and Wagner(2011) 등에 포함된 주요 통제변수들로서, 인플레이션, 국내총생산 성장률, 1인당 국내총생산, 은행집중도, 환율, 이자율, 재정수지 및 사회의 성숙도를 나타내는 부패 혹은 민주화 정도 등을 들 수 있다. 그간의 연구들을 볼 때

12) BCP는 건전한 금융시스템을 위한 선결조건, 감독기구의 효율적인 감독방식, 은행영업의 안정성 및 건전성에 관한 25개 세부준칙으로 구성되며, 이를 네 가지 등급, 즉 non-compliant(0점), materially compliant(1점), largely compliant(2점), compliant(3점)로 평가한다. 바젤위원회는 1997년 9월 BCP를 제정한 이후, 1999년 BCP에 대한 자세한 해석과 실행지침을 담은 방법론(Core Principle Methodology)을 발표하였다.

이들 중 최소한 몇 개는 안정적인 추정치를 보여야 온전한 실증모형으로 간주할 수 있을 듯하다.

넷째, 연구자들이 사용했던 방법론을 간략히 검토해 보자. <표 1>에서 보듯이 대부분 횡단면 OLS를 사용하였는데, 이는 패널형식의 자료를 구축하기 힘들었기 때문으로 사료된다.¹³⁾ 예로서 규제거버넌스를 포착하는 설명변수 값들의 연간변화는 대개 거의 없기 때문이다. 소수 연구에서 순서형프로빗모형도 사용하였다. 가령 Demirgüç-Kunt *et al.* (2008)은 종속변수로 무디스의 금융건고성등급(Moody's financial strength rating)을 사용했는데, 점수가 E-(가장 낮은 건전성)부터 A+(가장 높은 건전성)까지 총 15개로 구분하였으므로 종속변수의 이런 제한성을 고려하여 순서형프로빗모형을 사용하였다. 기타 Das *et al.* (2004)은 잔차에 이분산성이 발견되어 가중최소자승법(WLS)을 사용하였고, Mohr and Wagner(2011)는 유일하게 구조모형방정식을 사용하였다.

다섯째, 실증분석결과들을 대략적으로 요약해 보기로 한다. Ponce(2010, p.5) 및 Mohr and Wagner(2011, p.4) 등 최근 연구자들의 평가를 보면, 금융안정성에 대한 규제거버넌스의 영향에 대하여 아직 완전한 합의를 이루지는 못한 듯하다. 그럼에도 불구하고, 필자의 자체 서베이결과에 근거할 때 규제거버넌스가 금융안정성에 중요하다는 결과가 좀 더 다수이며, 이는 <표 1>의 요약에서도 나타나고 있다. 가령 Das *et al.* (2004)은 금융시스템 안정을 위한 세 가지 필수요소를 확인하였다. 즉 건전한 거시경제상황, 효과적인 규제 및 감독 및 견고한 시장하부구조를 세 축으로 파악하였다. 특히 (제II.1절에서 언급했듯이) 규제 및 감독에서 독립성, 책무성, 투명성, 성실성의 네 가지 규제거버넌스 구성요소들의 중요성을 강조하였다. 또한 Quintyn and Taylor(2003, 2007)의 주장과 같이 독립성을 강조하는 실증분석들도 다수 존재한다. 그리고 Ponce(2010) 및 Mohr and Wagner(2011)에서는 (독립성뿐만 아니라) 책무성의 중요성도 부각되었다.¹⁴⁾

그런데 흥미롭게도 대개 2008년 이후 최근까지 이러한 긍정적 영향이 다소 약하거나

13) 다만 Podpiera(2006)은 종속변수와 기타 설명변수에 대해서 65개국의 5년간 데이터를 이용했지만, 규제거버넌스 변수인 BCP의 관찰치는 국가당 1개 밖에 구축하지 못하였다. 따라서 규제거버넌스 변수의 소위 '그룹내 시계열변화'를 반영하지 못하므로 온전한 패널데이터라고 볼 수는 없다.

14) 가령 Ponce(2010, p.26)은 실증분석결과를 토대로 감독정책의 신뢰성을 확보하기 위해서는 정치적 독립성이 요구되고 독립성은 책무성이 뒷받침되어야 한다고 주장했다. 이는 전술한 이론논의에서 Hüpkens *et al.* (2005)의 주장과 일치한다. Mohr and Wagner(2011, p.19)도 독립성과 책무성을 충분히 부여받은 감독기가 담보되어야 금융안정성을 효과적으로 달성할 수 있다고 결론지었다.

아니면 전혀 나타나지 않은 연구가 몇몇 존재한다. 저자들은 그 주요 이유들로서 종속변수 관련 측정오차의 문제와¹⁵⁾ 감독자의 유인체계를 고려하지 않은 문제 등을 꼽고 있다. 특히 Masciandaro *et al.*(2012)은 Masciandaro *et al.*(2008)의 규제거버넌스 지수들을 (감독구조 변수 등과 더불어) 주요 설명변수로 사용하였으나, 종속변수인 경제회복력을 설명하는데 성공하지 못했다. 따라서 주로 법제상의 내용을 토대로 작성된 규제거버넌스 평가가 성공적인 경제회복력의 충분조건은 아닐 수 있다고 하였다. 법제 외에도 실제 법이 집행되는 과정에 대한 숙고가 필요하며, 특히 2008년 이후 그 적극적인 역할이 더욱 강조되는 감독자의 ‘사적유인체계’가 사회요구와 양립할 수 있도록 제도를 설계하는 것이 매우 중요하다고 강조하였다(Masciandaro *et al.*, 2012, p.31).

종합하면, 이 분야 실증연구의 역사는 그리 길지 않다. 소수 상이한 결과를 보인 분석들이 존재하지만 규제거버넌스는 긍정적인 영향을 미친다는 결론이 대체로 가능해보인다. 특별히 독립성과 책무성은 ‘동시에 강화되어야 한다’는 발견과 주장을 한국의 제도개편 과정에서도 염두에 둘 필요가 있다. 나아가 2008년 이후의 더욱 정교화된 실증분석들은 향후 연구방향에 유익한 지침을 줄 것으로 사료된다. 뿐만 아니라 그 속성상 정의가 쉽지 않은 종속변수인 금융안정성을 좀 더 포괄적으로 측정하는 노력이 필요해 보인다. 한편, BCP나 각국 법제에 기반을 둔 지수가 당분간 설명변수로서 갖는 유익성은 분명한 듯하다. 그럼에도 불구하고 실제 법집행 상황 및 감독자의 유인체계를 포착할 수 있는 대리변수들을 발굴한다면 더욱 정직한 분석이 가능할 것으로 기대된다.

15) Demirgüç-Kunt and Detragiache(2011)은 그 이유로서 자신들의 종속변수로서 사용한 Z-score처럼 회계기준을 바탕으로 한 측정지수가 은행건전성을 적절히 포착하지 못했기 때문이라고 하였다. 즉, 국가별로 존재하는 회계기준의 차이를 조정하려 했으나 완벽하지 못했던 결과로 긍정적 효과를 얻지 못했다고 해석하였다.

〈표 1〉 실증분석 문헌: 주요변수, 추정결과, 사용자료 등

실증문헌	종속변수	설명변수	결과	자료	분석대상	방법론
Barth <i>et al.</i> (2001)	- 은행성과 및 안정성 (bank development)	- 은행부문의 법과 규제 관행 등 (독립성)	○	- 종속변수: World Bank - 설명변수: 저자 서베이	107개국	OLS
Sundararajan <i>et al.</i> (2001)	- 은행부문건전성 (ratio of non-performing loans and level of lending spread)	- 국제기준 준수 (BCP noncompliance)	△	- 종속변수: IMF의 FSAP - 설명변수: IMF의 FSAP	25개국	OLS
Beck <i>et al.</i> (2003)	- 금융안정성 (financing obstacles)	- 국제거버넌스 구성요소 (독립성)	○	- 종속변수: World Business Environment Survey - 설명변수: BCL 자료	49개국	ordered probit
Das <i>et al.</i> (2004)	- 금융안정성 (weighted average of the capital adequacy ratio and the ratio of non-performing loans)	- 국제거버넌스 구성요소 (BCP Compliance Score; MFP Transparency Code, IOSCO; IAIS)	○	- 종속변수: IMF의 FSAP을 바탕으로 저자들이 직접 계산 - 설명변수: IMF의 FSAP을 바탕으로 저자들이 직접 계산	53개국	WLS / 2SLS
Barth <i>et al.</i> (2004)	- 은행부문 발전, 효율성, 및 안정성 (bank development; net interest margin; overhead costs; non-performing loans)	- 은행부문의 법과 규제 관행 등 (독립성)	X	- 종속변수: L(00), Bc(01) 자료 등 (1997~1999) - 설명변수: Ba(01) 자료	107개국	OLS / ordered probit
Podpiera (2006)	- 은행부문상대은행자산의 품질 (non-performing loans and net interest margin)	- 국제기준 준수 (BCP Compliance Score)	○	- 종속변수: IMF의 FSAP - 설명변수: IMF의 FSAP (1998~2002)	65개국	패널추정 기법
Masciandaro <i>et al.</i> (2008)	- (독립성과 책무성)	- 공공부문의 국제거버넌스, 1인당 GDP, GDP 대비 증권시장규모, 주요 5대은행의 총예금비율(%) 등	-	- 종속변수: Q(07)자료를 55개국으로 확장 - 설명변수: World Bank 및 Beck <i>et al.</i> (2003) 자료 등	55개국	OLS

주: 1) 대표적인 실증결과를 바탕으로 작성하였음. 종속변수, 설명변수, 설명변수, 자료, 분석대상, 및 방법론 등은 문헌에서 대표적인 것을 사용하였음.
 2) Ba(01)은 Barth *et al.*(2001), Bc(01)은 Beck *et al.*(2003), L(00)은 Levine *et al.*(2000), Q(07)은 Quintyn *et al.*(2007), M(08)은 Masciandaro *et al.*(2008)을 나타냄. BCP는 Basel Core Principles for Effective Banking Supervision을 의미함.
 3) '결과'에 표시한 부호의 의미는 다음과 같음. '○'는 통계적으로 유의미하게 긍정적으로 나온 경우, 'X'는 통계적으로 긍정적 결과가 나타나지 않은 경우, '△'는 통계적으로 유의도가 매우 낮거나 실증모형을 중 일부만 유의하게 나온 경우임.

((표 1) 계속)

실증문헌	종속변수	설명변수	결과	자료	분석대상	방법론
Demirgüç-Kunt <i>et al.</i> (2008)	- 은행부문건전성 (bank's financial strength rating)	- 국제기준 준수 (BCP Compliance Score)	△	- 종속변수: Moody's financial strength rating - 설명변수: IMF의 FSAP (1999~2003)	64개국	OLS / ordered probit
Ponce (2010)	- 금융안정성 (ratio of non-performing loans to total loans)	- 규제거버넌스(독립성과 책무성) 및 법적보호 - 국제기준 준수 (BCP Compliance Score)	○	- 종속변수: IMF의 FSAP (1999~2009) - 설명변수: IMF의 FSAP (1999~2009)	81개국	OLS
Demirgüç-Kunt and Detraiche (2011)	- 은행부문건전성 (Z-score)	- 국제기준 준수 (BCP Compliance Score)	X	- 종속변수: 저자들이 직접 계산 - 설명변수: IMF의 FSAP (1999~2006)	86개국	OLS
Mohr and Wagner (2011)	- 금융안정성 (regulatory capital to risk-weighted assets; bank capital to assets; bank provisions to non-performing loans; return on assets 등)	- 규제거버넌스 구성요소 (독립성과 책무성) - 기타	○	- 종속변수: IMF의 Global Financial Stability Report (2001~2005) - 설명변수: M(08) 자료 등	55개국	structural model
Masciandaro <i>et al.</i> (2012)	- 경제회복력 (annual GDP growth rate)	- 감독구조 (통합정도와 중앙은행 관여정도) - 규제거버넌스 구성요소 (독립성과 책무성)	X	- 종속변수: World Development Indicators (2008~2009) - 설명변수: 저자들이 직접계산 및 M(08) 자료 (1996~2006)	49개국	OLS

주: 1) 대표적인 실증결과를 바탕으로 작성하였음. 종속변수, 설명변수, 자료, 분석대상, 및 방법론 등은 문헌에서 대표적인 것을 사용하였음.
 2) Ba(0)은 Barth *et al.*(2001), Bc(0)은 Beck *et al.*(2003), L(0)은 Levine *et al.*(2000), Q(0)은 Quintyn *et al.*(2007), M(08)은 Masciandaro *et al.*(2008)을 나타냄. BCP는 Basel Core Principles for Effective Banking Supervision을 의미함.
 3) '결과'에 표시한 부호의 의미는 다음과 같음. '○'는 통계적으로 유의미하게 긍정적으로 나온 경우, 'X'는 통계적으로 긍정적 결과가 나타나지 않은 경우, '△'는 통계적으로 유의미도가 매우 낮거나 실증모형을 중 일부만 유의하게 나온 경우임.



IV. 감독구조 통합과 중앙은행의 역할

1. 최근 금융시장의 변화 및 감독구조의 국제 추세

최근 금융시장의 변화를 살펴보면, 전통적으로 서로 구분되었던 은행, 증권 및 보험 부문이 통합되는 소위 혼성효과(blurring effect)가 금융시장을 지배하고 있다. 그러한 시장의 변화는 이들을 함께 취급하는 거대 금융복합기업(financial conglomerates)을 출현시켰다. 또한 전통적인 은행 활동이 증권화(securitization)될 뿐만 아니라, 주식, 채권, 대출 등으로 나뉘었던 기존 금융상품 간 구분이 사라지면서, 이들의 위험을 한데 묶고, 재가공하여 거래하는 복잡한 금융상품의 비중이 크게 증가하였다.¹⁶⁾

혼성효과에 따른 이러한 금융시장의 혁신적인 변화를 경험하면서, 각국은 기존의 시장 부문별 감독구조의 효율성에 심각한 의문을 갖게 되었다. 규제의 중복 및 비일관성, 규제 재정(regulatory arbitrage), 시스템 위험 파악의 어려움 등 부문별 감독구조의 여러 문제점이 노출되었기 때문이다. 이에 따라 전 세계 많은 국가들이 감독구조에 대해 대대적인 개혁을 시도해 왔으며, 1990년대 후반 아시아 금융위기를 겪으면서 각국 정부는 개혁에 더욱 박차를 가하게 되었다.

개혁의 추세를 살펴보면, 대체로 2008년 금융위기 이전까지는 위에서 언급한 시장의 혼성효과에 상응하여 많은 국가들에서 자연스럽게 감독기구가 단일기구로 통합되는 방향으로 개혁이 진행되어 왔다. 대표적으로 영국은 1997년에 단일 감독기구로서 금융서비스국(Financial Services Authority, FSA)을 설립하여 그 이전에 분권화 되어 있었던 여러 감독기구들이 통합되었다. 이를 계기로 아일랜드와 같이 감독권한을 중앙은행에 두는 소수의 경우 외에는 독일, 한국, 오스트리아, 콜롬비아 등 여러 국가들이 단일 감독기구를 설립하여 감독업무를 통합하였다. 전통적으로 중앙은행은 최종대부자 역할로 인해 일정부분

16) De Luna Marinez and Rose(2003), Masciandaro(2007) 참조.

감독을 담당해 왔다. 그러나 그 당시 개혁의 가장 두드러진 특징은 중앙은행은 통화정책에 전념하고, 감독은 별도의 단일 감독기구를 설립하여 전 금융시장을 감독하는 것이었고, 그러한 감독구조가 가장 효과적이라고 여겼다(Abrams and Taylor, 2001; Llewellyn, 2006).

그러나 2008년 금융위기 이후 최근에는 좀 다른 양상을 보이고 있는 듯하다. 감독실패가 위기의 결정적인 원인으로 꼽히면서, 많은 국가들이 감독구조를 재개편하였는데, 금융위기를 통해 특히 시스템 위험에 대한 감독의 중요성이 부각되면서, 감독에 있어서 중앙은행의 역할이 중요시 되었다.¹⁷⁾ 대표적으로 영국은 2010년에 단일 감독기구였던 금융서비스국(FSA)을 없애고 영란은행으로 감독권한을 대폭 이관하였다.¹⁸⁾ 미국에서는 2010년에 Dodd-Frank법이 승인되어 Fed의 감독권한이 한층 강화되었으며, 유럽에서는 2009년에 유럽위원회(European Commission)가 유럽중앙은행(ECB)이 주요 거시 감독기구가 될 것을 권고하였다. 요컨대 2008년 이후 새로운 감독체계의 추세를 정리하여 보면, 대체로 거시건전성 감독이 미시건전성 감독과 구분되면서, 거시건전성 감독자로서 중앙은행이 주요 역할을 담당하는 추세인 것으로 보인다.

감독기구의 구조에 대한 연구는 그리 오래되지 않았다. 2000년대 들어서서야 연구자들이 감독의 효율성에 대한 감독구조의 효과에 본격적으로 눈을 돌리기 시작하였다(Monkiewicz, 2007, p.152). 특히 감독기구 통합에 대한 찬반 주장, 또는 통합을 초래하는 요인들은 무엇인지, 감독기능 및 기구 통합에 있어서 중앙은행의 역할은 무엇인지 등에 관한 이슈들에 초점이 맞춰져 있다.¹⁹⁾ 따라서 본 소절에서는 우선 감독기구 통합의 의미와 추세의 통계를 살펴보고, 이후 소절들에서 이들 이슈들에 대해 좀 더 자세히 짚어보기로 한다.

Monkiewicz(2007)에 따르면, 감독기구의 통합은 폭과 깊이로 구분하여 볼 수 있다. 우선 통합의 폭에 있어서는 부문간(sectoral) 통합과 기능적(functional) 통합이 있다. 부문간 통합이란 전통적으로 구분되었던 은행, 증권, 보험 각 부문에서 기존에 각 부문별로 존재했었던 감독기구들을 단일화하여 여러 부문을 함께 감독하도록 하는 통합을 말한다.

17) Monkiewicz(2007), Masciandro and Quintyn(2011) 참조.

18) 이전의 Financial Services Authority는 영란은행에 속하는 Prudential Regulation Authority와 별도의 독립기구인 Financial Conduct Authority로 분리되었다. 전자가 금융시장의 건전성 규제·감독을 담당하고, 후자는 금융산업을 규제하고 소비자를 보호하는 역할을 담당한다.

19) Goodhart and Schoemaker(1995a), Barth *et al.*(2002a), Arnone and Gambini(2007), Cihak and Podpiera(2007), Monkiewicz(2007), Garicano and Lastra(2010), Masciandro(2006, 2007, 2009), etc.

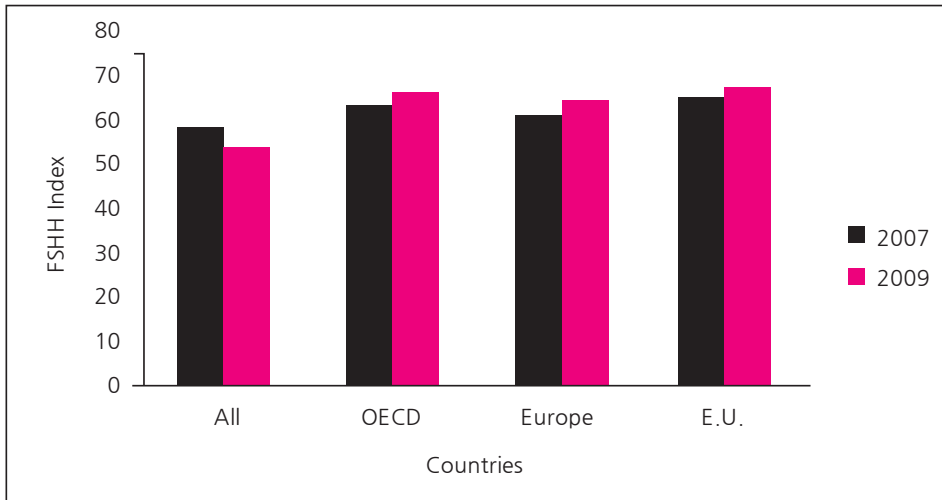
다음으로 기능적 통합은 면허, 규제집행, 업무감독, 건전성 및 시장행위감독 등, 감독의 여러 주요 기능들의 통합을 의미한다.²⁰⁾ 다음으로 통합의 깊이에 있어서는 크게 기구간(institutional) 통합, 기술적(technical) 통합, 유기적(organic) 통합으로 나눌 수 있다. 기구 간 통합은 사실 진정한 의미의 통합이기보다 합체(consolidation)된다는 표현이 더 적절하다. 기술적 통합은 감독모형, 감독과정, 감독정책 등과 같은 감독기술의 단일화 혹은 수렴을 의미한다. 마지막으로 유기적 통합은 감독의 룰, 원칙, 기준 등이 단일화 되는 것으로서, 궁극적으로 감독 법체계의 단일화를 의미한다. 현실적으로 기술적, 유기적 통합은 달성하기 쉽지 않은 매우 어려운 단계이다. 따라서 보통 감독기구의 통합이라 함은 부문 간 및 기구 간 통합을 의미하는 것이 일반적이다.

Masciandaro *et al.*(2011)는 102개국에 대해 2008년 금융위기를 기점으로 그 직전(2007년)과 직후(2009년)에 각국 감독기구의 통합정도와 중앙은행의 감독에 대한 관여도를 조사하여 평균적으로 어떻게 변화하였는지를 살펴보았다. 이를 간단히 소개하자면, 먼저 <그림 1>은 전체국가, OECD국가, 유럽국가, EU국가로 구분하여 감독기구의 통합정도를 살펴보았다. Masciandaro *et al.*(2011)가 자체적으로 계산한 금융감독통합지수(Financial Supervision Herfindahl Hirschman Index, FSHH 지수)에 따르면,²¹⁾ 먼저 대체로 2008년 위기 이전이든 이후든 선진국(OECD, 유럽국가, EU)이 전체국가들의 평균보다 통합정도가 높은 것으로 나타나므로, 선진국이 개도국보다 통합정도가 높다는 것을 알 수 있다. 또한 역시 2008년 위기와 상관없이 EU국가들이 OECD나 유럽국가들보다 상대적으로 통합정도가 더 높은 것으로 나타났다. 위기 이전과 위기 이후를 비교해보면 선진국(OECD, 유럽국가, EU)은 위기 이전에 비해 이후에 통합정도가 더 높은 반면, 전체국가는 그 반대 현상을 보이고 있다. 이는 위기 이후에 선진국에서는 통합정도가 높아진 반면, 개도국에서는 오히려 낮아졌음을 의미한다.

20) 대부분의 논문에서 기능적인 통합을 간과하고 있는데, 감독에는 여러 기능이 존재하며 그러한 기능들이 분리된 기구들에서 이루어 질 수 있다(Monkiewicz, 2007. p.156).

21) FSHH 지수에 대한 자세한 설명은 Masciandaro *et al.*(2011) 참조.

〈그림 1〉 감독기구의 단일화 (Financial Supervision Unification: FSHH 지수)



출처: Masciandaro *et al.*(2011)

〈그림 2〉 역시 〈그림 1〉과 마찬가지로, Masciandaro *et al.*(2011)은 102개국 전체국가와 OECD, 유럽국가, EU로 구분하여 중앙은행의 감독관여도(Central Bank as Financial Supervisor, CBFS)를 비교하였다.²²⁾ 2008년 위기와 상관없이 선진국(OECD, 유럽국가, EU)이 전체국가들의 평균보다 중앙은행의 감독 관여도가 낮은 것으로 나타나므로, 선진국이 개도국보다 중앙은행의 감독관여가 낮다는 것을 알 수 있다.²³⁾ 또한 역시 2008년 위기와 상관없이 EU를 포함한 유럽국가들이 OECD국가 평균보다 중앙은행의 감독관여도가 높게 나타난다. 위기 이전과 위기 이후를 비교해보면 선진국(OECD, 유럽국가, EU)은 위기 이전에 비해 이후에 중앙은행의 감독 관여도가 높아진 반면, 전체국가는 그 반대 현상을 보이고 있다.²⁴⁾ 이는 위기 이후에 선진국에서는 중앙은행의 감독관여가 높아진 반면, 개도국에서는 오히려 낮아졌음을 의미한다. 이러한 현상은 2008년 금융위기가 주로 선진국에 큰 타격을 주었으며, 부실한 거시건전성 감독이 위기발생의 주요원인 중 하나로 지목됨에 따라, 중앙은행이 거시건전성 감독자로서 가장 적합하다고 여겨졌기 때문인 것으로 판단된다.²⁵⁾

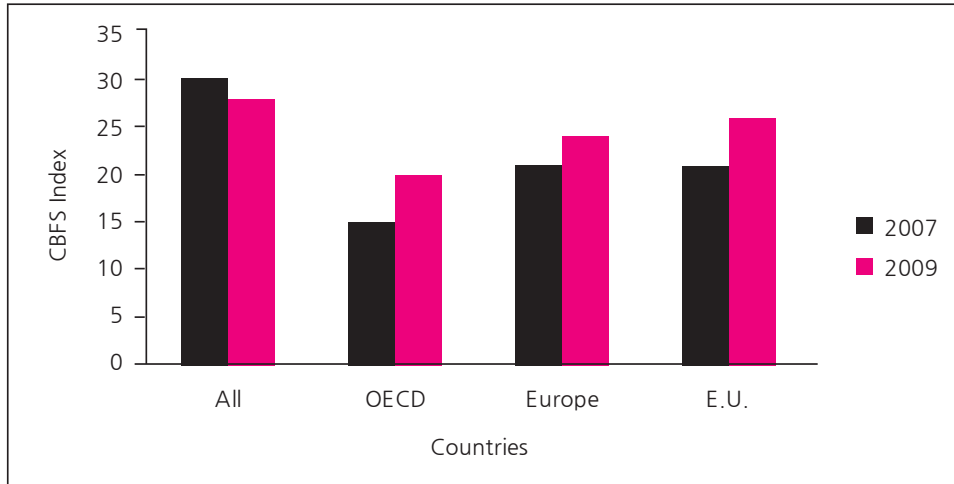
22) CBFS 지수에 대한 자세한 설명은 Masciandaro *et al.*(2011) 참조.

23) 이러한 결과는 Masciandaro and Quintyn(2011)의 지적과도 일치한다.

24) 이러한 결과는 Masciandaro and Quintyn(2011)의 지적과도 일치한다.

25) Masciandaro *et al.*(2011)참조, Nier *et al.*(2011)의 서베이에 의하면 2008년 위기 이후 21개 국가 중 19개국에서 중앙은행이 거시건전성 감독을 담당하고 있다.

〈그림 2〉 중앙은행의 감독관여도(Central Bank as Financial Supervisor: CBFS)



출처: Masciandaro *et al.*(2011)

이상의 국제 추세와 관련하여 한국의 금융감독체계 및 그 개편방향에 관한 최근의 논의를 잠시 개관한다. 1997년 12월 제정된 「금융감독기구의 설치 등에 관한 법률」에 따라 1998년 4월 금융감독위원회와 1999년 1월 금융감독원이 출범하였다. 그 이후 여러 변화를 겪으며 현재의 금융위원회 및 금융감독원 체계에 이르렀다.²⁶⁾ 그러나 여러 전문가들은 감독기구의 다양한 문제점들을 지적하고 있다. 최근에 들어서도 빈번히 지적되는 것들로는 감독자에 대한 감독체계 부재, 감독업무의 독립성 결여, 감독기구 간 분쟁, 거시건전성 감독체계 부재, 산업정책과 감독정책의 충돌, 유관기관 간 협력체계 부재, 피감독부문으로부터의 포획, 부처 간 관할갈등, 소비자보호체계 미비 등이 포함된다(윤석현 외, 2012; 이동걸 외, 2012 등). 사실 이러한 문제는 일찍이 김홍범(2003), 김동진(2004), 윤석현 외(2005), 고동원(2008) 등에 의해 지적되었다. 결국 이러한 문제점들은 감독구조의 문제점과 함께 감독기구의 독립성, 책무성 및 투명성과 같은 규제거버넌스 구성요소들이 잘 정립되지 않

26) 1997년 관련법률 제정 이후 2012년 11월까지 총 6차례의 개편이 있었다. 지면제약상 이에 대한 더욱 자세한 논의는 최근 한국경제학회가 주최한 자료(2012)를 참조할 수 있다. 금융감독체제를 크게 다음과 같이 세 가지로 구분할 수 있다. 1997년 이전 체제에서는 은행감독원(이하 은감원)은 한국은행에, 보험감독원(이하 보감원)과 증권감독원(이하 증감원)은 재무부에 소속된 체제였다. 2000년에는 은감원, 보감원, 증감원을 한 지붕아래 모아둔 금융감독위원회-금융감독원 체제로 금융감독위원장이 금융감독원장을 겸임하여 감독 정책과 집행을 책임지는 체제였다. 2008년 체제에서는 금융감독위원회가 금융위원회로 바뀌면서, 금융위원회가 금융감독위원회의 감독정책에 더하여 금융산업정책을 모두 담당하고 금융감독원이 감독집행을 담당하며, 금융위원장과 금융감독원장을 분리한 체제이었다.

은데서 비롯됐다고 할 수 있다.

최근 들어서는 금융감독기구의 개편방안에 관련된 구체적 논의가 매우 활발하였다.²⁷⁾ 국민권익위원회(2010), 윤석현 외(2012), 김우찬(2012) 및 이동걸 외(2012) 등이 여기에 포함된다. 업무의 통합정도, 감독기구간의 유기적 관계, 정부부처와의 관계 등, Masciandaro *et al.* (2012, p.21)의 표현을 따르면 감독기구의 규제거버넌스에 대한 논의보다는 주로 ‘감독구조(supervisory architecture)’에 관한 논의의 비중이 크다고 할 수 있다. 국민권익위원회(2010)는 금융기업의 위법행위에 대한 제재의 실효성 확보, 금융수요자 피해예방 및 알 권리 보호, 서민금융 안정을 위한 감독대상 확대 및 감독 공정성 강화를 위한 관행개선이 필요하다고 주장한 바 있다.

이와 관련하여 최근 이동걸 외(2012)는 감독기구의 포획문제와 시간별 정책비일관성을 대표적인 문제점으로 인식하면서, 그 근본원인으로서 감독자 유인불합치 현상에 대하여 문제제기가 충분히 이루어지지 않았다는 점을 꼽았다. 정미화(2012, p.86) 역시 금융감독의 실패는 제도(체계)의 문제도 있지만 감독업무를 수행하는 감독자의 유인체계 문제도 복합적으로 작용한다고 주장한 바 있다. 따라서 감독자의 유인합치 달성을 개혁의 핵심으로 제시하며, 그에 따라 감독기구의 권한, 책임, 편성구조, 참여부처 등 최적 감독체제를 모색하였다. 특히 감독기구조직에 몇 개의 부처가 참여하는지의 기준에 따라 이원화(bipartite), 삼원화(tripartite), 다원화(multipartite)의 세 가지 유형으로 구별한 후, 위기가 발생한 이후에는 통합(unified)체제로²⁸⁾ 전환해야 한다고 주장하였다.²⁹⁾

27) 2011년 저축은행 사태가 발생하면서 금융감독체계 개편이 본격적으로 논의되기 시작하였다. 저축은행 사태의 여파로 2011년 5월에 국무총리실 산하에 「금융감독혁신 T/F」가 설치되었고, 9월 금융감독원 내에 준 독립기구인 ‘금융소비자보호처’를 설치하는 ‘금융감독혁신방안’이 제시되었다.

28) 이는 금융시장 감독, 유동성위험에 대한 최종대부자 기능, 신용위험에 대한 예금보험기구 역할, 시스템위험 관리를 통괄할 수 있도록 큰 우산 아래 모든 역할들을 하나로 통합해야 한다는 의미이다.

29) 개편방안에 관한 이제까지의 논의들을 다음의 세 가지 감독구조 측면들로부터 대략 분류할 수 있을 듯하다. 첫째는 감독기구의 통합 및 분리 여부이며, 둘째는 감독기구가 민간 또는 공공부문에 속해야 하는지, 마지막으로 중앙은행의 참여정도이다. 비교적 뚜렷하게 제시된 주장들만 보면 다음과 같다. 첫째, 통합정도에 관한 논의로서, 전성인(2009), 원승연(2011) 및 윤석현 외(2012)는 감독기구의 분리를 주장한다. 특히 윤석현 외(2012)는 명시적인 쌍봉형(Twin Peaks) 감독체제를 주장한다. 통합기구 독점성의 문제점이 인식되면서 건전성 대 행위규제 감독기능을 제도적으로 분리하는 쌍봉형 체계로의 개편이 금융선진국들에서의 전반적인 추세로 자리 잡고 있다고 설명한다. 따라서 현재 금융감독원을 분할하여 건전성감독을 위한 기구와 행위규제 및 금융소비자보호를 담당기구를 설립해야 한다고 하였다. 반대로 김우찬(2012)은 기존의 통합형 감독체제를 유지하면서 금융소비자 보호기능의 강화를 위해 금융소비자 보호실을 분리신설하자고 주장하였다. 그리고 정치적 독립성 확보를 위한 지배구조 개선을 강조했는데, 예를 들어 비상임위원 숫자 증대, 국회추천, 임기연장, 시차임기제도 도입을 제안했다. 최근 김홍기(2012) 역시 통합형 감독체제를 유지하면서 금융감독원 내에 설치된 금융소비자보호처의 권한과 기능을 강화하자고 주장하였다. 한편, 원승연(2011), 고동원(2012), 김우찬(2012) 및 윤석현 외(2012)는 기본적으로 금융감독기구를 ‘공적민간기

2. 감독기구 통합

가. 찬성논리 대 반대논리

2008년 금융위기 이후 선진국을 중심으로, 거시건전성 감독에 있어서는 중앙은행의 역할이 더 커진 것으로 보이지만(〈그림 2〉), 〈그림 1〉에서 보듯, 단일화의 추세는 계속되는 것으로 보인다. 따라서 감독기구 통합에 대한 찬반 논리에 대해 좀 더 깊이 있게 살펴볼 필요가 있다.

우선 통합에 대한 찬성논리는 다음과 같다. 여러 연구에서 통합의 긍정적인 점들을 열거하였지만,³⁰⁾ 그 중 대표적으로 Monkiewicz(2007)에 따르면 첫째, 통합된 감독기구는 금융시장의 혼성효과로 인해 복잡하게 얽힌 금융시장 전 부문에 걸친 위험과 이슈를 파악하는데 더 용이하다. 특히 금융시장에서 거대 금융기업군 또는 금융복합기업의 역할이 커질수록, 그리고 이들의 위험이 중앙집중식으로 관리될 때, 그에 대한 감독은 통합된 감독기구가 더 효율적이다(Llewellyn, 2006, p.18). 뿐만 아니라 이들 거대 기업군 또는 복합기업은 정치적 파워도 상당하므로, 이에 대응하여 감독기구의 독립성을 방어하는 데는 통합된 감독기구가 더 효과적이다.

둘째, 부문별 감독체계 하에서는 금융시장의 혼성효과로 인해 여러 부문에 걸쳐 유사한 금융활동이 이루어지게 되고, 또 그에 대해 유사한 규정이 존재할 수 있다. 그 경우 규제제정(regulatory arbitrage)의 가능성이 있을 수 있다. 감독기구가 통합되면 그러한 가능성이 작아지고, 여러 금융 부문 또는 기관 간에 동등한 경쟁 환경(level playing field)을 만들 수 있다. 뿐만 아니라 규제실패의 경우에 책무성 혼란의 위험을 막을 수 있다.

구(또는 '민간공적기구')로 설계해야 한다고 주장했는데, 전문가들은 일반적으로 이에 공감대를 이루고 있는 듯하다. 마지막으로, 윤석현 외(2012)는 건전성 감독기구를 한국은행으로 이관하는 것보다 한국은행과 감독기구 간의 현행 분리체제를 유지하자고 주장하였다. 다만 한국은행에 조건부 단독 조사권과 위기 시에 유동성에 관해 제한적 감독권을 주어야 한다고 주장하였다. 반면, 이동걸 외(2012)는 전술한대로 현재의 감독체제를 이원화 내지는 삼원화 체제로 전환해야 한다고 하였는데, 특히 이원화체제에서 한국은행이 거시건전성 감독을 관장하는 모형을 제시하였다. 2012년 10월 26일에 은행법학회와 국회입법조사처가 공동으로 '바람직한 금융감독체계 개편방향'에 대한 정책세미나를 개최하였다. 그리고 가장 최근인 11월 7일에는 한국경제학회 주최로 '10년 후를 내다보는 금융감독체계 개편방향'을 주제로 한 토론회가 개최되었다. 이들 발표회에서 감독기구의 통합 및 분리 여부 및 민간 또는 공공부문 중 어디에 속해야 하는지 등의 주제가 다루어졌는데, 위에서 언급한 골격과는 큰 차이는 없으나, 11월 토론회에서 오정근(2012)은 2008년 금융위기 이후 위기 때 최종대부를 할 수 있는 중앙은행 기능의 중요성이 재부각되었다고 하며, 중앙은행 감독기능을 강화해야 한다고 주장한 바 있다.

30) 대표적으로 Abrams and Taylor(2001), Llewellyn(2006), Monkiewicz(2007), Masciandaro and Quintyn(2008) 참조.

셋째, 통합 감독기구에서는 규모의 경제도 기대할 수 있다. 우선 감독기구의 관리, 정보 기술, 회계, 법무 등에서 연합지원의 이득을 얻을 수 있다. 또한 감독기구의 규모가 클수록 직원들에게 더 나은 경력과 더 많은 기회가 주어지는 유인이 주어진다. 특히 규모가 작은 국가일수록 통합된 감독기구 하에서 상호 간 지원기능은 인적자원을 더 효율적으로 사용할 수 있게 만든다. 뿐만 아니라 통합 감독기구 하에서는 기존의 각 부문별 감독기관들이 가지고 있었던 최선의 감독 기법과 경험을 공유할 수 있는 범위의 경제도 기대할 수 있다.

이 외에도 Masciandaro and Quintyn(2008)는 통합 감독기구가 부문별 감독체계보다 더 나은 소통과 업무의 협조 및 조정이 가능하며, 보고의무 중복과 규제의 비일관성을 줄일 수 있어서 효율성이 높아진다고 하였다. Garicano and Lastra(2010)는 통합 감독기구가 복수의 감독기구를 운용함으로써 발생하는 조정비용(coordination cost)을 줄일 수 있다고 하였다. 또한 특화된 감독기구가 여럿 있으면, 감독의 중복이 있을 수 있고, 이는 규제의 간극(gap)이 발생할 수 있음을 지적하였다. 예를 들어, 금융복합기업의 경우, 규제제정을 하거나 스스로의 판단으로 관련 지식이나 전문성이 상대적으로 낮은 감독자를 선택하는 문제도 발생할 수 있다고 하였다.

다음으로 감독기구 통합화의 부정적인 측면으로는, Monkiewicz(2007)는 우선 통합의 비용이 만만치 않음을 지적하였다. 따라서 통합을 위한 제도개혁 이전에 개혁의 비용이 얼마나 드는지 면밀히 살펴보고, 비용보다 편익이 더 큰지 판단해야 한다고 하였다. 특히 통합화 과정에서 시장 감독이 악화될 수 있고, 제도적 혼란이 있을 수 있으며, 중요한 정보와 자원이 소실될 수 있음을 상기시켰다. 둘째, 장기적으로 통합이 덜 효율적이고 덜 효과적일 수도 있는데, 이는 부적절한 통합뿐 아니라 부적절한 인력배치와 관리가 그 이유일 수 있다고 하였다. 셋째, 단일 감독기구로서 관료적인 비효율성의 위험을 언급하였다. 예를 들어, 단일 감독기구가 특화된 다양한 금융기관의 근본적인 차이를 무시하고, 획일화된 감독 방식을 취할 수도 있다. 또한 금융시장의 추세와 혁신적인 발전을 단일화된 감독기구가 따라가지 못할 수도 있다.³¹⁾ 예를 들어 Garicano and Lastra(2010)가 지적하였듯이, 분리된 감독체계 하에서는 피감기관이 어떤 행위를 하였을 때, 여러 감독기구 중 하나의 기준만 통과하면 허용이 되지만, 통합된 감독기구 하에서는 기구내의 순차적인 기준을 모두 통과한 행위만 허용될 것이기 때문에, 일반적으로 금융혁신에는 통합이 걸림돌이 될

31) 그러나 이에 대해 Garicano and Lastra(2010, p.608)은 잘 조율된 혁신적인 변화는 오히려 단일화된 기구가 더 효율적으로 실행할 수도 있다고 하였다.

수도 있다. 하지만 2008년 금융위기 시에 발생한 여러 금융사건들을 보면 금융혁신의 이득 보다는 그로 인한 위험의 폐해가 더 컸던 것으로 보인다. 넷째, 기존 부문별 혹은 복수의 감독기구 체계 하에서 작동하고 있었던 견제와 균형이 사라지고, 단일 감독기구로 지나치게 권력이 집중되는 위험이 있을 수 있다고 하였다. 따라서 적절한 정치적 조정(control)과 책무성(accountability)에 대한 규정이 매우 중요하다고 하였다.

또한 Goodhart and Schonmaker(1995a)는 감독기구 통합의 문제점을 감독에 있어서 중앙은행의 역할에 초점을 두고 논하였다. 요는 중앙은행이 감독기능을 담당하게 되면, 통화정책 결정자로서 이해갈등이 발생한다는 것이다. 물론 중앙은행은 최종대부자 역할 때문에 최종대부자로서 은행의 도덕적 해이를 줄이기 위해 어느 정도 감독기능을 맡아야 한다. 그러나 중앙은행을 중심으로 감독기구가 통합되면, 감독자의 입장에서 볼 때 폐쇄되어야 할 은행도 금융시스템의 안정을 추구하는 통화정책 결정자로서는 구제를 해줘야 하는 이해 갈등의 문제가 발생할 수 있다고 하였다.³²⁾ 한편 그러한 이해갈등의 문제 때문에 오히려 감독기능을 중앙은행 내부에 두어야 한다는 주장도 제기되기도 한다. 감독기능을 중앙은행이 아닌 별도의 감독기구가 전담하게 되면, 이해갈등의 해소가 더 어려울 수 있기 때문이다. 따라서 감독기능을 중앙은행에 내부화하되, 내부적으로 통화정책 결정의 권한을 부여받은 자와 감독기능의 권한을 부여받은 자에게 각각의 책임을 명확히 법적으로 명시한 가이드라인을 제시하는 것이 제도적으로 두 기능의 담당기구를 분리하여 운영하는 것보다 더 나을 수 있다고 하였다(Goodhart and Schoenmaker, 1995a, p.547).

나. 통합화 촉진요인 대 제한요인

다음으로 감독기구의 통합을 촉진하는 요인과 제한하는 요인을 살펴보기로 하자. 우선 통합을 촉진시키는 요인으로서 Monkiewicz(2007)는 첫째, 금융위기를 들었다. 일국이 금융위기를 겪게 되면서 분권화된 감독체계의 과거 감춰진 취약점들이 드러나면서 대형 금융기관이 실패하게 되면, 그로 인해 통합이 이루어지곤 하였다는 것이다. 대표적인 예가 한국(1997년), 일본(1998년) 및 호주(1998년)의 감독기구 통합이다.

둘째, 감독기구가 지나치게 세분화되어 있어서 그에 대한 문제점이 제기되면서 통합이 되곤 한다. 예로서 영국은 1998년 이전에 9개의 금융 감독기구가 있었는데, 이후 금융서비

32) Folkerts-Landau and Garber(1992), Giovanni(1992), Monticelli and Vinals(1993) 참조.

스국(Financial Services Authority)으로 감독이 단일화되었다(Briault, 1999).

셋째, 앞서 언급한 금융시장의 혼성효과와 그에 따른 금융 복합기업의 비중이 금융시장에서 커지면서, 그러한 금융시장 변화에 대응하여 자연스럽게 통합화가 이루어진다. Witteveen(2006)은 그 대표적인 예로서 네덜란드를 지목하여, 감독기구의 통합이 거대 금융 복합기업의 출현으로 인해 실행되었다고 하였다.

넷째, 전문화된 감독자원 확보의 어려움 때문에 통합이 촉진되기도 한다. 특히 소규모 국가의 경우 감독기구 통합에 매우 적극적이는데, 이는 시장수요에 대응하기 위해 부족한 감독자원을 공용할 수밖에 없기 때문이다.

다섯째, 규제기구의 통합(regulatory integration)에 대응하여 힘의 균형을 위해 감독기구도 통합할 필요성이 제기되기 때문이라고 하였다. 그 외에 벤치마킹 국가들에서 개혁의 방안으로 제시된 통합화를 모방하면서, 국제적으로 통합의 전시효과를 누리려는 의도도 있다고 하였다.

Masciandro and Quintyn(2008)은 정치경제학적 관점에서 감독기구 통합의 요인을 살펴보았다. 구체적으로 정책결정자의 개인적인 선호 또는 유인에 의해서 통합이 촉진될 수도 있다는 것이다. 즉 그들은 정책결정자가 사적인 유인에 의해, 고도로 조직적이고 영향력이 큰 금융산업의 요구를 대변하여 감독기구의 통합을 추진할 수 있다는 가설을 제시하였다.

Stigler(1971)의 포획이론(capture theory)에 따르면, 대중의 이익을 위해 행동해야 할 정책결정자가 산업에 포획되어 오히려 자신이 규제·감독을 해야 하는 자의 기득권에 지배당할 수 있다. 피감기관인 금융산업은 감독기구의 수가 적을수록 감독자에 대한 포획의 성공확률이 높아지기 때문에 감독기구의 통합을 원한다. 따라서 만일 정책결정자가 산업에 포획되었다면, 금융산업의 선호를 반영하여 감독기구의 통합을 촉진시킬 수 있다는 것이다. 이 경우 통합은 경제 전체의 후생을 고려한 것이 아니라, 피감기관의 이익이 우선시된 것이므로, 사회 후생 측면에서 열등하며, 감독의 효과와 효율을 떨어뜨리게 될 것은 당연하다.

이제 반대로 통합을 제한하는 요인들을 살펴보기로 하자. Monkiewicz(2007)에 따르면 첫째, 전통적으로 금융시장에서 규제 기반이 은행, 증권, 보험 부문으로 분리되어 있었고, 따라서 각 분야의 감독 역량뿐 아니라 감독 목적도 서로 다르다는 점을 지적하였다. 예를 들어, 은행부문은 감독의 목적이 시스템 안정인 반면, 보험은 소비자 보호, 증권은 투자자

보호에 초점을 두고 감독하므로, 이들을 통합된 하나의 감독기구가 임무를 수행하는 데에는 어려움이 있다는 것이다.

둘째, 각 부문별 피감기관의 영업 및 위험 체계가 서로 상이하다는 점이다. 은행부문은 주로 자산의 질 저하로 인해 시장이 악화되는 반면, 보험부문은 부채의 질 저하가 문제이고, 그리고 증권부문은 시장 위법행위가 시장을 위협한다. 그런데 이렇게 서로 다른 고려사항들을 한 지붕 아래 단일화된 감독기구에서 다루는 것은 쉽지 않다는 것이다.

마지막으로 국제적인 기준을 세우는 국제기관들이 기존의 부문별 구조를 계속 유지하고 있다는 점이다. 이들 간 공조가 점차 확대되어 가는 과정이지만, 아직도 각 부문별 전문 국제기관들이 부문별로 독립적인 기준과 규제를 내 놓고 있다는 것도 통합을 제한하는 요인이라고 하였다.

3. 감독구조에 있어서 중앙은행의 역할

중앙은행이 적어도 부분적으로라도 감독을 담당해야 한다는 당위성에는 크게 세 가지 논리가 있다. 첫째는 중앙은행이 최종대부자 역할을 하기 때문이고, 둘째는 중앙은행의 통화정책은 금융기관의 위험부담에 대한 가격에 영향을 미치기 때문이다. 마지막으로 중앙은행은 은행실패 시에 규제비용을 담당하는 주요 주체 중 하나이기 때문이다. 이 외에도 중앙은행은 독립성과 독립적인 통화정책 결정자로서의 여러 특권을 가지고 있으므로, 이러한 장점은 감독정책을 집행하는 능력을 제고시키고, 좋은 인력을 구하고 유지하는데 도움이 된다.³³⁾ 각각의 논리를 좀 더 상세히 설명하면 다음과 같다.

첫째, 기존의 여러 연구자들이 중앙은행이 통화정책 기능뿐 아니라 감독기능도 가져야 한다고 주장하는 주된 논리는 중앙은행은 은행실패 시 최종대부자의 역할을 하게 되므로 은행들의 도덕적 해이를 줄이기 위해서는 감독기능을 가져야 한다는 것이다. 또한 최종대부자의 역할에는 금융시장 안정의 책임이 따른다. 이를 위해서는 중앙은행은 금융시스템 전체의 리스크와 불안정성 정도를 알아야 할 필요가 있으므로, 감독기능을 가져야 한다는 것이다(Llewellyn, 2001). 특히 금융위기 동안에는 제때에 정보를 획득하는 것이 매우 중

33) Giddy(1994), Abrams and Taylor(2001), Lastra(1992).

요하며, 이는 중앙은행이 일상적으로 감독을 수행하는 것이 가장 좋은 방법이기 때문이다.³⁴⁾

둘째, 중앙은행의 통화정책은 인플레이션에만 영향을 미치는 것이 아니라 금융기관의 위험부담에 대한 가격에도 영향을 미친다. 즉 금융시장이 불안정할 때 중앙은행이 지나치게 관용적인 통화정책을 사용하면, 금융시장 참가자들에게 자신들의 잘못도 구제받을 것이라고 믿게 만들어서 지나친 위험부담을 취하게 만든다(Garicano and Lastra, 2010). 대표적인 예가 앨런 그린스펀이 미국 FRB 의장으로 재임하던 시절에 금융시장에 위기가 발생하면, 추가로 더 폭락하는 것을 막기 위해, 대규모 유동성을 공급하여 금융기관들로 하여금 위험부담을 확대하도록 했던 사실이다(이른바 ‘Greenspan put’이라고 부름). 이 경우, 통화당국자는 금융기관의 그러한 위험부담의 정도와 시스템의 불안정 수준을 알아야 하므로 중앙은행은 적어도 거시건전성 감독기능을 담당해야 한다는 것이다.

셋째, Goodhart and Schoenmaker(1995a)는 각국의 전통이나 관습과는 관계없이, 감독 권한은 금융기관의 실패에 대해 궁극적으로 누가 비용을 지불하느냐에 따라 결정되는 실증적인 문제라고 하였다. 스웨덴, 영국, 프랑스 및 이태리 등에서 훗날 중앙은행으로 발전하게 되는 특허은행(chartered bank)은 정부의 은행이었고, 19세기 후반까지 보통 규모가 가장 큰 은행이었다. 따라서 이들 은행은 명시적으로 혹은 암묵적으로 통화에 대해 지급(bullion)과의 태환가치를 유지하는 책임을 맡았고, 1914년까지 거시통화 정책의 주된 임무를 담당하였다. 뿐만 아니라 이들은 위기에 처한 은행에게는 단독으로 혹은 몇몇 은행들과 함께 최종대부자의 역할을 담당하거나 선도하였다. 이에 따라 감독의 기능도 자연스럽게 함께 발휘하게 되었다. 그러다가 은행위기의 규모가 중앙은행이 단독으로 혹은 몇몇 시중 은행들과 그룹으로 함께 감당할 수 있는 규모를 초과하게 되자, 결국 많은 경우 납세자에게 비용을 부담하게 될 수밖에 없었다.³⁵⁾ 그러면서 결국 감독의 책임이 점점 중앙은행으로부터 별도의 기구로 넘어가게 되었다는 것이다. 요컨대, Goodhart and Schoenmaker(1995a)에 따르면, 과거 은행실패에 대한 구제 혹은 보험이 중앙은행에 의해 주도될 때는 중앙은행이 감독임무를 수행하였으나, 최근에는 주로 납세자가 구제비용을 지불함에 따라 중앙은행 외의 다른 감독기구로 점차 감독의 책임이 넘어갔다는 것이다. 즉 중앙은행이 은행 구제에

34) Goodhart and Schoenmaker(1995b), Goodhart(1993), Haubrich(1996), Briault(1999), Llewellyn(1999), Abrams and Taylor(2001), Peek et al.(1999).

35) 대표적으로 1932~1933년의 미국과 독일 은행들, 혹은 1980년대 미국의 저축은행 사태를 예로 들 수 있다.

책임이 있을수록, 신용위험을 제한하기 위해 감독기능을 유지하고자 하는 경향이 있다는 것이다.

그렇다면 감독체계에 있어서 중앙은행의 역할은 감독기구 통합에는 어떠한 영향을 미칠 것인가? 이러한 질문에 대해 Masciandaro(2007, 2009)는 중앙은행이 감독에 개입하는 정도가 클수록 감독기구의 통합정도는 낮아짐을 발견하였다. 이를 Masciandaro는 중앙은행의 다분화 효과(central bank fragmentation effect)라고 칭하였으며, 이를 기업 거버넌스 관련문헌에서 최근 이용되는 ‘룰-기반 경로 의존’(rule-driven path dependence) 이론에 의해 설명할 수 있다고 하였다. ‘룰-기반 경로 의존’ 이론이란 정책결정자가 현재 시점에서 어떤 룰을 선택할 것인가는, 다른 조건이 일정하다면, 기존에 이미 존재하는 룰 그 자체의 성격에서 크게 벗어나지 않는다는 것이다.

이 이론을 감독기구 통합과정에 적용하면, 감독기구의 통합정도에 대한 정책결정자의 선택은 기존에 중앙은행이 감독에서 맡은 역할 수준에 달렸다는 것으로서, 제도적으로 기존 상태를 유지하는 연장선상의 과정이라는 것이다. 즉 만일 현재 중앙은행이 감독에 대해 관여도가 낮으면, 정책결정자는 더 이상 그것을 높이려 하지 않는다는 것이다((도덕적 해이 효과(moral hazard effect)³⁶⁾ 및 관료주의 효과(bureaucracy effect)³⁷⁾). 따라서 만일 감독기구의 통합이 이루어진다면 이는 중앙은행이 중심이 되는 것이 아니라, 새로운 단일 감독기구가 설립되는 경향이 있게 된다. 반대로, 현재 중앙은행이 감독에 관여하는 수준이 높으면, 정책결정자는 마찬가지로의 이유인 도덕적 해이 효과와³⁸⁾ 관료주의 효과에³⁹⁾ 의해 중앙은행의 감독권한을 더 이상 증대시키려 하지 않는다. 뿐만 아니라 그렇다고 중앙은행의 감독권한을 줄이고 새로운 단일 감독기구를 설립할 수도 없어서, 중앙은행의 평판도가 낮지 않은 한((평판도 효과(reputation endowment effect)⁴⁰⁾), 감독기구의 통합은 어려워

36) 도덕적 해이 효과란 중앙은행의 통화정책 기능과 감독기능 간의 이해갈등에서 비롯되는 것으로서, 만일 중앙은행이 감독기능까지 단독으로 갖게 되면, 감독자로서는 폐쇄시켜야 할 금융기관까지도 금융시스템 안정을 추구하는 중앙은행으로서 이를 구제하는 경우가 발생하므로, 이를 악용하는 피감기관의 도덕적 해이 문제가 발생할 수 있다는 것이다.

37) 관료주의 효과란 정책결정자는 통화정책 결정권이라는 엄청난 독점적 권한을 이미 가지고 있는 중앙은행에게 이에 더하여 감독기능까지 주어, 중앙은행의 관료적 영향력을 증가시키는 것을 꺼려한다는 것이다.

38) 여기서 도덕적 해이 효과란 이미 중앙은행이 은행부문에 대해 최종대부자 역할로 인해 안전망을 제공하고 있는데, 보험과 증권 부문까지 범위를 넓혀 안전망을 제공하는 것으로부터 발생하는 피감기관의 도덕적 해이를 말한다.

39) Quintyn and Taylor(2003) 및 Ingves(2004)는 초강력 감독기구는 권력이 지나치게 커질 수 있으며, 특히나 그것이 중앙은행인 경우에는 더욱 그렇다고 경고하였다

40) 평판도 효과란 중앙은행의 정책이 효과적이어서 평판이 좋으면 중앙은행의 감독권한을 축소시키기 어렵다는 것이다.

진다. 결국 중앙은행의 관여도와 통합도는 반비례하는 결과를 가져온다.

그렇다면 중앙은행이 통화정책 기능과 감독 기능을 동시에 담당하게 되면 어떤 문제점이 있을까? 첫째, Garicano and Lastra(2010)는 두 기능 중 감독기능에 대한 적절한 유인(incentive) 부족과 감독에 대한 성과측정이 어렵다는 점에서 문제가 발생할 수 있다고 하였다. 우선 통화정책 기능은 통화정책이라는 하나의 수단에 불가안정이라는 하나의 명백한 목표달성을 위해, 비교적 적은 수의 정책담당자와 직원을 필요로 한다. 반면, 감독기능은 광범위한 수단들(면허, 거시-미시 건전성 감독, 금융안정 점검, 최종대부자기능 집행 및 위기관리)을 가지고, 다수의 목표들(금융안정, 투자자 및 금융소비자 보호 등)을 위해, 다수의 기관들(중앙은행, 재무부 및 그 외 여러 감독기관들)과 수많은 담당자들이 관여하게 된다. 다시 말해서 중앙은행의 통화정책의 성공여부(예를 들어, 인플레이션 타깃팅)는 명백한 반면, 감독에 대한 성공여부는 매우 측정하기가 어렵다. 이렇게 난이도가 다른 복수의 과제를 한 기관이 수행해야 하는 경우, 그 기관은 성과측정이 상대적으로 쉬운 과제에 집중하는 대신, 중요함에도 불구하고 성과측정이 어려운 과제는 담당자들이 기피하는 경향이 있다.⁴¹⁾ 즉 인플레이션이라는 명확한 목표를 가진 중앙은행의 경우 인플레이션 목표 달성을 위해 금융감독 임무의 성공을 포기할 수 있다고 하였다.

둘째, 중앙은행이 감독업무까지 담당하다가 금융기관의 실패가 발생하면, 중앙은행에 대한 평판이 떨어져서 통화정책에 대한 신뢰까지도 추락할 수 있다. 이는 중앙은행의 독립성에도 안 좋은 영향을 주게 된다(Goodhart and Schoenmaker, 1995a).⁴²⁾ 왜냐하면 일반적으로 한 기관의 독립성은 평판에 의해서 많이 영향을 받게 되기 때문이다. 중앙은행 역할의 범위가 넓을수록, 정치적인 압력에 종속되기 쉬워서 결국 독립성이 위협받게 된다. 그런 의미에서 Goodhart and Schoenmaker(1995a)는 중앙은행은 통화정책에만 전념하는 것이 낫다고 하였다. 그러나 2008년 금융위기를 겪으면서 얻은 교훈은 시스템 위험 관리의 중요성이었다. 이에 따라 Cecchetti(2008)와 Buiters(2008) 등은 중앙은행의 감독참여론을 제기하였으며, Brunnemeier *et al.*(2009), Garicano and Lastra(2010) 등은 미시적 건전성 감독은 다른 감독기구가 담당하되 거시건전성 감독은 중앙은행이 맡아야 한다고 하였다.

41) Bengt Holmstrom and Paul Milgrom(1991), Bengt Holmstrom and Paul Milgrom(1994).

42) 이와는 반대의 인과관계로서 Goodhart and Schoenmaker(1995a, p.544)는 독립성이 낮은 중앙은행일수록 통화정책 기능과 감독기능을 함께 가지고 있는 경향이 있다고 하였다. 이는 정부로부터 독립성이 낮은 중앙은행 관료들은 자신들이 우위를 가질 수 있는 여타 분야(여기서는 금융기관의 미시감독)에서 더 많이 업무의 비중을 두게 되는 경향이 있기 때문이라고 하였다.



V. 감독구조 관련 실증분석 연구 서베이

감독구조에 관련된 실증연구가 많지 않음은 이미 언급하였다. 본고에서는 크게 두 가지 주제, 즉 감독구조 통합에 미치는 요인들에 대한 연구와 감독구조 통합의 효과에 대한 실증 연구를 서베이하고자 한다. 전자의 경우, 주로 감독구조 통합에 대한 경제적, 정치적, 제도적 요인뿐 아니라 중앙은행의 역할이 통합에 미치는 영향을 파악하고 있다. 후자의 경우, 대부분 감독구조 통합이 개별 금융기관 차원의 실패 혹은 경제 전반의 금융 안정성 및 거시경제 변수에 미치는 영향을 분석하고 있다. 특히 중앙은행이 감독기능을 담당할 경우의 효과에 대해 관심이 집중되고 있다.

우선 감독구조 단일화에 미치는 요인들을 다룬 실증분석 연구들을 살펴보기로 한다. 감독구조 통합에 미치는 요인을 실증분석하기 위해서는 우선 가장 필수적인 변수가 각국의 감독구조 통합 수준에 대한 계량측정 자료이다. 이에 대해 최초이자 유일하게 Masciandaro(2004)가 69개국에 대해 감독기구집중도(Financial Authorities Concentration, FAC) 지수를 고안하였다. 뿐만 아니라 감독 통합에 있어서 중앙은행의 역할도 중요한 연구분석 주제이므로, 이를 위해 중앙은행의 감독관여(Central Bank as Financial Authority; CBFA) 지수도 함께 고안하였다.⁴³⁾ 따라서 <표 2>에서는 이들 지수를 이용하여 감독구조 통합에 미치는 요인들을 실증 분석한 Masciandaro의 대표적인 연구들에 대해 주요 설명변수들과 그 실증결과, 관련자료 출처, 자료 수 및 방법론 등을 요약하여 정리하였다.

이하에서는 <표 2>를 중심으로 감독기구 통합에 미치는 요인으로서 각 연구에서 공통적으로 사용된 주요 설명변수를 중심으로 설명하기로 한다. <표 2>의 설명변수 옆에서 각 설명변수 옆에 괄호표시가 있는 경우, 괄호 안에는 두 가지 기호가 표시되어 있다. 우선 첫 번째는 ○ 또는 △ 인데, 만일 해당 설명변수가 통계적으로 유의하면 ○, 분석방법에

43) FAC 지수 및 CBFA 지수에 대한 자세한 설명은 Masciandaro(2004) 참조. 참고로 FAC 지수는 감독기구가 중앙은행을 중심으로 통합되었는지, 혹은 별도의 감독기구를 설립하고 이를 중심으로 통합되었는지에 대한 구분은 하지 않았다. FAC 및 CBFA 두 지수 자료는 이후 Masciandaro(2009)에서 91개국으로까지 확장되었다.

따라 유의하게 나타나거나 혹은 그렇지 않게 나타나기도 하면 △ 표시를 하였다. 두 번째 기호는 + 혹은 - 인데, 이는 해당 설명변수의 추정계수 부호를 표시한다. 설명변수 옆에 괄호표시가 없는 경우는 그 설명변수는 통계적으로 유의하지 않았음을 의미한다.

첫째, 중앙은행의 감독 관여도(CBFA)는 감독기구 통합에 매우 중요한 변수이다. 따라서 <표 2>에 정리한 연구들에 모두 설명변수로서 포함되어 있다. 실증결과를 보면 모든 연구에서 일관되게 유의하게 나타나며, 감독기구 통합 수준을 낮추는 것으로 나타난다. 이는 앞서 언급한 ‘룰-기반 경로 의존’ 이론에 따른 중앙은행의 감독기구 다분화효과 (central bank’s fragmentation effect) 가설을 지지한다고 볼 수 있다.⁴⁴⁾ 즉 중앙은행이 감독에 관여하는 수준이 높을수록 감독기구의 통합은 어려워진다는 의미이다. 한편, 이러한 결과는 어쩌면 중앙은행의 낮은 독립성에 기인하는 것일 수도 있다. 왜냐하면 Goodhart and Schoenmaker(1995a, p.544)에 따르면, 중앙은행의 독립성이 낮을수록 그러한 중앙은행 관료들은 자신들이 우위를 가질 수 있는 여타 분야, 즉 금융기관의 미시적 감독에 더 많이 업무의 비중을 두게 된다. 따라서 역시 중앙은행의 감독기구 다분화효과에 의해 감독기구의 통합 수준이 낮을 수 있기 때문이다.

둘째, 공공부문의 거버넌스(public governance) 설명변수 역시 대체로 그 수준이 높을수록 감독기구 통합수준을 높이는 것으로 나타난다. 공공부문 거버넌스는 그 사회의 정치행위 수준에 의해서도 영향을 받는다. 따라서 공공부문 거버넌스의 수준이 높을수록 정책결정자는 금융시장의 혼성효과를 반영하여, 감독의 건전성과 효율성을 높이기 위해 감독기구 통합을 추진하였을 것이기 때문이다.

셋째, 국가의 규모나 그 국가가 따르는 법적체계도 중요한 설명변수로 보인다. 국가의 규모(GDP, GNP 또는 인구의 크기로 측정)가 클수록 감독기구 통합수준은 대체로 낮은 것으로 나타난다. 이는 국가 규모가 작을수록 인적자원이 부족하여 어쩔 수 없이 감독기구의 통합이 촉진되기 때문일 수도 있다(Llewellyn, 2005). 또한 법적체계가 영미법(Common Law 혹은 Anglo-Saxon Law)이 아닌 대륙법(Civil Law 혹은 German and Scandinavian law)을 따르는 국가들이 대체로 감독기구의 통합 수준이 높은 것으로 나타난다.

44) 중앙은행의 감독기구 다분화효과는 도덕적 해이 효과, 관료주의 효과 및 중앙은행 평판도 효과에 기인함은 앞서 설명한 바 있다.

넷째, 금융산업의 집중도(concentration)가 높을수록 감독기구의 통합 수준이 높은 것으로 나타난다. 금융산업의 집중도는 금융시장 구조를 나타내는 변수이기도 하지만, Masciandaro and Quintyn(2008)에서는 정책결정자의 선호를 나타내는 변수로 대리변수로 사용하였다. Masciandaro and Quintyn(2008)는 감독기구의 통합에는 정책결정자의 선호가 중요한 영향을 미친다고 가정하고, 정책결정자의 선호에 대해 다음의 두 가지 상대되는 가설을 제시하였다. 하나는 최근 금융시장의 추세가 혼성효과에 따라 금융복합기업화되고 있는데, 정책결정자는 이러한 변화를 반영하여 공공의 후생증대를 위해 감독기구의 통합을 추진하는 경우이다. 이러한 정책결정자를 Masciandaro and Quintyn(2008)는 금융산업에 대한 ‘Helping Hand(HH)’라 칭하였다.⁴⁵⁾ 또 다른 하나는 정책결정자가 특정이해집단 즉 금융산업의 선호를 대변하여 감독기구의 통합을 추진할 수도 있다는 것이다. 금융산업은 집중도가 클수록 적은 수의 감독기구를 선호한다. 왜냐하면 Stigler(1971)의 포획이론에서처럼 감독기구의 수가 적을수록 정책결정자의 포획 확률이 높아지기 때문이다. 이러한 금융산업의 선호에 호응하여 자신의 사적유인을 추구하는 정책결정자를 ‘Grabbing Hand(GH)’라 하였다.⁴⁶⁾ 이에 따른 감독기구의 통합은 사회후생 측면에서 열등한 것이며 감독의 효과와 효율을 떨어뜨리게 된다. Masciandaro and Quintyn(2008)는 HH 정책결정자의 선호를 반영하는 대리변수로서, 최근 금융시장 추세인 금융복합기업화 수준(conglomeration)을 사용하였고, GH 정책결정자의 선호를 반영하는 대리변수로 금융산업 집중도(concentration)를 사용하였다. 두 변수가 감독기구 통합수준에 미치는 영향을 살펴본 결과, 금융복합기업화수준 변수는 유의하지 않은 반면, 금융산업 집중도는 유의하게 감독기구 통합을 높이는 것으로 나타났다. 즉 이는 감독기구 통합이 사적유인을 추구하는 정책결정자의 선호를 반영하고 있다는 의미이다.

이 외에 <표 2>에서 정리한 연구들에서 일관된 유의성을 보이지는 않았지만, 감독기구 통합에 영향을 주는 요인으로 언급될 수 있는 설명변수로는 금융시스템 구조(structure of financial system)를 나타내는 변수가 있다. 구체적으로 금융시장이 은행기반인지(bank-based) 혹은 시장기반(market-based)인지를 구분한 것인데, Masciandaro(2006)에서는 시장기반 금융시스템이 감독구조의 통합과 양의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다.⁴⁷⁾

45) Pigou(1938) 참조.

46) Shleifer and Vishny(1998) 참조.

뿐만 아니라 지리적 요인('유럽', 'EU' '지리적 위도'), 경제적요인('OECD 회원국', '일인당 GDP', '자본시장 규모',⁴⁸⁾ '금융위기'), 중앙은행 관련 변수('중앙은행 독립성', '중앙은행 역사'⁴⁹⁾) 및 감독구조 개혁의 전시효과를 반영하는 '감독구조 개혁연도' 변수 등도 설명변수로 사용하였으나, 이들 변수들은 그 설명력이 검증되지 않았다. 요약하면 감독기구의 통합 수준은 각국의 금융시장의 특징 및 제도적, 정치적, 법적 요인들에 의해 주로 영향을 받지만, 경제적, 지리적 요인은 크게 중요하지 않은 것으로 보인다.

다음으로 감독기구 통합의 효과에 관한 실증분석 연구들을 살펴보기로 한다. 대체로 2008년 금융위기를 기점으로 그 이전에는 감독기구의 통합이 금융 안정 및 건전성을 높인다는 여러 연구를 발견할 수 있다. Barth *et al.*(2002b)은 복수의 감독기구가 있는 국가들이 대체로 낮은 자본적정성 비율과 높은 파산 위험을 보이는 경향이 있음을 발견하였다. 또한 Goodhart and Schoenmaker(1995a)는 24개국에 대해서 1980년대와 90년대에 걸쳐 104개의 은행실패 자료를 이용하여, 감독기능의 통합정도가 높을수록 은행실패가 적음을 발견하였다.

그러나 2008년 금융위기는 아시아 금융위기 이후 전반적인 추세였던 감독기구 통합에 대해서 심각한 의구심을 갖게 하였다. 이러한 의구심은 연구결과로도 나타났는데, Masciandaro *et al.*(2011)에 따르면, 최근의 연구결과는 금융시장의 규제완화와 감독기구의 통합정도가 높을수록 위기 이후 경제회복(economic resilience)이 오히려 더딘 것으로 나타난다고 하였다. 뿐만 아니라 감독기구 통합이 경제 활성화와 안정성에 도움이 될 것이란 이전의 기대와는 배치되는 결과를 보인다고 하였다.⁵⁰⁾

47) 은행기반 혹은 시장기반 금융시장에 대한 자세한 설명은 Levine(2002)를 참조.

48) market capitalization/GDP.

49) 중앙은행의 나이, 여타 감독기구와 중앙은행의 나이 차이, 혹은 정부설립 나이와 중앙은행 나이의 차이.

50) Giannone *et al.*(2010), Caprio *et al.*(2010), Masciandaro *et al.*(2011) 참조.

〈표 2〉 감독기구의 통합요인

Papers	Dependent Variable	Explanatory Variable	Data	Subjects	Methodology
Masciandro (2006)	Degree of supervision unification	- Involvement of the central bank in supervision (O, -), public governance (O, +), GNP (O, -), structure of financial system (O, + for market-based system), legal roots (Δ , + for Civil Law), market capitalization, OECD membership, geographical factor (Europe, latitude).	- Dependent Var.: FAC Index - Explanatory Var.: CBFA Index, Demirgüç-Kunt and Levine (1999), World Bank, Kaufmann <i>et al.</i> (2003), La Porta <i>et al.</i> (1998)	68 countries	Probit Estimates of Equation
Masciandro (2007)	Degree of supervision unification	- Involvement of the central bank in supervision (O, -), public governance (O, +), GDP (O, -), structure of financial system, legal roots (Δ , + for Civil Law), market capitalization, OECD membership, geographical factor (Europe, latitude).	- Dependent Var.: FAC Index, - Explanatory Var.: CBFA Index, Demirgüç-Kunt and Levine (1999), World Bank, Kaufmann <i>et al.</i> (2003), Beck <i>et al.</i> (2000, 2003), La Porta <i>et al.</i> (1998)	89 countries	Logit and Probit Estimates of Equation
Masciandro and Quintyn (2008)	Degree of supervision unification	- Involvement of central bank in supervision (O, +), public governance, GDP, structure of financial system, legal roots (O, + for Civil Law), conglomeration, concentration in financial industry (O, + for GH type), EU membership (Δ), OECD membership, year of reform,	- Dependent Var.: FAC Index - Explanatory Var.: CBFA Index, World Bank, CIA, Central Banking Publications Ltd.(2005), Beck <i>et al.</i> (2000, 2001), Kaufmann <i>et al.</i> (2003)	88 countries	Logit and Probit Estimates of Equation
Masciandro (2009)	Degree of supervision unification	- Involvement of central bank in financial supervision (O, -), public governance (O, +), population (O, -), structure of financial system, legal roots (Δ , + for Civil Law), markets capitalization, GDP per capita, banking assets, geographical factor (Europe, latitude), EU membership, OECD membership, year of financial reform, financial crisis impact, central bank independence index, central bank age, central bank age compared to other supervisory authorities, central bank age compared to the country.	- Dependent Var.: FAC Index - Explanatory Var.: CBFA Index, Kaufmann <i>et al.</i> (2003), World Bank, CIA, Beck <i>et al.</i> (2001), Central Banking Publications Ltd. (2005), Honohan and Laeven (2005), Arnone <i>et al.</i> (2007)	91 countries	Ordered Logit Estimates of Equation

중앙은행이 감독업무까지 맡아야 하는가에 대해서는 초기의 실증분석에서는 부정적인 결과가 많았다. 예를 들어, Goodhart and Schoenmaker(1995a)와 Di Noia and Di Giorgio(1999)는 국제 횡단면 자료를 이용하여 중앙은행이 통화정책 기능과 감독기능을 함께 가지고 있을 때, 인플레이션이 평균적으로 더 높다는 것을 발견하였다. 또한 Ioannidou(2005)는(단독은 아니지만) 감독기능도 함께 가지고 있는 미국 Fed의 경우, 통화정책 기능이 감독행위에 영향을 미치고 있음을 보였다. 좀 더 자세히 설명하자면, Fed가 시중은행에 취한 공식적인 감독조치에 대한 자료를 이용하여, Fed가 연방기금금리를 높이면 그에 대한 보상으로 시중은행에 대한 감독의 태도를 완화한다는 것을 발견하였다. Feldman *et al.*(2003)은 미국 은행시스템에 관한 자료를 이용하여, 만일 Fed가 시중은행에 대한 감독 기밀자료를 접할 수 있게 되면, 거시경제 예측력을 제고시켜서 통화정책 성과를 높일 수 있는지 검증하였으나, 실증결과는 그러한 가설을 지지하지 않았다. 이렇게 중앙은행의 감독기능에 대해서는 초기에 부정적인 결과가 많았으나, 2008년 금융위기를 계기로 좀 다른 의견이 제기되고 있다. 부실한 거시건전성 감독이 위기발생의 주요원인 중 하나로 지목됨에 따라, 미시건전성 감독과 거시건전성 감독을 분리하되, 중앙은행이 거시건전성 감독자로서 가장 적합하다고 주장한다(Garicano and Lastra, 2010). 이에 따라 Nier *et al.*(2011)의 서베이에 의하면 2008년 위기 이후, 21개 국가 중 19개국에서 중앙은행이 거시건전성 감독을 담당하는 등 중앙은행의 감독 참여가 증대되고 있는 추세이다(Masciandaro *et al.*, 2011).



VI. 결론 및 함의

1990년대 후반 아시아 금융위기로부터 2008년 미국발 금융위기, 그리고 최근의 유럽위기까지 세계적 금융위기는 금융 규제·감독의 부실에서 비롯되었다는 비판과 각성이 지배적이다. 이에 따라 최근 금융감독의 질에 대한 논의가 정부부문은 물론 산업계 및 학계에서 두루 활발하다. 특히나 금융산업이 국가경제에서 차지하는 비중이나 경제발전에서 있어서의 중요도를 고려하면, 금융감독의 중요성은 아무리 강조해서 지나치지 않을 것이다. 그럼에도 불구하고 금융감독에 대한 연구는 대체로 1990년대 중후반부터야 세계적 금융위기를 경험하면서 주목을 받기 시작하여, 그 중요성에도 불구하고 아직까지도 연구의 축적이 상대적으로 그리 많지 않다.

금융감독의 질은 감독기구의 효과적인 구조와 양질의 규제거버넌스라는 두 축에 의해 구성된다(Masciandaro *et al.*, 2012, p.20). 이 두 축은 자동차의 양쪽 바퀴들과 같아서 어느 한 쪽만을 강조할 수 없다. 본고의 목적은 학계 최초로 이 두 주제와 관련된 기존 이론 및 실증 논의들의 방대한 전체집합을 연구하기, 소주제, 결론, 또는 분석기법 등 다양한 시각에 따라 체계적으로 서베이하는데 있다. 특히 국내에서 이 분야 학술연구를 촉발시키는 데 일조하는 것이 원래 취지이었음에도 불구하고, 본고는 정책적으로도 향후 금융감독 체계의 개편 등과 관련된 제도설계를 위하여도 직간접적으로 유익한 함의를 제공할 것으로 기대한다. 바람직한 금융감독체계를 위한 제도 개편을 위해서는 심도 있는 이론적 논의와 실증적 검증에 대한 고찰이 뒷받침되어야 하기 때문이다.

최근 (주로 외형상의) 조직개편과 직결된 최적 감독구조에 대한 국내논의는 비교적 활발한 반면, 실제 조직운용의 핵심 소프트웨어라고 할 수 있는 규제거버넌스에 대해서는 상대적으로 부차적인 우선순위를 두는 듯하다. 특히 한국은 감독기구 규제거버넌스의 모든 요소(즉 독립성, 책무성, 및 투명성)에서 전 세계 국가들의 평균보다 낮다. 따라서 효과적인 감독성과를 담보하기 위해서는 감독구조가 규제거버넌스를 충실히 제고시키는 방향으로 설계되어야 할 것이다. 그래야만 비로소 실질적 의미의 최적 감독체계의 확보가 실현될

수 있다.

뿐만 아니라 국내에서 ‘감독구조(supervisory architecture)’에 관한 논의를 하고 있는 최근 문헌들에서 제시되는 개편방안들도 대체로 다음과 같은 근거들로부터 도출되었던 것으로 보인다. 즉, 대개 다른 나라의 감독체계를 잣대로 사용하거나, 거버넌스이론들로부터의 일반적 추론에 근거하거나, 자체적으로 설정한 모형분석으로부터 도출하거나, 또는 규제기관이 갖는 보편적 특성 및 때로는 일화성 증거들에 근거하고 있다. 이들 모두 유익한 분석기법이 될 수 있다는 점을 부정할 수 없다. 하지만 좀 더 심층적인 이론 및 실증 분석결과에 근거하지 않은 점은 아쉬움으로 남는다.

본 연구의 서베이를 통해서 몇 가지 매우 흥미로운 뿐 아니라 시급한 연구주제들이 발견된다. 우선 초기 연구와는 달리 최근 들어서 규제거버넌스의 수준향상이 금융안정성 혹은 경제발전에 크게 기여하지 못하였다는 결과를 보인 논문들이 발견된다. 이에 대해 특히 공공선택이론적 시각에서 규제유예와 같은 관료적 속성에 대한 Kane(1990) 류의 비판과 다른 한편으로는 이미 잘 알려진 규제포획 문제를 고려할 때, 그러한 결과는 바로 금융감독자의 사적유인체계를 정확하게 반영하지 않았기 때문이라는 이유가 제시되었다. 따라서 이러한 시각의 접근에 대한 좀 더 심도 있는 연구가 요구된다.

또한 감독기구의 규제거버넌스 및 감독구조가 전체 금융시장, 개별 금융시장들, 또는 특정 산업의 다양한 성과에 미치는 영향에 관하여 아직 학계에서 충분히 연구되지 않았고, 그 결과 정형화된 결론을 도출하기에는 매우 미흡하다. 반면 시간이 흐를수록 이러한 질문들의 답변에 관한 수요는 급증하고 있다. 그만큼 향후 검증작업을 거쳐야 할 연구주제는 매우 다양하게 제시되고 있다. 대표적인 예로서, 실제 감독과정까지 포착할 수 있는 좀 더 정교한 규제거버넌스 대리변수의 발굴, 거버넌스연계론에 등장하는 주요 부문들 사이의 연계성, 주로 외국의 기관이나 학자들에 의해 조사된 한국 규제거버넌스의 수준에 대한 정교한 검토, 감독구조 변화의 원인과 효과, 감독에 있어서 중앙은행의 역할, 감독구조와 규제거버넌스 간 상호작용의 패턴, 통화정책과 감독체계의 연관성 등, 이들 모두 세계화로 금융불안정 개연성이 날로 심화되어가는 시점에서 시급히 연구해야 할 주제들이다.

참 고 문 헌

[국내문헌]

- 고동원, “개편된 금융감독기구의 문제점과 개선방향”, 『금융법연구』, 제5권, 제1호, 한국금융법학회, pp.129-154, 2008.
- 고동원, “현행 금융감독기구 체제의 문제점과 개편 방향”, 『성균관법학』, 제24권, 제2호, 성균관대학교 법학연구소, pp.441-475, 2012.
- 국민권익위원회, 『금융 감독 업무의 투명성·실효성 제고방안』, 2010.
- 김동진, “현행 금융감독제도의 문제와 개선방안”, 『금융법학회』, 제1권, 제2호, pp.52-82, 2004.
- 김인배·김일중, “금융감독기구의 규제거버넌스와 금융안정성”, 『금융연구』, 제27권, 제3호, 한국금융학회, pp.29-68, 2013.
- 김우찬, “금융감독체계 개편방향과 각 감독기구별 지배구조”, 『금융감독체계 개혁 방안』(김우찬, 정미화, 정재욱), 경실련 주최 국회심포지엄, pp.5-37, 2012.
- 김흥기, “우리나라 금융감독체계의 문제점 및 개선방안”, 한국경제학회 주관 토론회 『10년 후를 내다보는 금융감독체계 개편방향』, pp.35-58, 2012.
- 김홍범, “통합금융감독체계의 이론과 실제”, 『한국경제연구』, 제10권, 한국경제학회, pp.5-45, 2003.
- 오정근, “바람직한 금융감독제도의 형태와 지배구조”, 한국경제학회 주관 토론회 『10년 후를 내다보는 금융감독체계 개편방향』, pp.13-34, 2012.
- 윤석현·고동원·빈기범·양채열·원승연·전성인, “금융감독체계 개편, 어떻게 할 것인가?”, 2012년 한국금융학회 정기학술대회 특별 정책심포지엄, 2012.
- 윤석현·김대식·김용제, “금융감독기구 지배구조의 재설계”, 『상사법연구』, 제24권, 제2호, 한국상사법학회, pp.401-445, 2005.
- 이동걸·전성인·김자봉, “새로운 감독체계의 기본원리와 방안 - 유인합치원리에 기초한 국내 감독체계 평가와 개선”, 한국은행 통화금융연구회 세미나 발표자료, 2012.
- 정미화, “금융감독실패 미시적 시스템 개선”, 『금융감독체계 개혁 방안』(김우찬, 정미화, 정재욱), 경실련 주최 국회심포지엄, pp.73-125, 2012.

- Abrams, R. K. and M. W. Taylor, "Assessing the Case for Unified Sector Supervision", *London School of Economics Financial Markets Group Special Papers* 134, 2001.
- Allen, Franklin, and Elena Carletti, *The Global Financial Crisis: Causes and Consequences*, Mimeo, 2009.
- Arnone, M. and A. Gambini, "Architecture of supervisory authorities and banking supervision", in Masciandaro, Donato and Marc Quintyn (eds.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Edward Elgar, Cheltenham, pp.262-308, 2007.
- Arnone, Marco, Salim M. Darber, and Alessandro Gambini, *Banking Supervision: Quality and Governance, IMF Working Paper*, WP/07/82, Washington D.C.: International Monetary Fund, 2007.
- Barth, J. R., D. E. Nolle, T. Phumiwasana, and G. Yago, "A cross country analysis of the bank supervisory framework and bank performance", *Financial Markets, Institutions and Instruments* 12(2), pp.67-120, 2002a.
- Barth, J. R., L. G. Dopico, D. E. Nolle, and J. A. Wilcox, "An International Comparison and Assessment of the Structure of Bank Supervision", *Corporate Finance Review* 6(6), 2002b.
- Barth, James R., Gerard Caprio Jr., and Ross Levine, "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?" *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, pp.205-248, 2004.
- Barth, James R., Gerard Caprio Jr., and Ross Levine, "The Regulation and Supervision of Banks around the World: A New Database", in Litan, R. E. and R. Herring (eds.), *Integrating Emerging Market Countries into the Global Financial System*, Brookings Institution Press, pp.183-240, 2001.
- Barth, James R., Gerard Caprio Jr., and Ross Levine, *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*, Cambridge: Cambridge University Press, 2006.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and R. Levine, "Bank Supervision and Corporate Finance", *NBER Working Paper*, No. W9620, 2003.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine, "A New database on financial development and structure", *World Bank Economic Review* 14, pp.597-605, 2000. [Data updated to 2007 at <http://econ.worldbank.org>]
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine, "Law, Politics and Finance. World Bank Policy Research", *Working Paper*, No. 2585, Washington, DC, 2001.
- Briault, C. B., "The Rationale for a Single National Financial Services Regulator", *UK FSA Occasional Paper* 2, 1999.
- Brunnemeier, Markus, Andrew Crocket, Charles Goodhart, Martin Hellwig, Avinash D. Persaud, and

- Hyun Shin, “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, *Geneva Reports on the World Economy* No. 11, 2009.
- Buiter, Willem H., *Lessons from the North Atlantic financial Crisis*, paper presented at the conference “The role of Money Markets”, Columbia Business School and Federal Reserve of New York, May 29-30, 2008.
- Caprio, G., V. D’Apice, G. Ferri, and G. W. Puopolo, “Macro Financial Determinants of the Great Financial Crisis: Implications for Financial Regulation”, *MPRA Paper*, No. 26088, Available via the Internet: <http://ssrn.com/abstract=1788063>, 2010.
- Carmichael, Jeffrey, “Public Sector Governance and the Finance Sector”, in Litan, Robert E., Michael Pomerleano, and V. Sundararajan (eds.), *Financial Sector Governance: The Roles of the Public and Private Sectors*, Washington D.C.: Brookings Institution Press, pp.121-162, 2002.
- Cecchetti, Stephen G., “The Subprime Series, Part 3: Why Central Banks should be Financial Supervisors”, in Felton, Andrew and Carmen Reinhart (eds.), *The First Global Financial Crisis in the 21st Century—A VoxEU.org Publication*, Centre for Economic Policy Research, pp.21-24, 2008.
- Čihák, Martin, and Richard Podpiera, “Experience with Integrated Supervisors: Governance and Quality of Supervision”, in Masciandaro, Donato and Marc Quintyn (eds.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Cheltenham: Edward Elgar, pp.309-341, 2007.
- Cukierman, Alex, “Reflections on the Crisis and on Its Lessons for Regulatory Reform and for Central Bank Policies”, *Journal of Financial Stability*, vol. 7, pp.26-37, 2011.
- Das, Udaibir, and Marc Quintyn, “Financial Crisis Prevention and Crisis Management-The Role of Regulatory Governance”, in Litan, Robert E., Michael Pomerleano, and V. Sundararajan (eds.), *Financial Sector Governance: The Roles of the Public and Private Sectors*, Washington D.C.: Brookings Institution Press, pp.163-208, 2002.
- Das, Udaibir, Marc Quintyn, and Kina Chenard, *Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis*, *IMF Working Paper*, WP/04/89, Washington D.C.: International Monetary Fund, 2004.
- Dattels, Peter, Rebecca McCaughrin, Ken Miyajima, and Jaume Puig, “Can You Map Global Financial Stability?”, *IMF Working Paper*, WP/10/145, Washington D.C.: International Monetary Fund, 2010.
- De Krivoy, Rude, *Collapse: The Venezuelan Banking Crisis of 1994*, Washington, D.C.: Group of Thirty, 2000.
- De Luna Martinez, J. and T. A. Rose, “International Survey of Integrated Financial Sector

- Supervision”, *Policy Research Working Paper*, No. 3096, Washington: World Bank, 2003.
- Demirgüç-Kunt, A. and R. Levine, “Bank Based and Market Based Financial Systems: Cross Countries Comparisons”, *Working Paper*, No. 2143. The World Bank, 1999.
- Demirgüç-Kunt, Asli and Enrica Detragiache, “Basel Core Principles and Bank Soundness: Does compliance matter?” *Journal of Financial Stability*, vol. 7, pp.179-190, 2011.
- Demirgüç-Kunt, Asli and Enrica Detragiache, “Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, pp.1373-1406, 2002.
- Demirgüç-Kunt, Asli, Enrica Detragiache, and Thierry Tressel, “Banking on the Principles: Compliance with Basel Core Principles and Bank Soundness”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 17, pp.511-542, 2008.
- Di Noia, C. and G. Di Giorgio, “Should Banking Supervision and Monetary Policy Tasks be Given to Different Agencies?”, *Universitat Pompeu Fabra Department of Economics and Business Working Papers* 411, 1999.
- Dijkstra, Robert J., “Accountability of Financial Supervisory Agencies: An Incentive Approach”, *Journal of Banking Regulation*, vol. 11, pp.115-128, 2010.
- Feldman, R. J., J. Kim, p.J. Mille, and J. E. Schmidt, “Are Banking Supervisory Data Useful for Macroeconomic Forecasts?”, *Contributions to Macroeconomics* 3(1), 2003.
- Folkerts-Landau, D. and p.M. Garber, “The ECB: A Bank or A Monetary Policy Rule?”, in Canzoneri, Matthew B., Vittorio Grilli, and Paul R. Masson (eds.), *Establishing a Central Bank. Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press, Cambridge, 1992.
- Garicano, L. and R. M. Lastra, “Towards a new architecture for financial stability: seven principles”, *Journal of International Economic Law* 13(3), pp.597-621, 2010.
- Giannone, D., M. Lenza, and L. Reichlin, “Market Freedom and the Global Recession”, *CEPR Discussion Paper Series*, No. 7884, 2010.
- Giddy, I. H., *Who Should be the Banking Supervisors?*, a paper presented at the seminar on Current Legal Issues Affecting Central Banks, *International Monetary Fund*, May 10, 1994.
- Giovanni, A., “Central Banking in a Monetary Union: Reflections on the Proposed Statute of the European Central Bank”, *Occasional Paper*, No. 9, CEPR, London, 1992.
- Goodhart, C. and D. Schoenmaker, “Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies” both in Goodhart, Charles (ed.), *The Central Bank and the Financial System* (MIT Press), pp.333-414, 1995b.
- Goodhart, C. and D. Schoenmaker, “Should the functions of the monetary policy and banking supervision be separated?”, *Oxford Economic Paper* 47(4), pp.539-560, 1995a.

- Goodhart, C., "Price Stability and Financial Fragility" both in Goodhart, Charles (ed.), *The Central Bank and the Financial System* (Basingstoke: MacMillan Press), pp.263-303, 1993.
- Goodhart, Charles, *The Emerging Framework of Financial Regulation*, a collection papers compiled by the Financial Markets Group of London School of Economics, London: Central Banking Publications Ltd, 1998.
- Hartcher, Peter, *The Ministry: How Japan's Most Powerful Institution Endangers World Markets*, Boston: Harvard Business School Press, 1998.
- Haubrich, J. G., "Combining Bank Supervision and Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, November 1996.
- Holmstrom, B. and p.Milgrom, "Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design", *Journal of Law, Economics, & Organization* 7, pp.24-52, 1991.
- Holmstrom, B. and p.Milgrom, "The Firm as an Incentive System", *American Economic Review*, pp.972-991, 1994.
- Honohan, p.and L. Laeven (eds.), *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, Cambridge: Cambridge University Press, 2005.
- Hüpkens, Eva, Marc Quintyn, and Michael W. Taylor, "The Accountability of Financial Sector Supervisors: Theory and Practice", *European Business Law Review*, vol. 16, pp.1575-1620, 2005.
- Ingves, S., "Issues in the Unification of Supervision: Lessons from the Swedish Experience." in Fleming, A., D. T. Llewellyn, and J. Carmichael (eds.), *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, Washington D.C., The World Bank, 2004.
- Ioannidou, V., "Does Monetary Policy Affect the Central Bank's Role in Bank Supervision", *Journal of Financial Intermediation* 14(1), p.58, 2005.
- Kane, Edward, "Principal-Agent Problems in S&L Salvage", *Journal of Finance*, vol. 45, pp.755-764, 1990.
- Kaufmann, D., A. Kraay, and M. Mastruzzi, "Governance Matters III: Governance Indicators 1996-2002", *Working Paper*, No. 3106, The World Bank, 2003.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106, pp.1113-1155, 1998.
- Lastra, R. M., "The Independence of the European System of Central Banks", *Harvard International Law Journal* 33(2), p.475, 1992.
- Lastra, Rosa M., *Central Banking and Banking Regulation*, London: Financial Markets Group, London School of Economics, 1996.

- Levine, R., “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”, *William Davidson Working Paper*, No. 442, 2002.
- Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck, “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, pp.31-77, 2000.
- Lindgren, Carl-Johan, Thomas J.T. Balinö, Charles Enoch, Anne-Marie Gulde, Marc Quintyn, and Leslie Teo, *Financial Sector Crisis and Restructuring Lesson from Asia*, Washington D.C.: International Monetary Fund, 1999.
- Llewellyn, D. T., “Integrated Agencies and the Role of Central Banks”, in Masciandaro, Donato (ed.), *The Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005.
- Llewellyn, D. T., “The Economic Rationale for Financial Regulation”, *UK FSA Occasional Paper* 1, 1999.
- Llewellyn, D. T., *Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues*, a paper presented at a World Bank Seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs, Washington D.C., June 6-7, 2006.
- Llewellyn, D. T., *Unified Financial Supervision: Some Key Issues and Perspectives*, a mimeo from Conference on the Challenges of Unified Financial Supervision, Central Bank of Estonia, Tallinn, 2001.
- Majone, Giandomenico, “Strategy and Structure: The Political Economy of Agency Independence and Accountability”, in OECD (ed.), *Designing Independent and Accountable Regulatory Agencies for High Quality Regulation*, Proceedings of an Expert Meeting in London (January 10-11), Organization for Economic Cooperation and Development, pp.126-155, 2005.
- Masciandaro, D. and M. Quintyn, “Measuring financial supervision architecture and the role of central banks”, *Journal of Financial Transformation* 32, 2011.
- Masciandaro, D., “Divide et impera: Financial supervision unification can central bank fragmentation effect”, *European Journal of Political Economy* 23, pp.285-315, 2007.
- Masciandaro, D., “E Pluribus Unum? Authorities' Design in Financial Supervision: Trends and Determinants”, *Open Economies Review* 17, pp.73-102, 2006.
- Masciandaro, D., “Politicians and financial supervision unification outside the central bank: Why do they do it?”, *Journal of Financial Stability* 5, pp.124-146, 2009.
- Masciandaro, D., R. V. Pasini, and M. Quintyn, “The economic crisis: Did financial supervision matter?”, *IMF Working Paper*, 2011.
- Masciandaro, Donato, “Unification in Financial Sector Supervision: The Trade-off Between Central Bank and Single Authority”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 12,

pp.151-169, 2004.

Masciandaro, Donato, and Marc Quintyn, “Helping Hand or Grabbing Hand? Politicians, Supervision Regime, Financial Structure and Market View”, *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 19, pp.153-173, 2008.

Masciandaro, Donato, Marc Quintyn, and Michael W. Taylor, “Inside and Outside the Central Bank: Independence and Accountability in Financial Supervision Trends and Determinants”, *European Journal of Political Economy*, vol. 24, pp.833-848, 2008.

Masciandaro, Donato, Rosaria V. Pansini, and Marc Quintyn, “The Economic Crisis: A Story of Supervisory Failure and Ideas for the Way Forward”, in Balling, Morten, Frank Lierman, Freddy Van den Spiegel, Rym Ayadi, and David T. Llewellyn (eds.), *New Paradigms in Banking, Financial Market and Regulation?*, SUERF - The European Money and Finance Forum, pp.19-40, 2012.

Mishkin, Frederic S., “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, pp.3-20, 1999.

Mohr, Benjamin and Helmut Wagner, “A Structural Approach to Financial Stability: On the Beneficial Role of Regulatory Governance”, Mimeo, 2011.

Monkiewicz, J., “Integrated, Consolidated or Specialized Financial Markets Supervisors: Is there an Optimal Solution?”, *The Geneva Papers* 32, pp.151-162, 2007.

Monticelli, C. and J. Vinals, “European Monetary Policy in Stage Three: What are the Issues?”, *Occasional Paper*, No. 12, CEPR, London, 1993.

Nier, E., J. Osiński, L. Jácome, and p.Madrid, “Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylized Institutional Models”. *IMF Working Paper*, WP/11/250, 2011.

Peek, J., E. S. Rosengren, and G. M. B. Tootell, “Is Bank Supervision Central to Central Banking?”, *Quarterly Journal of Economics* 114(2), p.629, 1999.

Pigou, A., *The economics of welfare*, London: Macmillan & Co, 1938.

Podpiera, Richard, “Does Compliance with Basel Core Principles Bring Any Measurable Benefits?” *IMF Staff Papers*, vol. 53, pp.306-325, 2006.

Ponce, Jorge, *A Normative Analysis of Banking Supervision: Independence, Legal Protection and Accountability*, Banco Central Del Uruguay, 2010.

Quintyn, M. and M. W. Taylor, “Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability”. *CESifo Economic Studies* 49(2), pp.259-294, 2003.

Quintyn, Marc, “Governance of Financial Supervisors and its Effects - A Stocktaking Exercise”, *SUERF Studies*, 2007, SUERF - The European Money and Finance Forum, number 2007/4.

- Quintyn, Marc, and Michael Taylor, “Robust Regulators and Their Political Masters: Independence and Accountability in Theory”, in Masciandaro, Donato and Marc Quintyn (eds.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Cheltenham: Edward Elgar, pp.3-40, 2007.
- Quintyn, Marc, Silvia Ramirez, and Michael W. Taylor, “The Fear of Freedom: Politicians and the Independence and Accountability of Financial Supervisors in Practice”, in Masciandaro, Donato and Marc Quintyn (eds.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Cheltenham: Edward Elgar, pp.63-116, 2007.
- Rochet, Jean-Charles, “Why are there so many Banking Crises?” in Rochet, Jean-Charles (ed.), *Why are there so many Banking Crises?: The Politics and Policy of Bank Regulation*, Princeton: Princeton University Press, pp.21-34, 2008.
- Roubini, Nouriel, *Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization*, RGE Monitor, 2008.
- Schüler, Martin, *Incentive Problems in Banking Supervision – The European Case*, Centre for European Economic Research, ZEW Discussion paper, No. 03-62, 2003.
- Shleifer, A. and R. Vishny, *The grabbing hand*, 1998, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Stigler, G., “The theory of economic regulation”, *Bell Journal of Economics and Management Science* 2, pp.3-21, 1971.
- Sundararajan, Vasudevan, David Marston, and Ritu Basu, “Financial System Standards and Financial Stability: The Case of the Basel Core Principles”, *IMF Working Paper*, WP/01/62, 2001, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Witteveen, D., *View of DNB on Supervision 2006-2010*, 2006, Warsaw: DNB.