

# KDI 政策研究

제26권 제2호(통권 제94호)

## 중앙은행 적립금의 운용에 관한 공공선택이론적 연구 - 61개국 자료를 이용한 실험적 접근 -

김 인 배

(송실대학교 경제국제통상학부 교수)

김 일 중

(송실대학교 경제국제통상학부 교수)

권 윤 섭

(송실대학교 경제학과 석사과정)

A Public Choice Study on the Use of the Central Bank's Reserved Profits:  
An Experimental Approach Through 61 Countries' Data

Inbae Kim

(Professor, Soongsil University)

Iljoong Kim

(Professor, Soongsil University)

Yunsub Kwon

(M.A., Soongsil University)

\* (김인배-제1저자, 김일중-교신저자) 2004년 한국경제연구학회 학술대회 발표 때 유익한 지적을 해주신 한국은행 금융경제연구원 함정호 원장님과 조선일보 최성환 박사님께 감사를 드린다. 또한 특별히 본 논문에 대해 비판적이면서도 건설적인 제안과 함께 참고자료까지 제공해 주신 익명의 논평자 두 분께 심심한 감사를 드린다. 본 연구는 송실대학교 교내연구비 지원으로 이루어졌다.

- 핵심주제어: 중앙은행 적립금, 공공선택이론, 재량권, 통화정책, 재할인정책
- JEL 코드: D7, K4

## ABSTRACT

Although various publicly reserved funds have recently come to the fore of academic and policy-making attention in Korea, researchers rarely take up the issue of the reserve fund retained from annual profits by the central bank (i.e., the Bank of Korea). Starting with the general public choice premise that bureaucrats seek to maximize their discretionary budget, this paper first provides a theoretical reasoning why central bank's bureaucrats would prefer retaining annual profits to turning them to the Treasury. The major tenet to be emphasized is that retained profits as a reserve fund can give the central bankers discretionary power in their disposition. In particular, we focus on the close relationship between the reserve fund and the discount windows. The latter, as a monetary instrument, has traditionally been demonstrated to cause secrecy, arbitrariness, and other bureaucratic amenities in the previous literature. Subsequently, this paper, based on 61 countries data, empirically verifies that the central bank's reserve fund is at least partially used to additionally increase the discount windows. Since an excessive use of discount windows results in inflationary bias, we conclude the paper with some policy suggestions to have such bureaucratic power of discretion in check. This paper, if in its experimental nature yet, is expected to shed a critical implication for establishing the meaningful independence of the central bank to a host of countries.

.....

최근 국내에서는 『특별회계 및 기금 정비방안』에 관한 공청회가 열리는 등 공공기관에 의한 기금 및 적립금의 목적과 운용 행태에 대한 관심이 촉발되고 있다. 그러나 공공경제학을 공부하는 이들에게 중앙은행의 적립금은 별 관심의 대상이 아니었다. 다분히 실험적 연구의 성격을 띤 본 논문은 61개국 자료를 이용하여 각국 중앙은행이 내부 유보한 적립금이 통화정책 당국의 재량권 확대 유인과 밀접한 관련이 있음을 보인다. 구체적으로 통화정책에 있어서 통화당국 관료의 재량권 여지가 큰 중앙은행 대출이 적립금과 직접적인 관계가 있음을 실증분석을 통해 검증한다. 한국의 경우, 이미 김인배 외(2001)에서 중앙은행 적립금이 중앙은행 대출과 관련이 있음을 보였던바, 이를 국제자료를 통해 확인함으로써 중앙은행 적립금의 성격과 의미를 재고하며 동시에 가설의 일반화를 시도한다.

*"We should not expect that a monetary authority will naturally pursue the optimal social benefits achievable with cleverly designed stabilization policies."* (Brunner[1981])

## I. 서 론

공공기관에 의한 기금 또는 적립금의 종류는 매우 다양하다.<sup>1)</sup> 기금은 정부의 재정수요를 보조적으로 충족시키기 위한 것임에 반해 공공기관의 적립금은 이익금 발생으로부터 미래의 손실을 대비하기 위한 것이라는 차이는 있다. 하지만 양자 모두 미래의 지출을 위해 재원을 미리 마련해 놓는다는 점에서는 유사하다고 할 수 있을 것이다. 최근 이러한 공공기관에 의한 기금 및 적립금의 목적과 운용행태에 대한 관심이 촉발되고 있다. 2004년 9월 13일 정부중앙청사에서는 한국개발연구원 주관으로 『특별회계 및 기금 정비방안』에 관한 공청회가 개최되었다. 22개의 특별회계와 57개에 달하는 각종 정부기금들의 방만한 운영으로 인해 재정운영의 투명성과 효율성이 저해되고 있다는 비판이 끊이지 않았기 때문이다.

이에 비해 공공경제학을 공부하는 이들에게조차 공공기관에 의한 적립금, 특히 한국은행의 적립금은 규모면에서 2003년 말 현재 5조 7,500 억원으로 본원통화의 무려 14%나 됨에도 불구하고, 별 관심의 대상이 되지 못한 것이 사실이다. 실제로 어떻게 운용되고 있는지 그로 인한 경제성과는 어떤지, 이에 대한 관찰과 연구가 거의 없었다고 해도 과언이 아니다.

중앙은행의 적립금이란 법적으로 중앙은행이 미래에 흑 발생할지 모르는 손실에 대비하기 위해 회계기간 동안 발생한 이익금 중 일정액을 적립한 것이다. 이익금 처분에는 크게 두 가지 방법이 있는데, 하나는

---

1) 2004년 9월 말 현재 정부기금의 종류는 총 57개에 달하며, 250개 지방자치단체의 2,253개 지방기금이 있다. 또한 한국은행을 포함하여 손익을 창출하는 공기업은 모두 적립금을 쌓아두고 있다.

한국처럼 이익금을 내부에 유보하는 방법과 다른 한 가지는 미국처럼 이익금을 정부에 반납하는 것이다. 중앙은행의 이익금 처분에 관해서는 외국 학계에서는 이미 많은 연구가 있어 왔다. 그러나 기존의 해외 논문들 대부분이 이익금을 정부에 반납하는 미국의 경우를 주제로 한다. 요지는 수입 중 지출을 제외한 이익금을 정부에 반납하게 되어 있는 미 연준의 예산제도상, 미 연준이 관료적 유인에 따라 지출을 극대화하기 위해 확대통화정책을 선호하는 경향이 있다는 것이다.<sup>2)</sup> 반면 한국처럼 이익금의 상당부분을 내부 유보하는 경우, 그로 인한 경제성과를 연구한 논문은 국내외적으로 매우 제한적이다. 특히 이에 관한 국내 연구는 거의 전무한 상태인데, 이런 점에서 고영선(2003)이 정부의 준재정활동으로서<sup>3)</sup> 특히 한국은행 이익금 처분의 문제점을 지적하였다는 것은 매우 고무적이다.

다행스럽게도 필자들은 이미 김인배 외(2004)에서 중앙은행의 적립금이 관료의 재량권 확대 유인과 결합될 때, 인플레이션 편의를 유발함을 국제자료를 이용하여 밝힌 바 있다. 여기서 중요한 전제는 적립금이 중앙은행 관료의 재량권 발휘에 사용된다는 것이었다. 그러나 이 논문에서는, 적립금이 재량권 발휘에 과연 어떻게 사용될 것인가에 대해 명확한 답을 제시하지 못한 채 시급히 해결해야 할 과제로 남겨둔 바 있다. 본 논문은 바로 이 주제를 다룬 것으로서, 연구의 목적은 중앙은행의 적립금이 상대적으로 재량권 발휘의 여지가 큰 중앙은행 대출에 사용될 수 있음을 각국의 법조항을 통해 추론하고, 또 실증적으로 검증하는 것이다.

본 논문의 순서는 다음과 같다. 우선 제Ⅱ장에서는 중앙은행의 적립금이 관료의 재량예산이 될 수 있음을 보인다. 제Ⅲ장에서는 적립금이

2) Toma(1982), Shughart and Tollison(1983), Toma and Toma(1985), Boyes, Mounts, and Sowell(1988, 1998) 및 Mounts and Sowell(1996) 참조. 또한 중앙은행의 정책결정과정 에 대하여 공공선택론적인 자세한 설명은 Kim and Kim(2005)을 참조할 수 있다.

3) 고영선(2003, p.101)의 정의에 따르면, 준재정활동(quasi-fiscal activities)이란 중앙은행 과 같은 공기업이 수행하는 활동 가운데 정부정책의 성격이 강한 활동을 일컫는다. 이들은 통상 재정수지 통계에는 포착되지 않으므로 재정 건전성을 판단하는 데 어려움을 초래한다. 이런 점에서 고영선(2003, p.111)은 비록 본 논문과 다른 시각에서 본 것이지만, 한국은행 이익금의 정부반납의 문제점을 제시하였다.

중앙은행 대출로 사용될 수 있다는 가설을 세우고 이를 기존의 문헌과 각국 법조항을 조사하여 뒷받침한다. 제IV장에서는 제III장의 가설을 국제자료를 이용하여 검증한 후, 제V장에서 결론과 함께 본 논문의 결과를 토대로 간략히 정책대안을 제시하며 논문을 맺는다.

## II. 중앙은행 적립금과 재량예산

### 1. 적립금의 개요

중앙은행의 적립금이란 매 회계연도에서 발생한 중앙은행 이익금의 전부 혹은 일부를 중앙은행 내부에 적립한 것이다. 우선 한국의 경우, 『한국은행법』(2003년 9월 개정) 제99조에 따르면 한국은행은 매 회계연도마다 결산상 순이익금의 10%를 적립하여야 하며(법정적립금), 나머지가 있는 때에는 특정 목적을 위해 정부의 승인을 얻어 적립할 수 있고(임의적립금), 잔여 순이익금은 정부의 일반세입으로 납부하여야 한다. 필자들은 한국 이외에도 영문본이 마련되어 있는 것 중 무작위로 선택한 25개 중앙은행법을 조사하여, 각국 중앙은행 적립금의 공식 명칭, 목적 및 2001년 말 기준 본원통화 대비 적립금 규모 등을 <표 1>에 정리하였다. <표 1>에서 보는 바와 같이 25개 국가 중 11개 국가는 적립금의 목적을 명시적으로 정해 놓고 있는데, 대체로 “잠재적 손실에 대비하기 위한” 것이라고 정하고 있다.<sup>4)</sup> 그 외 적립금의 목적이 적시되어 있지 않은 나머지 14개 국가들에 대해서, 필자들은 적립금의 목적을 암시할 만한 조항을 찾기 위해 면밀히 중앙은행법을 살펴보았으나 찾을 수 없었다.

4) 한국에서 이익금의 이러한 적립 목적은 일차적으로 『한국은행법』 제100조에서 밝힌 대로 “한국은행의 회계연도에 있어서 발생한 손실은 적립금으로 보전”하기 위함이며, 임의적립금은 『한국은행법』 제99조 2항에서 정한 대로 “정부의 승인을 얻어 이를 특정한 목적”을 위해 사용하기 위함이다. 현재 한국은행 손실보전 이외의 임의적립금 용도는 (i) 『근로자의주거안정과목돈마련지원에관한법률』(1987년 5월 제정)에 의한 ‘재산형성저축장려금기금’과 (ii) 『농어가목돈마련저축에관한법률』(1985년 12월 제정)에 의한 ‘농어가목돈마련저축장려금기금’에 대한 출연이다.

〈표 1〉 임의 선택한 25개국의 적립금 관련 법조항

국 가	관련 법조항	공식 명칭	적립금 목적	본원통화 대비 적립금(2001말)
Albania	Law on the Bank of Albania §9	General Reserve Fund	없음.	7.5%
Australia	Reserve Bank Act 1959 §29	Reserve Fund	"set aside for contingencies"	20.9%
Barbados	Central Bank of Barbados Act §9	General Reserve & Special Funds	없음.	1.5%
Belgium	Organic Act of the National Bank of Belgium §30~33	Special Reserve Fund	"compensating for losses in capital stock"	7.9%
Bulgaria	Law on the Bulgarian National Bank §7~8	Statutory Fund & Reserve Fund	"Cover uncollectable and doubtful receivables, and the Bank's losses"	13.1%
Canada	Bank of Canada Act §27	Rest Fund	없음.	0.1%
Chile	Constitutional Organic Act of the Central Bank of Chile §77	Reserves	"Offset any deficit"	1.6%
Croatia	Law on The Croatian National Bank §51~53	General & Specific Reserves	"for covering general operating risks and identified losses"	18.6%
Estonia	Law on the Central Bank of the Republic of Estonia §25, 27	Reserve Capital, Special Capital and Special Funds	없음.	22.4%
Germany	Bundesbank Act §27	Statutory Reserve	"offset falls in value and to cover other losses"	1.8%
Iceland	Act on the Central Bank of Iceland §34	Reserve	없음.	84.6%
Indonesia	Act No.23/ 1999 on Bank Indonesia §62	General & Special Purpose Reserves	없음.	16.2%

〈표 1〉 임의 선택한 25개국의 적립금 관련 법조항(계속)

국 가	관련 법조항	공식 명칭	적립금 목적	본원통화 대비 적립금(2001말)
Jamaica	The Bank of Jamaica Act §9	General Reserve Fund	"Charge any net losses"	0.0%
Japan	Bank of Japan Law §53	Reserve Fund	없음.	2.8%
Korea	Bank of Korea Act §99~100	Legal & Specific Purpose Reserves	"recoupment of loss"	16.6%
Lithuania	Republic of Lithuania Law on the Bank of Lithuania §20, 23	Reserve Capital	"Cover the loss"	9.7%
Luxembourg	Law Concerning the Monetary Status and the Central Bank of Luxembourg §31	Reserve Fund	없음.	1.7%
Malaysia	Central Bank of Malaysia Act 1958 §7	General Reserve Fund	없음.	6.4%
Mexico	Banco de Mexico Law §53	Reserve	없음.	0.0%
Netherlands	Bank Act 1998 Articles of Association of De Nederlandsche Bank n.v., §19	Reserve from Profits	없음.	16.3%
Poland	Act on The National Bank of Poland §60~62	Reserve Capital	없음.	2.1%
Slovenia	Bank of Slovenia Act §6	General Reserve & Special Reserve	"Cover general risks, and exchange rate and price risks"	18.1%
Sweden	The Sveriges Riksbank Act, Chap.10 §4	Reserve Fund	없음.	70.2%
Switzerland	National Banking Law §25~27	Reserve Fund	없음.	0.1%
Turkey	Law on The Central Bank of Turkey §59	Provisions & Special Reserves	"meet contingent risks"	13.6%

그럼에도 그러한 적립금의 규모는 여러 국가에서 상당한 수준이다(예로써 2001년 기준 본원통화 대비, 아이슬란드는 85%, 스웨덴은 70%, 에스토니아는 22%).

한편 김인배 외(2004)에서는 여러 국가의 중앙은행법에 적시한 “잠재적 손실에 대비하기 위한” 것이라는 적립금의 역할에 대해 다음의 두 가지 이유로 그 신빙성이 떨어질 수 있다는 점을 지적한 바 있다. 첫째, 필자들이 살펴본 몇몇 국가의 적립금은 과거 손실발생의 빈도나 규모를 고려할 때, 지나치게 그 규모가 크다는 점이다.<sup>5)</sup> 둘째, 더욱 중요한 것은 손실이 발생하였을 때 중앙은행이 아닌 정부가 원칙적으로 그에 대해 책임을 질 수 있다는 것이다.<sup>6)</sup> 필자들은 역시 김인배 외(2004)에서 간단한 T-계정을 이용하여 중앙은행의 손실을 정부가 보전하든 혹은 중앙은행 자신이 적립금으로 보전하든, 본원통화량에는 차이가 없음을 보인 바 있다(부록 1의 A 참조). 즉, 이는 중앙은행의 손실 발생시 적립금이 아니라 정부가 보전하더라도 반드시 통화량의 증가로 이어지는 것은 아니라는 의미이다.<sup>7)</sup>

결론적으로 필자들은 중앙은행의 적립금이 그 규모가 상당함에도 불구하고, 비록 표본조사사이기는 하지만 25개국 중 무려 14개국에서 그 존치 목적을 적시하지도 않았을 뿐더러, 적시하였더라도 그러한 존치 이유

5) 예를 들어, 한국의 적립금 규모는 2003년 말 현재 약 5조 7,500억원으로서 본원통화의 약 14%에 해당된다. 1962년 적립금제도 설치 이후 현재까지 약 40여 년간 손실은 단 8회 발생하였으며 그 규모는 아래와 같다. (단위: 10억원).

1982	1983	1984	1985	1986	1987	1993	1994	합 계
132	109	195	131	57	87	143	73	927

6) 예로써 중국 중앙은행법 38조에는 “중앙은행의 손실은 정부로부터의 충당금으로 보전될 수 있다”고 명시하고 있다. 또한 한국의 경우에도, “『예산회계법』에서 정하는 바에 따라 정부가 보전하게” 되어 있다(『한국은행법』 제100조). 단, 『한국은행법』에는 이렇게 규정하고 있으나, 예산회계법에는 한국은행의 손실보전에 대한 명시적 규정은 없다(한국은행[1999a], p.279).

7) 이 외에도 필자들은 한국은행이 발간한 한 자료에서 적립금제도 존치의 목적으로서 다음과 같은 주장을 발견하였다; “한국은행의 이익금은 통화신용정책 수행에 따른 통화 환수분으로서의 의의가 있는 것인데, (이익금을 세입으로 납입하는 경우) 이를 정부가 제한 없이 일반재정 지출재원으로 사용하는 것은 통화환수의 정책적 의미를 퇴색시키는 것이라고 생각된다”(한국은행[1999a], p.277). 그러나 필자들이 간단한 T-계정을 통해 분석한 바에 따르면, 적립금의 인플레이션 억제효과를 주장하는 이러한 한국은행의 주장은 별반 근거가 없는 것으로 판단된다(부록 1의 B 참조).



만으로는 설득력이 약하다고 판단한다. 그렇다면 과연 중앙은행 적립금의 또 다른 목적은 무엇일까? 다음은 중앙은행의 적립금이 손실보전 이외에도 관료로서 통화당국자의 사적 유인을 충족시키는 데 사용될 수 있다는 가설을 제시한다.

## 2. 재량예산으로서의 적립금

### 가. 중앙은행의 이익금 처리: 정부반납 對 내부적립

서론에서도 이미 밝혔듯이, 외국학계에서는 중앙은행, 특히 미 연준의 이익금 처리에 관한 연구가 1980년대부터 활발히 진행되어 왔다. 미 연준은 1933년 이래 수입금을 전액 비용으로 사용하거나 남은 이익금을 내부유보할 수 있었으나, 1947년부터 갑작스럽게 이익금의 대부분을 정부에 자진 반납하였다.<sup>8)</sup> 이에 대해 많은 연구들이 이익금을 정부에 반납하는 제도 변화는 중앙은행으로 하여금 고용 혹은 직원의 ‘쾌적함(amenities)’에 대한 구입을 증가시킨다는 사실을 밝힌 바 있다. 뿐만 아니라 이는 곧 중앙은행이 수입금을 늘리려는 유인이 되며, 이 때문에 확대통화정책이 시행될 수 있음을 보이고 있다. 여기서 중요한 것은 관료기구로서 미 연준은 수입금을 재량예산(discretionary budget)으로 인식하고, 이를 통해 재량권을 극대화하고자 한다는 것이다.

그러나 기존의 연구들과는 달리, 필자들은 중앙은행이 이익금을 정부에 반납하지 않고 내부 적립할 때에도 역시 확대통화정책이 선호될 수 있다고 본다. 왜냐하면 만일 그 적립금이 중앙은행 관료의 사적 유인을 충족시킬 소지가 있다면 이 적립금을 크게 하기 위해 중앙은행 관료는 이익금을 크게 하려 할 것이고, 이로 인해 확대통화정책을 선호하게 될 것이기 때문이다. 결국 중요한 것은 제도의 외형적 차이가 아니라 적

8) “2차대전 이후 미 연준의 대규모 이익금은 의회의 관심을 끌기에 충분하였고, 연준은 이익금의 일정 부분을 정부에 반납하도록 하는 법적 조치가 취해질 것을 두려워하였다. 따라서 이러한 두려움이 1947년 영업이익의 일부를 자진 반납하는 미 연준의 행동을 어느 정도 설명한다.”(Tomaf[1982], p.166).

절히 통제되지 않은 관료의 재량권이라는 결론이다. 다음은 이러한 논의에 대해 김인배 외(2001, pp.247~248)의 논의를 수정하여 재구성한 것이다.

## 나. 중앙은행의 효용함수와 적립금: 기존 문헌과의 대비

본절에서는 중앙은행의 적립금을 중앙은행 관료의 효용함수상 하나의 독립변수로 취급한다. 이로써 중앙은행 관료의 재량권 확대 유인이 앞서 설명한 이익금 처리에 있어서의 두 가지 상반되는 제도에서 각각 어떻게 반영되는지 간략한 모형을 통하여 비교하기로 한다. 우선 중앙은행 관료는 ‘적립금’과 ‘쾌적함’이라는 두 변수를 독립변수로 취하는 효용함수를 갖는다고 상정하자.<sup>9)</sup> 쾌적함은 이미 Niskanen(1975)류 모형들에서 사용이 일반화된 변수이고, 적립금 역시 Toma(1982) 및 Shughart and Tollison(1983)의 모형에 포함된 바 있다. 특별히 필자들은 설사 적립금이 직접적으로 쾌적함의 구매에 사용될 수는 없을지라도, 중앙은행 관료에게 부여하는 효용은 매우 다양할 것이라고 추측한다. 또한 이러한 효용은 중앙은행 ‘외부’로부터 제공된다는 점에서 ‘쾌적함’과는 구별될 수 있을 것이다. 그 이유에 관해서는 제Ⅲ장 1절에서 자세히 논한다. 이러한 가정하에 중앙은행의 효용극대화는 다음의 식 (1)과 같이 표현할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{MAX } & U(r, a) \quad \text{s.t.} \quad P_r r + P_a a = b. \\ & \{ r, a \} \end{aligned} \quad (1)$$

$r$  : 중앙은행 적립금

$a$  : 중앙은행 직원들이 누리는 ‘쾌적함’<sup>10)</sup>

9) 물론 분명히 중앙은행 관료가 물가안정, 경제성장 등 공익추구의 정책수행으로부터 얻게 되는 만족 혹은 보람 등의 효용이 있을 것이다. 하지만 여기서는 그러한 효용 이외에 추가로 관료적 유인을 분석하기 위함이므로, 분석의 편의를 위해 그러한 효용은 주어진 것으로 가정한다.

10) 여기에는 Shughart and Tollison(1983)에서와 마찬가지로 연봉, 사무실 크기, 여행비용, 직원수, 혹은 여러 형태의 잡수익 등이 포함될 것이다.

$P_r$  :  $r$  한 단위의 적립비용. 여기에는 적립금의 정당화를 위한 모든 비용이 포함됨. 따라서 적립이유 및 용도 등에 관한 외부기관(예: 의회, 행정부, 시민단체 등)의 감독(monitoring)이 심해질수록 증가

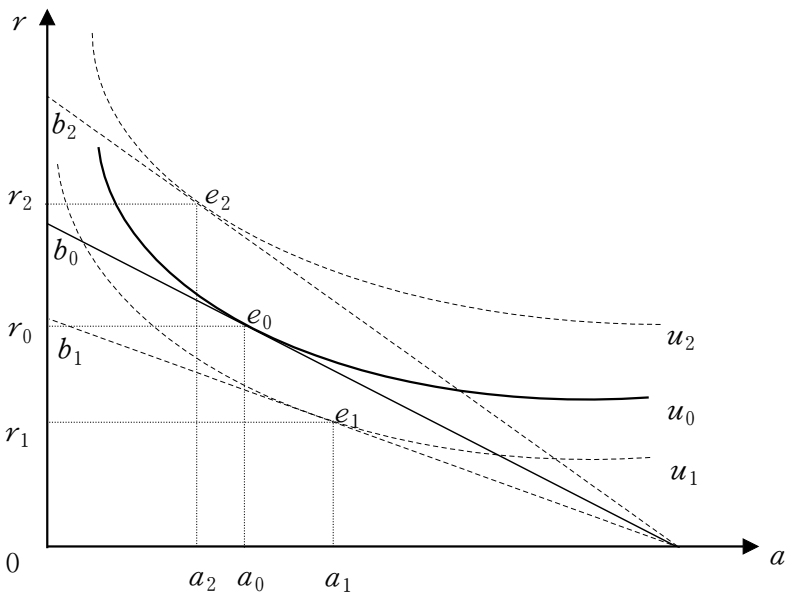
$P_a$  :  $a$  한 단위의 구입비용

$b$  : 중앙은행의 총재량예산(total discretionary budget)으로 정의

통상의 일계조건에 따라 [그림 1]에 최적선택이 표현되어 있다. 즉, 총재량예산  $b$ 가 주어질 때, 상대가격과 한계대체율이 일치하는 점에서 최적선택이 이루어질 것이고, 그 결과  $a_0$  및  $r_0$ 가 결정될 것이다. 이 기본모형을 이용하여 이익금 처분에 관한 두 가지 상반된 제도가  $a$ 와  $r$ 의 최적구입을 어떻게 변화시키는지 살펴보기로 한다.

우선 [그림 1]에서 Y축의  $r$ 을 미 연준의 패적함 구입 후 중앙은행에 적립시키는 잔여이익금으로 대체 표기하면, Shughart and Tollison(1983)

[그림 1] 중앙은행의 이익금 처분과 효용극대화



의 분석과 동일해진다. 말하자면  $a_0$  및  $r_0$ 의 최적화 결과는 이익금을 정부에 반납하기 이전 미 연준의 재량예산 배정행태로 볼 수도 있다. 그런데 전술한 대로 1947년 이익금의 대부분을 자발적으로 정부반납하게 되면서, 미 연준은 그 이전보다  $a$ 의 구입을 더욱 선호하게 되었다. 이는 앞서 설명했듯이 이익금의 규모가 커지자 적립금에 대한 의회의 견제가 심해지고, 따라서 적립비용이 증가하여 결과적으로  $a$ 의 상대가격이 하락되었기 때문이다.<sup>11)</sup> 이러한 제도의 변화는 [그림 1]에서 예산선이 기존의  $b_0$ 에서  $b_1$ 으로 변함에 따라 최적점이  $a_0$ 에서  $a_1$ 으로 이동한 것으로 표현할 수 있다.

그런데 여기서 Shughart and Tollison(1983)과 본 논문의 명확한 차이가 발견된다. Shughart and Tollison(1983, pp.293~295)은 [그림 1]에서 이전까지는 Y축의  $r$ 을 적립금으로 정의하다가, 이를 정부에 반납하게 되자  $\overline{0r_1}$ 만큼이 “정부에 반납되는 금액”이라고 하였다. 이는 Shughart and Tollison(1983) 모형에서는 적립금과 정부반납액을 Y축에서 동일하게 다루고 있으며, 이러한 사실은 두 변수가 효용함수에서 동일하게 취급된다는 것을 의미한다. 다시 말해서 Shughart and Tollison(1983)은 적립금을 미 연준의 예산제도상  $a$ 의 구입 후 남은 잉여금으로만 생각하고, 더 이상  $a$ 의 구입에 사용되지 않는다면 미 연준 내부에 적립을 하든 혹은 정부에 반납하든 미 연준의 효용함수에는 차이가 없다고 가정한 것이다. 그러나 필자들의 모형에서는 식 (1)에서 보듯, 오직 전자(적립금)만이 중앙은행의 효용함수에 포함되며, 이는 ‘이익금의 내부 적립과 정부 반납에 무차별적인 중앙은행’을 상정한 기존문헌과의 가장 큰 차이점으로 간주할 수 있다. 이는 재량예산으로서 적립금이 중앙은행 관료의 재량권확대 유인에 기여하기 때문이며 이 사실은 제Ⅲ장에서 상술된다.

이제는 공식적으로 중앙은행으로 하여금 이익금을 적립하도록 하는 반대의 제도를 살펴보기로 한다. 이러한 제도는 1947년 미국의 경험과는 정반대의 제도적 변화로서, 이익금 일부의 내부 적립을 합법화 내지

11) Shughart and Tollison(1983, p.294)은 이러한 견제 때문에 미 연준이 수입금을  $a$ 의 구입에는 사용할 수 있어도 현금으로는 보유하지 못하므로,  $a$ 의 상대적 가격이 하락한다고 하였다.

는 용이하도록 허용해주는 제도이다. 따라서 이 제도는 그 이전에 다른 어떤 이유로 적립을 해왔다면, 그 적립을 위한 제반비용  $P_r$ 를 감소시키는 효과를 초래한다. 가령 적립의 정당화 및 적립금 사용 등을 위해 불필요한 자원을 쓸 필요도 없고, 외부기관들로부터의 간섭을 받을 필요가 없기 때문이다. 예산선은  $b_2$ 로 움직이게 되고 최적점도  $a_2$ 가 된다. 따라서 새로운 최적 적립금은  $r_0$ 에서  $r_2$ 로 증가하게 된다. 물론  $a$ 의 최적 구매량은 소득효과와 대체효과의 크기에 따라 증가 혹은 감소할 수 있을 것이다. 종합하면, 본 모형은 이익금의 내부적립 합법화로 인해 적립금은 반드시 증가할 것으로 예측하는데, 이는 이익금을 정부반납하게 되는 1947년 이후 미국의 연준 사례와는 대조적이다.

지금까지 논의한 필자들의 모형에 의하면 적립금은 중앙은행 관료의 효용함수에서 독립변수로 작용하며, 이는 적립금이 재량예산으로서 관료의 재량권확대 유인을 충족시켜주는 것으로 가정하였기 때문이었다. 그렇다면 “과연 적립금이 재량권 발휘를 위해 어떻게 사용될 수 있을 것인가”가 자연스런 질문으로 떠오르게 된다. 이에 대해서는 제Ⅲ장에서 살펴보기로 한다.

### Ⅲ. 중앙은행 대출과 재량권

#### 1. 중앙은행 대출의 속성

##### 가. 일반적 속성

Willet(1990, p.22)은 “권위와 특권에 대한 미 연준의 애착 때문에 광범위한 재량권의 유지가 그들의 효용함수에서 중요한 변수로 떠오른다”라고 지적한 바 있다. Shughart and Tollison(1983, p.291) 역시 “통화량 증가요인 중의 하나는 미 연준의 관료주의 확대를 자금지원하기 위한 것이다”라고 하였다. 이렇듯 정치경제학적 시각에서 중앙은행 관료의 재량권이 통화정책을 왜곡시킬 수 있다는 가설은 이미 외국학계에서는 정립된 이론이다.

그렇다면 통화정책을 수행하는 중앙은행 관료는 구체적으로 어떤 식으로 자신들의 재량권을 발휘할 것인가? 예컨대, 한국은행은 이런 맥락에서 어떻게 통화정책을 운용하는지 알아보려고 다각적으로 노력하였으나, 명쾌한 답을 얻을 수 없었다. 그 과정에서 필자들은 우연히 Chant and Acheson(1972)을 발견하고 문제해결의 실마리를 찾을 수 있었다. 그들은 적절히 통제되지 않은 중앙은행 관료의 재량권이 일상의 통화정책 운용에서 왜 그리고 어떻게 발휘되는지 구체적인 예들을 제시하였기 때문이다.<sup>12)</sup> 그러나 중앙은행 관료들의 재량권이 여기에 국한되는 것은 아닌 듯싶다. 왜냐하면 Poole(1990, p.256)이 “오늘날 재할인창구의 실제적인 목적은 미 연준의 정치적이고 관료주의적 필요를 충족시키는 데 있다”라고 지적한 바 있기 때문이다. 따라서 과연 중앙은행의 통화정책 수단 중 특히 중앙은행 재할인(이후부터 ‘대출’과 혼용)에 관료의 재량권이 어떻게 또 얼마만큼 발휘되는지 살펴보기로 한다.

우선 기존 문헌에서는 통화정책수단 중 공개시장조작에 비해 중앙은행의 재할인에 대해 매우 비판적이다. 물론 금융시장의 미성숙 혹은 산업정책의 수단으로서 공개시장조작보다는 재할인을 이용할 수밖에 없는 불가피한 점이 있는 것이 사실이고, 또 그것이 주된 이유일 수 있다. 그럼에도 불구하고 재할인을 제공할 때 중앙은행 ‘관료의 재량권’은 필연적으로 따르게 되며 이것이 기존 문헌이 재할인에 대해 비판적인 핵심 이유이다. 그러나 이는 동시에 본 논문의 제II장에서 중앙은행의 효용함수모형에 독립금변수가 독립적으로 들어가게 되는 직접적인 이유가 될 수 있을 것이다. 비판적 근거로는 대체로 다음의 세 가지 논점들이 지적된다.

우선 일반적으로 재할인은 시장금리보다 훨씬 낮은 금리로 제공되므로 보조금의 성격을 띠게 된다. 이러한 차별적 금리보조 혹은 자금지원에 대해 Poole(1990, p.266)은 이는 필연적으로 그 제공자에게 잠재적 재

12) 예를 들어, Chant and Acheson(1972, p.28)은 캐나다 중앙은행이 정부예금을 자신의 계정과 회원은행의 계정 간 자의적인 이체를 통해 재량권을 행사하였고, 그와 같은 행위는 통화조절보다는 관료주의적인 행태로 이해될 수 있다고 하였다. 뿐만 아니라 그러한 행위의 이점은 공개시장조작에 비해 은밀히 행해질 수 있으므로, 이를 통해 중앙은행은 원하는 다양한 목적들을 달성할 가능성에 접할 수 있게 된다고 주장하였다.

량권을 부여하게 된다고 지적하였다. 또한 Schwartz(1992)는 재할인이 최종대부자 기능을 할 경우에 중앙은행의 재량권에서 비롯되는 정치적 결정을 비판하였다. 전반적인 금융공황에서조차 공개시장조작만으로 충분히 통화정책을 수행할 수 있으므로, 시장에서 생존 가능성을 인정받지 못한 기관에게 중앙은행이 재할인을 통해 자금을 지원해서는 안 된다고 주장한다. 마지막으로 특별히 재할인이 일시적 지불준비금 부족문제를 해결하기 위해 사용될 때에도 중앙은행의 재량권은 항상 존재한다. 이에 대해 Friedman(1960, p.38)은 재할인이 사용될 때 어떤 금융기관이 재할인을 요구하였는지 중앙은행은 아는 반면, 일반 대중은 그 금융기관의 이름을 알지 못하는 정보의 비대칭성 때문에, 중앙은행이 모든 금융기관을 공평하게 대우하고 있는지 의문을 갖게 한다고 지적하였다.

이상의 논의를 종합하면, 중앙은행은 익명성·공개성의 특징이 강한, 예컨대 공개시장조작보다 개별성·비공개성의 성격을 갖는 대출제도에서 재량권 발휘의 여지가 훨씬 더 많으므로 이를 상대적으로 더 선호할 가능성이 분명히 존재한다고 판단된다. 한국의 경우를 좀더 자세히 살펴보면, 역시 한국은행 대출에 있어서도 관료의 재량권은 적지 않은 역할을 하는 것으로 보인다.

## 나. 한국의 경험

한국에서는 자금에 대한 만성적인 초과수요와 금융시장의 발달 미숙 등의 제약요인으로 인해 상당기간 동안 통화총량의 조절과 자금의 배분을 직접규제수단(대출)에 주로 의존하여 왔다. 따라서 한국 통화신용정책 구조의 두드러진 특징 중의 하나는 다른 나라에 비해 한국은행 대출금의 비중이 매우 높다는 것이다(황성현[1995], pp.120~121). 또한 김준경(1993, p.166)은 그러한 정책금융이 정부의 특정 정책목표 달성을 위해 지원되는 것인 만큼 그 재원은 원칙적으로 국가재정에서 부담해야 한다고 지적한 바 있다.

물론 역사적으로 볼 때, 중앙은행 대출은 독일, 일본 그리고 미국과 같은 선진국에서조차도 산업정책의 수단으로서 차별적 재할인 금리 또는 한도를 적용하거나 재할인대상어음의 적격요건을 규정함으로써 선

별적 자금지원의 목적으로 주로 사용되어 온 것이 사실이다(오세만 외 [1994], p.4). 그러나 오세만 외(1994, p.6)는 한국은행의 대출(또는 재할인)제도는 유동성 조절기능을 수행하면서 재할인한도를 할당하거나 재할인을 거부함으로써 금융기관의 여신공급능력을 직접적으로 규제하는 등 절차상에서 나타나는 문제점들로 인하여 공개시장조작에 비해 열악하다고 하였다.

이미 김인배 외(2001)와 김인배·김일중(2004)에서는 한국은행의 대출에 대하여 면밀히 검토한 바 있다. 이를 요약 정리하면, 우선 한국은행은 「한국은행법」 제28조제3호 및 제64조에 근거하여 대출을 할 수 있다. 먼저 제28조제3호는 금융통화위원회가 금융기관에 대한 재할인과 기타 여신업무의 기준 및 이자율을 정할 수 있다고 규정하고 있다. 그리고 제64조에 의하면 한국은행의 금융기관에 대한 여신의 형식은 신용증권의 재할인·할인 및 매매(‘어음재할인’, 제1항제1호)와 신용증권 또는 유통증권을 담보로 하는 대출(‘증권담보대출’, 제1항제2호)로 제한되어 있다.<sup>13)</sup>

한국은행은 1986년 국제수지가 흑자로 전환한 이후 기업의 자금부족 현상이 크게 완화되고 금리자유화의 추진으로 통화관리방식을 간접조절방식으로 전환할 필요성이 커져 정책금융 성격의 지원제도를 축소하는 등 대출제도의 유동성 조절기능을 강화하기 위한 조치들을 취했다고 밝힌 바 있다(한국은행[1999b], pp.41~42). 특히 1994년 금융통화위원회가 정한 총액한도 범위 내에서 일정한 기준에 따라 금융기관별로 한도를 배정하여 지원하는 총액한도대출제도를 도입하였다. 그리고 수출산업 및 수입대체 소재부품산업 시설자금, 각종 중소기업자금 등 특정 부문에 대한 금융지원제도를 폐지하였다.<sup>14)</sup> 그리하여 1999년까지 총액한

13) 다만 금융기관에 대한 긴급여신의 경우에는 예외적으로 신용증권 또는 유통증권 이외의 자산을 담보로 대출하는 것도 가능하다(「한국은행법」 제65조). 이상을 토대로 「한국은행의 금융기관 대출규정」과 「한국은행의 금융기관 대출세칙」 및 「금융기관 여신운용규정」 등을 만들어 세부규정을 정하고 있다. 「대출규정」 제2조에 의하면 한국은행의 금융기관에 대한 대출은 ‘총액한도대출’, ‘일시부족자금대출’, ‘유동성조절대출’ 및 ‘일중당좌대출’의 네 가지로 구분된다.

14) 당시 운용되던 대출자금의 종류를 보면 그야말로 유동성조절과는 무관한 대출제도의 성격을 그대로 확인할 수 있다. 대출자금의 용도에 있어 얼마나 재량권이 높았을 까에 대하여 쉽게 수긍이 가는 부분이다. 참고로 한국은행 스스로도 다음과 같이 11



도대출과 일시부족자금대출로 나누어 운용하다가, 2000년부터 전술한 유동성조절대출을 새로이 편입하였다.

그럼에도 불구하고 대출제도를 집행함에 있어서 한국은행이 상당 수준의 재량권을 발휘한다는 가설을 뒷받침할 근거들은 다양하게 존재하는 듯하다. 우선 제도적으로 ‘특별대출’ 규정이 남아 있다. 비록 1997년 외환위기 때문이기는 하지만 앞서 언급한 Schwartz(1992)의 주장에 비추어 볼 때, 특별대출이 지나치게 크게 쓰였던 것이 사실이다. 또한 투명성 확보를 위해 만들었다는 「금융기관대출규정」에도 자금배정의 재량권 여지를 보여주는 조항들이 여러 군데 포함되어 있다. 김인배 외(2001, pp.257~259)에는 이에 관한 자세한 설명과 함께, 그러한 재량권의 발휘로부터 발생될 것으로 보이는 문제점들에 대해 논의하였다.

뿐만 아니라 김인배·김일중(2004, pp.119~122)은 통화당국자가 재할인을 통해 재량권을 극대화하면서 통화량을 연중 크게 늘렸다가, 연초의 통화목표를 맞추기 위해 다시 통화를 용이하게 축소할 수 있었던 수단이 바로 통화안정증권이라 보고 있다. 즉, 통화안정증권은 한국은행의 대출을 통한 재량권 확대에 정책파트너로서 매우 긴요하게 기여하였다고 보는 것이다. 이러한 시각은 이미 10여 년 전에 “화폐를 발행하는 중앙은행이 통화를 환수하기 위해 통화채권을 발행한다는 것은 바람직스러운 행태라고 볼 수 없다. 만약 통화 공급이 과도하게 이루어지고 있다면 화폐발행 자체를 줄이면 되는 것이지, 화폐발행을 통해 돈을 풀어 놓고 다시 이를 통화채권발행을 통해 회수하는 방법을 취할 필요는 없다고 생각되기 때문이다”라는 윤원배(1993, p.175)의 지적과도 일치한다고 판단된다.

---

개 종류로 임의 구분하고 있다(한국은행[1999b], p.42); 1) 상업어음제한인, 2) 무역금융, 3) 소재부품 생산자금, 4) 지방중소기업자금, 5) 일시부족자금대출, 6) 농수산어음담보대출, 7) 수출산업 및 수입대체 소재부품산업 시설자금, 8) 기술개발자금, 공해방지시설자금 및 중소기업제품 수요자금 등 중소기업자금, 9) 방위산업어음담보대출, 10) 유동성조절자금, 11) 산업구조조정자금, 에너지절약시설자금 등 신규취급이 없는 대출.

## 2. 적립금과 중앙은행 대출

이제 적립금 변수가 식 (1)의 효용함수에 포함되는 이유에 대해 살펴 보자. 중앙은행이 공식적으로 밝히고 있는 효용 또는 목적, 즉 손실보전과 본원통화 환수의 논리는 큰 설득력을 갖지 못한다는 사실은 이미 제 II장 1절에서 검토하였다. 그렇다면 진짜 효용은 무엇일까? 필자들이 생각하는 한 가지 가능성은 다음과 같다. 적립금이란 일종의 자본금처럼 중앙은행의 대차대조표상 여러 종류의 자산운용으로 사용될 것이다. 그렇다면 앞서 지적한 대로 명목상의 목적도 타당성이 약하고, 또 평균 그 사용처에 대한 명시적 규정도 없다면, 다른 조건이 일정할 때 결국 이는 중앙은행 관료 자신이 가장 선호하는 방법으로 운영될 것이라고 생각하는 것은 무리가 아니라고 판단된다. 즉, 적립금은 중앙은행 관료의 재량예산일 수 있다는 것이다.

그렇다면 이 재량예산은 중앙은행 관료 자신들을 위해 어떻게 사용될까? 적어도 적립금이 중앙은행 자신들의 ‘쾌적함’의 구입을 위해 직접 사용될 수 없다면, 필자들은 한 가지 가능성으로서 “통화정책수단 중 본질적으로 재량권이 큰 대출제도에서 적립금을 활용하고자 한다”는 가설을 세운다. 즉, 제II장 2절에서 세운 모형처럼 적립금이 그 자체로 중앙은행 관료의 효용함수의 독립변수로서 역할을 한다는 의미이다. 이러한 가설은 이미 언급한 대로 기존문헌에서 이익금의 정부반납과 적립금을 동일시한 기존문헌과는 명백히 차별된다. 따라서 제III장 1절에서 밝힌 중앙은행 대출과 관련된 재량권에 대한 논의는 그러한 차별성의 이유를 규명하는 작업이었다고 할 수 있을 것이다.

사실 김인배 외(2001)는 시계열자료를 통해 한국은행의 적립금 증가가 한국은행의 대출증가를 초래하였음을 실증적으로 검증한 바 있다. 즉, 적립금이 관료의 재량권 확대 유인에 의해 대출로 사용되고 있다는 필자들의 직관이 틀리지 않았음을 보여준 결과이다. 본 논문은 이러한 실증분석결과를 토대로, 한국의 경험이 과연 세계 보편적으로 일반화될 수 있는지 국제자료를 이용하여 확인하고자 하는 것이다.

후속연구의 일환으로서 국제비교 자체가 물론 의미 있는 작업이겠지만, 필자들이 이에 대해 더욱 큰 확신을 갖게 된 계기는 다름아니라 그

간 각국의 중앙은행 내부종사자 자신들을 위한 대출의 존재를 발견했기 때문이다. 필자들이 임의로 선택한 약 30개국의 중앙은행법을 조사한 결과, 에스토니아(§33)와 자메이카(§23) 그리고 말레이시아(§49)에서는 중앙은행 내부종사자에 대한 대출을 명시하고 있었으며, 오스트레일리아와 페루 및 베네수엘라 등의 국가들에서는 법률적 근거가 없음에도 불구하고 대차대조표에는 중앙은행 종사자들에 대한 대출계정이 별도로 존재하고 있음을 발견하였다. 물론 그 양은 전체 대출에 비해 작을 것이다. 그러나 법률에 규정되지 않은 대출이 이렇게 존재하는 것이 사실이며, 특히 페루(중앙은행법 §79)와 베네수엘라(중앙은행법 §36)에는 내부종사자에 대한 대출을 금지한다고 명기하고 있음에도 불구하고 그러한 대출계정이 대차대조표에 존재하고 있었다. 이러한 사실로 미루어 볼 때, 특히 중앙은행 적립금처럼 그 본래의 목적이나 운용방법이 명기되어 있지 않거나 불분명한 때(표 1), 회소성이 있는 대출자원을 위해 적립금이 사용될 가능성을 배제할 수 없을 것이라고 사료된다.

또한 더욱 흥미롭게도 미국에서는 1934년 6월 개정된 Federal Reserve Act 13조 b항에 미 연준의 대출을 그들의 이익금과 연결시켰던 사실이 있었다는 점에 필자들은 주목하였다. 즉, “비은행기관에 대한 재할인 대출규모는 (i) 1934년 7월 1일 현재 미 연준의 잉여금과 (ii) 미재무성이 연준에 빚진 연방예금보험공사에 대한 출연금 1억 3,900만달러(1933년 1월 1일 현재 잉여금의 반에 해당하는 금액)를 합한 금액 이내로 제한되어 있었다”(Schwartz[1992], p.4). 이는 “다른 조건이 모두 일정할 때, 적립금이 늘어나면 대출한도의 여유 내지는 재량권을 더 가질 수 있었을 것이다”라는 추론을 가능케 하는 미국의 예가 될 것이다. 이와 같은 가설을 실험적으로나마 확인하기 위해 제IV장에서는 국제자료를 이용하여 실증분석한다.

## IV. 국제자료를 이용한 실증분석

### 1. 각국 중앙은행 적립금 및 대출금 자료

국제자료를 이용하여 중앙은행의 적립금과 중앙은행 대출 간의 관계를 살펴보기 위해서는 우선 이들에 대한 자료가 필요하다. 그러나 이러한 자료를 포함하는 데이터베이스는 존재하지 않으므로, 직접 이들 자료를 구해야 했다. 다행히 필자들은 이미 김인배 외(2004)에서 각국 중앙은행의 연차보고서를 일일이 조사하고 이를 각국 담당자에게 이메일을 통해 확인하는 등 적지 않은 노력 끝에 61개국 중앙은행의 2000년과 2001년 적립금규모를 파악한 바 있다.<sup>15)</sup> 본 논문에서는 이 자료를 이용하기로 한다. 한편 이들 61개국 중앙은행 대출금 자료 역시 기존의 데이터베이스에서는 구할 수 없었으므로, 적립금자료와 마찬가지로 각국 중앙은행 연차보고서상의 대차대조표를 조사하여, 2000년과 2001년에 중앙은행이 금융기관 및 기업에 제공한 대출금액을 사용하기로 한다. 이렇게 구한 각국 중앙은행 적립금과 대출 규모를 각국의 본원통화량 대비 상대적 비율로 나타낸 수치들이 [그림 2]의 세계지도상에 표시되어 있다.

지도상 각 국가명 아래 괄호 안의 수치들은 각각 2001년도 각국의 본원통화 대비 적립금비율 및 대출금비율을 나타낸다. 그리고 [그림 3]은 61개국의 적립금비율과 대출금비율 분포를 보여주고 있다. 우선 적립금비율에 대해서 살펴보면 멕시코를 제외한 모든 국가가 비록 소량이나마 적립금을 쌓아두고 있는데, 5% 이하의 비교적 작은 적립금비율을 보이는 국가는 25개국이고, 10%를 초과하는 국가도 23개국이나 된다. 적립금비율이 가장 높은 국가는 아이슬란드(85%)이고 가장 낮은 국가는

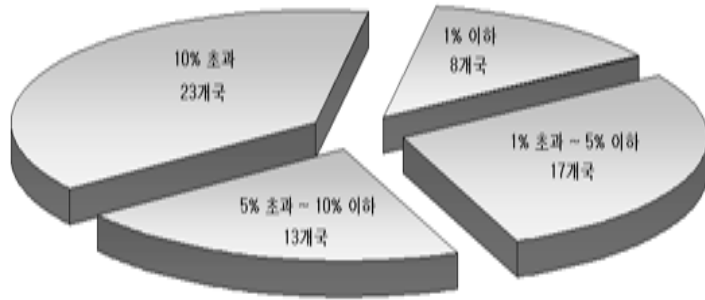
15) Bank for International Settlements에 수록되어 있는 133개국 중 60개국은 연차보고서가 제공되지 않거나 혹은 영문본이 마련되어 있지 않은 등의 이유로 자료를 수집할 수 없었다. 나머지 73개국에 대해서 자료수집 초기에는 최근 5개년간의 적립금 자료를 수집하려 하였다. 그러나 이들 국가들 중 상당수가 이 기간 동안의 연차보고서를 모두 수록하고 있지 않아, 결과적으로 총 61개국에 대해 수록률이 가장 높은 2000년과 2001년의 중앙은행 적립금 자료를 정리할 수 있었다.

[그림 2] 2001년도 61개국 본원통화 대비 중앙은행 적립금비율 및 대출금비율

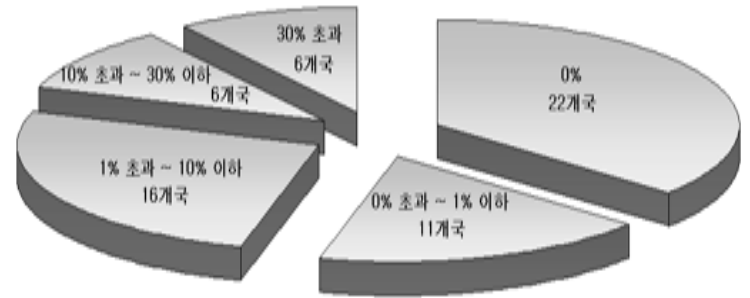


주: 괄호 안의 첫 번째 숫자는 적립금비율을, 두 번째 숫자는 대출금비율을 나타냄.

[그림 3] 61개국에 대한 2001년도 적립금비율 및 대출금비율의 분포



(a) 적립금 비율



(b) 대출금 비율

멕시코를 제외하면 스페인(0%, 그러나 적립금이 없는 것은 아님)이다. 61개국의 평균 적립금비율은 14%이다. 대출금비율 분포를 보면, 61개국 중 22개국에서 금융기관이나 기업에 대한 대출이 존재하지 않는다. 1% 이하의 대출금비율을 보이는 국가도 11개국에 달한다. 반면 30%를 초과하는 국가도 6개국에 이른다(덴마크: 124%, 수단: 55%, 이집트: 39%, 멕시코: 35%, 한국: 34%, 슬로바키아: 32%). 61개국 전체에 대한 대출금비율의 평균은 8%이지만, 대출금이 존재하지 않는 22개국을 제외한 39개국에 대한 평균비율을 구하면 약 13%에 이른다.

## 2. 실증분석

### 가. 추정 모형 및 변수 설명

이제까지의 논의와 수집자료를 이용하여 제Ⅲ장 2절에서 세운 본 논문의 가설, 즉 “통화정책수단 중 본질적으로 재량권이 큰 대출제도에 적립금을 활용하고자 한다”를 검증하고자 한다. 이를 위해 우선 중앙은행 대출을 결정하는 추정식을 세우고 여기에 설명변수로서 적립금변수를 추가하여, 과연 적립금이 커질 때 대출이 증가되는지 검증하기로 한다.

중앙은행 대출의 추정식에 관한 기존 문헌들은 필자들이 아는 한 모두 특정국의 시계열자료를 이용하여 대출규모 그 자체나 증가율을 추정하는 것이었다.<sup>16)</sup> 그러나 본 논문에서는 61개국의 pooled data를 이용하게 되므로 이들과는 달리 각국의 본원통화 혹은 기타 경제규모에 대비하여 중앙은행 대출의 상대적 규모 차이를 결정하는 요인들을 찾아야 한다. 필자들이 아는 한 이렇게 pooled data를 이용하여 중앙은행 대출의 상대적 규모를 추정된 연구는 지금까지 없었던 것으로 보인다. 이런 점에서 이 분야의 연구에서 진일보한 것이 되겠지만, 동시에 추정식에 사용되는 설명변수들의 선택에 대해서는 세심한 검토가 필요할 것이다. 이런 점들을 감안하여 필자들이 세운 실증분석모형은 식 (2)와 같다.

16) 이에 관하여 Goldfeld and Kane(1966), Goodfriend(1983), Dotsey(1989), Hamdani and Peristiani(1991), Peristiani(1991), Pearce(1993), Cosimano and Sheehan(1994) 등을 참조할 수 있다.

$$L_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_1 INT_{i,t} + \beta_2 PCY_{i,t} + \beta_3 TRA_{i,t} + \beta_4 UNE_{i,t} \\ + \beta_5 GOV_{i,t} + \beta_6 RES_{i,t} + \beta_7 TIM_t + \epsilon_{i,t} \\ (i = \text{국가}, t = 2000 \text{ 및 } 2001).$$

(2)

각 변수에 대해 설명하자면 우선 종속변수인  $L_{i,t}$ 는 본원통화 대비 중앙은행 대출금비율을 의미한다. 각국 중앙은행 대출규모를 본원통화에 대한 상대적 크기로 나타낸다.

둘째,  $INT_{i,t}$ 는 콜금리에서 중앙은행 대출금리를 뺀 이자율 스프레드로서, 이것이 클수록 금융기관은 시장에서 자금을 구하기보다는 이익 추구에 따라 중앙은행으로부터의 대출을 선호할 것이다. 따라서  $INT_{i,t}$ 의 계수는 (+)로 기대한다. 앞서 언급한 대로 시계열자료를 이용하여 중앙은행 대출을 추정할 대부분의 기존 연구에서 이 이자율 스프레드 변수를 채택하고 있다.

셋째,  $PCY_{i,t}$ 는 1995년 미 달러로 표시한 일인당(per capita) GDP의 로그 전환값이다. 한국은행(2002, p.98)은 경제발전 초기 산업정책적 차원에서 중앙은행이 대출을 통한 선별지원을 하는 경향이 있다고 하였다.<sup>17)</sup> 이는 경제발전수준이 낮을수록 중앙은행이 대출을 상대적으로 더 많이 사용한다는 것으로서, 만일 사실이라면 경제발전수준을 나타내는  $PCY_{i,t}$ 의 계수는 (-)여야 할 것이다.

넷째,  $TRA_{i,t}$ 는 GDP 대비 수출과 수입의 합으로 표시한 무역의존도를 의미한다.  $TRA_{i,t}$ 를 설명변수로 사용한 이유는 만일 일국의 경제에서 수출과 수입이 차지하는 비중이 크고 중요시된다면, 이들 수출 및 수입산업 혹은 수입대체산업을 지원하기 위해 역시 정책금융적 차원에서 중앙은행 대출의 사용이 더 커질 수 있기 때문이다.<sup>18)</sup> 따라서 그 계수는 (+)가 될 것으로 기대한다.

다섯째,  $UNE_{i,t}$ 는 실업률로서 중앙은행 대출이 경기조절수단으로

17) 이 외에도 오세만 외(1994, p.16)과 임호열·김현기(1997, p.4) 등도 유사한 주장을 한 바 있다.

18) 한국의 경우, 1994년 총액한도대출제의 도입 이후에도 계속해서 무역금융이 존재한다.



사용되는 경우를 고려한 것이다. 만일 실업률이 높을수록 경기를 진작 시키기 위해 정책적이고도 또 상대적으로 더 직접적인 중앙은행 대출이 더 많이 사용된다면 그 계수는 (+)로 나타날 것이다.

여섯째,  $GOV_{i,t}$ 는 GDP 대비 재정수지이다. 재정확대로 재정수지가 악화될 때, 일반적인 구축효과(crowding effect)에 의해 금융기관의 대출이 위축될 것이다. 따라서 중앙은행의 금융기관에 대한 대출 역시 감소할 것으로 판단된다.<sup>19)</sup> 따라서 계수 부호는 (+)로 기대한다.

마지막으로,  $RES_{i,t}$ 는 적립금비율로서, GDP 혹은  $M_2$  대비 적립금 규모이다. 이를 통해 본 논문의 가설대로 과연 적립금 증가가 대출의 증가로 이어지는지 살펴볼 것이다.  $TIM_{i,t}$ 은 시간추세로서 pooled data에서 2000년과 2001년의 자료를 구분하기 위함이다. 실증분석에 사용된 자료는 대부분 IMF의 *International Financial Statistics(IFS)*에서 구하였고, 그 외의 자료들의 출처 및 계산방식에 대해서는 <부록 2>에 자세히 설명되어 있다.

실증분석에 앞서 반드시 짚고 넘어가야 할 점은, 제II장에서 이미 정리한 대로 중앙은행의 대출과 적립금은 그 목적과 운용에 있어서 당위적으로는 전혀 별개의 독립적인 항목이어야 한다는 사실이다. 왜냐하면 한국은행 대출은 통화정책수단의 하나인 반면, 적립금은 각국의 중앙은행 법조항을 통해 살펴보았듯이(비록 제II장 1절에서 T-계정을 통해 논리적으로 부정된 바 있지만) 중앙은행의 손실을 보전하기 위함이기 때문이다. 다시 말해 원칙적으로 적립금이 중앙은행 대출과 특별히 관련 있을 하등의 이유가 없다는 것이다.

## 나. 추정결과

<표 2>는 식 (2)를 고정효과모형을 이용하여 다양한 방법으로 추정

19) 한편 고영선(2003)은 재정수지의 개선이 중앙은행의 준재정활동의 결과일 수 있음을 지적하였다. 그는 이런 관점에서 특히 한국은행이 민간에 제공하는 저리의 총액 한도대출을 한국은행의 준재정활동의 주요 문제점 중 하나로 지적한 바 있다. 본문의 구축효과뿐 아니라 이러한 준재정활동 설명에 따르면 역시  $GOV_{i,t}$ 의 계수는 (+)로 기대한다. 그러나 고영선(2003, p.102)은 이러한 중앙은행의 준재정활동이 대개 후진국적인 현상으로 인식된다고 하였다. 이는 이후 실증분석 방법에 있어서 고려해야 할 점으로 판단된다.

한 결과이다.<sup>20)</sup> 우선  $EQI$  은 식 (2)에서 적립금비율  $RES_{i,t}$  를 제외하고 추정한 결과이다. 오직  $PCY_{i,t}$  변수만이 유의한 것으로 나타났으며, 계수의 부호도 예상한 대로이다. 즉, 경제발전정도가 낮을수록 중앙은행 대출이 많이 사용됨을 확인할 수 있었다. 그러나 다른 변수들은 대부분 예상한 부호를 보이기에는 하나 유의하지는 않았다. 특히 비록 시계열 자료를 이용한 분석이기는 하지만 기존 문헌에서 주요 설명변수로 검증된  $INT_{i,t}$  가 pooled data 분석에서는 유의하지 않게 나타난 것은 의외의 결과였다.

자료수집 등에 투여한 노력에 비하여 상대적으로 기대 이하의 추정 결과에 직면하여, 상당 기간의 고민과 숙고 끝에 필자들은 다음과 같은 생각에 이르렀다. 이자율 스프레드와 같은 경제변수가 종속변수인 중앙은행 대출을 설명하는 것은 어쩌면 금융시장을 포함하여 시장 메커니즘이 충분히 발달되어 있는 국가들에 한정될 수 있다는 것이다. 그렇지 못한 경우 시장의 힘보다는 여타 다른 변수에 의해 대출이 결정될 수 있기 때문이다. 또한  $GOV_{i,t}$  변수에 대해 설명할 때에도 중앙은행의 준재정활동은 후진국적 현상임이 지적된 바 있다. 이런 점에서 본 추정에 포함된 국가들을 International Monetary Fund에서 구분한 선진국과 개도국의 분류에 따라 구분하여 분석하기로 한다. <표 2>의  $EQ2$ 부터  $EQ5$ 까지는 <식 3>과 같이 선진국에 대해서만 1의 값을 갖는 더미변수  $DUM$  을 각 설명변수에 결합시킨 변수를 <식 2>에 추가함으로써, 전체 국가 중에서 선진국을 구분하여 추정한 결과이다.<sup>21)</sup>

20) 추정방식에 있어서 고정효과모형을 선택하게 된 것은 다음과 같은 검증결과에 근거한다. 예를 들어, 식 (2)의 모든 변수를 사용할 뿐 아니라 추후 설명하게 될 더미변수까지도 포함한 본 실증분석의 기본이 되는  $EQ\beta$ 에 대해, Pooled OLS 모형과 고정효과모형 중 어느 것이 더 적절한지 살펴보기 위해 F-검증을 실행하였다. 그 결과  $F_{60,50}=6.85$ 로서, 1% 유의수준인 1.70보다도 훨씬 크므로, 고정효과모형이 타당한 것으로 보인다. 나아가 이러한 고정효과모형을 랜덤효과모형과 비교하여 보았다. Hausman 검증을 실시한 결과,  $\chi^2_{11}=57.88$ 로서 이는 1% 유의수준(임계치=24.72)하에서 고정효과모형이 적절함을 의미한다. 이러한 F-검증과 Hausman 검증결과는 다른 추정식에 대해서도 큰 차이가 없었다.

21) 단,  $PCY_{i,t}$ 는 그 자체가 경제발전정도를 나타내므로, 추가적으로 선진국과 개도국으로 구분할 필요는 없을 것이다.

〈표 2〉 중앙은행 적립금과 대출 추정식

	<i>INT</i>	<i>DUM*INT</i>	<i>PCY</i>	<i>TRA</i>	<i>DUM*TRA</i>	<i>UNE</i>	<i>DUM*UNE</i>	<i>GOV</i>	<i>DUM*GOV</i>	<i>RESY</i>	<i>RESM</i>	<i>Adj.R<sup>2</sup></i>
<i>EQ1</i>	2.91E-05 (0.000)		-0.513* (0.295)	7.06E-05 (7.61E-05)		-0.002 (0.004)		0.507 (0.383)				0.78
<i>EQ2</i>	-0.000 (0.001)	0.019*** (0.007)	-0.641** (0.297)	1.63E-05 (5.77E-05)	-0.022 (0.211)	0.006** (0.003)	-0.083** (0.042)	0.654* (0.368)	-0.738 (0.525)			0.79
<i>EQ3</i>	-0.001 (0.001)	0.019*** (0.006)	-0.706*** (0.289)	1.52-E04* (8.60E-05)	-0.051 (0.197)	0.002 (0.004)	-0.077* (0.040)	0.865** (0.403)	-0.703 (0.524)	5.807*** (2.176)		0.79
<i>EQ4</i>	-0.000 (0.001)	0.017*** (0.006)	-0.732*** (0.288)	1.17-E04 (7.48E-05)	-0.060 (0.192)	0.003 (0.003)	-0.078** (0.041)	0.870** (0.409)	-0.672 (0.525)		2.737*** (1.029)	0.79
<i>EQ5</i>	-0.000 (0.000)	0.003*** (0.001)	-0.296*** (0.119)	5.22E-05* (2.75E-05)	-0.040* (0.024)	0.001 (0.001)	-0.010*** (0.004)	0.321** (0.140)	-0.314** (0.152)	1.712** (0.755)		0.92
<i>EQ1a</i>	-0.000 (0.001)		-0.691* (0.406)	0.051 (0.113)		-0.004 (0.006)		0.633 (0.491)				0.75
<i>EQ2a</i>	-0.001 (0.001)	0.037** (0.016)	-0.995** (0.413)	0.014 (0.113)	0.357 (0.495)	0.006** (0.003)	-0.204** (0.094)	0.965** (0.481)	-1.427* (0.832)			0.78
<i>EQ3a</i>	-0.001 (0.001)	0.036** (0.016)	-1.095*** (0.407)	0.051 (0.133)	0.316 (0.472)	0.005 (0.004)	-0.202** (0.092)	1.307** (0.545)	-1.434* (0.813)	7.080*** (2.589)		0.79
<i>EQ4a</i>	-0.001 (0.001)	0.034** (0.015)	-1.103*** (0.408)	0.022 (0.134)	0.355 (0.475)	0.006 (0.004)	-0.202** (0.092)	1.268** (0.556)	-1.358* (0.815)		3.052*** (1.132)	0.79
<i>EQ5a</i>	-0.000 (0.000)	0.004*** (0.002)	-0.413*** (0.150)	0.033 (0.040)	-0.038 (0.056)	0.002 (0.001)	-0.025*** (0.007)	0.448** (0.182)	-0.492** (0.201)	2.035** (0.823)		0.92

주: 괄호 안은 표본오차. \*, \*\* 및 \*\*\*은 각각 10%, 5% 및 1%하에서 유의함을 나타낸다. White(1980)의 heteroscedasticity-consistent 추정방법을 이용하였다

$$\begin{aligned}
 L_{i,t} = & \beta_{0,i} + \beta_1 INT_{i,t} + \beta_2 DUM_{i,t} * INT_{i,t} + \beta_3 PCY_{i,t} + \beta_4 TRA_{i,t} \\
 & + \beta_5 DUM_{i,t} * TRA_{i,t} + \beta_6 UNE_{i,t} + \beta_7 DUM_{i,t} * UNE_{i,t} + \beta_8 GOV_{i,t} \\
 & + \beta_9 DUM_{i,t} * GOV_{i,t} + \beta_{10} RES_{i,t} + \beta_{11} TIM_t + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

EQ2의 결과를 살펴보면,  $DUM_{i,t} * INT_{i,t}$ 의 계수가 예상대로 (+) 부호를 보이며 1% 수준에서 매우 유의한 것으로 나타났다. 이는 위에서 언급한 것처럼  $INT_{i,t}$ 가 시장의 힘에 의해 중앙은행 대출을 결정하게 되는 것은 선진국에만 해당되는 것임을 알 수 있다.<sup>22)</sup>  $PCY_{i,t}$  계수는 여전히 (-)로 유의하였으나,  $TRA_{i,t}$ 는 선진국이든 개도국이든 유의하지 않았다.  $UNE_{i,t}$ 의 계수는 전체국가들에서 예상대로 (+) 부호로서 유의하게 나타났지만,  $DUM$ 과의 결합변수 계수는 오히려 유의하게 (-) 부호를 보였다. 이는 선진국에서는 경기조절수단으로서 중앙은행 대출보다는 공개시장조작 등 다른 통화수단을 사용한 결과로 보인다. 마지막으로  $GOV_{i,t}$ 는 예상대로 유의하게 (+) 부호를 보여 구축효과로 인해 중앙은행 대출이 감소하는 것을 알 수 있다.  $DUM$ 과의 결합변수는 유의하지 않아서, 선진국의 경우도 크게 다르지 않음을 알 수 있다.

이제 본 논문의 주제인 적립금이 중앙은행 대출을 증가시키는지를 검증한 결과인 EQ3를 검토하기로 하자. EQ2에서도 사용된 설명변수들의 부호나 유의도에는 큰 차이는 없었고, 다만  $TRA_{i,t}$ 가 10% 유의수준에서 예상했던 부호를 보이고 있다. 여기서 중요한 것은 GDP 대비 적립금인  $RESY$ 가 예상했던 대로 (+)의 부호를 보이면서 1% 수준에서 매우 유의하게 나타났다는 점이다.<sup>23)</sup> 즉, 본 논문의 가설대로 적립금이 중앙은행 관료의 재량권 확대 유인에 따라 중앙은행 대출의 증가를 가져왔음을 실증적으로 보인 것이다.<sup>24)</sup> EQ4는 EQ3에서  $RESY$  대신에 적

22) 특별히 중앙은행 대출을 추정한 대부분의 기존 문헌이 주로 선진국의 시계열자료를 이용한 결과라는 점에서 본 논문의 결과와 일치한다.

23) 한편 적립금이 중앙은행의 주요 기능인 통화정책 운용상 대출뿐 아니라 유가증권 구입에도 사용될 수 있을 것이다. 이것이 사실이라면 적립금이 중앙은행 관료의 재량권 확대 유인에 의해 주로 대출로 이용된다는 필자들 주장의 설득력이 떨어질 수 있다. 그러나 김인배 외(2001, p.266)는 적어도 한국에서는 적립금 증가가 유가증권 구입의 증가와는 관련이 없음을 보인 바 있다.

립금을  $M_2$  대비 상대적 규모로 측정한  $RESM$ 을 사용한 결과이다.  $EQ3$ 의 결과와 크게 다르지 않고 역시 적립금변수  $RESM$ 은 1% 수준에서 매우 유의하게 나타났다.<sup>25)</sup>

$EQ5$ 는 이상의 실증분석결과와 공고성을 확인하기 위해 종속변수인 중앙은행 대출을 본원통화가 아닌  $M_2$  대비 상대적 크기로 측정한 후,  $EQ3$ 과 동일한 설명변수를 사용한 추정결과이다.  $EQ3$ 의 결과와 비교할 때, 오직  $TRA_{i,t}$ 와  $DUM$ 의 결합변수만이 (-)로 10% 수준에서 유의한 차이를 보이고 있다. 이는 선진국에서는 무역의존도가 높더라도 수출이나 수입(혹은 수입대체)산업에 대한 중앙은행 대출이 전체국가에 비해 적게 제공된다는 것을 의미한다. 그 외에는  $EQ3$ 의 추정결과와 큰 차이가 없으며, 역시 적립금변수인  $RESY$ 의 계수는 5%하에서 유의하게 나타났다.

<표 2>의  $EQ1$ 부터  $EQ5$ 까지는 전체 61개 국가를 대상으로 추정한 결과이다. 그러나 [그림 3]에서 보인 것처럼 이들 61개국 중 22개국에서는 중앙은행 대출이 0이었다. 따라서 이들 국가들과 대출이 0이 아닌 국가들에 대해 함께 추정할 때, 추정에 편의가 발생할 가능성이 있다. 이를 고려하여 <표 2>의 하단에 보인  $EQ1a$ 부터  $EQ5a$ 는 대출이 0인 22개 국가를 제외하고 39개국 자료만을 이용하여  $EQ1$ 부터  $EQ5$ 까지의 식과 동일한 방법으로 추정한 것이다.<sup>26)</sup> 결과는  $EQ1$ 부터  $EQ5$ 까

24) 이러한 결과에 대해 각국 중앙은행 적립금의 적립방식, 중앙은행 독립성 정도, 혹은 중앙은행의 준재정활동 정도 등을 감안하여 국가들을 그룹별로 좀더 세분화하여 분석한다면 더욱 흥미롭고 공고한 결과를 얻을 수 있을 것으로 사료된다. 현재로서는 그 자료수집이 쉽지 않고, 설사 수집 가능한 변수라 하더라도 물리적으로 방대한 양의 노력이 소요되는 작업이기에 본 논문에서는 다루지 못하였으나, 건설적인 지적을 해주신 익명의 논평자에게 감사드린다.

25) 이러한 결과에 대해 종속변수인 중앙은행 대출로 인해 이익금이 증가하여 적립금이 증가한 것으로 해석할 수도 있을 것이다. 즉, 적립금변수의 내생성문제를 제기할 수도 있으나,  $EQ3$ 에서 사용된 독립변수들과 추가로 GDP성장률을 도구변수로 사용하여 Hausman 검증을 해본 결과, 그러한 내생성은 존재하지 않는 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 내생성논리에서 중앙은행 대출이 적립금을 증가시키게 되는 연결고리인 중앙은행 대출과 이익금 간의 관계는 이들 양자의 상관관계를 계산해 본 결과 매우 낮은 것으로 나타났다(2001년도 본원통화 대비, 중앙은행 대출증가분과 2001년도 이익금 간의 상관관계 계수는 0.17에 불과했다). 한편 한 논평자의 제의에 따라  $EQ3$ 에 중앙은행 총자산 대비 적립금비율도 사용해보았으나 그 계수의 추정치는 유의하지 않았다.

지 유의하게 중앙은행 대출을 설명했었던 주요 설명변수들, 즉  $DUM_{i,t} * INT_{i,p}$ ,  $PCY_{i,p}$ ,  $DUM_{i,t} * UNE_{i,t}$  및  $GOV_{i,t}$  변수들이 여전히 동일한 부호로 나타났으며, 유의도에도 큰 차이가 없었다. 다만 추가로  $DUM_{i,t} * GOV_{i,t}$ 의 계수가 유의하게 나타났다는 점이 다를 뿐이다. 물론 적립금변수인  $RESY$ 나  $RESM$ 의 계수는 역시 유의하게 (+)를 보이고 있다. 지금까지의 실증분석결과, 결론적으로 중앙은행 적립금 증가가 중앙은행 대출을 증가시킨다는 본 논문의 가설은 틀리지 않은 것으로 검증되었다.

## V. 결 론

최근 공공기관에 의한 기금이나 적립금에 대해 그 운용이나 존치 타당성에 대한 관심이 높아지고 있다. 그러나 정작 그 규모가 엄청난 중앙은행 적립금에 대해서는 비록 다른 시각에서 바라본 것이지만, 필자들의 선행연구를 제외하고 고영선(2003) 외에는 국내에서 심도 있는 논의를 찾아볼 수 없다.

필자들이 중앙은행 적립금의 목적과 운용에 대해 61개국 중앙은행법을 가능한 한 샅샅이 조사하고 그 논리를 분석해 본 결과, 적립금 존치의 타당성은 설득력이 약할 뿐만 아니라, 적립금이 어떻게 운용되어야 하는가에 대한 규정도 거의 모든 국가에서 부재함을 발견하였다. 그 과정에서 결코 적지 않은 규모의 적립금이 과연 왜 필요하며, 또 어떻게 쓰일 것인가에 대한 질문이 자연스럽게 떠올랐다.

적립금에 대해 명시적 운용 규정이 없다면, 한 가지 가능성은 (물론 Becker(1983)의 일반적 효율성 제한하에) 자신들의 사적 유인을 극대화하는 데 사용될 수 있을 것이라는 점이다. 그렇다면 구체적으로 어떻게 그러한 유인을 충족시킬 것인가? 이미 김인배 외(2001)는 한국에서 적립금이 관료의 재량권 확대를 위해 한국은행 대출에 사용됨을 실증적으로

26) 이 방법 이외에 probit model을 이용하는 것도 고려해 볼 수 있겠으나, probit model로써 고정효과(fixed effects)를 감안하는 것은 현재까지 제시된 계량기법으로는 어려움이 있는 것으로 알려져 있으므로(Greene[2000], p.837), 이 방법을 택하기로 한다.

밝힌 바 있다. 본 논문은 그러한 결과를 확장시켜 적립금운용의 관료주의적 성격이 한국에만 국한된 것이 아니라, 중앙은행 이익금을 내부 적립하는 모든 국가들에 해당되는 일반성을 가질 수 있음을 국제자료를 통해 검증하였다.<sup>27)</sup>

뿐만 아니라 적립금에 이러한 관료적 유인이 반영될 수 있음을 보인 것은 기존 관련 문헌이 모두 중앙은행 이익금이 정부에 반납될 때만을 상정하여 그 문제점을 지적한 것과는 매우 대조적이다. 이는 중앙은행 이익금 처분에 관한 새로운 결론을 도출하게 한다. 왜냐하면 본 논문의 결과는 중앙은행 이익금이 정부에 반납되든, 혹은 내부에 유보되든 결국 관료의 사적 유인에 의해 통화정책이 왜곡될 수 있음을 보인 것이기 때문이다. 본 연구결과는 적어도 중앙은행의 이익금에 관한 한, 제도의 명목적인 변화 방향과는 상관없이, 관료의 사적 유인은 어떠한 경우라도 자신들의 편익을 극대화하도록 매우 민첩하게 작동하고 있음을 보여 준다.

물론 재할인과 관련된 통화당국자의 재량권에는 정치권으로부터의 압력에 때로 순응해야만 했던 현실적으로 불가피한 면이 존재할지 모른다. 또한 중앙은행 적립금 역시 혹 발생할지 모르는 중앙은행 손실에 대하여 정부의 재정부담 리스크를 줄이기 위함일 수도 있다. 그러나 설사 그렇다 할지라도, 결국 이들에 내재되어 있는 재량권은 사적 유인과 결합하여 통화정책의 왜곡을 초래할 수 있다. 이런 점에서 중앙은행은 그러한 재량권에 대해 적절한 제한과 책무규정을 두는 것이 행정부로부터의 예산권, 인사권 혹은 정책권한 등의 ‘외형적 독립’뿐 아니라, ‘내부

27) 본 논문의 가설과는 달리, 익명의 한 논평자는 한국의 경험을 예로 들면서, “적립금이 중앙은행의 외환정책에 사용될 수 있다”는 가설을 제시하였다. 예로써 자본유입이 있을 때 환율유지와 인플레이션 방지를 위해 사용되는 불태화정책(중화정책)은 중앙은행의 준재정활동으로서 중앙은행의 손실을 초래하여 적립금이 줄어들게 된다는 논리이다. 이를 달리 해석하면 환율유지를 위해 적립금이 사용되었다는 의미와 같기 때문이다. 그럼에도 불구하고, 이 역시 관료의 재량권과 무관하지 않을 가능성은 “불태화정책은 환율에 영향을 미침으로써 수많은 거래당사자들 간에 암묵적 소득이전을 발생시킨다(Mackenzie and Stella[1996])”라는 지적으로부터 추론할 수 있다고 판단된다. 왜냐하면, 일정 환율을 유지하려는 노력은 그로 인한 소득이전 결과를 잘 알고 있는 통화당국 관료가 재량권을 발휘하는 과정이라고 생각할 수도 있기 때문이다. 물론 이 가설 역시 좀더 정교한 검증을 거쳐야 하겠으나, 새로운 시각과 논리를 제시해 주신 익명의 논평자에게 감사를 표한다.

통화정책 운용의 독립'까지 포함하는 '진정한 독립' 달성에 부합할 것이  
라 사료된다. 또한 본 논문의 결과를 토대로 적어도 중앙은행 적립금의  
운용에 대해 투명성을 확보하는 것이 필요하다고 판단된다. 적립금 운  
용에 대한 규정 마련 혹은 운용자료의 정기적인 공개 등 투명성 제고를  
위한 방안들을 고려해 볼 수 있겠으나, 그 구체적 방법에 대한 연구는  
후속과제로 남긴다.<sup>28)</sup>

---

28) 아울러 이러한 연구가 활성화된다면 “과거 한국은행의 통화정책 및 정부의 준재정  
활동의 영향과 문제점에 대해 균형 있는 시각과 평가가 촉발될 수 있다”라는 한 논  
평자의 지적에 필자들 역시 더욱 강한 책무성을 갖게 된다.



## 참 고 문 헌

- 고영선, 「한국은행의 준재정활동」, □□KDI 정책연구□□, 제25권 1호, 한국개발연구원, 2003, pp.99~144.
- 김인배 · 김일중, 「한국의 재할인정책: 국제비교를 통한 정치경제학적 분석」, □□경제연구□□, 제22권 3호, 2004, pp.107~135.
- 김인배 · 김일중 · 권윤섭, 「인플레이션과 중앙은행 적립금: 관료주의적 접근」, □□경제학연구□□, 제52권 2호, 2004, pp.67~90.
- 김인배 · 김일중 · 박성규, 「한국 통화정책의 관료유인 모형: 이론 및 실증분석」, □□공공경제□□, 제6권 2호, 2001, pp.237~277.
- 김준경, 「정책금융의 재원조성 개선방안」, 송대회 · 문형표(편), □□1993년도 국가예산과 정책목표□□, 한국개발연구원, 1993, pp.113~176.
- 오세만 · 박성준 · 신운, 「재할인제도의 개선방향」, □□조사통계월보□□, 1994년 7월호, 한국은행, 1994. 7, pp.3~27.
- 윤원배, 「효율적 통화관리를 위한 방안」, Working Paper Series, 1993-12, 서울사회경제연구소, 1993, pp.163~194.
- 임호열 · 김현기, 「주요국 중앙은행 대출제도의 현황과 시사점」, □□조사통계월보□□, 1997년 4월호, 한국은행, 1997. 4, pp.3~23.
- 한국은행, □□주제별해설 한국은행법□□, 1999a.
- 한국은행, □□우리나라의 금융제도□□, 1999b.
- 한국은행, □□우리나라의 통화정책□□, 2002.
- 황성현, 「재정 · 금융의 역할정립과 보완성 제고방안」, □□KDI 정책연구□□, 제17권 제4호, 한국개발연구원, 1995, pp.99~130.
- Becker, G., "A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence," *Quarterly Journal of Economics* 96, 1983, pp.371~400.
- Boyes, W., W. Mounts Jr., and C. Sowell, "The Federal Reserve as a Bureaucracy: An Examination of Expense-Preference Behavior," *Journal of Money, Credit, and Banking* 20, 1988, pp.181~190.
- Boyes, W., W. Mounts Jr., and C. Sowell, "Monetary and Fiscal Constitutions and the Bureaucratic Behavior of the Federal Reserve," *Public Finance Review* 26, 1998, pp.548~564.

- Brunner, K., "The Case Against Monetary Activism," *Lloyd's Bank Review* 139, 1981, pp.95~106.
- Chant, J. and K. Acheson, "The Choice of Monetary Instruments and the Theory of Bureaucracy," *Public Choice* 12, 1972, pp.13~33.
- Cosimano, T. and R. Sheehan, "Is the Conventional View of Discount Window Borrowing Consistent with the Behavior of Weekly Reporting Banks?" *The Review of Economics and Statistics*, 1994, pp.761~770.
- Dotsey, M., "Monetary Control Under Alternative Operating Procedures," *Journal of Money, Credit, and Banking* 21, 1989, pp.273~290.
- Friedman, M., *Program for Monetary Stability, The Miller Lectures (Number Three)*, Fordham: Fordham University Press, 1960.
- Goldfeld, S. and E. Kane, "The Determinants of Member Bank Borrowing: An Econometric Study," *Journal of Finance* 21, 1966, pp.499~514.
- Goodfriend, M., "Discount Window Borrowing, Monetary Policy, and The Post-October 6, 1979 Federal Reserve Operating Procedure," *Journal of Monetary Economics* 12, 1983, pp.343~356.
- Greene, W., *Econometric Analysis* (4th ed.), New Jersey: Prentice Hall, 2000.
- Hamdani, K. and S. Peristiani, "A Disaggregated Analysis of Discount Window Borrowing," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1991, pp.52~62.
- Kim, I. and I. Kim, "Endogenous Changes in the Exchange Rate Regime: A Bureaucratic Incentive Model," *Public Choice*, forthcoming(2005).
- Mackenzie, G. and P. Stella, "Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions," *International Monetary Fund, Occasional Paper*, No. 142, 1996.
- Mounts Jr, W. and C. Sowell, "A Statistical Note on Possible Institutional Regimes in Budget Policy," *Journal of Macroeconomics* 17, 1996, pp.149~160.
- Niskanen, W., "Bureaucrats and Politicians," *Journal of Law and Economics* 18, 1975, pp.617~644.
- Pearce, D., "Discount Window Borrowing and Federal Reserve Operating Regimes," *Economic Inquiry* 31, 1993, pp.564~579.
- Peristiani, S., "The Model Structure of Discount Window Borrowing," *Journal of Money, Credit, and Banking* 23, 1991, pp.13~34.
- Poole, W., "The Discount Window," in T. Mayer(ed.), *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

- Schwartz, A., "The Misuse of the Fed's Discount Window," *Review - Federal Reserve Bank of St. Louis* 74, 1992, pp.58~69.
- Shugart, W. and R. Tollison, "Preliminary Evidence on the Use of Inputs by the Federal Reserve System," *The American Economic Review* 73, 1983, pp.291~304.
- Toma, E. and M. Toma, "Research Activities and Budget Allocation among the Federal Reserve Banks," *Public Choice* 45, 1985, pp.175~192.
- Toma, M., "Inflationary Bias of the Federal Reserve System: A Bureaucratic Perspective," *Journal of Monetary Economics* 10, 1982, pp.163~190.
- White, H., "A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity," *Econometrica* 48, 1980, pp.817~838.
- Willett, T., "Studying the Fed: Toward a Broader Public Choice Perspective," in Thomas Mayer(ed.), *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

## <부록 1> T-계정 분석(김인배 외[2004]에서 발췌)

### A. 중앙은행 손실의 보전

다음은 중앙은행의 손실을 정부가 보전하든 혹은 적립금으로 보전하든 본원통화의 양에는 변화가 없음을 보인다. 예를 들어, 중앙은행이 금융기관에 대출을 100만큼 하였을 때, 중앙은행의 대차대조표는 <B/S ①>과 같이 된다. 이후 한국은행에 순손실(예를 들어, 부실대출로 인하여)이 30만큼 발생한다면 그만큼 한국은행의 자산이 줄어들어 <B/S ②>와 같이 된다. 만일 적립금으로 손실을 보전한다면 <B/S ③>이 되어 본원통화량에는 변화가 없다.

<B/S ①>			<B/S ②>		
자산	+100	화폐발행	자산	+70	화폐발행
		지준금 +100	순손실	+30	지준금 +100
<B/S ③>					
자산	+70	화폐발행			
순손실	0	지준금 +100			
		적립금 -30			

이제 <B/S ②>로부터 만일 결산시 정부가 이 손실을 보전해 주는 경우를 생각해 보자. 손실을 보전해 줄 정부예금이 전혀 없을 때라도 중앙은행은 정부대출을 하여 정부예금을 늘려 주면(<B/S ④>), 정부는 곧바로 그 정부예금으로 순손실을 보전하게 될 것이다(<B/S ④-1>). <B/S ③>과 <B/S ④-1>을 통해, 결국 손실을 적립금으로 보전하든, 혹은 정부가 보전하든 본원통화의 양에는 변화가 없음을 알 수 있다.

<B/S ④>			<B/S ④-1>		
자산	+70	화폐발행	자산	+70	화폐발행
(예, 금융기관대출)		지준금 +100	순손실	0	지준금 +100
순손실	+30	정부예금 +30	정부대출	+30	정부예금 0
정부대출	+30				

## B. 인플레이션 억제효과 주장에 대한 반박

이 주장은 중앙은행이 이익을 본 만큼 적립을 하면, 그만큼 본원통화량이 감소하게 된다는 것이다. 역시 <B/S ①>로부터 설명을 하기로 한다. 만일 중앙은행이 대출로부터 이자를 30만큼 받았다면, 시중은행의 지준금은 30만큼 줄어든다. 중앙은행이 이 이익금 모두를 적립한다면 <B/S ⑤>가 된다. 따라서 본원통화량은 적립금 증가만큼 감소하는 것이 사실이다.

<B/S ⑤>			<B/S ⑥>		
자산	+100	화폐발행	자산	+130	화폐발행
		지준금			지준금
		이익금			적립금
		(적립금)			
		+70			+100
		+30			+30

하지만 실제로 중앙은행이 통화정책을 운영할 때 적립금이 증가한다고 해서 증가한 적립금의 양만큼 본원통화량을 줄여서 운영하는가? 이에 대해 필자들은 이러한 주장을 한 한국의 경험을 면밀히 살펴보았다. 금융통화위원회 의사록이나 기타 한국은행 통화정책결정과정에서 관한 어떠한 문헌에서도 본원통화환수의 의미를 지키고자 적립금의 변동을 고려하여 통화정책을 운영하고 있다는 단서는 찾아볼 수 없었다.

더욱 중요한 것은 적립금이 그저 금고에 쌓여 있는 것이 아니라, 끊임없이 대출이나 채권과 같은 자산의 구입에 사용되고 있다는 사실이다. 즉, 적립금의 증가만큼 대출 등 자산 증가로 이어지므로 결국 적립금을 정부에 반납할 때와 마찬가지로 본원통화가 다시 원래의 수준으로 늘어나게 된다는 것이다(<B/S ⑥>). 즉, 적립금의 인플레이션 억제효과 주장에는 현실적으로 타당성이 결여되어 있다.

## <부록 2> 자료 출처 및 계산방식

<표 A1> 자료 설명 및 특이사항

변수	자료출처 및 특이사항
<b>GDP</b> <i>IFS line 99.b</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Albania는 <i>World Bank Database</i>에서 발췌.</li> <li>• Aruba, Azerbaijan, Bahamas, UAE, Macedonia, Fiji, Mongolia, Sudan은 각국 중앙은행 연차보고서에서 발췌.</li> <li>• ESCB 회원국들은 자국화폐로 표시되어 있으므로 자국화폐/Euro 전환율을 이용하여 Euro로 전환.</li> </ul>
<b>M2</b> <i>IFS line 34 + 35</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aruba와 Sweden은 중앙은행 연차보고서에서 발췌.</li> <li>• Sweden은 M2 대신 M3를 사용.</li> <li>• ESCB 회원국들은 <i>IFS</i>의 line 34.a.u, 34b.u 및 35.u의 합을 이용.</li> </ul>
<b>재할인 금리</b> <i>IFS line 60</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estonia, Lithuania, Romania는 중앙은행 홈페이지에서 발췌.</li> <li>• UK와 Mexico는 각국 중앙은행 홈페이지의 Repo Rate과 Bank Funding Rate을 이용.</li> <li>• Malaysia는 <i>Department of Statistics</i>에서 발췌.</li> <li>• Oman은 <i>Ministry of National Economy</i>에서 발췌.</li> </ul>
<b>콜 금리</b> <i>IFS line 60b</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Albania는 <i>IFS</i>의 T-Bill Rate을 이용.</li> <li>• Azerbaijan, Bahamas, Bangladesh, Barbados, Egypt, Hungary, Israel, Jamaica, Macedonia, Mongolia, Oman, Peru, Romania, UAE, Venezuela는 중앙은행 홈페이지에서 발췌.</li> <li>• Malaysia는 <i>Asia Regional Information Center</i> 발표자료를 이용.</li> <li>• ESCB 회원국들은 <i>IFS</i>의 Euro Area에서 line 60a를 이용.</li> </ul>
<b>실업률</b> <i>IFS line 67r</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Albania, Brazil, Croatia, Egypt, Indonesia, Jamaica, Mongolia, Pakistan, Venezuela는 <i>Australia Department of Foreign Affairs &amp; Trade</i> 발표자료를 이용.</li> <li>• Aruba, Macedonia는 중앙은행 홈페이지에서 발췌.</li> <li>• Azerbaijan은 <i>International Labor Organization Database</i>에서 발췌.</li> <li>• Bahamas, Bahrain, Kuwait, UAE는 미국무성 <i>The Bureau of Economic and Business Affairs(BEBA)</i> 발표자료를 이용.</li> <li>• Bangladesh와 Sudan은 미 <i>CIA World Fact Book</i> 발표자료를 이용.</li> <li>• Oman은 <i>Lahmeyer International Database</i>에서 발췌.</li> </ul>
<b>CPI(1995=100)</b> <i>IFS line 64</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aruba, Azerbaijan, Sudan, UAE는 중앙은행 연차보고서에서 발췌.</li> </ul>
<b>수출</b> <i>IFS line 70</i> <b>수입</b> <i>IFS line71</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aruba, Azerbaijan, Peru, UAE는 중앙은행 연차보고서에서 발췌.</li> <li>• Slovenia, Turkey, Brazil, Sudan, Mexico, Romania, Chile, Croatia, Macedonia, Indonesia, Israel, Mongolia, Korea, Canada, Azerbaijan 및 ESCB 회원국은 <i>IFS</i> 자료에 US\$로 표시되어 있으므로, 연도 말 환율을 이용 각국 자국화폐(ESCB 회원국은 Euro)로 환산.</li> </ul>
<b>환율</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>IFS line ae.</i></li> </ul>
<b>본원통화</b> <i>IFS line 14</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESCB 회원국들은 <i>IFS</i>의 line 14a와 14c의 합을 이용.</li> </ul>

〈표 A1〉 자료 설명 및 특이사항(계속)

변수	자료출처 및 특이사항
1995년 미달러로 계산한 일인당 GDP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 우선 각국의 자국화폐로 표시된 GDP를 <i>IFS</i>의 인구수(line 99z)로 나누어 일인당 GDP(=GDPC)를 구한 후, <math>GDPC * (100/CPI) * e_{1995}^{-1}</math>로 계산 (여기서 <math>e</math>는 위에서 구한 자국화폐/US\$ 환율, 단 ESCB 회원국의 경우, <math>e_{1995}^{-1} = (1995년말 US\\$/자국화폐) * (Euro당 자국화폐 전환율)</math>).</li> </ul>
정부재정수지 <i>IFS</i> line 80 혹은 GDP 대비 재정수지비율	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aruba, Australia, Azerbaijan, Chile, Cyprus, Fiji, Jamaica, Morocco, Sudan, UAE는 중앙은행 홈페이지에서 발췌.</li> <li>• Albania는 <i>Ministry of Finance</i>에서 발췌.</li> <li>• Euro 국가는 ESCB의 연차보고서에서 발췌.</li> <li>• Bangladesh, Brazil, Denmark, Egypt, Indonesia, Japan, Malaysia, Sweden은 미국무성 <i>BEBA</i> 발표자료를 이용.</li> </ul>