

『한국은행법』 80조의 최종대부자론*

신 인 석**

논문 초록

2020년 상반기 코로나사태로 인한 금융시장 불안에 대응하여 한국은행 금융통화위원회는 『한국은행법』 80조를 근거로 비은행금융기관을 대상으로 한 회사채담보대출제도와 회사채매입을 목적으로 한 SPV(특별목적펀드)에 대한 대출제도 등 두 개의 최종대부자 정책방안을 도입하였다. 이 논문은 두 정책을 배경으로 한국은행 최종대부자 기능의 범위와 절차를 검토한다. 논문의 핵심주장은 다음과 같다: 입법취지로 보면 80조는 비은행금융기관을 유동성 제공대상으로 한정하였으나, 비금융 법인 등으로 대상을 확대해석할 여지는 조문에 남아있었다. 2008년 글로벌금융위기 이후 자본시장 금융위기의 가능성은 실재하며, 이를 고려하여 80조를 재설계할 필요가 있다. 비은행금융기관을 넘어서 비금융 법인에 대한 최종대부자 유동성 제공을 명확히 허용하되, 발동목적은 금융시스템 안정에 한정하고, 재정정책 속성이 중첩됨을 감안하여 재정의 손실부담을 의무화하며, 금융통화위원회에 조사기능과 사후 보고의무를 부여하는 입법조치를 제안한다.

핵심 주제어: 한국은행법 80조, 최종대부자, 코비드19(Covid19)

경제학문헌목록 주제분류: B22, E42, E58

투고 일자: 2021. 6. 7. 심사 및 수정 일자: 2021. 6. 25. 게재 확정 일자: 2021. 7. 9.

* 세심한 검토의견으로 논문의 개선에 도움을 준 두 분의 익명심사자에게 감사드린다.

** 중앙대학교 경영경제대학 교수, e-mail: ishin@cau.ac.kr

I. 머리말

2020년 1분기 세계 경제는 코로나 바이러스 사태라는 경제충격에 직면하였다. 2008년 글로벌 금융위기에 대응하여 초유의 위기관리 정책방안을 선보였던 주요국 중앙은행은 그 이상의 위기관리 정책방안을 내놓았다. 필두에는 미국 중앙은행인 '연방준비제도(Federal Reserve System, 이하 'Fed'로 약칭)'가 있다. Fed는 2008년 글로벌 금융위기가 발발하자 이례적인 조치로서 비은행금융기관에 대한 긴급유동성 공급 방안을 도입한 바 있다. 2020년 코로나 사태로 미국 금융시장의 급격한 경색이 예상되자 일련의 정책방안을 패키지로 발표하였다. 방안의 대부분은 2008년 글로벌 금융위기의 관리대책으로 도입되었던 것들이었다. 2008년 처음으로 선을 보였던 위기관리방안이 이제 21세기 Fed의 위기관리 매뉴얼로 자리를 잡는 모습이였다. 그러나 2020년 Fed의 위기관리 대응은 여기서 멈추지 않았다. 금융기관을 넘어서 새로운 위기관리 방안으로서 회사채 시장에 대한 직접 유동성 공급 방안을 발표하였다. 금융기관이 아니라 자본시장에 대한 직접 유동성 공급은 Fed 역사상 최초의 정책조치이다. 이 조치의 역사적 의의를 평가하기 위해서는 경제학계의 최종대부자론 추이를 살펴볼 필요가 있다.

2008년 글로벌 금융위기 이전 중앙은행의 최종대부자 기능에 대한 학계 논의는 두 가지 주제를 중심으로 전개되어 왔다. 먼저 중앙은행이 최종대부자 역할을 수행해야 하는가라는 가장 근본적인 주제가 있다. 일찍이 19세기 영국에서 Thornton (1802), Bagehot (1873)에 의해 전개되었고, 20세기 말 1980년대 선진국에서 시작된 금융자유화를 배경으로 금융위기가 재등장하면서 재점화된 논쟁이었다. 금융위기에 대해서도 공공의 개입이 아니라 시장 스스로 대응제도를 만들어 내지 못할 이유가 없다는 이른바 '자유은행론(Free Banking)' 견해¹⁾가 일부 있었지만, 이 주제에 대한 학계의 주류 견해는 현재 명백하다. 금융위기 관리를 목적으로 한 긴급유동성 공급, 즉 '최종대부자(lender of last resort)' 기능은 중앙은행의 존재 이유라는 것이 오늘날 경제학계의 교과서적인 인식이다. 오늘날 확립되어 있는 중앙은행의 정의는 통화안정, 금융안정을 목적으로 독점적 통화제도를 운영하는 재정당국으로부터 독립된 공공기구이다. 이 현대 중앙은행 제도는 영국, 미국, 유럽 주요 제국 등 선진 시장경제에서 19세기 말, 20세기 초반 속속 등장하였으되, 통화안정이라는 목표는 1970년대 인플레이

1) Hayek (1976), Gorton (1985) 등이 있다.

이선 시대를 거치며 새로이 부여된 것이고 본래 중앙은행의 탄생은 자유방임 시장 경제에서 주기적으로 발생하였던 금융위기, 그리고 그로 인해 체득된 최종대부자 기능의 필요성이 가져온 역사적 진화의 산물이라는 해석이 학계에 일반화된 인식이다.²⁾

다음 논쟁 주제로는 효율적인 중앙은행의 최종대부자 행동원칙이 있었다. 긴급유동성 제공의 조건과 대상을 둘러싼 논쟁으로서, 흔히 ‘Bagehot 원칙’을 소재로 하여 1980-90년대에 전개된 논쟁이다.³⁾ 당시 핵심 논점은 최종대부자의 유동성 공급 대상에 파산위기에 처한 금융기관도 포함되는지의 여부였다. Goodfriend and King (1988), Meltzer (1986) 등은 중앙은행의 최종대부자 유동성은 일시적인 유동성 위기에 처한 금융기관을 대상으로만 제공되어야 한다고 주장하였다. 반면 Goodhart (1999) 등은 금융시장에서 유동성 위기와 지불불능 위기는 사전적으로 구분될 수 없으며 중앙은행은 금융시스템의 위기를 막기 위해서라면 지불불능 위기에 처한 금융기관에 대해서도 유동성을 제공하여야 한다고 주장하였다.⁴⁾ 이 논쟁에 대한 학계 논의의 결말은 명확하지 않다. 그럼에도 당시 논의에서 모두가 암묵적으로 받아들였던 전제는 유동성 위기이든 지불불능 위기이든 최종대부자 유동성의 제공대상인 금융기관은 ‘은행’이라는 점이었다. 한편으로는 1980-90년대 현실세계에서 발발한 금융위기의 주체는 은행이었고, 다른 한편으로 최종대부자의 존재를 정당화할 수 있는 경제학계의 금융위기 이론도 은행의 특수성을 필수요소로 하는 Dybvig and Diamond (1983) 유형의 인출사태 이론이었기 때문이다.

2008년 글로벌 금융위기는 자본시장 금융기관의 위기로 시작되었다. 위기대응 과정에서 Fed는 은행이 아니라 자본시장의 대형 증권사에 대한 유동성 공급정책을 실행하였다. Fed 역사상 초유의 조치였고 경제학계의 최종대부자 논의에서도 기존의 논의범위를 뛰어넘는 사건이었다. 2020년 자본시장에 대한 직접 유동성 공급, 즉 자본시장 참여 일반 기업에 대한 유동성 공급은 한발 더 나아간 조치였다. 실무적으로나 학문적으로나 새로운 현상이므로 자연스레 새로운 연구과제가 발생하였다. 현대

2) 많은 저작이 있지만 대표적으로 Goodhart (1988, 1999), Bordo (1990)가 있다. 최근의 역사 전개까지 시야에 넣은 논문으로는 Bernanke (2013)를 참조하라.

3) 최종대부자론의 기원으로 거론되는 Bagehot (1873)은 최종대부자로서 중앙은행은 우량 유가증권을 담보(on good securities)로, 고금리(at a high rate of interest)로, 양의 제한없이(lend freely) 위기에 처한 금융기관에 유동성을 공급하여야 한다고 주장하였다. 이 세 가지 지침을 Bagehot 원칙이라 한다.

4) 이 주제에 대한 자세한 논의는 Bordo (1990), 신인석 (2005)을 참조하라.

중앙은행은 공공기구로서 법제에 의하여 권한과 그 행사절차가 제약된다. 새로운 최종대부자 기능 수행이 기존 법제와 부합되는 것인지가 일차적인 연구주제가 될 수 밖에 없다. 이 주제는 당장 중앙은행의 최종대부자 수행과정에서 사회적으로 야기된 논쟁주제이기도 하다. 성격상 법적 논쟁주제이기도 하지만, 실제 사례로 중앙은행의 최종대부자 행태를 실증한다는 측면에서는 경제학의 실증연구 주제이기도 하다. 더불어 발생한 연구과제는 과연 중앙은행 최종대부자 유동성 제공범위의 한계는 어디로 설정하여야 할 것인가라는 이론적인 질문이다. 은행을 넘어서 금융시스템의 모든 금융기관인가? 금융기관도 넘어서 일반 실물부문의 기업도 필요시 최종대부자 유동성이 제공될 수 있는 대상인가? 두 경우 중앙은행의 행동원칙에는 어떤 차이가 있어야 하는가? 사실 이미 실무정책이 도입되어 실행된 상황이므로 정책과제의 시급성을 담고 있는 질문들이다. 이처럼 2008년 글로벌 금융위기와 2020년 코로나 경제위기는 중앙은행 제도 논의의 새로운 전기였다. 중앙은행의 최종대부자 기능이 다시 전면에 등장하였고, 효율적인 최종대부자 기능 수행원칙이 초미의 현실과제로 대두되었다. 미국에서 대공황 직후 중앙은행의 적절한 최종대부자 기능 수행을 뒷받침하기 위한 법제를 찾아 전개되었던 1930년대 논쟁이 21세기 금융환경을 배경으로 다른 모습으로 재점화된 역사적 분기점이라고 평가된다.

중앙은행 최종대부자론의 새로운 국면은 우리나라에서도 펼쳐지고 있다. 2020년 3월 코로나 사태로 미국 주식시장이 폭락하자 우리나라 대형 증권사들의 유동성 위기 가능성에 대한 우려가 국내 자본시장에 대두되었다. 동시에 회사채 시장의 경색과 그로 인한 기업의 유동성 위험 급등에 대한 우려도 등장하였다. 때마침 Fed가 전격적으로 회사채 시장 유동성 공급방안을 포함한 일련의 유동성 대량 공급방안을 패키지로 발표하면서 유사한 조치를 요구하는 주장이 일각에서 제기되었다. 과연 현행 한국은행법이 이를 허용하고 있는지를 둘러싼 사회적 논란도 전개되었다. 이후 한국은행은 2020년 4월 16일 비은행금융기관인 증권사 및 보험사에 회사채를 담보로 대출을 제공하는 “금융안정특별대출제도”를 도입하였다. 3개월 뒤인 2020년 7월 17일 자본시장에 대한 직접 유동성 공급에 해당되는 “회사채·CP 매입기구(SPV)에 대한 대출방안”을 도입하였다. 미국 Fed의 자본시장에 대한 최종대부자 정책방안에 비견되는 새로운 최종대부자 정책방안이었다. 그러므로 앞에서 언급한 연구과제들은 우리나라에서도 이미 대두된 정책질문들이다. 그럼에도 이에 대한 학계의 반응은 아직 찾아보기 어렵다. 이 연구공백을 메우기 위한 시도로서 2020년 최종대부자 정책 방안과 그 역사적 의미를 설명하고 한국은행의 최종대부자 유동성 제공범위라는 주제에 대해 시론적인

논의를 제시하는 것이 이 논문의 목적이다.

논문의 구체적인 논의 주제는 두 가지이다. 비은행 금융기관과 회사채 시장(SPV)에 대한 최종대부자 유동성을 공급한 한국은행의 두 정책방안의 법적 근거는 한국은행법 80조였다. 이에 현행 한국은행법이 허용하고 있는 최종대부자 유동성 제공대상의 범위 문제는 일차적으로는 한국은행법 80조의 해석문제로 귀착된다. 먼저 이 쟁점에 대해 답하는 것이 이 논문의 첫 번째 논의를 구성한다. 이 논문은 80조에 담겨있는 본래 입법취지에 의할 경우 현행 한국은행의 최종대부자 유동성 제공범위의 한계를 비은행 금융기관까지인 것으로 해석한다. 이 해석을 따르면 금융기관이 아닌 다른 경제주체에 대한 유동성 공급인 2020년 7월 조치는 새로운 80조 해석에 근거한 것이 된다. 법조항의 해석은 환경변화에 따라 달라질 수 있다. 80조 등이 부여한 한국은행의 최종대부자 기능은 궁극적으로 한국은행의 설립목적으로 한국은행법에 명시되어 있는 금융안정을 달성하기 위함이다. 금융시스템의 환경변화를 감안하여 입법취지와는 다르지만 법의 전체 목적과 부합되는 방향으로 새롭게 세부 조항을 해석하는 것은 이 권한의 행사주체인 한국은행 금융통화위원회(이하 ‘금통위’로 약칭)의 권한이라고 볼 수도 있다. 최종대부자 기능의 수행은 항상 예기치 않은 새로운 위기적 상황에서 요구되므로 이 같은 적극적 법 해석의 권한이 ‘금통위’에 부여되어 있다고 보는 것은 적절하다. 그렇다면 다음으로 필요한 논의주제는 80조의 입법취지에서 구현되어 있는 최종대부자 유동성의 제공범위를 넘어서, 현 시점 금융시스템 환경 아래 경제이론 관점의 효율적인 최종대부자 기능의 범위와 새로운 행동원칙이 된다. 이 문제는 당연히 이 논문이 홀로 결론을 내릴 수 없는 거대 주제이다. 그럼에도 이미 정책과제가 되었음을 고려하여 시론적인 논의를 제시하는 것이 목적이다.

이하 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 2020년 코로나 사태에 대응하여 한국은행이 도입한 초유의 두 최종대부자 정책방안을 설명하며 그 역사적 의미와 쟁점을 드러낸다. 제Ⅲ장에서는 80조의 제개정 연혁과 그 과정의 입법논의 자료를 추적하여 현재 80조 조항의 입법취지를 밝힌다. 제Ⅳ장에서는 2020년 80조를 활용한 최종대부자 정책이 제기한 정책과제와 그에 대한 시론적 방안을 논의한다.

II. 2020년 한국은행 금통위의 80조 활용

1. 배경

2020년 3월 코로나 사태로 미국 주식시장이 폭락하자 우리나라 대형 증권사들의 유동성 위기 가능성에 대한 우려가 국내 자본시장에 대두되었다. 동시에 회사채 시장의 경색과 그로 인한 기업의 유동성 위험 급등에 대한 우려도 등장하였다. 때마침 Fed의 전격적인 회사채 시장 유동성 공급방안이 발표되면서 유사한 조치를 요구하는 주장이 정부를 중심으로 제기되었다. 그러자 과연 현행 한국은행법이 이를 허용하고 있는지를 둘러싼 논란이 전개되었다. 당시 여러 보도가 있었는데 그 중 다음 언론기사는 당시의 상황을 잘 보여준다:

미국 중앙은행인 연방준비제도(Fed·연준)가 코로나19 사태로 대대적인 양적완화를 하고 있지만 한국은행(한은)은 왜 안할까. 시장의 관심은 한은 역시 다른 주요국 중앙은행처럼 시장에 직접 개입할지 여부다. 한은은 현행 한국은행법(한은법)을 이유로 직접 개입에 방어적인 입장이다. 기업의 회사채와 기업어음(CP)을 직접 매입할 법적 근거도 없다고 했다. 하지만 법학자들은 한은법의 해당 조항이 애매해서 다양한 해석이 나올 수 있기 때문에 실질적인 결정은 금융통화위원회(금통위)의 정책적 판단 사항이라는 견해를 밝히고 있다. ... (내일신문 2020년 3월 26일 “한은 시장개입은 금통위 정책적 판단 사항”)

2020년 3월 중순 미국 Fed는 자본시장 안정을 목적으로 일련의 정책방안을 패키지로 발표하였다.⁵⁾ 대부분은 2008년 글로벌 금융위기 대응과정에서 고안되었던 정책방안을 그 대로 계승한 것이었는데, 주요 증권사에 대한 긴급 유동성 지원을 목적으로 한 “Primary Dealer Credit Facility(PDCF)”, CP시장 유동성 지원을 목적으로 한 “Commercial Paper Funding Facility(CPFF)” 등을 포함하였다. 더불어 추가로 회사채 시장 안정을 목적으로 한 새로운 방안의 도입이 있었다. 발행시장 안정을 목적으로 한 “Primary Market Corporate Credit Facility(PMCCF)”가 그 것이다. PMCCF의 구조는 단기자본시장 안정화를 위한 CPFF와 유사하여 Fed가 특수목적기구(SPV)를 설립하고 이 기구에 대출 형식으로 유동성을 제공한 뒤, 이 기구가 회사채를 매입

5) “<https://www.federalreserve.gov/funding-credit-liquidity-and-loan-facilities.htm>”를 참조하라.

하는 방식이었다. SPV의 위험구조를 보면 SPV는 지분증권을 발행하고 이 지분증권은 재정당국이 매입하여 SPV의 손실위험은 재정당국이 부담하여 Fed는 신용위험을 최소화하였다.

PMCCF는 일견 단기자본시장에 대한 유동성 지원장치인 CPFF를 회사채 시장으로 확대한 것으로 볼 수 있지만, 중요한 차이가 있었다. 2008년 글로벌 금융위기 대응과정에서 처음으로 고안되어 도입된 CPFF는 표면적으로는 단기자본시장인 CP시장에 최종대부자 유동성을 제공하려는 것으로 보인다. 하지만 경제적 효과로 보면 CP발행으로 자금을 조달하는 비은행금융기관에 대한 유동성 제공을 위함이었다는 것이 필자의 판단이다. 당시 미국 CP시장에서 CP발행자의 90% 이상은 자동차구매대출 등 각종 소비자대출(consumer loan)에 종사하는 비은행금융기관이었기 때문이다(Anderson, 2009). 결국 CPFF는 비은행금융기관에 대한 최종대부자 유동성 제공이라는 점에서 PDCF와 같은 성격이라 하겠다. 반면 PMCCF는 실물 기업에 대한 유동성 공급이 목적이었다. 2008년 CPFF와 PDCF 도입으로 비은행금융기관에 대한 최종대부자 유동성 공급이라는 새로운 전기가 열렸다고 한다면, PMCCF 도입으로 금융기관을 넘어서 일반 기업에 대한 중앙은행의 최종대부자 유동성 제공이라는 새로운 전기가 열린 것이다.

앞의 기사는 Fed의 전격적인 PMCCF 도입을 배경으로 한 것이다. 같은 방식으로 우리나라 한국은행도 회사채 발행기업에 대해 유동성을 공급해야 한다는 주장이 있었고, 경제학적 논쟁 이전에 그 것이 과연 현행 『한국은행법』과 정합성이 있는지에 대한 법적 논란이 이어졌다. 미국 PMCCF와 같은 방식으로 한국은행이 유동성을 제공하려면 SPV 대상 한국은행 대출이 필요하였다. SPV의 법적 존재형태는 은행이 아닌 은행이 아니고 비은행금융기관도 아니다. 다음 절에서 자세히 보겠지만, 『한국은행법』은 한국은행이 대출을 제공할 수 있는 대상을 원칙적으로 ‘은행’으로 한정한다. 그리고는 은행 이외의 기업에 대한 대출은 예외적인 위기관리 상황에 한해 허용된다. 이 예외적 대출허용 조항이 80조이며, “금융기관의 신용 공여가 크게 위축되는 등 금융기관으로부터의 자금조달에 중대한 애로가 발생하거나 발생할 가능성이 높은 경우 (... 중략 ...) 금융통화위원 4인 이상의 찬성으로 금융기관이 아닌 자로서 금융업을 영위하는 자 등 영리기업에 대하여 여신을 할 수 있다”가 그 원문이다. 여기서 ‘금융업을 영위하는 자 등 영리기업’이 비은행금융기관에 한정되는 것인지 금융업을 넘어 기타 기업을 포함하는 것인지가 논란이었다.

2. 한국은행 금통위의 두 정책방안 도입과 80조 해석

코로나 사태로 인한 세계경제의 경기위축과 금융시장 불안이 계속되고 정책대응방안을 둘러싼 사회적, 정치적 논란도 심화되는 가운데 한국은행 금통위는 2020년 4월과 7월 논란의 대상이었던 『한국은행법』 80조를 근거로 두 개의 최종대부자 정책방안을 도입하였다. 먼저 4월 16일 임시회의를 개최하여 “금융안정특별대출제도”를 신설하기로 의결한다. 적격회사채(신용등급 AA-이상) 담보로 은행은 물론이고 증권사, 보험사 등 비은행금융기관에게 만기 6개월, 일정금리(통안채 6개월 금리+0.85%)로 제공되는 최종대부자 대출제도였다.⁶⁾ 이어 7월 17일 임시회의를 개최하여 “회사채·CP매입 SPV에 대한 대출” 방안 도입을 의결한다. 이 대출방안은 Fed의 PMCCF와 유사한 방식의 SPV설립과 이에 대한 한국은행의 80조에 근거한 대출을 내용으로 하였다.⁷⁾

한국은행 금통위가 도입한 4월과 7월의 최종대부자 정책은 대출대상의 경제적, 법적 성격이 달랐다. 4월 방안은 회사채시장의 작동에 참여하는 비은행금융기관이 유동성 지원대상이다. 자본시장 주요 금융기관의 위기관리가 기본 목적이다. 7월 방안은 일반 경제주체인 SPV가 대상이다. 일반기업의 회사채 발행 경색 방지가 기본 목적이다. 4월 방안은 Fed의 PDCF에 비견될 수 있고, 7월 방안은 PMCCF와 유사하였다.

두 방안의 도입으로 한국은행 금통위는 정책주체인 자신의 『한국은행법』 80조 해석이 무엇인지를 드러낸 셈이었다. 특히 7월 방안은 금융업자가 아닌 SPV에 대한 대출이므로 80조가 허용한 최종대부자 유동성의 대상이 비금융 일반기업까지 포괄함을 함축하는 것이었다. 당시 금통위 회의록에는 이에 대한 명시적인 발언은 찾을 수 없지만, 소수의견이 없었음을 감안하면 모든 금통위원이 만장일치로 이 해석에 동의한 셈이라 하겠다. 그렇지만 이 해석에 도달하기까지 적지 않은 고민이 있었음을 시사하는 정황들이 있다. 먼저 7월 이전 조치인 4월 “금융안정특별대출제도” 도입을 의결한 금통위 의사록을 보면 한 금통위원이 80조 해석에 대한 의견을 명시하였다.

... 최근 사회적 논란이 되고 있는 한국은행법 제80조의 해석 문제에 대해서도 쟁이

6) 한국은행, “한국은행, 「금융안정특별대출제도」 신설,” 한국은행 보도자료 2020년 4월 16일.

7) 한국은행, “한국은행 금융통화위원회, 회사채·CP 매입기구(SPV)에 대한 대출 의결,” 한국은행 보도자료 2020년 7월 17일. SPV의 구조 등 동방안의 운영방식에 대한 보다 자세한 설명은 한국은행(2020)을 참조하라.

불 필요가 있음. (... 중략 ...) 중앙은행의 최종대부자 기능은 금융시스템을 구성하는 모든 금융기관을 잠재적으로 포괄하는 것이어야 하되, 금융시스템을 넘어서 일반 기업 등 일반 경제주체에게 제공되는 것은 아님. 후자는 재정정책 기능으로서 그에 맞는 절차에 따라야 함. 현행 한국은행법에서 한국은행의 통상적인 대출 대상은 은행으로 한정되어 있으나, 금융시스템의 현황을 고려하면 최종대부자 기능의 대상 금융기관은 은행만이 아니라 금융시스템을 구성하고 있는 주요 금융시장의 참여 금융기관으로 대상을 넓히는 것이 바람직함. 한국은행법 제80조는 이를 허용한 조항으로 해석하는 것이 타당 ...⁸⁾

80조를 비은행금융기관에 대한 긴급유동성 허용조항으로 해석하면서, 그 이외 경제주체에 대한 유동성 공급이 필요하다면 재정정책에 준하여 추가적인 절차가 요구된다는 의견이었다. 이 금통위원의 의견에 다른 금통위원이 어느 정도 동조하였는지는 알 수 없다. 4월 당시 복수 금통위원의 의견이었다 해도 이후 재정비된 금통위⁹⁾가 당연히 새로 견해를 정립하였을 수도 있다. 그런데 7월 금통위 의사록을 보면, 다음의 구절이 주목된다.

... 관련부서에서는 본 안건에 대해 여덟 차례(4월 21일, 4월 28일, 5월 11일, 5월 15일, 5월 19일, 6월 12일, 6월 15일, 7월 13일)의 위원협의회에서 논의된 내용을 다음과 같이 보고하였음. (... 중략 ...) 당행이 발권력을 동원하여 저신용등급을 포함한 회사채·CP 시장을 지원하는 만큼 정부가 국회 동의 하에 적극적인 역할을 담당하는 것이 선행되어야 하고 당행의 손실이 최소화될 수 있도록 해야 한다는 점을 강조하였음. (... 중략 ...) 이에 대해 관련부서에서는 (... 중략...) 당행은 관계기관과 협의하여 회사채·CP 매입기구(SPV)를 10조원 규모로 6개월간 한시적으로 운영하되, 정부가 3차 추경예산을 통해 산업은행에 1조원을 출자하여 SPV 설립을 뒷받침하는 한편, 정부와 산업은행이 출자 및 후순위대출을 통해 SPV 손실을 우선 부담하도록 하여 당행 선순위대출의 손실 위험이 최소화되도록 하는 방안을 마련하였다 ...¹⁰⁾

먼저 7월 17일 의결이전에 8회의 내부협의를 있었음을 알 수 있다. 사실 한국은행의 유동성 지원을 포함한 SPV설립 방안은 5월 20일 한국은행, 기재부, 금융위 등으로 구성된 관계기관 협의체인 비상경제회의에서 발표된 바 있다. 의사록을 보면 그

8) “2020년도 제9차 금융통화위원회(임시) 의사록”.

9) 4월 20일 3인의 금통위원 교체가 있었다.

10) “2020년도 제16차 금융통화위원회(임시) 의사록”. 밑줄 강조는 필자가 첨부하였다.

이전 5회의 금통위 내부협의를 있었음을 알 수 있다. 기재부, 금융위 등 재정정책과 금융정책 당국과의 협의가 긴밀하면서도 쟁점이 있었음을 시사하는데 그 다음을 보면 핵심쟁점이 재정당국이 국회 동의하에 적극적인 역할을 담당하여 한국은행의 손실이 최소화될 수 있도록 하는 방안 마련에 있었음을 알 수 있다. 금통위는 회사채 직접 매입을 위한 한국은행 유동성 지원방안 마련에 동의하였지만, 그 전제로서 ‘국회의 승인과 재정의 손실부담’이라는 요건의 충족을 요구하였다. 그 요건이 정부의 산업은행 출자와 산업은행의 SPV후순위 대출로 충족되면서, 이를 전제로 7월 SPV대출이 의결되었다고 보인다.

3. 두 정책 이후

2020년 7월 SPV대출방안의 의결은 『한국은행법』 80조가 허용한 한국은행 최종대부자 유동성의 제공범위는 필요시 일반 기업까지 포괄됨을 함축하는 결정이었다. 이제 가장 최신의 금통위 결정인 2020년 7월 의결에 의하는 한 80조가 허용한 한국은행 최종대부자 유동성 제공범위에 대한 불확실성은 없어진 셈이다. 하지만 80조에 의해 대출을 실행한다면 굳이 ‘정부가 국회 동의 하에 적극적인 역할을 담당’하여야 한다는 ‘당행의 손실이 최소화’될 것을 전제조건으로 요구할 필요는 없다. 법조문 어디에도 그러한 발동요건은 명시되어 있지 않기 때문이다. 이 점은 금통위가 80조가 허용한 유동성 공급대상을 넓게 해석하면서도 금융기관이 아닌 일반 법인에 대한 중앙은행 유동성 공급은 금융기관을 대상으로 한 최종대부자 기능과는 다른 방식으로 집행되어야 한다는 인식을 지니고 있었음을 시사한다. 현행 80조에는 이 인식이 반영되어 있지 않다. 애초 비금융기관에 대한 중앙은행 최종대부자 유동성 공급의 필요성이나 실행원칙을 염두에 두고 설계된 조항이 아니었기 때문이다.

Ⅲ. 80조의 입법취지

1. 현행 「한국은행법」의 최종대부자 운영체계

80조 해석을 위해서는 먼저 「한국은행법」 전체의 구조를 잠시 살펴보아야 한다. 과연 현행 80조의 입법취지는 무엇이었는가. 현행 「한국은행법(2016년 3월 29일 일부 개정)」에서 한국은행 대출에 관한 법조항은 64조, 65조 및 80조 등이다. 각 조의 의

미를 해석하기 위해서는 한국은행법의 구조를 먼저 살펴볼 필요가 있다. 전체 106개의 조항으로 구성된 「한국은행법」은 큰 주제별로 8개의 장으로 나누어져 있다. 한국은행의 대출 관련 규정은 법의 4장 ‘한국은행의 업무’에 속한다. 4장은 소주제별로 몇 개의 절로 세분되어 있는데 64조, 65조는 3절인 ‘금융기관에 대한 대출’에 들어 있고, 80조는 6절인 ‘민간에 대한 업무’에 있다. 이하 64조, 65조 및 80조의 취지와 내용을 순서대로 살펴보도록 한다.

64조는 ‘금융기관에 대한 여신업무’라는 제목 아래 한국은행의 금융기관에 대한 대출이 지켜야 할 두 가지 일반 원칙을 선언하고 있다. 한국은행의 금융기관 대출은 적격자산을 담보로 한 ‘적격담보대출’이어야 하며, 1년 이내의 ‘단기대출’이어야 한다는 것이다. 동조에는 담보가 될 수 있는 적격자산이 구체적으로 열거되어 있는데 적격담보대출의 일반원칙을 추상적 선언이 아니라 실행방침으로 강제하기 위함으로 볼 수 있다.

64조에서 일반원칙을 선언한 뒤 65조에서는 ‘금융기관에 대한 긴급여신’이라는 제목 아래 64조의 일반원칙 적용이 면제되는 예외적 경우를 규정하고 있다. 한국은행은 “자금 조달 및 운용의 불균형 등으로 유동성이 악화된 금융기관에 대하여 긴급히 여신을 하는 경우” 64조에서 정한 적격담보가 아닌 담보 외에 “임시로 적격성을 부여한 자산”을 담보로 대출을 실행할 수 있다. 이때 긴급여신 상황 여부의 판단, 임시 적격자산의 범위결정은 모두 금융통화위원회(이하 ‘금통위’)의 권한이다. 금통위 위원 과반수인 4명 이상의 찬성을 요건으로 하되 정부의 의견을 청취하여야 한다는 부대조건이 첨가되어 있다.

6절의 ‘민간에 대한 업무’는 79조와 80조의 두 조로 구성된 단출한 절이다. 79조는 한국은행은 정부 및 금융기관을 제외한 다른 경제주체와는 예금 및 대출거래를 할 수 없다고 선언하고 있다. 일반 경제주체와의 거래금지 원칙을 선언한 뒤, 80조는 이 원칙 적용이 금통위의 재량판단에 따라 면제될 수 있는 상황을 규정한다. “금융기관의 신용공여가 크게 위축되는 등 금융기관으로부터의 자금조달에 중대한 애로가 발생하거나 발생할 가능성이 높은 경우” 금통위원 4명 이상의 찬성으로 금융기관이 아닌 기업에 대해서도 한국은행은 대출을 제공할 수 있다. 79조와 80조의 해석에 있어서 염두에 두어야 할 점은 한국은행법에서 ‘금융기관’은 기본적으로 은행을 의미한다는 점이다.¹¹⁾ 예를 들어 증권사, 보험회사 등 비은행금융기관은 한국은행법상의 금융기관

11) 한국은행법 제11조.

이 아니다. 따라서 일반기업은 물론이고 비은행금융기관도 64조의 금융기관 일반 여신, 65조의 금융기관 긴급여신의 적용대상이 아니다. 그러므로 79조에서 비은행금융기관과 일반기업에 대한 대출은 금지된다고 선언한 것은 이미 법 구조 상 내포되어 있는 한국은행 대출은 은행에 한정된다는 원칙을 명시적으로 확인하기 위함으로 보아야 하겠다. 80조는 이 원칙을 유예할 수 있는 광범위한 재량권을 금통위에 부여한 조항이다.

이상을 정리하면 현행 한국은행법에서 최종대부자 기능은 64조를 배경으로 하여 65조와 80조에서 규정되어 있다. 64조는 한국은행 대출은 정상적인 경우라면 은행에 국한되며 1년 미만의 단기를 만기로 해서, 사전에 정해놓은 적격자산이 담보로 제공될 경우에 한해 실행될 수 있다고 제한하였다. 65조는 한국은행이 64조의 제한에도 불구하고 은행을 대상으로 한 최종대부자 기능 수행을 위해 금통위가 재량권을 행사할 수 있는 절차와 요건을 정한 것이다. 80조는 65조가 금통위에 부여한 재량권을 넘어서 비은행 금융기관 등에 대한 최종대부자 기능수행이 필요한 경우 그에 따른 대출이 실행될 수 있는 요건을 정해 놓은 것이다.

2. 1997년 80조의 개정 취지

현행 「한국은행법」 80조 ‘영리기업에 대한 여신’의 기원은 제정법 94조이다. 제정법 94조는 “금융통화위원 5명의 찬성으로써 금융기관이 기대출금을 회수하며 신규대출을 억제하고 있는 심각한 통화, 신용의 수축기에 있어서 상업, 공업 또는 기타 영리기업에 대하여 여신할 수 있다”고 정하였다. 밑줄 강조한 부분을 현재 조항의 “...금융기관이 아닌 자로서 금융업을 영위하는 자 등 영리기업...”과 비교해 보면 그 의미의 차이는 확연하다. 1950년 제정법은 명백히 금융업에 종사하는 금융기관만이 아니라 모든 기업에 대해 통화, 신용의 수축기에 한국은행은 대출방식으로 유동성을 제공할 수 있도록 하였다.

제정법 94조 이후 현행 80조는 1997년과 2011년 두 차례 개정을 거친 결과이다. <표 1>은 두 개정의 내용을 정리한 것인데, 영리기업의 범위에 대한 규정이 제정법의 광범위하고 명확한 표현에서 현재의 문구로 바뀐 것은 1997년의 한국은행법 전면개정에 의해서였다. 2011년 개정의 목적은 80조 발동의 조건을 “금융기관이 기존 대출금을 회수하며 신규대출을 억제하고 있는 심각한 통화신용의 수축기”에서 “금융기관의 신용 공여가 크게 위축되는 등 금융기관으로부터의 자금조달에 중대한 애로가 발생하

거나 발생할 가능성이 높은 경우”로 바꾸는 데 있었다.

〈표 1〉 「한국은행법」 80조의 연혁

1950년 제정법 94조	1997년 전부개정법 80조	2011년 일부개정법 80조
제94조(영리기업 여신) ① 한국은행은 제93조의 규정에 불구하고 금융통화운영위원회위원 5명의 찬성으로써 금융기관이 기대출금을 회수하며 신규대출을 억제하고 있는 심각한 통화, 신용의 수축기에 있어서 <u>상업, 공업 또는 기타 영리기업에 대하여</u> 여신할 수 있다.	제80조(영리기업에 대한 여신) ① 금융기관이 기존 대출금을 회수하며 신규대출을 억제하고 있는 심각한 통화신용의 수축기에 있어서 한국은행은 제79조의 규정에 불구하고 위원 4인 이상의 찬성으로 <u>금융기관이 아닌 자로서 금융업을 영위하는 자 등 영리기업에 대하여</u> 여신할 수 있다.	제80조(영리기업에 대한 여신) ① 금융기관의 신용 공여가 크게 위축되는 등 금융기관으로부터의 자금조달에 중대한 애로가 발생하거나 발생할 가능성이 높은 경우 한국은행은 제79조의 규정에 불구하고 위원 4인 이상의 찬성으로 <u>금융기관이 아닌 자로서 금융업을 영위하는 자 등 영리기업에 대하여</u> 여신을 할 수 있다.
② 제1항의 여신은 금융통화운영위원회가 지정하는 조건을 준수하여야 한다.	② 제1항의 규정에 의한 여신에 대하여는 금융통화위원회가 지정하는 조건을 준수하여야 한다.	② 제1항의 규정에 의한 여신에 대하여는 금융통화위원회가 지정하는 조건을 준수하여야 한다.
	③ 제65조 제3항의 규정은 제1항의 규정에 의하여 여신을 하는 경우에 이를 준용한다.	③ 제65조 제3항과 제4항의 규정은 제1항의 규정에 의하여 여신을 하는 경우에 이를 준용한다.

따라서 현행 80조의 “금융기관이 아닌 자로서 금융업을 영위하는 자 등 영리기업”이 비은행금융기관을 의도한 것인지 그 이상 일반 기업까지 포괄하는 것인지의 문제를 입법취지로 해결하려고 한다면, 이는 1997년 80조 개정의 의미를 묻는 것이 된다. 이를 위해 당시 국회 법률안 심의과정의 자료를 추적해 정리한 것이 〈표 2〉이다. 정부가 제출한 80조 개정안은 1항과 2항으로만 구성되어 있었다. 국회에서 여기에 3항을 추가하여 수정안을 마련하였는데, 이 것이 현재의 80조가 되었다. 당시 국회속기록을 보면 수정안에 대해 그 취지를 다음과 같이 기록하고 있다.

... 비은행금융기관에 대한 긴급자금 지원근거를 규정하고 긴급융자시 한국은행이 당해 금융기관에 대하여 조사·확인할 수 있도록 함(안 제80조 제1항 및 제3항)¹²⁾

12) 재정경제원장 제출 「한국은행법개정법률안에 대한 수정안(1997년 12월)」 중 ‘수정이유 및 수정

매우 간략한 입법취지 설명이지만 의미는 명확하다. 80조 1항에 대해 우선 “비은행 금융기관에 대한 긴급자금 지원근거를 규정”하기 위함이라고 명시하고 있다. 이 전제 아래 원안에 없던 3항을 신설한 것인데, 3항의 내용은 80조 1항에 의한 긴급융자시 65조 3항을 준용한다는 것이다. II 장 1절에서 보았듯이 65조는 은행에 대한 긴급여신 조항이다. 65조의 3항은 이때 한국은행이 긴급여신을 받은 금융기관의 업무와 재산상황을 조사·확인할 수 있도록 권한을 부여하는 조항이다. 중앙은행이 최종대부자로서 금융기관에 유동성을 제공할 경우, 해당 금융기관의 신용위험에 노출되기 마련이다. 또한 해당 금융기관은 재무적 부실상황이므로 주주와 경영진의 도덕적 해이 위험이 가장 높은 상태이다. 따라서 최종대부자 유동성을 공급할 때 중앙은행은 해당 금융기관의 재무상황과 행태를 꾸준히 모니터링하여야 한다. 65조 3항은 이 최종대부자 행동지침을 법제화한 것으로 이해된다. 이를 준용한다는 것은 80조 1항에 의한 긴급융자 대상 기관을 비은행금융기관으로 상정하고, 한국은행이 이들에게 긴급융자를 제공할 경우 은행의 경우와 마찬가지로 해당 금융기관의 업무와 재산상황을 조사·확인할 수 있다는 것으로 이해된다. 최종대부자 유동성 제공시 당연히 중앙은행이 따라야 할 절차를 비은행금융기관에 대해서도 명시한 것이다.¹³⁾

〈표 2〉 1997년 80조 개정 국회자료

정부의 국회제출 개정안	국회 수정안
제80조(영리기업에 대한 여신) ① 금융기관이 기존 대출금을 회수하며 신규 대출을 억제하고 있는 심각한 통화신용의 수축기에 있어서 중앙은행은 제79조의 규정에 불구하고 위원 4인 이상의 찬성으로 금융기관외의 영리기업에 대하여 여신할 수 있다.	제80조(영리기업에 대한 여신) ① 금융기관이 기존 대출금을 회수하며 신규 대출을 억제하고 있는 심각한 통화신용의 수축기에 있어서 중앙은행은 제79조의 규정에 불구하고 위원 4인 이상의 찬성으로 금융기관외 금융업을 영위하는 자 기타 영리기업에 대하여 여신할 수 있다.
② 제1항의 규정에 의한 여신에 대하여는 금융통화위원회가 지정하는 조건을 준수하여야 한다.	② (원안과 같음)
	③ 제65조제3항의 규정은 제1항의 규정에 의하여 여신을 하는 경우에 이를 준용한다.

주요골자의 자.

- 13) 최종 국회본회의에 상정된 법안에는 “금융기관의 금융업을 영위하는 자 기타 영리기업”이 현재의 문구인 “금융기관이 아닌 자로서 금융업을 영위하는 자 등 영리기업”으로 수정되어 나타난다. 다른 기록이 없는 것으로 보아 이 최종수정은 소회의 심의 후 최종법안을 윤문하는 과정에서 자구수정이 있었던 것으로 보인다.

3. 1950년 제정법 94조의 배경

국회에서 진행된 1997년 한국은행법 전면개정과정을 살펴보면 80조는 금융위기 상황에서 비은행금융기관에 유동성 공급 권한을 부여하기 위함으로 해석된다. 제정법 94조의 금융업을 포함한 모든 기업으로 광범위하였던 한국은행 최종대부자 유동성 제공대상을 금융시스템의 금융기관으로 한정하고 최종대부자 유동성 제공시 기본적으로 갖추어야 할 행동지침을 법제화하였다고 평가된다. 여기서 1950년 제정법에서는 최종대부자 대상을 왜 그렇게 넓게 포괄규정하였는지 의문이 있을 수 있다. 만일 당시 94조 조문이 나름의 최종대부자 이론을 기저에 두고 설계된 것이라면 의미 있는 연구 질문일 수 있다.

1950년 제정 「한국은행법」은 미국 Fed에서 파견된 Arthur I. Bloomfield와 John P. Jensen이 만든 초안을 거의 그 대로 수용한 것이었다. 특히 94조는 두 사람의 영문초고가 한글로 번역된 것 이외에 다른 수정이 없었다. 그 기저에 어떤 최종대부자의 행동원칙에 대한 관념이 있었다면 이 들의 것이었음에 틀림없다.¹⁴⁾ 이들은 94조에 대해 특별한 입법제안 취지를 기록으로 남기지는 않았다. 그래서 명확한 이유는 알 수 없지만, 이들이 미국 Fed에서 파견된 미국 학자들이었음을 감안하면 당시 Fed 법(Federal Reserve Act: 이하 FRA로 약칭)의 유사조항인 FRA13(3)의 단순 이식으로 탄생하였다는 가정이 그럴 듯하다. 이 가정을 받아들인다면, 제정법 94조의 입법 취지는 FRA13(3)의 입법취지로 유추 해석할 수 있다.

FRA13(3)는 대공황 직후 1932년 FRA개정으로 도입된 조항이다. 1932년 개정 이전 Fed가 일반 기업에 유동성을 제공하는 것은 법적으로 불가능하였다. 대공황으로 은행들이 대거 파산하고 동시에 극심한 경기불황으로 금융기관들의 신용공급 태도도 크게 위축되면서, 미국 경제는 민간신용이 축소되고 물가가 하락하는 디플레이션에 직면한다. 이를 배경으로 개인, 일반 기업 등 모든 경제주체에게 Fed가 신용을 제공

14) 한국은행은 최근 한국은행법 제정관련 자료를 수집정리하여 3권의 자료집으로 발간하였다. 매우 소중한 자료인데, 영문초안을 비롯하여 Bloomfield와 Jensen이 남긴 자료들은 주로 2권에 담겨있다. 94조의 영문초안은 다음과 같다: "Notwithstanding Article 92, the Bank may, with an affirmative vote of five members of the Monetary Board, grant loans or advance to any commercial, industrial, or other profit-making enterprises in periods of severe deflation and credit contraction when banking institutions are calling outstanding loans and advances and refraining from making new ones. Such loans or advances by the Bank shall be on such terms and conditions as Monetary Board may prescribe." ("Draft Act Establishing the Bank of Korea," 「한국은행법 제정 자료집」 II권, 한국은행 2015).

할 수 있도록 허용할 수 있도록 FRA13(3)를 도입하였다.^{15) 16)}

FRA13(3)의 입법배경, 과정 및 이후 Fed의 동조항 해석 등에 관한 미국 연구에 따르면, 이 조항으로 부여되는 역할을 Fed가 중앙은행으로서 수행하여야 할 최종대부자 기능으로 간주하지 않았다. 당시 극심한 경제불황과 금융시스템 위축이라는 긴급상황에서 미국 정부는 각종 재정정책 차원의 기구를 도입하였는데, FRA13(3)도 이 같은 긴급상황에서 Fed가 제한된 범위에서 특정 경제주체에게 자원을 공급하는 기능을 수행할 수 있도록 허용한 조항으로 보았다는 것이다. 즉 중앙은행이 일시적으로 제한된 범위에서 재정정책 수행기구의 역할을 담당할 수 있도록 한 조항이라는 것이다. 조항에서 그 제한된 범위는 금융시스템이 실물부문에 유동성 공급기능을 상실한 상황으로 규정하였으므로, 금융위기 상황을 상정한 것이 되겠다. 실제 도입 후 Fed가 이 조항으로 일반 기업에게 실행한 대출실적은 미미하였다.^{17) 18)}

IV. 2020년 이후 80조의 정책과제

1. 자본시장 금융위기의 가능성

Bagehot가 최종대부자 행동원칙을 제시한 19세기 후반 영국 Lombard거리의 금융기관들은 영업모델과 자산부채구조에서 오늘날의 은행과는 거리가 있었다. 영국에서 불특정 다수의 일반 대중으로부터 예금을 수취하여 유동성위험이 높은 대출자산에 운용하는 영업모델의 대규모 금융기관이 등장한 것은 20세기 초반이었다. 19세기 후반 당시 영국은행(Bank of England)의 이사회 구성을 보면 Barings 등 단기자본시장

15) FRA13(3)을 포함하여 Fed의 유동성 공급에 대한 FRA의 연혁 및 그 배경에 대한 법제사 연구는 Fed내부 전문가였던 Hackley(1973)를 참고할 수 있다.

16) FRA13(3)의 1950년 당시 조문은 다음과 같다: "In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System, by the affirmative vote of not less than five members, may authorize any Federal reserve bank, (...중략...) to discount for any individual, partnership, or corporation, notes, drafts, and bills of exchange ..."

17) Hackley(1973), Mehra(2010), Sastry(2018) 등을 참조하라.

18) 한편 1934년 FRA13(3)와 유사 조항으로서 FRA13(b)가 도입되었다. 일반 기업에 운전자본 용도의 단기대출을 허용한 조항이었는데, 이 조항에 의한 Fed의 기업대출은 13(3)에 비해서는 활발하였다고 한다. 그런데 이 조항은 1958년 폐지되었다. 이 역시 1930년대 FRA13(3)이 허용한 일반기업에 대한 중앙은행의 유동성 공급기능이 중앙은행의 본래 기능은 아니라는 인식이 지배적이었음을 확인해 준다.

(Money market)의 달러 금융기관들이었다. 영국은행의 1694년 출범 자체가 국채 인수기관들에 의해 이루어졌음을 감안하면 당연한 것이기도 하였고, 이들은 19세기 후반 형성된 런던의 국제 단기자본시장에서 달러-브로커의 역할을 하고 있었다. Bagehot가 상정하였던 금융위기가 반드시 은행위기가 아니었지만, 20세기 후반 경제학계는 중앙은행의 최종대부자 역할을 은행에 국한되는 것으로 간주하였다.

신인석(2005)은 20세기 후반 최종대부자론을 두 가지 입장으로 구분한다.¹⁹⁾ 먼저 금융시장의 합리성과 효율성을 중시하는 그룹이 있다 Goodfriend and King(1988), Bordo(1990) 등이 해당되는데, 이들은 시장은 효율적이므로 지불불능 금융기관과 일시적 유동성위기에 놓인 금융기관을 판별할 수 있다고 믿는다. 따라서 지불불능 금융기관의 파산은 있을 수 있으나 일부 금융기관의 부실이 심리적 요인 등 비합리적 이유로 금융시스템의 위기로 확산되는 일은 있을 수 없다고 본다. 이에 일부 금융기관의 부실문제가 발생할 때 공적 기구가 해야 할 일이 추론된다. 통화 공급을 독점하고 있는 통화당국은 금융시스템의 본원통화 수요변동에 맞추어 본원통화 공급을 원활히 하면 된다. 일반 은행과의 정상적인 국채를 매개로 한 공개시장 거래가 충분하다. 중앙은행과 비은행금융기관과의 거래 필요성은 이 관점에서 논의의 여지도 없다.

그러지만 주류의 견해는 정보비대칭성의 존재를 중시하며 금융시장의 불완전성을 강조하고 지불불능 위기와 유동성 위기의 구분이 불가하며 이에 중앙은행이 부실 금융기관 여부를 문제시하지 말고 최종대부자 유동성을 공급하여야 한다는 것이다. Goodhart(1988)이 대표적인데, 그럼에도 이 적극적 견해에서도 중앙은행 최종대부자 유동성의 대상은 은행에 한정된다. 정보비대칭성으로 인한 시장의 비효율성은 은행에 국한되며, 자본시장은 기본적으로 차익거래(arbitrage)에 의해 효율성이 보장되는 영역이라는 인식이 있었다. 이 점은 Goodhart(1988)가 은행에 대한 최종대부자 존재 필요성을 강조하며, 그 이유를 당시 등장하여 확산되던 ‘펀드’에 대비하여 설명한 대목에서 잘 드러난다. 은행은 인출사태위험이 있는 구조인 반면, 자본시장 금융자산에 투자하고 시가평가 수익증권으로 자금을 조달하는 펀드는 인출사태로부터 자유로워 중앙은행의 긴급유동성 지원 필요성이 없다는 설명이었다.

그러나 2008년 글로벌 금융위기는 펀드에서도 인출사태가 일어날 수 있고, RP시장과 CP시장 등 단기자본시장(Money market)에서도 차익거래가 제한적이고 가격메커

19) 중앙은행의 존재를 인정하지 않는 ‘자유은행론’까지 고려하면 세 가지가 된다. 여기서는 ‘자유은행론’은 논외로 한다.

니즘이 원활한 시작작동을 보장하지 못하는 상황이 발생함을 보여주었다. 자본시장 금융위기에 대한 경제이론 연구는 현재 진행형이다.²⁰⁾ 하지만 그와 별도로 그 가능성을 상정하고 새로운 정책체계의 필요성을 인정하는 것이 최근 경제학계의 동향으로 보인다(Blanchard, Dell'ariccia and Mauro, 2010).

2. 최종대부자 유동성 제공대상

자본시장의 금융위기 가능성을 전제할 때, 중앙은행 최종대부자 유동성 제공대상의 범위는 금융기관만이 아니라 일반법인 등으로 확대설정하는 것이 필요할까. 2020년 Fed와 한국은행의 SPV설립방식의 정책방안이 가능하기 위해서는 대상범위를 금융기관에 한정하지 않아야 한다. 이에 80조의 긴급유동성 대상을 비은행금융기관을 포함한 모든 법인으로 확장할 필요성은 인정된다. 그러나 대상을 금융기관을 넘어 일반 법인으로 확대하게 되면, 발권력에 의한 통화유동성이 금융안정만이 아니라 재정 정책 목적 등에 남용될 위험이 커진다. 이 위험은 일차적으로는 80조의 긴급유동성 발동목적은 철저히 금융안정에 한정한다는 점을 분명히 하는 것으로 제어하여야 한다.

관련해 미국 FRA13(3)의 개정사례를 참조할 만하다. 미국 Fed의 일반 기업에 대한 유동성 공급허용 조항인 FRA13(3)은 1932년 입법되었지만 이후 글로벌 금융위기 발발 시점까지 유명무실 조항이었다. 글로벌 금융위기가 발생하자 2008년 Fed의 일련의 위기관리 특별대책은 거의 모두 FRA13(3)에 근거한 것이었다. 사문화되어있던 FRA13(3)가 위기관리 근거조항으로 역활하게 되자, 조문이 위기관리 기능과 정합성이 있는지에 대한 논란이 제기된다. III장에서 살펴보았듯이 FRA13(3)의 본래 입법 취지는 최종대부자 기능부여가 아니라 Fed에 한정된 범위에서 재정정책적 기능을 부여하는 데 있었기 때문이다. 결국 2010년 미국 의회가 글로벌 금융위기에 대한 대응으로 제정한 금융개혁법인 Dodd-Frank법(the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)에 동 조항 개정안이 담긴다. 그에 따라

20) Woodford (2012)는 Fed의 2008년 위기관리정책 효과를 검토하며 중앙은행의 개입을 정당화할 수 있는 자본시장 불완전성에 대한 이론을 소개한다. 자본시장 유가증권에 투자하는 펀드에서 예금인출사태에 비견되는 '펀드런(Fund Run)'의 가능성에 대한 이론 및 실증연구로는 Chen, Goldstein and Jiang (2010), Goldstein, Jiang, and Ng (2017), Schmidt, Timmermann, and Wermers (2016) 등을 참조하라.

FRA13(3)의 유동성 제공대상 규정은 원래의 “individual, partnership, or corporation”에서 “participant in any program or facility with broad-based eligibility”로 개정되었다. 이 개정은 Fed의 유동성 지원이 특정 금융기관 또는 기업이 아니라 금융시스템 또는 금융시장 전체의 위기 상황을 전제로 하여야 함을 규정하기 위함이었다. 이에 더해 Dodd-Frank법은 Fed의 유동성 지원은 “for the purpose of providing liquidity to the financial system, and not to aid a failing financial company”이라는 문구를 발동요건으로 추가하였다. FRA13(3)에 의해 일반 기업이 지원되는 경우가 있다 하여도 그 것이 다른 목적이 아니라 궁극적으로는 금융시스템에 유동성을 지원하기 위함, 즉 금융시스템 안정이라는 점을 분명히 하기 위함이다. 특정 실물산업이나 기업지원이 아니라 금융위기 관리를 위한 최종대부자 정책의 일환임을 언명한 것이다.

3. 유동성 제공방식

현재 80조는 한국은행의 유동성 제공을 대출(여신) 방식 한 가지로 제한하고 있다. Bagehot 행동원칙에 의하면 중앙은행은 최종대부자 정책으로 부담하는 신용위험을 적격담보로 관리할 것이 요구된다. 이론적으로 중앙은행이 최종대부자 정책을 효과적으로 집행하여 금융위기 관리에 성공한다면 중앙은행이 최종대부자 유동성 제공으로 부담하는 손실은 없어야 된다. 흔히 손실회피는 중앙은행의 최종대부자 정책에서 필수요건으로 거론되는 경향이 있고, 관련하여 ‘적격담보대출’은 최선의 최종대부자 유동성 제공방식으로 간주되어 왔다.

80조에 의한 최종대부자 유동성 제공이 비은행금융기관을 대상으로 할 경우 이 적격담보대출 원칙은 그 대로 유지될 수 있다. 비은행금융기관이 보유한 금융자산을 담보로 중앙은행이 유동성을 대출 형식으로 제공하는 것이고, 이는 은행에 대한 유동성 제공방식과 동일하다. 문제는 시장에서의 직접 유동성 제공의 경우이다. 최근 미국의 CPFF, PMCCF와 우리나라의 회사채안정펀드에서와 같은 SPV방식 유동성 제공의 경우를 생각해보자. 이들 정책에서 Fed는 ‘적격담보대출’ 방식이 여전히 적용된 것으로 설명한다. SPV가 매입할 채권 등 SPV의 자산이 담보로 징구됨을 조건으로 대출이 이루어지기 때문이라는 설명이다. 그러나 이 방식의 대출은 금융기관에 대한 적격담보대출과는 다르다. 금융기관 대상 적격담보대출에서 중앙은행이 부담하는 신용위험은 금융기관 전체 자산의 신용위험에서 주주 가치와 담보자산의 가치를 제외한 나

머지이다. 즉 자기자본과 담보자산이 일차적인 신용위험을 부담한다. SPV대출의 경우 SPV자산을 담보로 징구한다 하여도 중앙은행은 SPV의 신용위험에 그 대로 노출된다.

금융기관을 상대로 한 대출이 아닌 경우 결국 문제의 본질은 SPV의 신용위험을 분담할 다른 주체가 있느냐이다. 누군가 중앙은행 이외에 SPV의 신용위험을 부담하는 주체가 없다면 SPV자산 담보 대출은 법적 외피일 뿐이고, 중앙은행은 SPV 자산의 투자자이다. Fed사례에서 그 동안 FRA13(3)에 의한 SPV는 모두 재정당국의 손실부담 방식으로 설립 운용되었다. 즉 Fed의 손실회피는 '적격담보대출'이 아니라 재정당국이라는 제3자의 손실분담에 의해 체계적으로 보장되었다. 그렇다면 굳이 SPV방식의 유동성 공급에서 대출방식을 고수할 필요는 없어 보인다. 비은행금융기관에 대한 80조의 최종대부자 유동성 제공은 Bagehot원칙의 '적격담보대출' 방식을 적용하는 것이 적절하다. 그러나 SPV 등 금융기관이 아닌 기구에 최종대부자 유동성 제공이 필요할 때 반드시 '대출'방식을 고집할 실익이 무엇인지는 불분명하다. 다음 절에서 논의할 재정의 손실부담을 전제로 매입 등 대출 이외 방식의 유동성 제공이 가능하도록 열어놓는 것도 검토 여지가 있다.

대출 이외 유동성 제공방식을 허용하는 방안은 두 가지 이점이 있다. 하나는 경제위기 상황은 흔히 예상치 못한 시나리오로 찾아온다는 점이다. 미래 경제위기에 대한 대응체계를 설계한다면 가능한 한 불필요한 제약은 두지 않는 것이 타당하다. 다음으로는 중앙은행의 전체 유동성 운용체계와의 정합성이다. 현대 중앙은행은 민간 부문과 대출 이외에 공개시장에서의 유가증권 거래로 유동성을 조절한다. 『한국은행법』 역시 68조에서 유가증권 거래를 허용하고 있는데, 거래 대상 유가증권은 현재 "국채, 정부보증채, 그 이외 금통위가 지정한 유가증권"으로 규정되어 있다. 현재 금통위가 따로 지정한 유가증권은 없으므로 국채와 정부보증채는 한국은행이 매입할 수 있는 채권이다. 다른 주제이지만 필자는 현재 68조의 공개시장 거래대상 유가증권 제한은 지나치게 협소하다고 생각한다. 법개정을 통해 회사채 등 일반 유가증권으로 대상을 넓히는 것이 타당하다는 입장이다. 정책금리가 제로(zero) 하한에 도달하여 '양적 완화(Quantitative easing)'를 넘어서 '질적 완화(Qualitative easing)'가 통화정책 수단 이 되어 가고 있는 현재 세계경제상황을 감안할 때 더욱이 필요하다. 만일 금통위가 회사채 등으로 공개시장 거래대상 유가증권의 범위를 넓히거나 또는 68조가 그 방향으로 향후 개정된다면 어떻게 되는 것일까? 80조를 발동할 필요 없이 한국은행은 회사채 시장 등에 직접 유동성을 공급할 수 있는 경로가 열릴 수도 있다. 이는 위험하

다. 68조는 한국은행의 물가안정을 목적으로 한 정상적인 금융상황에서의 유가증권 거래 규정이기 때문이다. 향후 68조가 확장되어 한국은행의 회사채 매입이 허용된다면, 이 거래는 정상 금융상황에서의 거래에 국한하여야 한다. 그리고 금융시스템 위기 방지를 위한 회사채매입 등 대출 이외 방식에 의한 긴급유동성 공급은 대출과 마찬가지로 80조를 근거로 80조가 정한 절차에 따라 집행되는 것이 합리적이다. 이를 염두에 둔다면 80조에서 유동성 제공방식을 굳이 대출로 한정할 필요는 없어 보인다.

4. 재정의 손실위험 부담

80조의 최종대부자 유동성 제공을 비은행금융기관에 대한 적격담보대출과 그 이외의 유동성 제공으로 이원화하면서, 동시에 이에 맞추어 재정의 손실위험 부담을 법제화하는 것이 적절하다. 비은행금융기관에 대한 적격담보대출 형식의 최종대부자 정책은 전통적인 최종대부자 정책과 다르지 않다. 따라서 중앙은행의 책임아래 집행되는 것이 바람직하다. 재정당국의 개입은 오히려 최종대부자 정책의 독립성을 훼손할 우려도 있다. 반면 SPV 설립과 그에 대한 대출 등 그 이외의 유동성 제공에는 재정당국 개입이 반드시 필요하다. 그 이유는 무엇보다도 동 정책이 지니게 되는 재정정책 속성 때문이다.

중앙은행 정책과 재정정책의 차이를 살펴보자. 재정정책은 재정당국(정부)이 세금으로 동원한 경제적 자원을 특정 경제주체 및 특정 용도에 배분하는 시장개입이다. 이 시장개입은 경기안정 등 거시적인 정책목표로도 행해지지만 미시적 정책목표가 존재한다는 것이 중앙은행 정책과의 구분에서 중요하다. 미시적 자원(재)배분이 목표이므로 정책체계에는 사회적 합의 도출과 감시장치가 국회의 역할을 중심으로 포함되어 있다. 중앙은행 정책은 일차적으로는 세금이 아니라 발권력에 기초한다는 점에서 재정정책과 구분된다. 하지만 보다 중요하게는 현대 중앙은행론에 의할 때 중앙은행은 독점적 발권력을 물가안정과 금융안정이라는 거시적 목표달성을 위해서만 사용할 것이 요구된다는 점에서 재정정책과 차이가 있다.

이러한 중앙은행 정책과 재정정책의 구분을 이상적으로 보장할 수 있는 엄격한 중앙은행 운영방법은 ‘중앙은행의 본원통화 공급 및 회수는 ①금융시스템을 대상으로 ②국채를 매개로 한 거래에 의한다’는 원칙을 지키는 것이다(Goodfriend, 2011). 금융시스템과 거래함으로써 중앙은행은 금융시장의 미시적인 자원배분에는 개입하지 않는다. 국민경제 전체의 시점간 자원배분(intertemporal allocation)에만 영향을 미

친다. 더불어 여기서 파생되는 또 다른 중앙은행 정책의 속성은 중앙은행은 신용위험에 기인한 손실위험을 수반한 거래를 하지 않는다는 것이기도 하다. 현실에서 이 두 가지 요건 중 ‘국채를 매개로 한 거래’에 국한하여야 한다는 원칙은 흔히 위반된다. 대부분 국가의 중앙은행 제도에서 최종대부자 정책을 포함한 중앙은행 대출은 ‘적격 담보’를 근거로 실행되며, 이때 적격담보는 국채만을 의미하지 않기 때문이다. 그렇지만 ‘국채 매개 거래’라는 요건을 ‘손실이 예상되지 않는 거래’로 수정하여 이해하면 위 운영원칙은 현실의 바람직한 중앙은행 행태와도 정합성이 있다.

이제 회사채 시장의 마비위험에 대응하여 SPV가 설립되고 중앙은행이 대출형식으로 SPV에 유동성을 공급하는 정책방안을 검토해보자. 바로 2020년 Fed와 우리나라의 정책방안이다. 위에서 설명하였듯이 형식은 SPV자산을 담보로 한 ‘담보대출’이지만, 실질에 있어서는 중앙은행의 회사채 매입이다. 위의 두 원칙과 배치되며, 특정 경제주체에게 자원을 배분하는 재정정책의 속성을 갖고 있다.²¹⁾ 비록 금융시스템 안정을 목적으로 도입되는 정책이라 하여도 동시에 회사채 발행기업에 자원을 공적 개입에 의해 배분하는 재정정책이기도 하다.

재정정책 속성이 중첩되므로 재정정책을 발권력에 기반하여 수행함에 따라 그에 수반되는 재정당국의 도덕적 해이와 남용위험이 상존한다. 이를 제어하기 위하여 재정정책에 상응하는 재정당국의 역할과 절차를 준용하는 것이 적절해 보인다. 미국의 경우 Dodd-Frank법에 의해 FRA13(3)의 발동은 재무부장관의 승인(approval)이 필요요건으로 의무화되었다. 현실에 있어서는 현재까지 도입된 SPV대출 방식의 FRA13(3) 정책방안은 모두 재정의 손실부담으로 실행되었다. 미국의 경우 현재 재정의 손실부담은 법제화되어 있지 않지만, 우리나라의 경우 행정부 우위의 개발국가 전통이 강하고 그로 인해 발권력에 기반한 재정정책 남용의 우려가 크다는 점에서, 행정부의 승인 또는 협의를 넘어서 재정의 손실부담을 법제화할 필요가 크다. 최근 회사채시장 안정화 방안의 경우에도 세부 운영방안을 보면 미국의 경우 SPV의 자산 운용주체는 민간자산운용회사가 맡고 있다. 우리나라의 경우 산업은행이다. 공공기관인 산업은행의 회사채 매입이 정부의 재정정책 목적으로부터 완전히 독립되어 실행

21) Goodfriend (2011)는 중앙은행의 회사채 매입은 실질적으로 재정정책과 동일함을 다음과 같이 설명한다. 본원통화량을 유지하면서 중앙은행 회사채 매입이 이루어진다고 가정할 경우, 중앙은행은 보유 국채를 시장에 매도하고 회사채를 매입한다. 이는 국채발행으로 자금을 마련하여 이를 회사채에 투자하는 효과이다. 전형적인 재정정책이다. 본원통화량을 변동시키면서 회사채 매입이 이루어진다고 하면, 이는 통화정책과 재정정책이 동시에 집행되는 것이 된다.

될 수 있을 것인지에는 항상 의문이 따를 것이다.

5. 조사 기능 및 보고 의무

자본시장의 주요 중개기관, 발행자, 투자자 등을 판별하고 이 중 금융기관에 대해서는 정기적으로 재무상황, 행태를 파악하며 모니터링할 필요가 있다. 금융감독기구의 건전성 감독기능이 존재하므로 금융감독기구와의 공조아래 ‘금융안정 중요 금융기관(가칭)’에 해당하는 금융기관을 판별하고, 이들 기관에 대해 정기적으로 모니터링할 수 있는 기능을 중앙은행에 부여하고 수행하도록 하는 방안을 검토할 필요가 있다. ‘금융안정 중요 금융기관’은 ‘금융시스템 중요 금융기관(systemically important financial institution: SIFI)’에 비견되어 이해될 수 있다. SIFI는 해당 금융기관 부실이 금융위기를 유발할 위험이 있는 금융기관을 말하며, 그 지정의 효과는 건전성 유지를 위해 보다 강한 자본금 규제가 부여되는 것이다. ‘금융안정 중요 금융기관’은 금융기관만이 아니라 금융시스템의 주요 구성기구를 다 포함한다. 현재 미국 금융시스템 구조에서는 펀드가 대표적이다. ‘금융안정 중요 금융기관’ 지정의 목적은 자본금 규제 등 건전성 규제목적이 아니며, 중앙은행이 금융시스템 위기 위험을 모니터링하기 위한 자료수집이다.

조사기능과 더불어 사후적인 보고의무도 법제화가 바람직하다. 자본시장의 금융위기 가능성을 인정한다는 것은 그에 대비한 최종대부자 정책체계의 마련 필요성을 의미하는 것이지만, 당연히 실제 모든 금융시장 불안에 대한 최종대부자 정책 발동을 정당화하는 것은 아니다. 예를 들어 법적 정합성과는 별도로 2020년 7월 회사채시장에 대한 SPV정책방안이 과연 금융시스템 안정이라는 목적 관점에서 적절한 중앙은행 최종대부자 정책이었는지의 여부는 실증 논의가 사후적으로 필요하다. 자본시장 금융위기의 이론적 가능성과 실제 특정 시점 한국 금융시스템에서의 실현 가능성은 또 다른 주제라는 점이 강조되어야 하겠다. 80조는 미지의 위기상황을 대비하여 금통위에 넓은 재량권을 제공한다. 그에 걸맞게 한편으로는 미지의 위기상황에 대한 사회전체와 관련 정책기구의 학습효과 극대화를 위해서, 동시에 재량권의 남용에 대한 제어장치 역할로서 투명성 제고방안이 필요하다. 이를 위해 법에 80조에 의한 최종대부자 기능의 발동에 대해서는 사후 국회에 대한 보고를 의무화할 것을 제안한다.

V. 맺음말

2020년 7월 한국은행 금통위는 『한국은행법』 80조를 근거로 회사채매입을 목적으로 한 SPV(특별목적펀드) 대상 대출제도를 도입하였다. 이 논문은 이를 배경으로 하여 한국은행 최종대부자 기능의 범위와 절차를 검토하였다. 논문의 핵심주장을 요약하면 다음과 같다. 입법취지르 보면 80조는 비은행금융기관을 긴급유동성 제공대상으로 한정하였으나, 비금융 법인 등으로 대상을 확대해석할 여지는 조문에 남아있었다. 2020년의 조치는 이 확대해석 여지를 활용한 것이며, 2008년 글로벌금융위기 이후 자본시장 금융위기의 가능성이 미국을 중심으로 제기된 상태이므로 이를 고려한 것으로 볼 수 있다. 그러나 한국은행 최종대부자 유동성 제공대상을 금융기관을 넘어서 자본시장 전체로 확대할 때, 현재 80조의 재설계 필요성이 대두된다. 이에 80조 발동목적들을 금융시스템 안정에 한정하고, 비금융법인에 대한 유동성 제공은 재정정책 속성이 중첩되므로 재정의 손실부담을 의무화하고, 금통위에 조사기능과 함께 사후 보고의무를 부여하는 입법조치를 제안하였다.

2008년 글로벌금융위기, 2020년 코로나 경제위기가 촉발한 역사적인 중앙은행 정책방안들을 마주하며 미국 학계에는 새로운 최종대부자론의 필요를 제안하는 연구들이 속속 나오고 있다. 변화된 금융시스템에 맞추어 중앙은행에게 최종대부자 정책 수단은 Bagehot의 행동원칙을 넘어 폭넓게 허용하자는 주장이다(Scott, 2015; Posner, 2017). 그 결과 재정정책 성격의 정책방안을 수행하게 될 경우 행정부 승인, 미리 준비된 재정자금 기반을 전제로 할 것 등 제약요건을 강조하기도 한다(Feldstein, 2010; Posner, 2017). 다른 한편에는 소수이지만 글로벌금융위기와 코로나 경제위기를 겪은 후에도 중앙은행 최종대부자 유동성은 은행에 국한되어 적격담보를 전제로 일시적으로 운용되어야 한다는 협소한 최종대부자론을 고수하는 그룹 학자들의 주장도 여전하다. 이들은 2008년과 2020년 Fed의 자본시장을 대상으로 한 최종대부자 정책을 과도한 시장개입으로 비판한다(Goodfriend, 2011, 2014; Hetzel, 2020). 이 맥락 아래 Fed의 긴급유동성 공급 권한을 한층 엄격하게 제한하여야 한다는 주장이 미국 하원에서 일부 의원들에 의해 법안 제출로 연결되기도 하였다(Congressional Research Service, 2020). 그 만큼 학계와 정책집단 모두에서 논란이 한창이다. 이 논문은 이 논쟁의 관점에서 보면 두 입장 중 전자에 공감하는 것이 되겠다.

『한국은행법』의 전체 구조를 놓고 볼 때 한국은행의 최종대부자 정책체계 재설계를 완결하기 위해서는 동 법이 거래대상을 은행에 국한하여 설계되었음에 따라 유발되는

문제들, 공개시장 거래대상 유가증권의 범위 문제 등이 보완적으로 논의되어야 한다. 모두 후속 연구의 주제들이다.

■ 참 고 문 헌

1. 신인석, 『Bagehot의 진의: 역사적 맥락에 의한 최종대부자론의 재해석』, 한국개발연구원, 2005.
2. 한국은행, 『한국은행법 제정 자료집』, I, II, III, 한국은행, 2015.
3. Anderson, R., "The Success of the CPFF," Economic Synopses No. 18, 2009, Federal Reserve Bank of St. Louis.
4. Bagehot, W., *Lombard Street*, 1873. reprinted in 1915, ed. by H. Withers, London: John Murray.
5. Bernanke, B., "A Century of US Central Banking: Goals, Frameworks, Accountability," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27, No. 4, 2013, pp. 3-16.
6. Blanchard, O., G. Dell'ariccia and P. Mauro, "Rethinking Macroeconomic Policy," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42, No. 6, 2010, pp.199-215.
7. Bordo, M., "Some Historical Evidence on the Impact and International Transmission of Financial Crises," NBER Working Paper 1606, 1985.
8. _____, "The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience," *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, Jan/Feb. 1990.
9. Chen, Q, I. Goldstein and W. Jiang, "Payoff Complementarities and Financial Fragility," *Journal of Financial Economics*, Vol. 91, 2010, pp.239-262.
10. Congressional Research Service, *Federal Reserve: Emergency Lending*, 2020.
11. Dybvig, P. and D. Diamond, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, 1983, pp.401-419.
12. Feldstein, M., "What Powers for the Federal Reserve?" *Journal of Economic Literature*, Vol. 48, No. 1, 2010, pp.134-145.
13. Goldstein, I., H. Jiang and D. Ng, "Investor Flows and Fragility in Corporate Bond Funds," *Journal of Financial Economics*, Vol. 126, 2017, pp.592-613.
14. Goodfriend, M., "Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No. 1, 2011, pp.1-12.
15. _____, "Lessons from a Century of FED Policy: Why Monetary and Credit Policies Need Rules and Boundaries," *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 49, 2014, pp.112-120.
16. Goodfriend M. and R. King, "Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking," *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, May/June 1988, pp.3-22.
17. Goodhart, C., *The Evolution of Central Banks*, Cambridge: The MIT Press, 1988.
18. _____, "Myths about the Lender of Last Resort," *International Finance*, Vol. 2, 1999.
19. Gorton, G., "Clearing Houses and the Origins of Central Bank in the US," *Journal of*

- Economic History*, Vol. 45, 1985.
20. Hayek, F., *The Denationalization of Money: an Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, London: Institute of Economic Affairs, 1976.
 21. Hackley, H., *Lending Functions of the Federal Reserve Banks: A History*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1973.
 22. Hetzel, R., "COVID-19 and the Fed's Credit Policy," Mercatus Working Paper, George Mason University, July 2020.
 23. Mehra, A., "Legal Authority in Unusual and Exigent Circumstances: The Federal Reserve and the Financial Crises," *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol. 13, No. 1, 2010.
 24. Meltzer, A., "Financial Failures and Financial Policies," in G. Kaufman and R. Kormendi(eds.), *Deregulating Financial Services: Public Policy in Flux*, Cambridge: Ballinger Publishing Company, 1986.
 25. Posner, E., "What Legal Authority Does the Fed Need During a Financial Crisis?" *Minnesota Law Review*, Vol. 161, 2017.
 26. Sastry, P., "The Political Origins of Section 13(3) of the Federal Reserve Act," *FRBNY Economic Policy Review*, September 2018.
 27. Schmidt, L., A. Timmermann and R. Wermers, "Runs on Money Market Mutual Funds," *American Economic Review*, Vol. 106, pp.2625-2657.
 28. Scott, H., "The Fed: Weakest LLR Among Its Peers," *International Finance*, Vol. 18, No. 3, 2015, pp. 321-42.
 29. Thornton, H., *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, 1802.
 30. Woodford, M., "Methods of Policy Accomodation at the Interest-Rate Lower Bound," *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, 2012, pp.185-288.

Lender of Last Resort by the Article 80 of the 『Bank of Korea Act』

Inseok Shin*

Abstract

In the wake of a financial turmoil triggered by the Covid19, the monetary policy board of Bank of Korea adopted emergency lending measures in 2020, based on article 80 of the Bank of Korea Act. With the backdrop of the two measures, this study analyzes the lender of last resort conducted by the Bank of Korea in its capacity and procedure. It argues that (1) legislators of the article 80 in 1997 intended to limit the target of emergency liquidity to non-banking financial institutions, though wording of the article was left unclear on whether it could be extended to non-financial corporations; (2) in the post Global financial crisis environment, the possibility of a financial crisis centered in capital markets needs be allowed for, thereby the necessity of designing a new framework for the lender of last resort function accordingly; (3) the Bank of Korea needs be explicitly allowed to provide emergency liquidity to non-financial entities; (4) at the same time, potential loss related with the liquidity provision to non-financial entities should be born by the fiscal authority as such policy measures are observationally equivalent to fiscal policy measures.

Key Words: article 80 of the Bank of Korea Act, lender of last resort, Covid19

JEL Classification: B22, E42, E58

Received: June 7, 2021. Revised: June 25, 2021. Accepted: July 9, 2021.

* Professor, College of Business and Economics, Chung-Ang University, 84, Heukseok-ro, Dongjak-gu, Seoul 06974, Phone: +82-2-820-5581, e-mail: ishin@cau.ac.kr