

미국 금융감독기관들의 금융위기 대응 행태 연구

김동원¹⁾·김대식²⁾

I. 머리말

2008년 9월 Lehman Brothers 도산 사태가 발생한지 2년에 가까운 시간이 지나자, 사태의 진행과정을 정리하거나 논평한 저서들, 의회 청문회 제출 문건, 조사 보고서, 회고록 등 각종의 문헌들이 나오고 있다. 대표적으로 Lehman Brothers의 파산법원이 지정한 "Examiner"인 Valukas 보고서는³⁾ 방대한 기록을 제출하여 사태의 진행과정을 이해하는데 큰 도움을 주고 있다.

전 미국 FRB 의장 Greenspan의⁴⁾ 표현을 빌린다면, "한 세기에 한번 있을 금융 쓰나미"가 일어난 만큼 이 위기의 원인과 진행 및 대응과정은 실로 역사적으로 소중한 경험자산이 아닐 수 없다. 특히 법규에 의해 정해져 있는 금융감독과 금융정책의 제도적 틀이 실제 금융위기의 급박한 상황 하에서 구체적 사실로서 움직여 가는 모습을 볼 수 있는 것은 "금융 쓰나미" 만큼이나 드문 기회이다. 역사적 사건으로서 금융위기의 특수성이 각종 청문회와 조사 등을 통해 예외적으로 정책운영의 투명성을 제공하고 있다.

Reinhart-Rogoff는⁵⁾ 왜 반복되는 금융위기를 시스템으로 조기에 경보하는 것이 어려운가 하는 의문에 대하여 문제의 핵심은 경보시스템의 구조적 효

1) 연세대학교 경영대학 객원교수, dongwon10@gmail.com

2) 한양대학교 경영대학 교수/ 보험연구원 원장, daeskim@hanyang.ac.kr

3) U. S. Trustee는 '09년 1월 10일 Anton R. Valukas (Jenner & Block LLP)를 Lehman 파산 건에 대한 "Examiner"로 지명하고, U. S. Bankruptcy Court, Southern District of New York은 '09년 2월 17일 Valukas가 제출한 조사계획을 승인했다. Valukas는 2010년 3월 11일 총 9권에 2,200 페이지에 달하는 방대한 조사보고서를 발표했다. Valukas에 따르면 이 보고서는 약 500만건의 기록을 조회(e-mail 4,439,924건, 26백만 page 포함)하고 이중 34백만 페이지를 검토했으며, 관련자 250명과의 면담 기록을 포함하고 있다.

4) House Oversight Committee, October 23, 2008, Testmony 답변에서 Greenspan, "We are in the midst of a once in a century credit tsunami".

5) Carmen M Reinhart & Kenneth S. Rogoff, 『THIS TIME IS DIFFERENT』, 2009. p. 281.

"The most significant hurdle in establishing an effective and credible early warning system, however, is not the design of a systematic framework that is capable of producing relatively reliable signals of distress from the various indications in a timely manner. The greatest barrier to success is the well-entrenched tendency of policy makers and market participants to treat the signals as irrelevant archaic residuals of an out-dated framework, assuming that old rules of valuation no longer apply".

율성에 있는 것이 아니라 기존의 시스템에서 무시되는 잔차항에서 의미 있는 신호를 찾아내는 정책 당국자와 시장 참여자들의 성향이 얼마나 잘 개발되어 있느냐에 달려 있다는 결론은 금융위기 과정에서 정책 당국자들의 행태가 위기의 전개에 결정적인 영향을 미칠 수 있다는 점을 시사한다.

금융위기 과정에서 미국 정부가 취한 정책 중 누구나 제기되는 의문은 미국 정부는 왜 Bear Srearns-Lehman Brothers-AIG에 대해 각기 다른 정책을 선택했는가 하는 점이다. 이 의문에 대해서 만약 우리가 역사극을 보듯이 금융감독 시스템의 내부로 들어가서 금융위기 대응과정에서 정책결정 과정을 다시 시뮬레이션해서 자세하게 살펴 볼 수 있다면, 왜 그런 정책을 선택했는지 또는 어떤 문제들을 어떻게 판단했는지 등의 사례를 교훈으로 얻을 수 있을 것이다.

금융위기의 전개 과정에서 대응정책은 각 감독기관의 정책선택의 범위, 감독기관 간의 입장의 차이, 대통령과의 관계, 의회와의 갈등, 여론 등 행태적으로 복잡한 요소들이 작용했다.

본 연구의 목적은 금융위기 전개과정에서 미국 금융감독 당국들의 정책 수립과 정책 조정 과정의 행태적인 측면을 재정리하여 이슈 별로 분석해 보는 데 있다⁶⁾. 특히 정부의 행태적인 측면에 있어 만성적으로 “官治” 시비를 겪고 있는 한국의 관점에서는 이번 금융위기 대응과정에서 미국 금융당국들은 시장 참여자들을 어떻게 다루었는지 -말하자면 미국식 官治-는 어떻게 전개되는지 중점을 두고 살펴보고자 한다.

이런 관점에서 본 연구는 다음 세 가지 과제를 다루고자 한다.

첫째, Bear Srearns-Lehman Brothers-AIG 각 사례의 이면에 작용했던 미국 금융당국의 움직임의 검토함으로써 “Bailout”을 둘러싼 정책의 흐름을 정리해 보고자 한다(Ⅱ, Ⅲ, Ⅳ).

둘째, 정부 당국의 행태적인 측면을 주목하여 감독 당국 간의 관계, 의회와의 관계, 시장과의 관계들을 분석하고자 한다(V).

셋째, 미국식 “官治”가 금융위기 대응과정에서 어떻게 작동했는지 살펴보고자 한다.

6) 이와 같은 정책 당국자들의 정책 결정과 행태에 대한 대표적인 연구로 1997년 우리나라 외환위기 시 외채협상 과정을 상세하게 기록한 『외환위기 징비록』(정덕구, 삼성경제연구소, 2008)을 들 수 있다.

II. 위기 대응 사례

II-1. Bear Sterns 사례

Bear Stearns(이하 BS)의 CEO Alan Schwartz의 의회 증언에 따르면, BS는 2008년 3월 10일 한 주 동안 규제당국이 요구하는 자본금 요건을 충족하고 적절한 유동성을 확보하고 있었음에도 불구하고 근거 없는 루머와 투기적인 거래세력에 의하여 급속하게 시장의 신뢰를 상실하고 유동성 위기에 직면하게 되었다. 특히 헷지펀드들은 증권거래구좌 폐쇄와 현금 인출을 요구하였다. 13일 BS는 결제서비스를 제공하고 있는 JP Morgan에 지원을 요청하는 한편 SEC와 FRB에 상황을 보고한다. 14일 FRB NY의 JP Morgan에 대한 자금 지원을 조건으로 JP Morgan이 BS에 단기자금을 공급하기로 발표했으며, 당시 BS 경영진은 이 자금이 28일간 사용 가능한 것으로 알고 있었다. 그러나 JP Morgan의 자금지원 발표에도 불구하고 시장상황은 계속 악화되었으며, 14일 오후 3개 신용평가사는 Bear Stearns의 장·단기 신용등급을 인하하였다. 14일 저녁 BS 경영진은 JP Morgan의 자금지원이 일요일 밤까지만 유효하다는 사실을 알게 되고, 결국 BS는 매각 또는 파산을 선택해야 할 상황에 직면하게 된다. 그 결과 16일 일요일 JP Morgan과 매각협상을 통해 주당 2\$에 매각하기로 합의한다. 매각 협상은 FRB NY와 JP Morgan 사이에 이루어졌으며, BS는 협상 직접 참여하지 않았다⁸⁾.

BS의 처리는 주로 Geithner를 중심으로 추진되었다⁹⁾. New York Fed는 이미 2007년 8월부터 BS의 문제를 주목해 왔다. 그러나 결정적으로 Geithner는 13일 아침 BS의 CEO Schwatz로부터 유동성 문제의 심각성에 대한 전화를 받았으며, 같은 날 Board of Governors of Federal Reserve, Treasury, SEC, Geithner가 참여한 콘퍼런스 콜이 열렸다. 14일 새벽 5시 Geithner는 Bernanke와 Paulson과 콘퍼런스 콜을 시작해 거의 두 시간에 걸친 토의 끝에 JP Morgan을 통해 BS에 단기자금을 공급하기로 결정한다. 투자은행에 자

7) Statement of Alan Schwartz, The U.S. Senate Banking Committee, April 3, 2008

8) "we were not directly involved in the negotiation between JP Morgan and the government".
ibid

9) Geithner on U. S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs (April 3, 2008)
"After extensive discussion with my colleagues at the New York Fed, Chairman Bernanke, and Secretary Paulson, and with their full support, the New York Fed and JPMorgan Chase reached an agreement in principle that the New York Fed would assist with non-recourse financing."(p.14)

금을 공급하는 결정은 Federal Reserve Act가 제정된 1930년대 이후 한번도 사용된 적이 없었으며, 더구나 담보자산의 가치가 보증되지 않음으로써 증권의 가치 하락으로 인한 손실을 Fed가 떠안을 위험이 있다는 점에서 큰 용기를 필요로 하는 결정임에 분명했다. Geithner는¹⁰⁾¹¹⁾ 적극적으로 설득에 나섰다으며, Paulson과 Benanke는 이 제안을 수용했다.

14일 새벽에 합의한 결정은 일단 BS의 파산을 막고 다른 대안을 찾기 위한 시간을 버는데 목적이 있었다. FRB Board는 9시가 넘어서 FRB NY의 긴급대출을 승인했다¹²⁾.

Geithner는 JP Morgan Chase CEO인 Jemie Dimon에게는 Bear Stearns 인수를 설득했으나, 17일(일요일) 아침 Dimon은 Geithner에게 모기지 자산(\$350억불)의 부실 위험을 이유로 인수 거부를 통보함으로써 협상은 난관에 봉착하게 된다¹³⁾. Geithner는 14일 연방은행법의 13.3조의 “unusual or exigent circumstance”를 조건으로 한 예외적인 자금지원 조항을 적용했던 것과 마찬가지로 JP Morgan Chase가 인수를 거부한 BS의 모기지 자산에 대한 지원 문제도 처리할 수 있으며¹⁴⁾, 그럴 경우 BS의 인수를 성사시킬 수 있다고 생각했다. 즉 BS의 모기지 자산을 인수하고 관리하는 특수목적기구(a special purpose vehicle)를 만들고 이 기구에 자금을 지원하는 것은 가능한 것으로 결론을 내렸다.

10) William D. Cohan, 『House of Cards』, 2009. “The Central Banks exists to deal with these things”, Geithner explained, “So the people who are good at this and do this stuff here generally, I think if they’re good, they get calmer during these things, not any more exitable. But there’s no rulebook for those things. By their nature, they’re always different. They occur in areas where nobody’s got some terrific plan for dealing with them”(p.65).

11) Statement of T. Geithner before Senate Committee on Banking, April 3, 2008.,

“At 5 a.m., we participated in a conference call with our colleagues at the Board of Governors and the Treasury to review the options and decide on the way forward. After careful deliberation, together on a course of action that would at least buy some time to explore options to mitigate the foreseeable damage to the financial system. With the support of the Secretary of the treasury, Chairman Benanke and the Board of Governors agreed that New York Fed would extend an overnight non-recourse loan through the discount window to JPMorgan Chase, so that JPMorgan Chase could then “on-lend” that money to Bear Stearns”(p.11).

12) Kate Kelly, 『Street Fighters』, 2009, p.79.

13) 『Street Fighters』, p.197.

14) 『Street Fighters』, p.198. “On Friday, the central bank had invoked a rarely used section of the Federal Reserve Act in order to accept potentially risky assets from Bear as collateral for the loan it planned to issue through J.P.Morgan. That clause, applicable only in “unusual or exigent circumstances”. meant the Fed could authorize lending to reserve banks if a firm was unable to secure loans from other banking institutions –making the central bank the lender of the last resort. Under the same thing, Geithner suggested, perhaps the Fed could somehow guarantee the \$30 billion portfolio in order to help a sale go through. Benanke was incredulous”.

문제는 그것으로 끝나지 않았다. 이 관리기구가 손실을 낼 경우, FRB가 이 손실을 어떻게 처리할 것인가 하는 문제가 여전히 정리되지 않았다. 한편 그 즈음에 Bush 대통령은 Paulson에게 전화로 진전상황을 물었고, Paulson은 매각협상이 거의 끝나가는 것으로 보고했다¹⁵⁾. 그러나 Paulson은 뒤늦게 Treasury가 Fed의 손실에 대한 보전을 보장하는 것은 위법 -즉 의회가 승인하지 않은 용도에 재정자금을 쓰는 것은 The Anti-Deficiency Act를 위배하는 것-을 알고 난감한 상황에 봉착하게 된다. 결국 이 문제는 Paulson이 Geithner에게 Fed의 선택을 지지한다는 내용의 서한을 보내는 미봉책에 합의하는 것으로 해결을 본다¹⁶⁾.

주말동안 Bear Stearns의 mortgage portfolio의 위험과 매각가격을 둘러싼 줄다리 끝에 일요일(17일) 저녁 7시 JP Morgan은 Bear Stearns 매수를 언론에 발표했다.

상원 청문회에서 Geithner는 BS 사태를 주도적으로 처리했던 만큼 연방은행의 적극적 대응의 필요성을 강하게 피력했다¹⁷⁾. 한편 BS 처리에 상대적으로 수동적인 입장을 보여 왔던 Bernanke는 청문회 제출 답변 문건에서 BS에 대한 처리 방식을 Fed의 정책 수단으로 설명하지 않고 사태의 심각성을 위주로 설명하고 정책수단의 정당성에 대해서는 직접 언급을 회피함으로써 Fed의 조치가 기존의 시스템을 뛰어 넘는 예외적인 조치였음을 간접적으로 시인한 것으로 해석된다¹⁸⁾. 특히 Benanke의 증언은 마치 후에 일어날

15) 『On the Brink』, pp.110-111.

16) 『On the Brink』, “Finally, when Tim understood that we didn’t have the power to do any more, we figured out a compromise.
Since Treasury couldn’t formally indemnify the Fed, we agreed that I would write a letter to Tim commending and supporting the Fed’s actions. I would also acknowledge that if the Fed did take a loss, it would mean that the Fed would have fewer profits to give to the Treasury. In that sense the burden of the loss would be on the taxpayer, not the Fed.
I called this our “all money is green” letter. It was an indirect way of getting the Fed the cover it needed for taking an action that should -and would- have been taken by Treasury if we had the fiscal authority to do so.”(pp.114-115).

17) Geithner, April 3, 2008., Senate Committee on Banking.

“We recognized, of course, that the use of this legal authority was, in itself, an extraordinary step. At the same time, we were mindful that Congress included this lending power in the Federal Reserve Act for a reason, and it seemed irresponsible for us not to use that authority in this unique situation.”(p.13)

“Are there risks here? Yes, but the risks are modest in comparison to the substantial damage to the economy and economic well-being that potentially would have accompanied Bear’s insolvency. Congress created the Federal Reserve after the Panic of 1907 with broad authority and a range of instruments to assume precisely this type of risk, in support of overall financial stability and economic growth.”(p.17).

Lehman 사태의 심각성을 이야기 하는 것처럼 BS 파산이 가져 왔을 위험의 심각성을 지적했다.

그러나 BS 처리에 이와 같이 강력한 대응의지 피력했던 두 당국자는 이후 Lehman Brothers 사태가 일어나기까지 “권한의 한계”를 중시하는 사실상 사태를 방관하는 소극적인 입장을 견지하여 BS 때와는 전혀 다른 태도를 보였으며, Lehman Brothers 사태 후에 열린 청문회에 제출한 증언 문건에서도 분명한 태도 변화를 보였다.

한편 Paulson은 자신의 회고록(『On the Brink』)에서 BS 처리 과정에서 얼마나 시간에 쫓겼으며, 준비된 대응이 아니었음을 시인했다¹⁹⁾.

“We learned a lot doing Bear Stearns, and what we learned scared us” (『On the Brink』, p.121)

Senate Banking Committee의 청문회 분위기는 Geithner의 Bear Stearns 처리를 불가피한 조치로 이해하는 분위기는 아니었다²⁰⁾. 특히 Bunning 상원 의원은 연방은행이 민간은행에 구제금융을 지원하는 것은 사회주의 방식이라고 비판했다²¹⁾. 투자은행에 대한 연방은행의 전례 없는 거액 대출이었던

18) "The sudden failure of Bear Stearns likely would have led to a chaotic unwinding of position in those markets and could have severely shaken confidence. The company's failure could also have cast doubt on the financial position of some of Bear Stearns' thousands of counterparties and perhaps of companies with similar business. Given the exceptional pressures on the global economy and financial system, the damage caused by a default by Bear Stearns could have been severe and extremely difficult to contain..."

To prevent a disorderly failure of Bear Stearns and the unpredictable but likely severe consequences for market functioning and the broader economy, the Federal Reserve, in close consultation with the Treasury Department, agreed to provide funding to Bear Stearns through JPMorgan Chase."

19) "I've read through old newspaper reports and recently published books about the Bear weekend. None of them quite captures our race against time or how fortunate to have JP Morgan emerge as a buyer that agreed to preserve Bear's economic value by guaranteeing its trading obligations until the deal closed. We knew we needed to sell the company because the government had no power to put in capital to ensure the solvency of an investment bank. Because we had little negotiating leverage. Throughout the process, the market was determined to call out bluff. Clients and counterparties were going to leave; Bear was going to disintegrate if we didn't act. And even though many people thought Jamie Dimon had gotten a great deal, the Bear transaction remained very shaky to the end".(『On the Brink』, p.121)

20) Andrew Ross Sorkin, 『Too Big To Fail』, "Members of the Banking Committee wouldn't necessarily see it that way and were likely to be skeptical, if not openly scornful, of Geithner at the hearing. They regarded the Bear deal as representative of a major and not necessarily welcome policy shift. He'd already been the target of stinging criticism, but given the scale of the intervention, it was only to be expected"(p.59).

21) 『Too Big To Fail』, "Bunning was the most critical - and perhaps the most prescient.... "I do not like the idea of the Fed getting involved a bailout of that company. That is socialism, at least that's what I was taught. And what's going to happen, if a Merrill or a Lehman or someone like that is

만큼, 왜 이런 식의 처리가 불가피 했는지 납득시키는 것이 어려운 것은 당연한 일이기도 했다²²⁾. Sorkin은 “상원 청문회에서는 예상과는 달리 심각한 추궁은 없었다. 그러나 이 청문회는 특별한 무엇이 있었다”고 서술하였다²³⁾. 이외에 FRB가 관리회사로 Black Rock을 선정한데 대한 공정성 문제가 비판을 받았다²⁴⁾.

II-2. Lehman Brothers 사례

Paulson 재무장관이 Bush 대통령에게 금융위기 가능성에 대해 첫 보고를²⁵⁾ 한 것은 2006년 8월 17일 Camp David였으며, 위기에 대응할 수 있는 권한의 부재 문제를 제기했다. 또한 2007년 하반기에 재무부 핵심 간부들 사이에는 “Break the Glass”로 알려진 금융위기 대책을 검토하도록 했다²⁶⁾.

한편 2007년 말부터 미국 정부 고위층들은 Lehman의 장래와 그 결과가 미국 경제 미칠 영향에 대해 고민을 해 왔으며, ‘08년 3월 Bear Stearns 사태 이후 Lehman이 다음 차례가 될 것이라는 인식을 공유하고 있었다²⁷⁾. 이미

next?”(p.78)

22) “The Fed’s role in Bear Stearns”, FT, March 25, 2008. “As loans go, the Federal Reserve’s \$29bn, to facilitate JP Morgan Chase’s acquisition of Bear Stearns, is certainly unusual”.

23) 『Too Big To Fail』, “In the end, the day’s testimony produced no smoking guns, no legendary exchanges, no heroic moments. But it introduced to the American public a cast of characters it would come to know very well over the next public a cast of characters it would come to know very well over the next six months, and it provided a rare glimpse into the small circle of players that sits at the top of the world of high finance, wobbly though it may have been at the time. The senate were a long way from being able to make up their minds about the Bear deal – how necessary had it really been? And had it really fixed a problem, or merely postponed a greater reckoning?”(p.78).

24) “House panel questions Bear rescue plan”, FT, April 8, 2008. “The rescue of Bear Stearns faced further scrutiny in Congress on Tuesday as a powerful Democratic lawmaker demanded more information on the selection of Black Rock as investment for \$30bn in the bank’s mortgage assets”.

25) Andrew Ross Sorkin, 『Too Big To Fail』, Viking, 2009.

“Paulson made it clear that the administration would have to confront at least one serious problem: the subprime mortgage mess, which had already begun to have repercussions. .. and unless Paulson was given comparable power over these institutions, he said during the meeting, there could be chaos in the market”.(p.49)

26) WSJ, November 11, 2008, News in Depth; “How U.S. treasury and Fed chiefs strained for consensus in bailout”

27) Statement by Anton Valukas before Committee on Financial services, April 20, 2010.: “By at least 2007, various agencies of the US government were concerned – at highest levels –with the prospect for Lehman’s survival. Indeed, on June 13, 2008 –three months before Lehman’s bankruptcy– Donald L. Kohn, Vice Chairman of Federal Reserve, sent an email to

2008년 3월 18일자 N.Y. Times는 고차입·저자본·비유동성 자산에 집중 투자 등 Lehman이 Bear Stearns와 가장 유사한 사업모형을 가지고 있다는 점에 근거하여 Lehman이 다음 차례가 될 것을 경고하는 기사를 낸²⁸⁾ 바 있다. 이에 따라 Bear Stern이 문을 닫은 주말부터 SEC와 FRB NY는 Lehman의 자금상황을 점검하기 위해 특별감독팀을 Lehman에 상주시켰다.

Lehman의 파산과 Bear Stearns 사태의 중요한 차이점은 Bear Stearns 사태가 구조적으로 잠재적 위험을 가지고 있었다 하더라도 상대적으로 돌발적으로 발발하여 정부 당국을 시간적으로 압박했던 사건인 반면에, Lehman 사태는 충분히 예상되고 장기간 관찰되었음에도 불구하고 발생한 사건이라는 점이다.

<Cox, SEC>

SEC와 FRB NY은 공히 혼합금융지주회사(consolidated holding company)에 대하여 감독권이 없었다. 이 문제를 보완하기 위해 SEC는 2004년 초부터 "CSE program"을²⁹⁾ 운영해 왔다. CSE는 증권회사들의 유동성 사정과 위험 관리 상태를 점검하여 증권회사의 도산을 예방하기 위한 자발적 협약에 의한 감독 시스템으로 Lehman Brothers는 2005년부터 적용되었다. SEC는 CSE를 통해 2007년 IB들의 유가증권 평가에 문제가 있다는 것을 알게 되었다. 이에 따라 2008년 1월 CSE 대상 IB들에 대하여 자산가치평가 시스템을 검사했으며, Lehman의 자산가치 평가조직의 인력이 부족하며, 자산가치의 타당성 확보보다 절차에 그치고 있다는 문제를 찾았다. 그러나 SEC는 Lehman이 파산하기까지 자산가치 평가 문제에 대하여 어떤 시정조치도 요구하지 않았다. SEC의 자체 감찰 보고서에서도³⁰⁾ SEC의 IB들에 대한 자본 규제가 부적합하고, 유동성 요건이 비현실적으로 낮은 것으로 지적되었다.

한편 SEC와 FRB NY은 공히 Lehman의 유동성 문제를 매일 점검하고 있

Chairman Bernanke starting that "the question is when and how (lehman) go (es) out of business not whether"(p.5).

28) New York Times, March 18, 2008, Jenny Anderson, "At lehman, Allaying Fears About Being the Next to Fall"

29) Chairman Mary L. Schapiro, SEC Chairman, Testimony, Concerning the Lehman Brothers Examiner's Report, The House Committee on financial Service, April 20, 2010.

"The CSE program was created, in part, as a way for U.S. global investment banks that lacked a consolidated holding company supervisor to voluntarily submit to consolidated regulation by the SEC. The SEC had no statutory authority to regulate these holding companies, and thus prior to the CSE program they were not subject to any consolidated supervision or capital requirements".

30) SEC Office of Inspector General Report, (Report of Examiner Valukas, p.1490).

었다. 그럼에도 불구하고 Lehman의 유동성 구성에 문제가 있다는 점을 제대로 파악하지 못했다. 2008년 6월 SEC는 Lehman이 Citigroup에 담보로 제공하고 있는 수십억\$의 예금("comport deposit", 구속성 예금)을 사용 가능한 유동성 규모에 포함하고 있다는 사실을 알게 되었으며, SEC 검사원은 이 예금을 Lehman의 유동성에 포함하는 것이 타당하지 않음을 지적했으나 공식적인 보고서에 이 예금을 유동성에 포함하지 말 것을 구체적으로 요구한 바는 없었다.

Lehman은 2008년 6월 9일 유동성 자산을 450억\$로 공시했으며, 9월 10일에도 410억\$로 공시했다. 그러나 결정적으로 9월 12일 Lehman이 현금으로 쓸 수 있는 유동성 자산 규모는 20억\$에도 미치지 못했다.

한편 SEC는 2007년 10월 Lehman이 위험관리 한도를 20% 이상 초과하고 있다는 사실을 파악하였으나, 역시 구체적인 시정조치를 요구하지 않았다. 또 Valukas 지적에 따르면 Lehman은 Repo 105 거래를 통하여 고의적으로 차입비율을 낮추기 위해 대차대조표를 조작했음에도 불구하고 SEC는 이 사실을 알지도 못했다³¹⁾.

2008년 3월부터 Cox는 Lehman의 CEO인 Fuld와 자주 전화했으며, 공매도(short sellers) 문제와 Lehman의 자회사 문제 등에 대해 자주 논의했다³²⁾. 한편 Cox는 Valukas와의 조사 문답에서 Cox는 왜 Fuld가 낮은 가격이라도 Lehman을 팔지 않았는지 의문이라고 언급했다³³⁾. Cox는 Fuld가 끝까지 정부의 구제금융을 기대하고 있었다고 보고 있으며, 정부의 구제금융을 기대하지 않았다면 다르게 행동했을 것이며, 이러한 정부 방침이 좀 더 일찍 Lehman에게 전달되었다면, 사태는 다르게 전개될 수 있었을 것으로 대답했다. 또한 자신의 피검회사 CEO와의 접촉이 검사에 영향을 주지 않도록 주의해야 한다고 생각했으며, Bear Stearns 처리 후 태도가 미묘하게 변화한 것으로 보인다³⁴⁾.

Cox는 2008년 2월 의회 청문회에서 CSE Program의 목적에 대해 다음과 같이 답했다.

"monitor for, and act quickly in response to, financial or operational weakness in a CSE holding company or its unregulated affiliates that might place regulated entities... or the broader financial system, at risk."

31) "The SEC did not know about the practice. But it is difficult to understand why not",

Statement by Anton Valukas before Committee on Financial services, April 20, 2010.

32) Report of Examiner Valukas, p.1493.

33) Report of Examiner Valukas, p.1493.

34) Cox는 Bear Stearns 사태이후 검사요원에게 "Things were moving too fast to observe careful protocols"고 언급했다(Report of Examiner Valukas, p.1493).

그러나 Lehman에 대한 SEC의 감독에 대하여 Valukas가 내린 결론은 다음과 같다.

“The SEC made a few recommendations or directions here and there, but in general it simply collected data; it did not direct action, it did not regulate”³⁵⁾

<Geithner, FRB NY>

Geithner총재는 2007년 8월에 이미 Lehman에 대하여 심각하게 생각했으며, Bear Stearns - Lehman - Merrill Lynch 순서로 위험하다고 판단했다. 한편 FRB NY는 Bear Stearns의 매각 지원을 계기로 마련된 “PDCF”(the Primary Dealer Credit Facility)에 의해 주요 “딜러” 증권회사들에 대한 감시를 개시했으며³⁶⁾, Geithner는 Lehman 등 문제가 있는 IB들의 상태를 점검하는 회의에 여러 번 참여한 바 있었다. FRB NY는 “Bear Stearns”와 “Bear Stearns Light”라는 두 가지 스트레스 시나리오를 개발했으며, Lehman은 두 가지 모두 통과하지 못했다. 그럼에도 불구하고 FRB NY는 Lehman에게 구체적인 조치를 요구하지 않았다³⁷⁾.

주목되는 점은 두 감독기관 공히 권한의 한계와 인력 부족 등으로 필요한 감독기능을 수행하는데 미흡했음을 지적하고 있다. SEC는 “CSE program”과 같은 자발적 협약에 의한 감독은 법에 근거한 통상적인 검사기능에 비교하여 성격상 실효성이 낮았다는 점과 인력 부족을 언급했으며, FRB NY는 감독 권한이 없음을 자주 반복해서 언급하고 있다.

Geithner 총재는 Lehman의 2분기 실적 발표(6월 9일) 후 수 차례 Lehman의 CEO인 Fuld와 통화하고 ① 구제금융은 없으며, ② Lehman은 자본 확충이 필요하며, ③ 자본력을 강화하기 위하여 전략적 제휴가 필요하다는 점을 누차 지적해 왔다.

Geithner 총재는 IB의 유동성 문제를 점검하는 회의에 수차 참여하면서 2008년 여름 경제위기가 다가오고 있음을 느꼈으며, 여러 가지 Lehman 대책

35) Statement by Anton Valukas before Committee on Financial services, April 20, 2010., p.7.

36) Timothy F. Geithner. Treasury Secretary, Testimony, Concerning the Lehman Brothers Examiner’s Report, The House Committee on financial Service, “April 20, 2010”On the day of the Bear Stearns sale in March 2008, the Federal Reserve announced the creation of the Primary Dealer Credit Facility(“PDCF”) - a collateralized lending facility to provide liquidity to primary dealers. The creation of the PDCF meant that the Federal Reserve was a potential lender to the major dealer firms.”

37) Report of Examiner Valukas, p.1489.

을 검토했다. 그 중에는 Broker-dealer(특히 Lehman)들의 Clearing Ban에 대한 자금 애로를 완화하기 위하여 기존의 Overnight 자금지원 외에 추가로 일중(日中) 자금지원제도를 실시하자는 제안도 있었으며, 특히 부총재 Dudley는 Lehman에 대하여 Bear Stearns 지원에 사용했던 "Maiden Lane"와 같은 일종의 "SPV"(\$5bn 주식을 담보로 \$60bn의 비유동성자산을 사 주는)를 만들 것을 제안했으나 Geithner 총재는 반대했다. Geithner 총재는 FRB NY는 100% 안전자산을 담보로 일시 유동성을 공급하는 역할을 하며, 회수가 의문스러운 자산에 대하여 자금을 투입할 권한은 없다는 입장을 견지했다.

Valukas와의 조사문답에서 Geithner에게 FRB NY가 Lehman의 도산을 막기 위하여 무언가 다른 조치를 할 수 있다고 생각했는지를 물었으나 대답은 "No"였다. Geithner 총재는 Fed는 금융위기를 막기 위해 쓸 수 있는 법정 권한을 가지고 있지 않다는 입장이었으며, 만약 이러한 권한을 좀 더 일찍 보유했다면 금융시장의 시스템 리스크를 축소함으로써 위기의 충격을 줄일 수 있었을 것이라는 견해를 밝혔다³⁸⁾. 그러나 Geithner 총재는 어떤 경우에도 Lehman에 대한 구제금융은 반대했다³⁹⁾.

그러나 Geithner 총재의 이러한 태도는 앞서 인용한 바와 같이 Bear Stearns 사태 처리 직후에 열린 Senate Committee의 청문회(April 3, 2008)에서 적극적인 대응의지를 피력했던 태도와는 크게 다른 것으로, Lehman Brathers 사태처리 후 2009년 Congressional Oversight Panel에서는 정부 권한의 한계를 주로 피력했다.

"Following the Bear Stearns rescue, pressures in financial markets eased for a time. But the economy continued to weaken, and alarm bells were sounded about the lack of tools available to the government to contain the emerging crisis."⁴⁰⁾

<Bernanke>

38) Geithner, "the Government of the United States left too much of the burden on the Fed to contain [the damage], and it was too late to use the full arsenal of Government powers... If these [emergency statutory powers] had come earlier, we could made it somewhat less damaging"(pp.1501-1502), Report of Examiner Valukas.

39) "Geithner noted that he would have opposed ant effort to give Lehman or other investment banks earlier access to the Fed's liquidity facilities. The challenge for the Government, and for troubled firms like Lehman, was to reduce risk exposure, and the act of reducing risk by selling assets could result in "collateral damage" by demonstrating weakness and exposing "air" in the marks"(p.1502). Report of Examiner Valukas.

40) Geithner, April 21, 2009. Congressional Oversight Panel.

Bernanke와 Geithner와 Paulson은 자주 의견을 교환해 왔으며, 특히 Paulson 장관은 FRB NY가 Fuld에게 보다 적극적으로 압력을 넣어야 할 것을 요구했으나, Bernanke 의장과 Geithner 총재는 Lehman에 대한 주 감독 기관은 SEC이며, Lehman에 대한 Fed의 역할에 매우 신중한 입장을 보였다. Valukas의 조사에서 Bernanke 의장에게 FRB NY가 Lehman의 도산을 막기 위하여 무언가 다른 조치를 할 수 있다고 생각했는지를 물었으나 대답은 Geithner와 마찬가지로 "No"였다. 근본적으로 Bernanke 총재는 Fed는 Lehman에 구제금융을 조치할 권한을 가지고 있다고 보지 않는다는 입장이다.

위기의 가능성을 알고 있었는가에 대한 Valukas의 질문에 대하여 Bernanke 총재는 큰 위기가 올 것임을 알고 있었다고 답하고, Lehman의 도산이 가져올 충격을 0에서 100의 범위를 두고 측정한다면, 일반적으로는 1-15 정도로 인식했을 것이며, Bernanke 의장 자신은 90-95으로 예측했으나, 실제로는 140 정도로 어떤 누구의 예상도 넘어 선 충격이었다고 평가하여 Bernanke 자신도 Lehman의 파산이 가져올 충격을 제대로 알지 못했음을 시인했다.

<Paulson>

Paulson은 2008년 여름 Lehman의 CEO Dick Fuld에게 계속 전화로 Lehman을 매각할 것을 설득했다⁴¹⁾. 그러나 Fuld는 Lehman이 추가자본을 필요로 한다는 자체를 인정하지 않았으며, Paulson의 설득을 귀 담아 들으려 하지 않았다. Lehman에 대한 Paulson의 방침은 당초부터 확고했던 것으로 보인다. Paulson은 Lehman에 대하여 Treasury가 구제금융을 투입할 권한이 없을 뿐만 아니라 그 자체가 타당하지 않다고 생각했다. 따라서 Lehman 처리를 규제권이 있는 다른 기관에 맡기는 것이 타당하다고 생각했다⁴²⁾. 그러나 Lehman에 정부자금을 지원할 수 없다는 의지를 대외적으로 너무 강하게 드러내는데 대하여 재무부 간부들조차 우려했으며, Geithner는 불편해 했다.⁴³⁾ 최소한 Geithner 총재는 Paulson 장관보다는 유연한 태도를 가지고 있

41) Paulson 장관은 자신의 휴대폰으로 Bear Stearns 매각과 Lehman 파산간의 6개월 동안 Fuld에게 거의 50회 가까이 통화했다(『On the Brink』, pp.136-137).

42) "Paulson knew he couldn't do much for Lehman himself. Treasury itself did not have any powers to regulate Lehman, so it would be left to the other agencies to help manage a failure, But that made him anxious.", 『Too big to fail』, p.217.

43) "News in Depth: How U.S. Treasury and Fed chiefs strained for consensus in bailout", The WSJ, Nov. 11, 2008. "Senior government officials told reporters that Mr. Paulson was drawing

었던 것으로 보인다.

그러나 당초의 생각과는 달리 Paulson은 Lehman Brothers의 처리를 주도했다. 2008년 9월 12일 오후 6시 Paulson은 Bear Stearns를 처리했던 3월의 주말과 같은 위기의 시간이 다가오고 있다고 느끼고 전화로 Geithner, Bernanke, Cox와 협의했다. 이 전화회의에서 Paulson은 Lehman Brothers에 구제금융을 투입하지 않는다는 결심을 분명하게 보였다⁴⁴⁾⁴⁵⁾. 또 이번에는 Bear Stearns와의 다른 방식으로 처리하기로 결심했다. 그 방법은 금융회사들로 하여금 단독 또는 공동으로 자금을 투입하여 Lehman을 구하도록 하는 이른바 "LTCM-like Solution"을 추진하는 것이었다⁴⁶⁾⁴⁷⁾. 이에 따라 LTCM 사태처리⁴⁸⁾ 때와 마찬가지로 주요 은행 CEO들을 금요일(9월 12일) 7시 FED NY에 모이도록 했다.

금요일 회의에 이어 토요일 회의에서 영국의 Barclays Capital이 Lehman을 인수할 의향을 보였으며, 주주들로부터 Lehman 인수를 승인받을 때까지 잠정적으로 영국 정부로부터 비공식 승인 받는 조건으로 Lehman 인수 의사를 밝혔다. 그러나 Paulson과의 통화에서 영국 재무장관 Darling은⁴⁹⁾ deal의

a line in the sand: There would be no public money spilled to rescue Lehman. Some Fed officials, including Mr. Geithner, were uncomfortable with that public stand."

44) "Perhaps most important, Paulson stressed, was that they couldn't afford the political liability of putting up government money for Lehman as they had for Bear Stearns. "I can't be Mr. Bailout," he insisted, and given that everyone on the conference call had already lived through the backlash of that experience, they hardly needed convincing about not wanting to repeat it.", 『Too big to fail』, p.282.

45) Lehman Brothers 파산직후 CNN과의 인터뷰에서 Paulson은 다음과 같이 답했다. "I never once considered that it was appropriate to put taxpayer money on the line when it came to Lehman Brothers", Aron Smith, CNNMoney.com, September 21, 2008.

46) "At 6:00 p.m. Paulson joined a strategy call with Geithner, Bernanke, and Cox. He felt they were about to go into crisis mode and feared another Bear Stearns-like weekend. This time, however, he was determined that it end differently. He believed they needed to prepare what he called a "LTCM-like solution" - in other words, he was committed to the idea of encouraging firms in the private sector to band together and put their own money up to somehow save Lehman Brothers", 『Too big to fail』, p.282.

47) "Nonetheless, he quickly fell in line, and the four men made a pact: Unless something miraculous happened, they would plan calls to the CEOs of major Wall Street houses late on Friday and have them all come down th the NY Fed, where they'd press them to come up with a private solution. In the meantime, Paulson instructed them, the message should be clear: *No bailouts.*"(『Too big to fail』, p.283).

48) 1998년 9월 23일 당시 Fed NY 총재 McDonough의 주선으로 12개 은행장들이 FED NY에 모여 비공식 회의를 통해 공동출자로 LTCM을 인수하기로 합의하여 사태를 해결했음(『When Genius Failed』, Roger Lowenstein, 2000., Introduction).

49) "He offered no specifics other than to say that we were asking the British government to take on too big a risk, and he was not willing to have us unload our problem on the British taxpayer", 『On the Brink』, p.210.

승인을 거부함으로써⁵⁰⁾ Paulson이 추진했던 "LTCM-like Solution"은 무산되었다. 결국 9월 14일 20시 SEC Chairman Cox는 Fuld에게 정부의 구제금융이 없으며, 파산 외에 선택의 여지가 없음을 통보했고, 15일 Lehman Brothers는 새벽 2시경 SEC에 파산 등록을 하고 158년의 역사를 마감했다.

그러면 Paulson 장관이 Lehman의 구제방안을 반대했던 이유는 무엇인가? Bush 대통령이 정부의 Lehman 처리가 Bear Sraerns 처리와 다른 이유를 어떻게 설명할 것인가를 물었을 때 Paulson 장관은 Bear Stearns의 경우는 인수의사를 가진 금융회사가 나왔으나, Lehman의 경우는 인수를 원하는 금융회사가 없었기 때문에 다른 지원방법이 없다고 답변했다⁵¹⁾.

9월 16일 백악관 브리핑 룸에서 기자회견에서는 Bush 대통령과 거의 같은 질문에 대하여 Paulson은 3월과 9월간에 상황의 차이가 있기 때문이라고 대답을 했다⁵²⁾. 이 대답에 대해 Sorkin은⁵³⁾ Lehman의 경우도 만약 인수자가 있었다면, Bear Stearns와 마찬가지로 인수 금융회사에 공적 자금을 지원했을 것으로 해석했다.

II-3. AIG

2008년 7월 29일 AIG CEO인 Robert Willumstad는 FRB NY Geithner 총재를 방문해서 정부 지원을 요청했다. 이 자리에서 Geithner 총재는 단호하게 그런 일은 없을 것이라는 점을 분명히 했다⁵⁴⁾.

50) 영국 재무장관 Darling은 Lehman의 trading assets의 절반이 런던 자회사로 이동하여 운영되고 있다는 점을 알지 못했다. 즉 Lehman이 파산할 경우 그 충격을 미국의 문제로만 이해하고 협력을 거부했다. 그러나 Lehman 사태이후 세계금융위기가 진행된 결과, 국민 1인당 구제금융으로 미국이 1만\$를 투입한 반면에 영국은 5만\$를 투입하는 역설적인 결과가 초래되었다. Lehman의 파산으로 영국이 입을 피해가 얼마나 심각한지를 이해했다면 Darling은 결코 Barclays의 인수 승인을 거부하지 않았을 것이며, 그 피해 정도를 Paulson도 제대로 알지 못했기 때문에 Darling 장관을 납득시키지 못한 것으로 해석된다.

51) "President Bush called me at about 3:30 p.m. "We we be able to explain why Lehman is different from Bear Stearns?" he asked. "Yes, sir", I explained "There was just no way to save Lehman. We couldn't find a buyer even with the other private firm's help. we will just have to try to manage this.", 『On the Brink』, p.216.

52) "The situation in March and the situation and the facts around Bear Stearns were very, very different to the situation that we're looking at here in September, and I never once considered that was appropriate to put taxpayer money on the line with.... in resolving Lehman Brothers.", 『Too big to fail』, p.386.

53) "Technically, his answer was true, but he knew that if Bank of America or Barclays had decided to buy Lehman he might have used taxpayer money to support a deal, but he wasn't about to bring that up now", 『Too big to fail』, p.386.

그럼에도 불구하고 AIG 지원은 Geithner가 주도했다⁵⁵). 이미 9월 12일 FRB NY에서 열린 은행 CEO 회의에서 AIG 문제가 제기되었으며, 15일 Lehman 파산 뉴스가 알려지자 곧 사태는 AIG로 치달았다. 특히 AIG CEO Willumstad는 S&P가 AIG의 신용등급을 낮출 경우 발생할 CDS 계약 금융회사들의 추가 담보 요구 문제에 대하여 크게 우려하고 있었다⁵⁶).

9월 15일 오후 Goldman Sachs, JP Morgan 등 IB들 사람들이 AIG에서 자산실사를 하겠다고 몰려들어 AIG의 파산 문제는 이미 시장에 드러난 문제였다. 9월 16일 Geithner, Jester, Norton, Jimmy Lee, Braunstein 등이 FRB NY에서 회의를 열었다. JP Morgan의 부회장 Lee는 AIG 상황의 심각성을 설명했다⁵⁷).

Geithner 총재는 다른 사람들의 전화기를 끄고 비밀을 유지하도록 다짐 받은 후에 질문했다.

"What would it look like if we said the Fed was going to do this?"

질문의 핵심은 Paulson 장관이 Lehman 사태에 대하여 구제금융이 없다고 못을 박은 지 불과 72시간 만에 AIG는 지원하는 것으로 정부 방침을 뒤집는데 있었다⁵⁸). Geithner 총재를 AIG를 지원하기로 결심하고 Benanke 의장을 적극적으로 설득했다.

"Geithner reiterated that "a private-market solution is dead" and told

54) "Willumstad; "You've made the Fed window available to the broker-dealer," he continued.

"What's the likelihood, if AIG had a crisis, that we could come to the Fed for liquidity".

"Geithner; "Well, we've never done that before," Geithner replied briskly, meaning that the Federal Reserve had never made a loan available to an insurance company."

(『Too big to fail』, p.208).

55) "Paulson himself had very little to do with the rescue of AIG; it was, rather, orchestrated by Geithner (and executed, in part, by Treasury's Dan Jester). While the fact has often been overlooked, Geithner, by his very nature - as has been demonstrated throughout this book and in his subsequent policies as Treasury secretary - is as much a proactive deal maker as Paulson, if not more so.", 『Too big to fail』, p.533.

56) "If the agency cut AIG's credit rating by even one notch, it could trigger a collateral call of \$10.5bn. If Standard & Poor's followed suit, which was likely - "the blind leading the blind", Willumstad said of them - the figure would rise \$13.3 billion. Should that happen, and AIG be unable to come up with the extra capital, it would be a virtual death sentence"(『Too big to fail』, pp.273-274).

57) "Lee said "Deal stands little chance' and "AIG out of cash". We've gone through it all, "They have \$50billion in collateral and they need \$80 to \$90 billion. We're short \$30 to \$40 billion. I don't know how we can bridge that gap", 『Too big to fail』, p.391.

58) "For the past seventy-two hours the government had been insisting that it would not bail out any financial institution. Now, with that one sentence. Geithner had turned everything on its head. Even if it was just a hypothetical, the rules of engagement had evidently just changed." "Work on it", Geithner said, and then left the room", 『Too big to fail』, p.392.

them, "We need to think about using our balance sheet. We need to act with force and determination," suggesting that if the Fed made a big, bold deal to backstop AIG, it could help restore confidence in the markets. He proposed using the Federal Reserve Act, Section 13, point 3, a unique provision that permitted the Fed to lend to institutions other than banks under "unusual and exigent" circumstance".⁵⁹⁾

"AIG had reported more than \$300 billion in credit default swaps involved in this wrapping procedure, which it politely called "regulatory capital relief".⁶⁰⁾

"Geithner continued to urge to comment. The system risk was just too great, he insisted.

After hearing his arguments, Bernanke told him to develop a plan. Once he came back to them with more detail, they'd formally vote on how to proceed".⁶¹⁾

Bernanke 의장은 내키는 않았으나 Geithner 총재를 묵시적으로 지지했으며, Geithner 총재는 FED Board 위원들에게 AIG를 지원하는 것이 "financial Armageddon"을 피할 수 있는 유일한 길이라고 설득한 끝에 위원회 전원 합의를 이끌어 냈다.⁶²⁾

16일 오후 4시경, AIG는 FRB NY로부터 3 페이지 짜리 FAX 문서를 수신했다.

"The Federal Reserve was providing AIG a credit line of \$85billion - which it hoped would be enough to avert catastrophe and keep it afloat".⁶³⁾

59) 『Too big to fail』, p.394.

60) 『Too big to fail』, p.395.

61) 『Too big to fail』, p.395.

62) "While Bernanke said that he had decided to back deal, he nevertheless wanted to take a straw poll among the participants in the call. He was clearly anxious, asking, "Are you sure we're doing the right thing?"

But with his implicit support -and Geithner's insinuations that this was the only way to avert a financial Armageddon -the vote was 5-0. There was no longer any discussion of moral hazard, and no talk of Lehman brothers." 『Too big to fail』, pp.398-399.

언론과 시장의 관점의 관점에서는 Lehman 처리에서 보여 준 “Bailout은 없다”는 Paulson의 정부 방침을 Geithner가 AIG 처리에서 반복한 결과가 되었다. 그런 만큼 백악관에서의 브리핑에서 Paulson의 답변은 충분치 않았다⁶⁴). AIG 지원에 대해서는 Bush 대통령에게 보고도 Benanke 총재가 주로 맡았다.

그럼에도 불구하고 대통령 보고 다음으로 Paulson 장관은 Bernanke 총재와 함께 의회를 적극적으로 설득했다⁶⁵).

II-4. GSE 지원

2008년 4월 15일 Paulson 장관은 차관 Steel과 더불어 그동안 차관보 Kashikari와 Swage가 준비해 왔던 "Break the Glass: Bank Recapitalization Plan"을 Bernanke 총재에게 보고했다⁶⁶).

이 보고서의 핵심 내용은 다음과 같다⁶⁷).

- 1) 재무부는 금융회사들로부터 \$500bn에 해당하는 은행 자산을 사들여 금융회사들의 건전성을 강화한다.
- 2) 은행 자산(채권)에 대한 가격산정은 경매방식으로 하고, 현금 대신 국채로 지급한다.
- 3) 민간 펀드매니저를 고용하여 매입자산을 약 10년간 관리토록 하여 자산 가치를 극대화하도록 하여 정부 자금을 최대한 회수 한다.
- 4) 경매와 자산관리를 FRB NY가 담당한다.

Benanke 의장은 \$500bn의 근거를 질문했고, Kashikari는 금융회사들의 악

63) 『Too big to fail』, p.401.

64) Q: "Why is the Federal reserve giving AIG a bridge loan?"

A: "Let me say what is going on right now in New York has nothing to do with any bridge loan from the government. What's going on New York is a private sector effort again focus on dealing with an important issue that I think is important that the financial system work on right now and there's not more I can say on that.",

『Too big to fail』, p.386.

65) "Paulson and Benanke explained why they thought their decision had been a necessary one.

"If we don't do this, "Paulson told them, the impact of an AIG bankruptcy would "be felt across America and around the world", 『Too big to fail』, p.406.

66) 『Too big to fail』, p.83.

67) 『Too big to fail』, p.91

성자산 규모를 1조\$로 추정하고 경매방식을 통해 매수하면 \$500bn으로 소화 가능하다고 보았으며, 이날 회의는 별도의 합의 없이 설명을 듣는 것으로 끝났다.

7월 14일 Paulson 장관은 상원 청문회에서 GSE(Government Sponsored Enterprise: Fannie Mae, Freddie Mac)에 대한 지원방안을 제안했다. 핵심은 향후 18개월 동안 잠정적으로 재무부에 GSE에 신용을 제공할 수 있는 권한 강화와 GSE의 자본을 확충하기 위한 재무부의 출자를 허용하며, GSE에 대한 연방은행의 감독권을 부여하는 것이었다⁶⁸⁾.

Paulson 장관은 7월 의회 청문회를 치루고 난 후 위기에 대응하기 위해 의회로부터 권한을 얻는데 훨씬 비판적이 되었다. 특히 Bunning 상원의원은 Paulson의 제안을 사회주의 방식이라고 비난했다.⁶⁹⁾ Paulson 장관은 정말 위기가 터지지 않는 한 재무부가 투자은행들을 지원하기 위해 수 천억불의 재정자금을 쓸 수 있도록 의회를 설득하는 일이 가능하다고 생각하다고 생각하지 않았다. 특히 의회가 정부의 제안을 거부할 경우 사태를 더욱 악화시킬 수 있다는 점에서 구제금융을 요구하는 자체가 매우 위험하다고 보았다.⁷⁰⁾

Paulson의 비판적인 전망에도 불구하고 Paulson의 GSE 지원안은 2008년 7월 23일 "The housing and Economic Recovery Act"(HERA), 하원을 통과하고 26일 상원을 통과했다. "Break the Glass: Bank Recapitalization Plan"는 GSE를 지원하는 법안의 모태가 되었을 뿐만 아니라 9월 Lehman 파산이후 시장 안정을 도모하는데 결정적으로 기여한 "Troubled Assets Relief Program" (TARP)의 모형으로 중요성을 가지고 있다⁷¹⁾.

68) Testimony by Secretary Henry M. Paulson, JR. on the GSE Initiative before the Senate Banking Committee, July 15, 2008.

69) "But no, it turned out it was socialism here in the United States of America. The Treasury Secretary is now asking for a blank check to buy as much Fannie and Freddie debt or equity as he wants. The Fed purchase of Bear Stearns' assets was amateur socialism compared to this...", 『On the Brink』, p.200.

70) News in Depth; "How U.S. treasury and Fed chiefs strained for consensus in bailout", WSJ, November 11, 2008,

71) "Break the Glass" was the intellectual forerunner of the Troubled Assets Relief Program (TARP) we would present to Congress in September. In April, however, the state of markets was not yet so dire, nor was Congress anywhere near to consider granting us such powers.", 『On the Brink』, p.132.

II-5. TARP(Troubled Assets Relief Program)

AIG에 대한 지원조치에도 불구하고 9월 17일 시장 상황은 더욱 악화되고 있었다. AIG 다음으로 Morgan Stanley의 CDS 프리미엄이 급등하는 등 위협 받고 있었다. Lehman Brothers의 CP를 보유하고 있었던 Reserve Primary Fund가 투자자 인출 요구로 인출 불능 상태에 들어갔으며, 이에 따라 다른 MMF들도 인출사태에 직면해 있었다. CP와 RP 시장은 마비상태에 있었다. 아침 7시 Bush 대통령은 Paulson 장관에게 전화를 해서 금융시장 상황을 물었고, Paulson 장관은 추가 지원의 필요성을 언급했다⁷²⁾.

한편 같은 시간에 Benanke 의장은 Donald Kohn 부의장, Kevin Warsh 총재를 소집하고, Geithner 총재는 전화로 연결해서 단기자금시장이 마비된 사태를 어떻게 타개할 것인지를 논의했다. 이들은 Fed는 이미 Bear Stearns와 AIG 지원으로 상처를 입었으며, 시장으로부터 단기자산들을 사들인 긴급 권한이 없다는 점을 지적했다. 반면에 Paulson을 비롯한 재무부 관리들은 의회에 긴급조치 권한을 요구하는 것을 기피하고 연방은행의 권한으로 은행들의 부실자산을 매입할 수 있다고 주장하고 있어 재무부와 연방은행의 의견이 대립되어 있는 상황이었다⁷³⁾.

Kevin 총재는 Paulson 장관에게 전화를 해서 이제는 재무부가 나서서 의회를 움직일 때가 되었음을 설득했고, Paulson 장관도 그 필요성에 동의했다⁷⁴⁾. Benanke 의장은 Paulson 장관에게 Fed는 한계에 달했으며, 재무부가 의회 설득에 나서면 자신도 공개적으로 지원할 것임을 언급하며 Paulson 장관을 압박했다. 그럼에도 불구하고 Paulson 장관은 선뜻 동의하지 않았다⁷⁵⁾.

8시 30분 경 Paulson 장관은 간부회의를 소집해서 위기를 진정시킬 수 있

72) "We've got a real problem," I said to the president. "It may be the time's come for us to go to Congress and get additional authorities"."Don't you have enough with the Fed? You just bailed out AIG," he pointed out. "No, sir, we may not.", 『On the Brink』, p.242

73) "News in Depth: How U.S. Treasury and Fed chiefs strained for consensus in bailout", The WSJ, Nov. 11, 2008. p.17.

74) "Early Wednesday morning, Kevin and I agreed that the problem was so big that Congress had to be part of the solution", 『On the Brink』, p.244.

75) "Ben brought up the need to go to Congress. I couldn't have agreed more, but I was so preoccupied with the steps involved in getting emergency powers that I didn't respond. I was caught up in thinking of all that would have to be done, not least getting the White House on board. The president, I was sure, would support us, but we would need to get his press office, policy people, and legislative affairs staff involved in a course of action that we all knew was going to be very difficult and that some doubted could be successful. We needed to craft a winning strategy for the Hill and find a way to hold the financial system together while waiting for Congress to act". 『On the Brink』, pp.247-248.

는 결정적인 조치가 필요한 시점에 직면했음을 지적하고 두 가지 방침을 지시했다. 첫째, 시장이 쉽게 이해할 수 있는 단순한 정책을 찾아야 한다. 둘째, 시장 상황을 압도할 만큼 결정적이고도 넘치는 조치를 취해야 한다.⁷⁶⁾

18일 아침 일찍 Paulson 장관은 Benanke 의장에게 전화로 재정자금을 요구하기 위해 의회로 갈 준비가 되었음을 이야기하고 당일 오후에 의회로 갈 것을 제안했다⁷⁷⁾. 금융회사들이 보유하고 있는 악성자산들을 재정자금으로 인수하자는 Paulson 장관의 방안에⁷⁸⁾ 대하여 Benanke 의장도 같은 방안을 검토해 왔으므로 선뜻 동의했다.

절차상으로는 Troubled Asset Relief Program (TARP)은 “Break The Glass” 보고서의 연장선상에서 차관보 Kashkari가 Paulson 장관에게 보고하고, 다음으로 Paulson 장관이 Benanke와 Geithner를 설득하고, 그 다음으로 Paulson 장관과 Benanke 총재가 함께 Bush 대통령에 보고한 후, 최종적으로 의회를 설득하는 과정을 거쳤다.

9월 20일 재무부 간부는 의회에 금융회사의 자산을 사들이는데 필요한 7천억불의⁷⁹⁾ 재정자금을 요구하는 입법제안서를 보냈다. 그리고 저녁에 Nancy Pelosi 의장의 사무실에서 20여명의 의원들에게 입법 제안 취지를 설명했다⁸⁰⁾.

Benanke : “I spent my career as an academic studying great depressions. I can tell you from history that if we don’t act in a big way, you can expect another depression, and this time it is going to be far, far worse”.

Paulson : “The government would buy the toxic assets to get them off of the bank’s books, which, in turn, would raise the value of the assets by establishing a price and make the banks healthier, which in turn

76) “This is our moment of truth,” I said, “We’ve been dealing with one-off firefights and we need to break the back of this crisis now”, 『On the Brink』, p.244.

77) “News in Depth: How U.S. Treasury and Fed chiefs strained for consensus in bailout”, The WSJ, Nov. 11, 2008. p.17.

78) Paulson은 기자회견에서 금융회사 모기지 증권 매입 필요성에 대해 다음과 같이 설명했다.

“The underlying weakness in our financial system today is the illiquid mortgage assets that have lost value as the housing correction has proceeded. These illiquid assets are choking off the flow of credit that is so vitality important to our economy”, 『Too big to fail』, p.446.

79) Paulson 장관은 Bush 대통령에게 5천억불 정도 필요하다고 보고했으나, Kashkari는 5천억불보다 더 필요할 수 있다고 보고했다. Kashkari는 1조불을 제안했으나 7천억불로 합의했음(『Too big to fail』, p.447.).

80) 『Too big to fail』, p.443.

would help the economy and ... repeatedly said, "help Main Street."
..... "I don't want to think about what will happen if we don't do this."
..... "If it doesn't pass, then heaven help us all".

청문회를 연 며칠 후 의회는 공화당이 반대했을 뿐만 아니라 일부 민간전문가들의 비판의 영향으로 재무부 법안을 거부했다. 의회는 10월 3일 재무부 법안을 승인하고 당일 Bush 대통령이 서명함으로써 "Emergency Economic Stabilization Act of 2008"는 발효되었다. 그러나 Paulson 장관과 Benanke 의장이 의회를 설득하기 위해 첫 설명 모임을 가졌던 9월 18일과 법안이 통과된 10월 3일간에 미국 증권시장 시가총액은 무려 1.5조 달러가 사라졌다⁸¹⁾.

III. 금융감독기관들의 행태

III-1. 官治 시비

아마도 우리나라 정부 공직자들이 언론이나 학계로부터 가장 듣기 불편해 하는 말이 있다면 그것은 아마도 "官治"라고 해도 과언이 아닐 것이다. "관치금융"은 "금융기관에 대한 官의 개입과 간섭"으로 정의될 수 있다⁸²⁾. 반면에 미국 공직자들이 가장 듣기 불편해 하는 말은 "moral hazardous"로 추측된다⁸³⁾.

일반적으로 "官治"는 후진적 금융을 대표하는 의미를 주기 때문에 혹자는 미국에도 "官治"가 있는가 할지 모른다. 그러나 "官治"를 "금융기관 또는 금융시장에 대한 정부기관의 개입과 간섭"이라는 의미로 본다면 미국에도 분명히 "官治"가 있다. 영어 단어로는 가장 무리 없는 뉴앙스를 주는 "moral persuasion", 좀 더 강한 의미로 확대하면 "a stretch of authority"(越權), 또는 가장 부정적인 뉴앙스로 "arm-twisting"(압박)을 들 수 있을 것이다.

전례 없이 복잡하고 엉켜있을 뿐만 아니라 시시각각 악화되는 시장 상황

81) "News in Depth: How U.S. Treasury and Fed chiefs strained for consensus in bailout", The WSJ, Nov. 11, 2008. p.17.

82) 金秉柱·朴英哲, 『韓國經濟와 金融』, 1984. p. 212.

83) 2008년 9월 16일 White House briefing room에서 Paulson의 답변 중에서, "Moral hazard is something that I don't take lightly", 『Too big to fail』, p.385.

에 쫓기는⁸⁴⁾ 반면에 정책수단은 제한되어 있는 상황에서 대응수단이 “moral persuasion”이든 “a stretch of authority” 또는 “arm-twisting”(압박)이든 문제가 안 된다고 할 수 있다. 그러나 전쟁터에도 “交戰守則”(rules of engagement)은 있다. 미국의 고위 공직자들이 이 문제를 어떻게 다루는지는 살펴 볼만한 가치가 있다고 본다.

미국의 금융위기 중 “관치”방식으로 해결한 사례를 들자면, 1998년 9월에 있었던 LTCM 건을 들 수 있다. Fed NY은 정부 자금을 사용하지 않고 월 스트리트의 은행들이 공동으로 LTCM을 인수했지만 그 뒤에는 Fed의 막강한 힘이 작용했음이 분명하다⁸⁵⁾.

2008년의 금융위기를 수습하는 과정에서도 여러 곳에서 “관치” 시비의 여지가 나타났다. Bear Stearns의 처리에 있어 적극적인 개입 의지를 보였던 Geithner 총재는 이후 앞서 언급한 바와 같이 주목할 만한 태도 변화를 보였으며, 그러한 태도 변화는 Lehman Brothers 건의 처리에 영향을 미쳤다고 유추해 볼 수 있다. 즉 Bear Stearns의 처리 후 Geithner 총재는 Fed의 과도한 시장 개입에 대한 언론의 비판과 의회로부터 Bear Stearns 모기지 자산관리회사로 BlackRock을 선정하는데 대한 공정성 시비 등으로부터 압박을 받은 것으로 보인다. Bear Stearns의 처리의 경우는 “관치” 문제라기보다는 “월권”에 관련된 문제로 보인다.

전형적으로 “관치”에 해당하는 행태로 월가의 CEO들을 일방적으로 긴급하게 불러 모은 사례를 들 수 있다. 2008년 9월 12일 저녁 Paulson이 Lehman Brothers을 인수할 금융회사를 찾기 위해 은행 CEO들을 FED NY에 불러 모아서 인수 금융회사의 출현을 압박했던 “LTCM-like Solution”은 전형적인 “관치” 유형에 해당 한다⁸⁶⁾.

2008년 10월 13일 9개 대형은행의 CEO들은 영문도 모른 채로 Washington의 Treasury 건물로 호출되었으며, 더구나 Paulson 장관은 의도적으로 소집이유를 알려 주지 않았다⁸⁷⁾. Paulson 장관과 Geithner 총재는 은행 CEO들에게 정부 자금을 받고 대신 정부에 주식을 매각하라는 요구에 동

84) 금융위기에의 대응을 Warren Buffett은 “economic Pearl Harbor”라고 불렀으며(CNBC’s Becky Quick, January 21, 2010), Paulson은 “firefight”라고 불렀다.

85) 『When Genius Failed』, Roger Lowenstein, 2000., Epilogue.

86) 9월 13일 Fed NY, Wall Street의 CEO meeting에서 Geithner 총재의 언급도 전형적인 관치식 압박에 해당한다. “Look, we’d like to see if it’s possible to find a private-sector solution”. “I want to be very clear. Do not assume you can use the Fed balance sheet”.

87) “Paulson’s decision to invite the “Big 9” Wall Street firm to Washington, without giving them any hint of what the agenda might be, wasn’t going over particularly well.”, 『Too big to fail』 p.519.

의할 것을 어떻게 설득할 것인지 고심했다.

"Then they got to the question that Geithner and Paulson had been debating all day: How forceful could they be? Geithner had prevailed upon Paulson earlier to make accepting the TARP money as close to a requirement for the participants as possible. "The language needs to be stronger". Geithner urged him. ... "We need to make clear that this is not optional". Paulson agreed.

"If a capital infusion is not appealing you should be aware that your regulator will require it in any circumstance"

이상의 기록에 비추어 볼 때, 2008년 10월 13일 9개 은행 CEO 회의는 "moral persuasion"의 정도를 넘어서 "arm-twisting"임이 분명하다. Paulson 재무장관, Benanke 의장, Geithner 총재, FDIC 총재 Bair, 그리고 미국 9대 은행의 CEO들이 한 자리에 모인 이례적인 자리인 만큼 회의 분위기는 무거울 수밖에 없다 하더라도 Sorkin의 기록은 "미국식 관치"가 어떤 모습인지 연상하게 해 주기에 부족함이 없다.

"I would like to thank all of you for coming down to Washington on such short notice," Paulson began, in perhaps the most serious tone he had yet taken with them individually during the dramatic events of the previous weeks. "ben, Shella, Tim, and I asked you here this afternoon because we are the view that the United States needs to take strong decisive action to arrest the stress in our financial system.

.....

The bankers sat stunned. If Paulson's aim had been to shock and awe them, the tactic had worked spectacularly well.

"This is the right thing to do for the country," he said in closing.

Geithner now read off the amounts that each bank would receive, in alphabetical order. Bank of America: \$25billion; Citigroup: \$25 billion; Goldman Sachs: \$10 billion; JP Morgan: \$25 billion; Morgan Stanley: \$10 billion; State Street: \$10 billion; Wells Fargo: \$25 billion.⁸⁸⁾

88) 『Too big to Fail』, pp. 523-524.

“관치”가 다른 방법으로 해결하기 어려운 정책과제를 해결하는데 실행력을 갖는 이유는 “관치”에 순응하지 않을 경우, 소위 “괘씸 罪”가 따르기 때문이다. Paulson 재무장관과 BofA CEO Lewis 간의 사례는 미국식 관치의 “괘씸 죄”가 무엇이며, 어떻게 처리되는 지를 보여 주는 사례이다.

2008년 9월 15일 BofA는 Merrill Lynch(이하 ML)와의 합병을 발표했다. 당시 ML의 2008년 4분기 세후 손실은 90억불로 추정되었으며, 12월 5일 열린 BofA 주주총회는 합병안을 승인했다. 그러나 12월 중순 ML의 세후 손실은 150억불로 커졌다. 12월 17일 Lewis는 Paulson 재무장관과 Bernanke 의장에게 전화로 합병 건에 대해 “Material Adverse Change clause”를 행사하여 합병을 무산시킬 의사가 있음을 알렸다⁸⁹⁾.

문제는 2009년 4월 23일 New York State 검찰총장 Cuomo가 BofA의 CEO Lewis에게 Treasury와 Fed의 압력으로 BofA 주주들에 대한 피신탁인의 의무(fiduciary responsibility)를 침해한 혐의가 있다는 내용의 편지를 의회에 보냄으로써 외부에 알려지게 되었다. Cuomo 총장에 따르면, Paulson 장관은 Lewis에게 전화로 만약 BofA가 ML 인수계약을 중단할 경우, CEO와 이사회를 교체하겠다고 위협했다고 Lewis가 진술했다는 것이다⁹⁰⁾.

Paulson 장관과 Bernanke 의장은 Lewis에게 ML 인수 건을 마무리하기를 압박하는 다른 한편, FRB Richmond의 BofA 담당 검사역(Mac Alfriend)은 BofA의 재무 건전성 약화에 대하여 조치(MOU)를 취할 것을 검토하고 있었다. 2009년 3월 Obama 대통령과 은행 CEO와의 면담 모임에서 Lewis는 공개적으로 불만을 토로한 바 있다⁹¹⁾.

2009년 4월 29일 주주총회에서 CEO와 이사회 의장을 분리하는 안이 채택되었으며, 이에 따라 Lewis는 의장직에서 물러났다. FRB는 MOU 대신에 이사회 개편과 리스크 관련 개선조치를 요구했다⁹²⁾. 이사회 의장으로 선출된

89) "News In Depth: In U.S. regulators, BofA's Lewis met his match", *WSJ*, November 10, 2009, p19.

90) "Full Committee Hearing; "Bank of America and Merrill Lynch: How Did a Private Deal Turn into a Federal Bailout?", From Republican Staff, Committee on Oversight and Government Reform, June 11, 2009.

91) "Mr. Lewis said publicly that he didn't plan to "suck up" to officials", "News In Depth: In U.S. regulators, BofA's Lewis met his match", November 10, 2009, p19.

92) "Directors were shocked Fed officials would slap the bank for its performance after other officials, from the Fed and Treasury, had pressured it to complete a deal it was wary of, the Merrill purchase. The sanction, issued soon after, required the bank to overhaul its board and fix risk-related issues", "News In Depth: In U.S. regulators, BofA's Lewis met his match", *WSJ*, November 10, 2009, p19.

Walter Massey는 5월 이사회에 특별위원회를 구성하고 FRB와 협상을 개시했다. 2009년 4월 이후 9명의 이사가 퇴임하고 6명이 새 이사로 들어 왔다. 교체된 사외이사 중에는 前 Fed Governor Susan Bies와 前 FDIC 총재 Donald Powell가 포함되어 있어서 우리나라의 경우 언론으로부터 소위 “관치-낙하산 인사”로 시끄럽고도 남은 이사회가 구성되었다. 10월 5일 CEO Lewis는 연말로 은퇴할 것임을 발표했다.

BofA CEO Lewis와 이사회에 대한 Paulson 장관과 Benanke 의장의 압력 여부가 의회 청문회에서 문제되자, Paulson 장관과 Benanke 의장은 압력 사실을 부인했으며⁹³⁾, Lewis도 압력의 개연성을 시인하면서도 직접적으로 압력 여부를 밝히지 않았으므로 이 사건은 마무리 되었다. 그러나 이 사례는 미국 재무부와 Fed가 추진하는 정책의 실효성을 확보하기 위하여 금융회사들에게 “관치”를 어떻게 할 수 있으며, 정부와의 약속을 지키지 않을 경우 치루어야 하는 “괘씸죄”가 무엇인가를 분명하게 보여 주었다⁹⁴⁾.

III-2. 감독기관-국회의 관계

재무부를 비롯한 금융감독기구들은 금융회사들과 의회의 사이에 놓여서 의회로부터 권한과 예산을 받아서 집행하는 위치에 있다. 월 스트리트의 은행가들은 자신들만의 독특한 사업문화를⁹⁵⁾ 가지고 있으며, 정치현금과 로비스트들을 통해 의회에 막강한 영향력을 미친다. 한편 의회는 납세자 보호와 다양한 이익집단들의 주장을 조정하고 수용해서 입법 활동의 방향을 정한다.

93) *"Paulson, Bernanke & Lewis: Who Told Who What?":* Paulson saying his previous statements on the fates of Lewis and His board were "based on what he knew to be the Fed's strong opposition to BofA attempting to renounce the deal".

"Bernanke tells Congress on June 25: "I did not tell Bank of America's management that the Federal Reserve would take action against the board or management", , *WSJ*, June 30, 2009.

94) *"Fed Emails Bash BofA Chief in Tussle Over Merrill Deal:* A Dec. 21 email from Federal Reserve Bank of Richmond President Jeffrey Lacker to Fed employees said Mr. Bernanke "intends to make it even more clear" that if Bank of America kills the Merrill deal, and later needs government assistance, "management is gone." Mr. Lacker added he had a "long talk with Ben" about the matter, referring to Mr. bernanke". June 11, 2009.

95) "They live in different worlds and have different cultures, and there's no question that there's certain lack of mutual intelligibility," says Neal Wolin, the deputy Treasury, whose department acts as interpreter, and sometimes whipping boy, for each side. "The culture gap was clearly exacerbated as a result of compensation issues. which a lot of people understandably found difficult to swallow. I wouldn't say that the device is getting inexorably wider and wider but the basic dynamic is unlikely to change anytime soon".

따라서 정부는 시장과 의회 양측이 공히 수용 가능한 정책법안을 제출하지 않으면, 법안 승인이 거부되거나 정책 추진력에 상처를 입게 된다. Paulson 장관이 금융위기 대응에 필요한 법안 제출을 주저했던 가장 큰 이유도 이 때문이라고 해석된다. 즉 금융위기를 수습하기 위해서는 극단적으로 정부의 권한을 대폭 강화해야 하나, 그것은 시장과 의회가 공히 반대하는 정책이기 때문이다. 이러한 이유로 사태 수습에 적극적으로 나서는 정부 당국자는 상처를 입기 쉽다.

Geithner가 적극적으로 나서서 Bear Stearns를 처리한 후 상처를 입고, 소극적인 태도로 변화한 것과 비슷한 이유로 Paulson 장관도 7월 의회에 Fannie Mae과 Freddie Mac에 재정자금을 지원하는 법안을 추진하면서 상당한 내상(內傷)을 입었다. 특히 의회는 재무부 장관에게 막강한 권한을 준다는 데 강한 거부감을 가지고 있다. 그렇게 때문에 위기가 발생해서 이런 저런 것을 따지지 않고 사태 수습을 요구하는 국민들의 여론이 의회를 압박하는 상황에 놓이기 전에는 의회가 결코 재무부 장관에게 그런 권한을 주지 않을 것으로 보는 Paulson 장관의 예측은⁹⁶⁾ 무리가 아니라고 본다. Paulson 장관은 2006년 Camp David에서 Bush 대통령에게 처음으로 금융위기의 발생 가능성을 보고했음에도 불구하고 Bush 대통령이 재무부 장관에게 필요한 권한을 주는 입법을 지시하지 않은 이유도 같은 이유로 설명된다.

7월 의회로부터 Fannie Mae과 Freddie Mac에 대한 지원 권한을 얻는데 재무부의 권한 강화에 대한 의원들의 강한 거부감을 느꼈기 때문에 Paulson 장관은 9월 무려 \$7,000억불의 납세자 부담과 재량의 범위가 넓은 사용권한을 의회에 요구하는 것은 무리라고 본 것이다.

2007년 하반기부터 금융위기 대응정책을 수립하기 위해 "Break the Glass" project를 추진했음에도 불구하고 의회로부터 권한을 승인 받지 못해 사태 악화를 지켜보고 있어야만 했다는 것은 아이러니가 아닐 수 없다. 그러나 그것은 아이러니가 아니라 현실이었다. 9월 15일 Lehman Brothers 파산과 뒤이은 극심한 혼란 사태에도 불구하고 의회는 18일 Paulson 장관이 제안한 재정지출과 권한 요구를 거부했다. 뿐만 아니라 2주간의 복잡한 협상을 거친 끝에 무려 400 페이지에 달하는 감세안을⁹⁷⁾ 첨부하고서야 10월 3일 법안이

96) "I'd hope that a combination of capital raising and reform would be enough to shore up the GSEs. Fannie had raised some equity, but Freddie had missed the opportunity, and Congress still had not acted on the proposed reforms. Now, we would need much more. For the first time, I seriously considered going to Congress for emergency powers on the GSEs. Before, with Democrats and Republicans at war, it had been impossible to get relatively modest things done without a crisis.", 『On the Brink』, pp.142-143.

97) "Now, instead of the "clean" bill Mr. Paulson and President George W. Bush initially requested

의회를 통과했다. 이런 정치 구조 하에서 하물며 사전적으로 권한을 얻어 금융위기를 막는다는 것은 기대할 수 없는 일에 가깝다. TRAP 법안이 제정되는 과정을 살펴보면⁹⁸⁾ Paulson 장관이 지적인 미국 정치의 집단적 의사결정 과정의 “political dysfunction” 문제는 심각한 상태임에 분명하다⁹⁹⁾.

그러나 의회측의 관점에서는 Paulson 장관의 의회를 상대하는 행태에 상당한 문제가 있는 것으로 보고 있다는¹⁰⁰⁾ 점도 주목된다. 의원들 중에는 Paulson 장관이 의회와의 관계가 원만하지 못했던 이유 중에는 Paulson 장관 자신의 책임도 상당 부분 있다고 보고 있다. 즉 Paulson 장관은 뻔뻔하고 직설적이며, 의회가 수용 가능한 행태로 법안을 설득하려는 의지도 없거니와 감각이 부족하여 의원들을 제대로 다루지 못한다는 평가가 있다. Paulson 장관의 개인적인 성격에 대한 평가는¹⁰¹⁾ 논외로 하더라도 Paulson 장관이 지적인 의회의 “political dysfunction” 뿐만 아니라 Paulson 장관의 의원들과의 소통 애로가 금융위기 대응법안 처리를 지연시키고 복잡하게 만든 한 요인으로 작용했던 것은 분명한 것으로 보인다.

III-3. 감독기관 간의 관계

-which essentially provided a \$700 billion check that gave Treasury broad authority- Congress passed a 400-plus-page package loaded with sweeteners. lawmakers threw in tax credits, executive-pay limit and even a tax exemption for the producers of wooden arrows, and did so only after two weeks of contentious argument and high drama.” Paulson’s stature with Congress suffers, October 6, 2008. *WSJ*.

98) “News in Depth: Treasury should act fast to but distressed assets”, *WSJ*, October 6, 2008.

99) “Many had warned for years of impending calamity at Fannie Mae and Freddie Mac, but only when those institutions faced outright collapse did lawmakers enact reforms. Only after Lehman Brothers failed did we get the authorities from Congress to inject capital into financial institutions. Even then, despite the horrific conditions in the markets, TARP was rejected the first time it came up for a vote in the U.S. House of Representatives. And, amazingly enough, as I write this, more than one year after Lehman’s fall, U.S. government regulators still lack the power to wind down a nonbank financial institution outside of bankruptcy.

I am not sure what the solution is for this ever more troubling political dysfunction, but it is certain that we must find a way to improve the collective decision-making process in Washington.”, 『On the Brink』, p.438.

100) “News in Depth: Paulson’s stature with Congress suffers”, *WSJ*, October 6, 2008.

101) “Interviews with lawmakers suggest the uphill battle is partly of Mr. Paulson’s own making. ... Mr. Paulson is blunt and direct, an attitude that doesn’t play as well before Congress”, “Several lawmakers viewed Mr. Paulson as intransigent and unwilling to help make the bill more politically palatable, according to members and their aids.” “News in Depth: Paulson’s stature with Congress suffers”, *WSJ*, October 6, 2008.

미국과 같이 금융감독체계가 복잡한 나라에 있어서는 감독기구간의 정보 공유와 정책 협의는 금융 시스템의 전체적인 안전을 도모하는데 매우 중요한 요소다. 하물며 금융시장이 혼란 상태에 있는 경우 감독기관간의 정보공유와 정책협회는 결정적으로 중요하다¹⁰²⁾.

(1) 어느 기관이 Lehman Brothers의 주된 감독기관인가?

Lehman Brothers의 파산과정을 조사한 Valukas가 Lehman을 둘러싼 금융감독기관들의 역할에 대하여 내린 결론은 다음과 같다.

“They gathered information. They monitored. But no agency regulated”.¹⁰³⁾

정부의 구제금융 투입 여부와 상관없이 Lehman에 대한 감독 책임 문제가 불거질 것이라는 점은 감독 당국 책임자들은 모두 인식하고 있는 일인 만큼 Lehman의 주된 감독기관이 어느 기관인가 하는 문제는 Lehman에 대한 감독 책임 문제와 직결되는 이슈다. Valukas의 조사 보고서에 따르면 Lehman Brothers가 파산하기 까지 Benanke 의장과 Geithner 총재는 물론 Paulson 재무장관까지도 Lehman에 대한 주된 감독기관은 SEC라는 점에 대해 여러 번 동의한 것으로 나타났다¹⁰⁴⁾.

그러나 SEC의 Cox 의장은 SEC가 Lehman의 주된 감독자라는 지적에 동의하기 어렵다는 입장을 보였다. SEC는 Lehman의 브로커-딜러 부문 자회사만 감독했을 뿐 Lehman 전체에 대한 감독을 책임지고 있었던 것은 아니라는 주장이다¹⁰⁵⁾. 예로 Lehman의 경우¹⁰⁶⁾ 200개 자회사 중 SEC의 감독을 받

102) “Finally, we have learned that for regulators to make accurate predictions requires a comprehensive picture of capital flows, liquidity and risks throughout the system. But coordination among regulators, which is so important, is enormously difficult in the current Balkanized regulatory system” Cox Before the Committee on Oversight and Government Reform U.S. House of Representatives, October 23, 2008. p.6.

103) Statement by Anton R. Valukas before the Committee on Financial Services United States House of Representatives, April 20, 2010, p.6.

104) Valukas Report, Vol. 5 Section III.

105) “But former SEC Chairman Cox took equal pains to say, during our interview with him on January 8, 2010, that the SEC’s statutory jurisdiction was limited to Lehman’s broker-dealer subsidiary and that it was not the regulator of Lehman itself.” Statement by Anton Valukas before Committee on Financial services, April 20, 2010, p.6.

106) “The holding company in case of Lehman Brothers, for example, consisted of over 200 significant subsidiaries. The SEC was not the statutory regulator for 193 of them.”, Cox Before the Committee on Oversight and Government Reform U.S. House of Representatives, October 23, 2008.

는 것은 7개 회사에 불과했다는 것이다. Cox 의장의 주장은 두 가지 이유를 지적했다. 첫째로, Gramm-Leach-Bliley Act에 의해 투자은행지주회사 (investment bank holding companies)는 주된 감독기관을 갖지 않는다는 점이다. 둘째로, 주된 감독기구가 없기 때문에 자발적 협력에 의해 감독을 받을 수밖에 없으나, 현실적으로 자발적 규제는 실효성이 없다는 것이다¹⁰⁷⁾.

Valukas는 Lehman에 대하여 SEC가 점검하거나 지적은 했으나 구체적인 시정조치를 요구한 것은 없다는 점을 강조하여 SEC가 주된 감독자로서 역할을 이행하지 못했다는 것이다. 이러한 지적에 대하여 Cox는 SEC가 감독권을 제대로 행사하지 못한 것이 아니라 CSE 프로그램으로는 구체적인 시정조치를 요구할 수 없었다는 주장이다. 한편 Bear Stearns의 경우에도 SEC는 감독기관으로써 구체적인 시정조치를 요구하지 않은 것으로 나타났다.¹⁰⁸⁾

한편 FRB NY는 Lehman Brothers를 감독자라기보다 잠재적 대부자의 관점("as a potential lender, not as a regulator")에서 감시했으며, Geithner 총재는 FRB NY가 Lehman을 제대로 감시하고 구체적인 영향을 미칠 수 있는 역량을 가지고 있지 않다는 입장을 보였다¹⁰⁹⁾.

한편 Valukas 보고서에 따르면, 역량 면에서도 Lehman을 감독하는데 SEC와 FRB NY 공히 한계를 가지고 있었던 것으로 나타났다¹¹⁰⁾. 이것은 양 기관 간의 정보 공유가 얼마나 절실한가를 보여 주는 역설적인 증거이기도 하다.

"the SEC has a lawyer, enforcement mentality rather than a banker, regulator point of view. The SEC is competent to enforce rules, but it may lack the experience and skill sets possessed by bank regulators to

107) "Lehman officers emphasized to us that they freely and fully provided information to various government agencies. I found no evidence to suggest that Lehman withheld any information requested by any agency. But it is my conclusion that the government simply acquiesced to the information it was given; it took no regulatory action, it did not ask hard questions", Valukas Report, Vol. 5 Section III.

108) 2008년 4월 Iowa 상원의원 Grassley는 SEC 감사국(SEC/OIG)에 Bear Stern의 처리과정에서 SEC가 어떤 역할을 했는지 보고서를 요구했다¹⁾. 이 보고서에서 SEC는 Bear Stearns가 과다 차입과 자본 부족, 과도한 주택저당증권을 보유하고 있다는 사실을 파악했으나 Bear Stearns에 구체적인 시정조치를 요구한 바 없는 것으로 나타났다. 이 문제 대하여 SEC의 감사국은 자체 조사를 실시한 결과 왜 SEC가 CSE 프로그램 대상 증권회사들에 대하여 차입 한도를 규제하지 않았는지 의문을 표시하고, 증권회사들에 대한 SEC의 자본규제가 지나치게 낮았으며 부적절했음을 지적했다. 『Valukas Report』 Vol.5, p.1490.

109) "FRBNY had "no knowledge, reach or capacity to affect (lehman's) behavior". Statement by Anton Valukas before Committee on Financial services, April 20, 2010, p.6.

110) 『Valukas Report』, Vol. 5 Section III

evaluate financial risks of particular loans and other investments".

"The agency with the skill sets to regulate a financial institution like Lehman -the Fed- did not have the authority; and the agency with the authority - the SEC- may not have had the skills. And the two agencies were unable to smooth out the gaps because they failed to have full and open sharing of information".

(2) SEC와 FRB NY의 관계

Paulson 장관과 Bernanke 의장의 주선으로 2008년 7월 SEC와 FRB NY 간의 MOU가 체결되었다. 그러나 MOU가 발효된 이후에도 FRB NY는 SEC로부터 Lehman의 유동성 상황에 대한 보고서와 정보를 부분적으로만 공유한 것으로 나타났다¹¹¹⁾. 뿐만 아니라 SEC의 감독 역량에 대하여 Geithner 총재와 Benanke 의장뿐만¹¹²⁾ 아니라 Paulson 장관까지 불만을 표시했다¹¹³⁾.

Valukas는 정보 공유의 실패 문제의 원인에 대하여 CEO들 간의 문제가 아니라 직원들 간의 문제로 지적했다¹¹⁴⁾. 변호사가 대부분인 SEC의 조직문화와 elite banker 문화를 가진 FRB NY 간의 조직문화의 차이가 중요한 원인으로 해석된다.

(3) Treasury 와 FRB의 관계

앞서 살펴 본 바와 같이 Bear Stearns 처리는 Geithner 총재가, Lehman 사태는 주로 Paulson이, AIG 문제는 Geithner 총재가, TRAP은 Paulson이 주도했다. 각 사안에 따라 맡은 역할은 달랐으나 어느 경우에도 Paulson 장관과 Benanke 의장, Geithner 총재는 충분히 협의하고 서로 최대한 지원한 것으로 나타났다. Wall Street이 있는 New York과 Main Street이 있는

111) Valukas Report, Vol. 5 Section III.

112) "from Chairman Bernanke and Secretary Geithner down to their staffs, indicated to us that they had some question with the competence of the SEC personnel who were supposedly regulating Lehman", .Valukas Report, Vol. 5 Section III.

113) "Chis Cox was open and cooperative, but some SEC staff were understandably uneasy that their agency could be overshadowed by the Fed on the regulation of securities firms." 『On the Brink』 , p.135.

114) "The failure to share was not a top down decision.The Failure was at a staff level, but it was a genuine failure", Statement by Anton Valukas before Committee on Financial services, April 20, 2010, p.13.

Washington 간에는 주로 콘퍼런스 콜을 통해 의견 교환이 이루어 졌다. 특히 금융시장의 움직임에 파악하는데 있어 FRB NY의 역할이 중요했던 만큼 Paulson 장관은 자서전에서 FRB 직원들에 대하여 깊은 신뢰를 표시했다¹¹⁵⁾.

Paulson 재무장관과 Benanke 의장은 매주 목요일 정례적으로 조찬을 함께 하며 지속적으로 협의 해 왔다. 이와 같이 외형적으로는 양 기관의 사이가 우호적인 것으로 보이나, 각 기관의 내부 조직에서는 정책의 주도권을 둘러싸고 협력과 갈등과 긴장이 반복했던 것으로 보도되었다¹¹⁶⁾.

"외관상으로는 버네키 의장과 폴슨 장관은 보조를 맞추고 있다. 그러나 그 이면에서 이 두 사람과 각 보좌진은 때로 리만 브라더스의 처리, 의회에 대한 대응, 연방은행의 권한의 한계 등을 놓고 다투었다. 때로 이 두 사람은 자신의 법적 권한의 한계에 의한 제약을 느끼기도 했으며, 그 결과로 상대방을 더욱 공격적으로 밀어 붙이기도 했다. 이 두 사람의 차이가 위기에 대한 정부의 접근방법을 확정하는데 도움을 주었다. ...

양 진영 간의 토론은 더 정교하고도 특별한 전략을 개발하는데 도움이 되기도 했지만, 다른 한편으로는 신뢰 회복이 최우선 과제가 되었을 때 정부의 방침이 무엇인지 혼란스럽게 하고, 미국의 두 최고 경제수장에 대한 비판을 불러 일으키기도 했다."

IV. 시사점

1. "왜 미국 정부는 Bear Stearns과 AIG는 지원하고 Lehman은 파산시켰는가?" 하는 의문은 기자들은 물론 Bush 대통령도 Paulson 재무장관에게 물었던 의문이다. 이 의문에 대한 해답은 정책행태를 연구하는 측면에서는 정부가 어떤 기준으로 사태를 처리할 수 있는가 하는 점에서 매우 중요하다. 본 연구의 진행 결과를 정리하면 다음 네 가지 이유가 있는 것으로 보인다.

첫째, Bear Stearns과 Lehman 공히 구조적으로 문제를 안고 있었던 만큼 잠재적으로 높은 파산위험을 가지고 있었던 점은 공통적이거나 Bear Stearns의 경우 루머와 공매도에 이은 투자자들의 급격한 자금 인출 등 위험을 예상할

115) "I had a lot of confidence in the New York Fed, because it had been proactive and creative in dealing with Bear and consistently tried to get ahead of the curve.". 『On the Brink』, p.135.

116) "News In Depth: Paulson, Bermanke Strained for Consensus in Bailout", Nov. 10, 2008, WSJ.

수 없는 돌발적으로 상황이 전개였던 반면에 Lehman의 경우는 이미 7월부터 위험조짐이 충분히 나타나 있어 면밀한 감시를 받고 있는 중에 사태가 발생했다. 이 사태 전개의 시간의 길이는 잠재적 인수 금융회사의 존재 여부와 중요한 관계가 있는 동시에 정부의 정책 대응 방식에도 차이를 가져왔다. 즉 Bear Stearns는 구조적 문제를 내포하고 있으나 사태 자체는 유동성 문제로 해석됨으로써 잠재적 인수자를 유지할 수 있으며, 그런 만큼 정부도 사태수습이 상대적으로 용이했다.

둘째, Bear Stearns은 인수자가 있는 반면에 Lehman의 경우는 인수자가 없었다. 그 이유는 사태의 전개기간이 길었던 만큼 다른 금융회사들로부터 장기간 관찰을 통해 이미 위험이 너무 높아서 인수할 수 없는 회사로 결론이 내려져 있었기 때문으로 해석된다. 따라서 Paulson 장관이 지적한 "LTCM-like Solution"이 적용될 수 없었다. Bear Stearns의 경우, LTCM의 경우보다 정부의 위험이 크게 높은 것은 분명하나 일단 시장 내부에서 소화된 문제를 정부가 간접적으로 지원하는 것이므로 직접 재정자금을 투입하는 경우보다 정부의 지원 명분과 부담이 적다는 장점이 있다.

셋째, Bear Stearns와 AIG의 경우는 FRB가 인정할 만한 상대적으로 건전한 담보를 보유하고 있던 반면에 Lehman은 건전 담보가 부족했던 것도 중요한 이유라고 할 수 있다. 왜냐 하면 시장에서 인수자가 없다는 것은 자금회수가 어렵기 때문이고 따라서 재정자금을 투입할 경우 재무적으로 정부가 환수 불능의 위험을 감수하지 않으면 안된다는 것을 의미하기 때문이다.

넷째, Bear Stearns는 도덕적 해이 문제가 심각하지 않았던 반면에 Lehman은 이 문제가 심각했다. 즉 Bear Stearns은 시장의 신뢰를 잃어 유동성 위기에 직면하기는 했으나, 감독 당국이 요구하는 자본비율과 기타 규제 기준을 다 충족하고 있었다. 반면에 Lehman은 내부적으로 위험관리 규정을 준수하지 않았을 뿐만 아니라 공시정보를 왜곡하고 감독 당국에도 왜곡된 정보를 제공했다. 특히 감독 시스템에 의한 공식적인 조치명령을 받은 것은 아니라고 하더라도 CEO Fuld는 Paulson-Geithner-Cox로부터 자본을 확충하거나 회사를 매각하라는 권유를 수도 없이 받았음에도 불구하고 끝까지 "too big to fail"을 믿고 정부의 자금 지원에 대하여 일종의 "치킨 게임"으로 일관한 결과 파산에 직면하게 되었다. 즉 Lehman의 경우는 정부가 재정자금을 지원해야 할 도덕적 명분을 상실했다.

2. Paulson-Bernanke-Geithner-Cox 공히 각자의 권한의 한계와 의회로부터 권한을 얻는 어려움에 대해 깊이 고민했다는 점이다. Bear Stearns 사태에

FRB NY가 주도적으로 나섰던 이유는 연방은행법의 13.3조의 “unusual or exigent circumstance”를 적용할 수 있었기 때문이다. 그러나 Geithner 총재도 이 조항을 계속하는 데는 부담을 느낄 수 밖에 없었으며, Lehman 파산이후 악화되는 시장 상황은 정부 재정자금의 직접 투입을 의회에 요구할 명분이 되었다. 따라서 Benanke 총재는 의회 설득을 기피하는 Paulson 장관에게 바통을 받도록 압박한다. 권한의 한계로 인하여 "LTCM like solution"을 최대한 노력한 후에도 해결이 안 되면, "LTCM like solution"에 FRB 자금지원을 추가하고, 그래도 처리가 안 되면 최종적으로 재정자금을 투입하는 단계로 진행했다.

3. "LTCM like solution"은 중앙은행의 시장 참여자에 대한 전통적인 정책 수단으로써 “도덕적 설득”이라고도 볼 수 있으나, 사실상 FRB의 설득을 무시할 경우 발생할 수 있는 “괘씸 죄”의 존재를 암묵적으로 전제한 “미국식 관치” 방식이라는 점을 주목할 필요가 있다. BofA의 Merrill Lynch 인수 건에서 발생한 “관치 의혹사건”은 “괘씸 죄”가 어떻게 작용하는지 실례를 보여 준 경우이다. 미국 금융감독기관들도 정책의 실효성을 확보하기 위해서는 “관치”를 하고 심각한 월권이 아닌 경우에도 어느 정도 의회도 묵과하는 것으로 보인다.

4. 금융위기의 대응 과정에 있어 대통령의 역할은 나타나도 백악관 보좌진의 역할은 기록이나 언론의 이면 이야기에도 거의 나타나지 않았다. 이 점은 미국의 정책이 백악관 중심이 아니라 각 부처의 장관을 중심으로 이루어진다는 것을 보여 주는 것으로 해석된다. 감독기관 간에 협의가 필요한 사안은 직접 협의하지 백악관이 조정 역할을 하는 경우는 최소한 금융위기 대응과정에서는 나타나지 않았다. 장관은 의회에 법안을 제출해야 할 경우, 대통령에게 보고하고 승인을 받은 후 의회와 협의한다.

그러나 금융규제 개혁법의 추진에 있어서는 2008년 3월 Treasury가 제출한 개혁안이 있음에도 불구하고 소위 “Volker’s Rule”으로 지칭될 만큼 백악관 보좌진의 일원으로서 Volker의 역할이 중시되고 있다. 아마도 금융개혁법안의 경우는 예외적인 경우로 보는 것이 타당하다.

5. Treasury-FRB는 긴밀하게 협의하고 공동보조를 취함에도 불구하고 FRB의 독립성 문제는 어디에서도 제기되지 않았다는 점이 주목된다. Paulson과 Bernanke는 정례적으로 목요일 조찬 회의를 하고, Paulson-Benanke-Geithner

는 콘퍼런스 콜로 긴밀하게 협의하는 반면에, SEC는 약간 소외되어 있는 것으로 나타났다. Paulson 장관과 Bernanke 의장은 의견 충돌이 있는 경우에도 외부에 드러내는 경우가 거의 없으며, Treasury와 FRB의 간부진에는 상당한 이견이 있으나 독립성 문제로 이견을 보인적은 없다.

6. "Policy by deal": Paulson 장관은 2007년 여름부터 금융위기의 가능성에 대비하여 "Break the Glass" project로 준비해 왔음에도 불구하고, 계획된 정책 준비를 통해 Bear Stearns-Lehman-AIG-TRAP으로 전개된 위기대응 정책을 진행한 것으로는 보이지 않는다.

미국의 금융위기 전개를 사실적으로 기록한 『Too big to Fail』의 저자 Sokin은 "policy by rule"이 아니라 Simon Johnson 교수의 지적처럼, 그때 그때 상황에 따라 가능한 대안을 선택하는 "policy by deal"에 의해 대중적으로 금융위기 대응정책이 전개되었다고 평가하고 있다¹¹⁷⁾.

7. 금융위기의 발발 가능성을 예측했음에도 불구하고 미국 당국자들이 사전에 효과적으로 대응하지 못했던 이유에는 1989년 영국의 "Big Bang"이후 급속하게 전개된 금융자유화와 "Shadow Banking"의 급성장이 가져온 금융시장의 복잡성(complexity)과 세계적 통합성(integrity)에 대한 이해가 충분하지 못했다. 특히 Lehman의 파산이 가져올 국제적 충격을 제대로 인식하지 못했다¹¹⁸⁾.

117) "While hindsight suggests that the federal government should have taken some action to prop up Lehman -given the assistance it was prepared to offer the rest of the industry once it began to face calamity -it is also true that the federal government did lack an established system for winding down an investment bank that was threatened with failure. Paulson, Geithner, and Bernanke were forced to resort to what MIT professor Simon Johnson has called "policy by deal."

But deals, unlike rules, have to be improved -and the hastier ones tend by their very nature to be imperfect. The Deals hatched in sleepless sessions at the Federal Reserve Bank of New York or at Treasury were no different. They were products of their moment.", 『Too big to Fail』, p.536.

118) "Washington was totally unprepared for these secondary effects, as policy makers had seemingly neglected to consider the international impacts of their actions - an oversight that offers a strong argument for more effective global coordination of financial regulations", 『Too big to Fail』, p.536.

주요 참고자료

金秉柱·朴英哲, 『韓國經濟와 金融』, 1984.

정덕구, 『외환위기 징비록』, 삼성경제연구소, 2008

Cohan, W.. 『House of Cards』, 2009.

Cox, Testimony before the Committee on Oversight and Government Reform U.S. House of Representatives, October 23, 2008.

Financial Times, "The Fed's role in Bear Stearns", March 25, 2008.

_____, Finance: A wider divide, May 25, 2010.

Geithner, T., Statement before U. S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, April 3, 2008

Greenspan, A., House Oversight Committee Testimony, October 23, 2008

Kelly, Kate, 『Street Fighters』, 2009,

Lowenstein, Roger, 『When Genius Failed』, 2000.

New York Times, Anderson's article, March 18, 2008

Reinhart, Carmen & Kenneth S. Rogoff, 『THIS TIME IS DIFFERENT』, 2009.

Schapiro, Mary L., Testimony, Concerning the Lehman Brothers Examiner's Report, The House Committee on financial Service, April 20, 2010

Schwartz, Alan, Statement before the U.S. Senate Banking Committee, April 3, 2008

Sorkin, Andrew Ross, 『Too Big To Fail』, Viking, 2009.

Paulson, H. Testimony, on the GSE Initiative before the Senate Banking Committee, July 15, 2008.

_____, 『On the Brink』, 2009

Valukas, Anton, EXAMINER'S REPORT, Chapter 11 Case No. 08.13555, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, March 11, 2010

_____, Statement before Committee on Financial services, April 20, 2010

Wall Street Journal, News in Depth, October 6, November 11, 2008,

_____, News in Depth, June 30, November 10, 2009.