

2010. 5. 26.

## 보도자료

이 자료는 2010년 5월 27일(목) 석간부터 보도해 주시기 바랍니다.

KDI 대외협력팀

TEL 02) 958-4030 FAX 02) 960-0652 E-mail press@kdi.re.kr

# 「금융안정성 확보를 위한 감독 개편」 국제회의

- 일 시: 2010년 5월 27일(목)~28일(금)

- 장 소: KDI 대회의실

- KDI는 5월 27~28일, 금융시장의 효율성 및 안정성 제고를 위한 금융규제 정비 방안을 모색코자 「금융안정성 확보를 위한 감독 개편」 (Post-Crisis Regulatory Reforms to Secure Financial Stability) 국제회의를 개최
- 세계 각국 정부들은 각종 국제기구 및 정상회의 등을 통해 금융위기의 보다 완전한 극복과 재도약을 위한 금융규제 개혁 청사진을 제시하고 있음.
  - 시장경제의 번영을 위해서는 금융자원에 대한 수요와 공급을 효율적으로 증개할 안정적인 금융시스템이 필수적이나, 최근 금융위기가 신용과생상품을 매개로 매우 복잡한 양상을 띠고 전개되면서 현 금융시스템의 안정성을 둘러싼 회의론이 대두됨.
  - 이에 금융기관, 시장, 규제체계 및 정책 등 금융산업 전반에 대한 개혁, 특히 금융시장에 대한 규제와 감독체제의 개혁 필요성이 제기됨.
- 본 국제회의에서는 국내외 유수의 전문가를 초청해 새로운 금융규제 패러다임에 관한 국제적 논의의 흐름을 정리하고 한국의 실정에 적합한 합리적 금융안정화 방안을 모색코자 함.
  - 금융규제 개편에 대한 선진국의 경험과 교훈에 대한 논의는 향후 우리나라의 바람직한 정책방향을 정립하는데 큰 기여를 할 것으로 기대함.

※문 의: 허석균 KDI 연구위원 958-4239

## [프로그램]

**2010년 5월 27일(목)**

09:00~09:30 등록 및 네트워킹

### 개회 행사

09:30~09:50 개 회 사 : 현오석 KDI 원장

09:50~10:20 기 조 연 설 : 김종창 금융감독원 원장

### 제 1-1 세션 체계적 위험의 관리

10:30~11:50

사 회 : 전홍택, KDI 연구본부장

발 표 : "체계적 위험의 측정"

Viral Acharya 뉴욕대학교 교수

"거시건전성 감독의 정치경제: 한국의 경우"

박창균 중앙대학교 교수

토 론 : 김자봉 한국금융연구원 연구위원

허석균 KDI 연구위원

### 제 1-2 세션 체계적 위험의 관리 계속

13:20~14:40

사 회 : Joshua Aizenman UC 산타크루즈 교수

발 표 : "거시건전성 감독과 시스템리스크"

Philipp Hartman 유럽중앙은행 금융조사과장

"체계적 위험 방지를 위한 EU 및 미국의 금융개혁"

Garry Scinasi IMF

토 론 : 김한수 자본시장연구원 연구위원

김홍범 경상대학교 교수

### 제 2 세션 금융기관 규제

14:50 - 16:50

사 회 : Xavier Freixas 폼페우파브라 대학 교수

발 표 : "동태적 대손충당금: 각 국의 운용경험을 중심으로"

Alicia Garcia Herrero BBVA 신흥시장국 경제팀장

"은행 대출의 경기순응성 완화를 위한 금융규제 방향"

김현욱 KDI 선임연구위원

김세완 이화여자대학교 교수

"정보 비대칭하에서 은행대출의 경기순응성"

연태훈 KDI 연구위원

토 론 : 임원혁 KDI 연구위원

심일혁 BIS 연구위원

Viral Acharya 뉴욕대학교 교수

**2010년 5월 28일(금)**

**제 3 세션      금융산업의 개혁**

09:00~10:20

사 회 : 김경수 한국은행 금융경제연구원장  
발 표 : "증권화와 위험의 이전"  
         Philipp Schnabl 뉴욕대학교 교수  
         "신용평가기능 개선을 위한 과제"  
         조성빈 KDI 연구위원  
토 론 : 임경목 KDI 연구위원  
         이진수 KDI 국제정책대학원 교수

**제 4 세션      금융안정성과 외환시장**

10:30~11:50

사 회 : 강문수 KDI 명예연구위원  
발 표 : "금융규제관점에서 살펴본 개발도상국 금융시장 및 외환시장의 안정성"  
         Frank Packer BIS 아시아·태평양지역 금융안정과장  
         심일혁 BIS 연구위원  
         "우리나라 외환시장의 차익거래 유인에 대한 분석"  
         정대희 KDI 연구위원  
토 론 : 손    옥 KDI 국제정책대학원 교수  
         Jon Danielsson LSE 교수

**제 5 세션      경영자 보상체계에 대한 규제**

13:20~14:40

사 회 : 김준경 KDI 국제정책대학원 교수  
발 표 : "자본보험과 금융기관 경영자에 대한 보상체계"  
         Xavier Freixas 폼페우파브라 대학 교수  
         "은행의 임원 보수체계와 위험추구"  
         이호준 KDI 연구위원  
토 론 : 여은정 중앙대학교 교수  
         한중호 KDI 국제정책대학원 교수

**제 6 세션      금융안정성과 국제화**

14:50~16:50

사 회 : 윤석현 숭실대학교 교수  
발 표 : "외환보유고 축적 대 피구식 조세/보조금 부과 방식의 비교: 2008~9년의 디레버리징(deleveraging)" 경험을 중심으로 한 비용편익 분석  
         Joshua Aizenman UC 산타크루즈 교수  
         "환율의 주식시장에 대한 영향 분석: 최근 금융위기를 중심으로"  
         송민규 KDI 연구위원  
         "경제통합의 위험: 통합된 유럽금융시장과 아이슬란드의 최근 경험"  
         Jon Danielsson LSE 교수  
토 론 : 신인석 중앙대학교 교수  
         함준호 연세대학교 교수  
         Garry Schinasi IMF

## [Session I - 1] 체계적 위험의 관리

### 체계적 위험의 측정

비랄 아차리아 뉴욕대학교 교수

- Basel I 또는 Basel II와 같은 현재의 금융감독 체계는 체계적 위험(systemic risk)을 감독하기에 적절치 않음.
  - 개별 금융기관의 위험은 적절히 관리되고 있으나 체계적 위험에 대한 관리는 충분히 이루어지지 못하고 있으며 이로 인해 거시경제적 충격에 취약성을 지니게 됨.
  - 개별 금융기관이 체계적 위험을 내부 비용으로 고려하지 않을 경우 더 높은 위험에 노출될 우려가 있음.
  - 기존의 VaR(value-at-risk)는 개별은행의 내부적 위험을 측정하여 비교하기에는 유용한 도구이지만 체계적 위험을 측정하기에는 한계를 지님.
  - 따라서 금융감독은 금융기관의 체계적 위험을 측정하고 이를 관리하는 수준으로 개선되어야 함.
- 본 연구에서는 개별금융기관이 체계적 위험에 노출된 정도를 측정하는 체계적 기대 부족액(Systemic Expected Shortfall, SES)를 근거로 과세하는 방안을 제시
  - 금융기관을 감독하는 가장 큰 이유는 이들의 실패로 인해 경제 전반에 위험이 전이될 가능성(즉, 외부성)이 존재하기 때문이며, 이를 고려하지 않는 경우 금융기관은 과도한 위험과 레버리지를 유발할 가능성이 있음을 전제
  - 따라서 개별 금융기관이 체계적 위험에 노출된 정도를 계량화하여 과세함으로써 궁극적으로는 금융기관의 의사결정에 외부성이 반영되도록 하는 방식이 필요

- 본 연구에서 제시된 SES 추정방식은 거시건전성 감독에 있어 체계적 위험을 고려하는 것이 가능하게 하는 등 향후 금융감독 개편과 관련해 중요한 시사점을 지님.
- SES를 통하여 감독기구는 개별금융기관의 재무건전성에 대하여 체계적 위험을 고려한 스트레스 테스트를 실시할 수 있으며 보다 정확한 위험수준을 파악할 수 있음.
- 주가 및 CDS와 같은 자료를 통해 체계적 위험의 추정이 가능하다는 점 역시 이 방법의 장점일 것임.

## [Session 1-2] 체계적 위험의 관리(계속)

### 거시건전성 감독과 시스템리스크

필립 하트만 유럽중앙은행 금융조사과장

- 체계적 위험(systemic risk)이란 ‘체계 전체에 영향을 주는 사건(systemic event)’을 야기할 수 있는 위험을 말함.
  - ‘체계 전체에 영향을 주는 사건’이란 어떤 시장 실패로 촉발되어 기반체계를 포함한 많은 수의 금융중개기관 혹은 시장에 혼란을 야기하는 사건을 말함.
  
- 체계적 위험은 다음과 같은 형태를 보임.
  - 첫째, 전염을 유발하는 특유한 충격
  - 둘째, 동시다발적 문제를 유발하는 거시 충격
  - 셋째, 경제 불균형의 생성 및 광범위한 확산
  
- 체계적 위험의 부상 및 금융위기의 과정은 다음과 같음.
  - 심화되는 경제 불균형이 시스템 위험의 원인
  - 신용시장에서의 불안 요소들의 부상은 시스템 위험의 실제적인 촉발요인이 됨.
  - 체계적 위험은 시중 금리의 급격한 상승, 은행의 실패/구제, 주요 금융시장의 기능 장애 등으로 인해 야기됨.
  - 이후 불안요소의 부상과 해소의 반복은 시장 신뢰의 상실을 불러일으키고 부정적 세계경제 전망이 이어지면서 금융 위기 심화

□ EU에서는 효과적인 거시 건전성 감독 및 규제를 위해 체계적 위험 인지 및 대책 강구를 위한 공공 감독기구인 유럽시스템위험위원회 (European Systemic Risk Board)를 설치함.

○ 이미 2000년에 앤드류 크로켓 BIS 사무총장이 제의한 바와 같이 거시 건전성을 담당하는 ESRB는 미시건전성을 담당하는 ESFS(European System of Financial Supervisors)와 긴밀히 협력

※ 미시 건전성 감독: 특정 중개기관 혹은 시장에 대한 감독

□ 거시 건전성 감독 및 규제 지원을 위해 시스템 위험 식별을 위한 분석적 방법론, 시스템 위험 자체에 대한 근본적 연구 및 거시 건전성 규제에 관한 연구가 뒷받침되어야 함.

## 체계적 위험 방지를 위한 EU 및 미국의 금융개혁

### 게리 쉬나지 IMF

- 본 연구에서는 최근의 금융위기와 미국 및 유럽연합의 금융부문 개혁안들에 대해 다음과 같은 질문을 중심으로 고찰
  - 첫째, 금융위기 시 금융안정성을 보호하기 위한 프레임워크와 위기사드러난 체계적 약점은 무엇인가?
  - 둘째, 위기로부터 얻은 교훈은 무엇인가?
  - 셋째, 약점을 보강하기 위해 제안된 개혁안은 무엇이며 더 보완해야 할 것은 무엇인가?
  - 넷째, 효과적이고 지속가능한 개혁을 위해 아직 언급되지 않은 주요 이슈는 무엇인가?
  
- 금융안정성을 위한 각종의 체계적 규제 제도를 통해 대형금융지주회사 및 신용시장의 불투명성, 높은 레버리지 효과, 본질적으로 비규제하에 있는 금융 구조 등의 거대한 불균형을 조기에 충분히 식별하지 못했음.
  
- 이를 보완하기 위해 미국과 유럽연합은 다음과 같은 금융부문 개혁안을 마련함.
  - 미국: 체계적 위험규제, 시장규제, 소비자 및 투자자 보호, 위험관리 도구 및 국제적 기준안 마련 등
  - 유럽연합: 거시건전성 감시 및 감독, 장외파생상품시장 개혁과 기타 유럽연합 이니셔티브 등
  
- 그러나 이와 같은 개혁안들만으로 향후 재발할 수 있는 위기에 충분히 대응할 수 있는지 검토할 필요가 있음.
  - 완전하게 법안이 마련되어 완벽하게 이행된다면 회복을 상당히 증대시킬 수 있으나 미국의회와 유럽연합 회원국의 동의에 대한 불확실성이 큼.

○ 또한 체계적 안정성 확보와 관련된 아직 언급되지 않은 이슈들이 존재

□ 효과적이고 지속가능한 개혁을 위해 아직 언급되지 않은 다음 이슈들을 검토할 필요가 있음.

○ 시장 규율과 공식적인 감독 사이의 균형 재조정

○ 이번 위기 사태에서 경험한 바와 같이 대형금융회사의 부도 시 부담하게 될 사회적 비용과 이들이 제공하는 다양한 금융서비스의 편익 간의 정확히 비교가 필요

○ 국제 장외파생상품시장에 대한 국제규제 및 감시 체계 마련

○ 중앙은행은 통화 및 금융 안정을 함께 도모할 수 있는 정책수단이 부여될 필요

○ 국제금융시장의 안정을 위한 국가 간 공조 및 관련 국제기구의 신설 또는 재/개편

## [Session II] 금융기관 규제

### 동태적 대손충당금: 각 국의 운용경험을 중심으로

알리시아 가르시아 헤레로 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria 신흥시장국 경제팀장

- 금융시스템과 규제제도는 다양한 측면에서 대출을 비롯한 금융활동의 경기순응성을 유발시키는 경향
- 동태적 대손충당금은 이와 같이 대출의 경기순응성을 제한하기 위해 설정된 규제 도구
  - 신용(credit)증가 속도를 완만하게 하기 위한 목적
  - 호황기에 축적된 준비금을 불황기에 사용
- 동태적 대손충당금을 비롯한 여러 경기대응적 금융정책 수단을 시행함에 있어 다음과 같은 점을 고려할 필요
  - 경기대응적 수단을 실행함에 있어 준칙과 재량의 균형이 필요
  - 스페인과 페루의 비교 사례에서 보는 바와 같이 동태적 대손충당금을 부과함에 있어 기준이 되는 변수를 선택하는 문제(GDP 또는 신용규모(credit))는 각각 장단점을 갖기 때문에 일의적으로 판단하기 어려울 것임.
  - 또한 개발도상국에서 동태적 대손충당금을 함에 있어서는 양질의 자료 확보가 관건이며, 금융시장의 성장추세와 신용호황기를 구분할 수 있는 분석적 능력이 갖추어질 필요
    - 이런 맥락에서 신용규모보다는 GDP를 기준으로 삼는 접근법이 장점을 지니고 있음.
  - 동태적 대손충당금과 자본 버퍼(capital buffer)의 보완적인 측면을 인식

- 금변 위기의 원인이 금융시스템의 지나친 경기순응성과 금융거래의 투명성 부족에서 온 것임을 감안할 때, 이와 같은 경기대응적 조치들이 금융시장의 투명성을 제고하기 위한 조치들과 충돌을 일으켜서는 안 될 것임.

## 정보 비대칭 하에서 은행대출의 경기순응성

연태훈 KDI 연구위원

- 금융위기에 대응하기 위해 세계 정부는 경기침체를 극복하기 위한 다양한 정책을 연구해왔음.
  - 현재의 금융위기는 정보 비대칭성이 얼마나 쉽게 시장실패를 야기하는지 증명하고 있음.
  
- 본 연구에서는 정보 비대칭성이 존재하는 경우 정보의 우위를 이용한 은행의 행태가 대출결정에 미치는 영향에 대해 분석하고 이로 인한 자원배분의 왜곡 가능성을 살펴 봄.
  - 금융기관이 투자자에 비해 정보의 우위를 갖는다는 점은 은행의 대출결정에 영향을 미치며, 사회적으로 최적인 수준에서 자원배분이 이루어지지 않을 가능성을 보여줌.
  - 또한 이 같은 대출결정은 대출의 양(quantity) 뿐 아니라 대출의 질(quality)에도 영향을 미치며, 경기변동에 따라 변동하는 모습을 보임.
  
- 이에 본 연구에서는 금융기관에 대하여 자본규제를 도입하는 경우 이 같은 시장 왜곡이 줄어들 여지가 있는지를 살펴 봄.
  - 경기변동의 지속성(persistence)이 짧을수록(경기변동의 주기가 짧을수록)경기 대응적인 형태의 자본규제로부터 오는 긍정적인 효과가 커질 가능성
  - 정보 비대칭성이 발생하는 위치에 따라 규제 부과대상이 달라질 수 있음.
    - 예를 들어 LTV나 DTI 등의 규제는 은행과 대출자 사이에서 대출자에게 부과됨.

## [Session III] 금융산업의 개혁

### 위험이전이 없는 증권화 방식

필립 슈나블 뉴욕대학교 교수

- 본 연구는 2007~09년의 금융위기 초기 단계에서 중심역할을 담당 한 자산담보부기업어음(asset-backed commercial paper, ABCP)에 대한 분석을 목적으로 함.
- 자산담보부기업어음을 구입한 외부투자자들은 어음의 부도가 발생하더라도 담보된 자산으로 인해 많은 손실을 입지 않으며 이는 자산담보부기업어음이 일종의 위험의 이전(risk transfer)이 없는 증권화 방식의 한 형태라는 것을 보여주는 것임.
  - 이 금융수단은 주로 자본요건을 경감시키기 위해 대형은행의 부외거래 항목으로 설정된 것이며, 일반적으로 모기지과 같은 중·장기 자산을 담보로 단기자산담보부기업어음을 발행함으로써 자금을 조달하기 때문에 자산과 부채간의 만기불일치를 가져옴.
  - 따라서 금융위기로 인한 자산담보부기업어음의 부도 발생시 은행은 어음을 소유한 외부투자자에게 대해 보증에 따른 책임을 져야했기 때문에 상업은행들에 상당히 부정적 영향을 미침.
  - 이와 같은 금융도구는 증권화 자산의 위험이 은행에서 외부투자자로 이전되지 않는 구조를 갖추고 있음.
- 또한 자산담보부기업어음은 주로 상업은행과 같이 정부의 안전망에 접근이 가능한 규제하에 있는 기관이 보증하지만, 그림자 금융시장(shadow banking world)에서 운용되고 있어 정부 규제를 받지 않는 금융도구임.
  - 따라서 그림자 금융시장에도 정부의 건전성 규제가 적용되어야 할 필요가 있음.

# 신용평가기능 개선을 위한 과제

조성빈 KDI 연구위원

- 최근 금융위기 발생원인 중 하나로 부정확한 신용평가가 지적되면서 신용평가기능 개선을 위한 논의가 진행되고 있음.
  - 서브프라임 모기지 등에 대한 부정확한 신용등급은 위험을 적절하게 반영하지 못하여 금융위기 확산의 주요 요인으로 지적됨.
  - 자본시장에서 신용평가기능의 중요성을 고려하면 신용등급이 정보를 공정하고 정확하게 반영하는 것이 필요
- 본 연구에서는 정보의 비대칭성이 존재하는 상황에서 신용평가회사의 유인에 대한 분석을 시도
  - 신용평가회사의 정확한 신용등급 책정을 위한 노력(effort)이 계약 가능하지 않은 경우(non-contractible) 도덕적 해이의 문제가 발생
  - 신용평가와 관련된 부수업무(컨설팅 등)를 수행하는 경우 이해상충으로 인해 신용평가의 공정성 및 정확성이 훼손되며 도덕적 해이의 문제가 심화됨.
  - 여타 Gatekeeper와 달리 신용평가의 결과에 대한 (상당한) 면책은 신용평가회사의 책임성을 약화시켜 신용등급정보의 정확성 제고에 한계가 존재함.
- 신용평가기능 개선을 위해 이행상충의 가능성을 최소화하고 신용평가회사의 책임을 제고하기 위한 규제가 필요
  - 도덕적 해이와 이해상충의 문제를 심화시키는 부수업무 금지를 검토
  - 규제 감독(regulatory oversight) 및 잘못된 신용평가에 대한 법적 책임(liability)을 부여하여 신용평가회사의 책임성을 제고할 필요

## [Session IV] 금융안정성과 외환시장

### 우리나라 외환시장의 차익거래 유인에 대한 분석

정대희 KDI 연구위원

- 2007년 서브프라임 모기지 사태를 중심으로 무위험 이자율 평형 관계가 붕괴되어 현재까지 지속되고 있어 그 원인에 대한 논의가 촉발
  - 무위험 이자율 평형은 환율을 고려할 경우 국가 간 이자율 차이가 지속될 수 없음을 의미
  - 과거 사례의 경우, 환율을 고려한 국가 간 이자율 차이는 오래 지속되지 못하는 경향을 보였으나 2007년 이후 큰 폭으로 벌어져 최근에도 그 차이는 지속됨.
  - 본 연구는 무위험 이자율 평형관계가 붕괴된 원인을 최근 개발된 이론모형에 대한 실증분석을 통해 분석
- 최근 소개된 이론 모형은 일물일가의 법칙이 균형 상태에서도 성립하지 않을 수 있음을 증명
  - 금융위기로 투자자들의 여유자금이 부족할 경우, 동일한 현금흐름을 발생시키는 자산일지라도 보유하는데(혹은 매도하는데) 소요되는 필요자본이 상이할 경우 가격이 달라지게 됨.
  - 이와 같은 현상을 투자자들의 암묵적 자본비용(shadow cost of capital)과 금융자산의 필요자본(혹은 통상적인 개념의 margin)을 통해 모형화 함.
- 이론 모형에 기반하여 실증 분석을 디자인 하고 우리나라와 미국 간 이자율 평형관계의 붕괴에 대해 분석한 결과 다음과 같은 점들을 발견

- 우리나라의 채권을 보유하는데(혹은 매도하는데) 소요되는 필요자본이 미국에 비해 높은 상황에서, 금융위기로 인해 투자자들의 여유자금이 부족해지자 환율을 고려하더라도 우리나라의 채권에 대한 투자는 높은 프리미엄이 요구된 것으로 나타남.
- 하지만, 2008년 12월 이후부터는 투자자들의 자금상황이 개선되면서 필요자본의 차이 및 투자자들의 암묵적 자본비용은 더 이상 무위험 이자율 평형관계의 붕괴를 설명하지 못하게 됨.
- 우리나라와 미국 간 채권 거래의 필요자본 차이를 설명하는 것은 전반적인 자금시장의 비유동성인 것으로 나타남.

## [Session V] 경영자 보상체계에 대한 규제

### 자본보험과 금융기관 경영자에 대한 보상체계

자비에르 프레이사스 폼페우파브라 대학교 교수

- 최근 금융위기는 경영자에 대한 보상체계가 특히 구제 금융을 받은 대형금융기관(SIFIs)에 있어 과도한 위험 추구행위로 이어질 수 있음을 보여주는 계기
  - 금융위기 시 필요한 투여 자본을 마련하기 위해 금융기관에 과세하는 방안이 본인-대리인 문제의 본질적인 해결책으로 보기는 어려움.
- 본 연구에서는 금융감독 당국, 주주, 그리고 경영자 간의 다층적 본인-대리인 관계를 설정하여 경영자에 대한 보상과 은행의 위험 추구행위 간의 관계를 살펴 봄.
  - 주주는 금융당국이 제시할 각각의 구제 금융 프로그램에 대해서 최적의 경영자 보상체계를 결정.
  - 경영자는 이 보상체계하에서 본인의 이익을 최대화하는 수준에서 위험추구행위를 선택
- 분석 결과 엄격한 조건 (예를 들어, 주주의 청산가치를 0으로 만드는 등) 하의 구제 금융프로그램은 오히려 경영자의 과도한 위험추구행위를 부추길 가능성
  - 최적의 보상 체계는 세금을 통해서 도달할 수 없으며, 경영진의 인센티브를 설정하는데 있어서 금융당국큰 개입이 어느 정도 필요할 수 있을 것임.

# 은행의 임원 보수체계와 위험추구

이호준 KDI 연구위원

- 본 연구는 최근의 글로벌금융위기 시 문제되었던 위험추구행위를 유발하는 금융중개기관의 보상체계 분석을 목적으로 함.
  - 보상체계와 위험에 대한 태도에 관한 기존 연구들의 연구결과에 더하여 본 연구는 위험자산투자 감시 비용으로서의 관리비용(managerial cost)을 모형에 명시적으로 추가하여 분석하고 있음.
  - 본 모형에 의하면 주주는 자산의 기대한계수익과 한계관리비용이 일치하는 수준에서 최적의 위험수준을 선택함을 볼 수 있음.
  - 그러나 기대수익이 수익변동성의 폭에 비해 더 빠른 속도로 증가하지 못할 경우, 유한책임의 주주는 사회적 최적수준보다 더 위험한 자산을 선호하는 결과를 볼 수 있음.
  - 주주는 관리자(manager)를 고용하는 경우 그에게 적절한 보상체계를 제시함으로써 항상 자신이 원하는 수준의 위험수준을 선택할 수 있음.
- 본 연구의 결과는 은행들, 더 나아가서는 주요금융기관들(SIFIs)의 보상체계에 대한 규제를 논의할 때 유용하게 활용될 수 있을 것으로 기대됨.
  - 주가는 은행의 장기 가치를 대변하므로 주식기반(stock based) 보상은 단기 위험추구행위를 줄일 수 있을 것으로 기대되지만, 주식기반 보상 이외의 다양한 보상형태와 계약가격(striking price)과 같은 수단으로 위험추구행위를 유발할 수 있음에 유의해야함.
  - 위험수준의 관측이 어렵더라도 보상체계 자체가 주주와 예금주들에게 좋은 정보가 될 수 있으므로 투명한 보상체계가 이상적임.
  - 위험추구행위를 줄이는 하나의 방안으로 보상을 주식기반 보상 뿐 아니라 일부는 부채기반(debt based) 혹은 채권기반(bond based) 보상으로 하는 방법이 있을 것임.

## [Session VI] 금융안정성과 국제화

### 외환보유고 축적 대 피구식 조세/보조금 부과 방식의 비교: 2008~9년의 디레버리징(deleveraging) 경험을 중심으로 한 비용편익 분석

조슈아 아이젠만 UC 산타크루즈 교수

- 본 연구는 외환보유고의 축적과 관련하여 해외차입에 대해 피구세를 부과하는 방안을 제시
  - 2008~9년의 디레버리징 사태를 통해 신흥시장국들은 환율의 급격한 상승 또는 외환보유고의 감소를 경험하였음.
  - 이와 같은 위기 상황에 대비하기 위하여 그 동안 비축한 막대한 외환보유액 규모의 적적성에 대한 논란 뿐 아니라, 일종의 자가보험(self-insurance)으로써 외환보유고의 유용성에 대한 의구심이 일어나는 계기가 됨.
- 본 연구에서는 대부분의 기업투자가 해외차입으로 충당되는 신흥국 경제를 상정하고, 해외 차입액에 세금을 부과하는 방안을 분석
  - 이 경우 개별금융기관이나 차입자는 자신의 해외차입이 2008~2009년에 도래한 것과 같은 디레버리징이 발생하는 경우 자산가격 폭락 혹은 환율 폭등과 같은 기회비용을 수반함을 인지 하지 못함.
  - 따라서 해외차입의 개별 한계비용은 디레버리징 상황의 도래 가능성까지 반영한 사회적 한계비용에 비해 낮아지므로 과도한 해외차입을 제어하기 위해 해외차입에 대해 과세하는 피구식 해법을 동원할 수 있을 것임.
  - 또한 해외차입으로부터 걷어진 세금은 외환보유고를 유지하는데 사용될 수 있을 것임.

## 환율의 주식시장에 대한 영향 분석: 최근 금융위기를 중심으로

송민규 KDI 연구위원

- 2008년 금융위기를 겪으면서 우리나라는 큰 폭의 환율 등락을 경험했으며 최근 유럽 국가들의 재정위기 등으로 환율 변동성이 확대될 우려가 있어 환율 변화가 기업에 미치는 영향에 대한 관심 증가
  - 일부 기업들은 부적절한 환위험 관리로 막대한 손실을 입은 바 있으며, 경제 전체적으로 볼 때에는 기록적인 파생금융상품수지 적자를 보이는 등 외환위험 관리의 중요성이 부각
- 우리나라 상장기업 중 비금융사를 대상으로 환노출을 측정하고 환노출에 영향을 미치는 기업 특성에 대한 분석을 수행함으로써 기업의 외환위험 관리에 대한 시사점 도출
  - 환율 상승으로 기업가치의 혜택을 입는 기업은 소수이며 상당수 기업은 환율 상승으로 기업가치가 하락
  - 순외화자산은 음(-)의 환노출 기업의 환노출을 축소시키며 양(+ )의 환노출 기업의 환노출을 확대시킴
- 환율관련 정책은 산업 및 기업의 특성에 따라 차별적인 효과를 발생시키는 것을 염두에 두어야 할 것임.
  - 환율의 변동성을 축소하는 정책은 환율의 불확실성을 줄인다는 긍정적인 측면이 있으나, 환율 수준의 방향에 영향을 주는 정책은 기업들에 차별적으로 영향을 미치므로 경제 전반에 대한 효과는 일의적이지 않음.
  - 중소기업 등 규모가 상대적으로 작은 기업일수록 환율의 변화에 따라 기업가치가 크게 변동하는 취약성을 가지므로, 이들의 환위험 관리능력 제고에 대해 관심이 필요함을 시사

## 경제통합의 위험: 통합된 유럽금융시장과 아이슬란드의 최근 경험

온 다니엘손 런던경제대학교 교수

- 유럽공동시장은 경제적 문제보다 정치적 문제를 우선시 함.
  - 경제부문의 성공적인 통합을 위해서는 규제의 조화가 필요하며 각국의 감독당국은 보호무역주의를 펴선 안 될 것임.
  - 중앙집권적 예산권 및 정치력의 부재는 미국과 달리 유럽의 경제적 통합이 쉽지 않음을 시사
- 유럽연합 회원국내 금융 서비스제공과 관련하여 적용되는 소위 'EU 패스포트(European Passport)' 제도(혹은 원칙)는 다음과 같은 문제를 지님.
  - EU 회원국 내에 근거한 은행은 여타 어느 회원국에서도 영업이 가능하며, 이 때 해당 기관에 대한 감독은 모국의 금융감독당국이 수행하는 바, 이 경우 모국의 금융당국은 해당 금융기관에 대한 감독에 있어 제한된 정보와 능력으로 인해 실효있는 감독권을 행사한다고 보기 어려움.
  - 경제발전, 경쟁력 및 부패도 등에 있어 회원국 간 불균형이 존재하는 한편, 상대적으로 낙후된 금융부문을 가진 국가의 금융기관이 선진 금융 국가로 진출하는 경우 발생할 문제에 대한 대비가 미흡한 상황
- 아이슬란드의 금융 위기는 대내, 대외적으로 다음과 같은 요인에 의해 발생한 것으로 보임.
  - 은행의 영업이 정치권 및 언론과 밀착된 개인들에 의해 크게 좌우되며 민간기업부문과 지나친 상호소유 관계를 유지
  - 아이슬란드 금융감독당국의 인력 및 경험 부족은 감독 실패로 이어졌으며 당시 금융감독당국은 활용할 수 있던 규제 수단을 활용하지 않음.

- 'EU패스포트'에 의해 금융감독당국은 아이슬란드 은행의 여타 회원국에서의 영업을 감독할 유일한 기관이었으나 아이슬란드는 문제를 인지하지 못하거나 관심을 가질 유인이 없었음(예: Landsbanki).
- 중앙은행의 고금리정책은 캐리 트레이드와 외화예금의 규모를 키움.
- 아이슬란드 사태와 같은 경험을 되풀이 하지 않기 위해서는 금융 감독에 있어 영업활동 국가의 감독권을 강화하거나 범-유럽차원의 금융감독 체계를 강화하는 것이 바람직할 것임.