

2010. 08. 12.

보도자료

이 자료는 2010년 8월 13일(금) 조간부터 보도해 주시기 바랍니다.

KDI 대외협력팀

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

KDI-한미경제학회(KAEA) 공동 「안정을 위한 국제금융시스템설계」 국제컨퍼런스 개최

2010 KDI Journal of Economic Policy Conference
Global Financial Architecture for Stability

- 일 시: 2010년 8월 13일(금) 09:00~18:00
- 장 소: KDI 대회의실 및 별관 중회의실
- 주 최: KDI · 한미경제학회(KAEA)

□ KDI는 8월 13일 한미경제학회와 공동으로 「안정을 위한 국제금융시스템설계」 국제컨퍼런스를 개최함.

- 금번 컨퍼런스에서는 10년 전 외환위기 때와 마찬가지로 이번 금융위기에도 외화유동성 부족 현상을 겪은 아시아 국가들에 주목하고, 이러한 문제를 해소할 수 있는 국제금융시스템설계(Global Financial Architecture)방향을 모색해 보고자 함.

□ 2008년 발생한 글로벌 금융위기는 주요 20개국(G20)을 중심으로 한 세계 각국의 긴밀한 공조를 통해 어느 정도 극복되어가고 있으나,

- 일부 국가의 경기회복 지연이나 중국의 경착륙 가능성, 세계 국제수지 불균형 문제 등을 볼 때 금융시장의 불안정성이 완전히 해소되었다고 볼 수는 없음.

- 자본시장의 자유화와 국제화의 영향으로 국가간·지역간 상호 의존성이 높아짐에 따라 아시아지역 국가들은 외국자본의 이탈을 경험했고, 국제금융시장의 경색으로 인한 극심한 환율 변동과 외환위기에 근접하는 유동성 위기까지 겪음.
 - 1997~1998년 외환위기를 겪었던 아시아 국가들은 금융시스템을 개혁하고 건전성 규제를 강화했으며, 기업의 부채비율도 현저히 낮춤. 또한 거시적으로 환율의 신축성을 높이고, 향후 위기를 대비해 외환보유고를 증대시킴.
 - 그럼에도 불구하고 우리나라를 포함한 아시아 국가들은 10년 전 외환위기 때와 마찬가지로 이번 금융위기에도 외화유동성 부족 문제를 경험

- 금번 글로벌 금융위기를 통해 금융시스템의 안정이 지속적인 경제성장을 위해 매우 중요하다는 사실을 확고히 하는 계기가 될 것.
 - 더불어 금융위기의 발생을 예측하고 사전적으로 경고할 수 있는 시스템과 개별적 금융기관에 대한 미시적 규제·감독, 시스템적 위기를 진단하고 방지하기 위한 거시적 감독정책의 중요성이 강조되고 있음.

- 총 8개 세션으로 구성한 이번 컨퍼런스에서는 국제금융시스템 설계, 금융개혁의 교훈, 통화정책, 기업지배구조 등 국제금융시스템과 관련한 제반 이슈들을 폭넓게 다룰 예정
 - 총회 I 에서 신현송 프린스턴대학교 교수와 박영철 고려대학교 교수는 기조연설을 통해 금융 안정성 진단 방법 및 거시감독정책의 방향과 역할에 대해 발표
 - 총회 II 에서는 금융위기를 바라보는 관점, 외화유동성 문제를 해결하기 위한 국제금융체제 수립 방법, 국제금융제도 개혁 방안 및 우리에게 가장 실현가능한 대안은 무엇인지를 살펴 볼 것임.

○ 분과회의에서는 거시건전성감독 프레임 구축을 위한 시사점 도출을 위해 1997~1998년 외환위기 이후 금융구조개혁의 성과를 평가하고 중앙은행의 목표 설정, 기업지배구조, 주식시장 통합과 효율성 등에 대해 논의

□ KDI는 2003년부터 한미경제학회(KAEA)와 공동으로 컨퍼런스를 개최해 왔으며, 금번 컨퍼런스는 논문공모방식 외에 신현송 프린스턴대학교 교수 등 국내·외의 저명한 경제학자를 초청해 논의의 깊이를 더함.

○ 금번 컨퍼런스를 통해 금융위기의 원인을 심도 있게 되짚어 보고, 효과적인 극복방안을 모색할 수 있을 것

○ 또한 위기의 예방과 극복을 위한 국제 공조의 중요성이 강조되고 있는 시점에서 앞으로 3개월 후 개최될 G20 정상회의에서 논의할 아젠다에 시사점을 제공할 수 있는 아이디어가 모아질 것으로 기대

※ 문의: 심상달 KDI 명예연구위원(958-4042)

[프로그램]

총회 I

개회

의장: 심상달 KDI 명예연구위원

09:00-10:10

개회사: 현오석 KDI 원장 / 김선웅 KAEA 회장

기조연설 1: 1980년대 일본 버블로부터의 금융안정성에 대한 교훈
(신현송 프린스턴대학교 교수, 국제경제보좌관)

기조연설 2: 동아시아 신흥경제국가들의 금융안전성에 대한 거시건전성감독정책
(박영철 고려대학교 교수)

총회 II

국제금융체제

의장: 강문수 KDI 명예연구위원

10:20-11:00

발표: 거시금융위기를 파산으로서 모델링하는 것에 관한 생각
(채수찬 카이스트 교수)

토론: 허석균 KDI 연구위원

11:00-11:40

발표: 한국의 관점에서 본 국제금융시스템 재설계방향
(김경수 한국은행 금융경제연구원 원장)

토론: 신인석 중앙대학교 교수

11:40-12:20

발표: 국제통화제도의 개혁과 세계경제지배구조
(조윤제 서강대학교 교수)

토론: 신관호 고려대학교 교수

12:20-14:00

오찬연설: 사공일 G20 정상회의 준비위원장

<p>분과회의 I</p> <p>14:00-14:35</p> <p>14:35-15:10</p>	<p>[A] 위기 이후 금융개혁으로부터의 교훈 의장: 전홍택 KDI 연구본부장</p> <p>발표: 위기 이후 한국의 금융개혁과 지속가능한 성장을 위한 교훈 (이정훈 하와이대학교 교수)</p> <p>토론: 함준호 연세대학교 교수</p> <p>발표: 은행의 통합, 합병이 효율성과 경쟁도에 미치는 영향 (박강훈 미주리주립대학교 교수)</p> <p>토론: 윤경수 KDI 연구위원</p>	<p>[B] 통화정책(1) 의장: 김선웅 KAEA 회장</p> <p>발표: 미국 통화정책결정에 내재된 근본적인 비대칭성 (신용철 리즈대학교 비즈니스스쿨 교수)</p> <p>토론: 김재영 서울대학교 교수</p> <p>발표: 국면전환을 고려한 한국의 화폐수요함수 추정 (김병우 충주대학교 교수)</p> <p>토론: 김영일 KDI 연구위원</p>
<p>분과회의 II</p> <p>15:20-15:55</p> <p>15:55-16:30</p>	<p>[A] 통화정책(2) 의장: 함상문 KDI 국제정책대학원 원장</p> <p>발표: 내재된 인플레이션의 측정과 글로벌 위기에서의 한국의 인플레이션 평가 (박원암 홍익대학교 교수)</p> <p>토론: 조동철 KDI 국제정책대학원 교수</p> <p>발표: 중앙은행의 설계와 신용시장의 왜곡-한국의 경우 (피터 틸만 유스투스-리비히 대학교 교수)</p> <p>토론: 정대희 KDI 연구위원</p>	<p>[B] 기업 이슈 의장: 임영재 KDI 선임연구위원</p> <p>발표: 파산신청의 유혹 (윤용준 조지메이슨대학교 교수)</p> <p>토론: 김두얼 KDI 연구위원</p> <p>발표: 경영권이 주는 비공개적 혜택 (김위생 호프스트라대학교 교수)</p> <p>토론: 조성빈 KDI 연구위원</p>

분과회의 Ⅲ

[A]

주식시장행태

의장: 이봉수 플로리다 주립대학교 교수

16:40-17:15

발표: 주가 자료로 살펴본 동아시아 국가의 금융 통합
(김윤배 켄터키대학교 교수)

토론: 이충렬 고려대학교 교수

17:15-17:40

발표: 배당주 수익률의 계절효과
(한영석 공인재무분석사)

토론: 서정원 이화여자대학교 교수

[B]

사회적 지출

의장: 고영선 KDI 재정·사회정책연구부장

발표: 개발도상국에서의 경기변동과 사회적 지출
(김남석 유엔 경제사회국 경제담당관)

토론: 김성태 KDI 연구위원

발표: 미국형 기업지배구조의 비효율성과 한국형 기업지배구조 모델개발의 필요성
(김위생 호프스트라대학교 교수)

토론: 김영철 KDI 연구위원

【 총회 I: 개회 】

〈기조연설 1〉 1980년대 일본 버블로부터의 금융안정성에 대한 교훈

신현송(프린스턴대학교 교수, 국제경제보좌관)

- 1980년대 후반 일본에서는 비금융권 대기업이 증권시장에서 자금을 조달해 정기예금의 형태로 은행권에 대출해 주면서, 자본시장으로부터 은행권에 자금을 중개하는 역할을 담당함.
 - 이와 같은 현상의 거시경제적 배경은 자본시장 및 은행권의 금융자유화와 유동성 상태에 대한 지나치게 관대한 태도라 할 수 있음.
 - 정부의 약속과 국제적 맥락 하에서 관대한 통화정책이 지속될 것이라는 기대가 존재함
 - 자유화 이전의 금융시스템에서는 대기업 역시 은행이 주식 및 부채발행을 통해 조달한 자금을 대출받았으나, 자유화 이후 대기업은 은행과 함께 금융 중개자 역할을 하게 됨.
- 그 결과 1980년대 후반 비금융권 사기업의 현금 및 예금은 급격히 증가하게 되고, 제조업 부문 대기업의 유동성 비율 $[(\text{현금 및 예금} + \text{증권자산}) / \text{판매액}]$ 역시 급격히 상승하여 20% 수준을 상회하게 됨.
 - 그러나 현금이 투자에 사용되지는 않음. (고정투자성장률이 급감)
 - 총보유예금 중 정기예금의 비율이 급증하였고, 은행의 부동산 관련 섹터에 대한 대출이 급증하였음.
 - 지표상으로는 버블 기간 동안의 채무불이행 비율이 낮고, 레버리지도 급감한 것으로 나타남.

□ 이와 같은 논의로부터 금융제도에 대한 좀 더 포괄적인 평가가 필요하다는 교훈을 얻을 수 있음.

○ 앞서 살펴본 것처럼 비율은 총량에 비해 금융안정성에 관한 유의한 정보를 제공하지 못하며, 레버리지 비율의 감소 역시 안정성을 보장하지는 않음. 따라서 시스템 전반에 대한 관점을 갖출 필요가 있음.

□ 아울러 유동성 상태에도 주의를 기울여야 함.

○ 유동성에 대해 국제적인 시각을 갖출 필요가 있으며, 즉각적인 신용위험 뿐 아니라 대차대조표 측면에도 주의를 기울여야 함.

〈기조연설 2〉 동아시아 신흥경제국가들의 금융안전성에 대한 거시건전성감독정책

박영철(고려대학교 교수)

- 동아시아 경제에서 주기적으로 발생하는 위기상황에 취약한 금융시스템에 대한 거시건전성감독 정책(macroprudential policy)을 분석하고 있음.
 - 경제위기의 주요 원인으로 지적되는 자산, 유동성 및 시장실패와 관련, 금융제도의 움직임에 제어하면서 거시건전성감독정책의 역할과 범위에 대해 분석
 - 이를 위해 동아시아의 많은 신흥국가들에 전이되고 있는 금융 불안전성의 두 가지 주요원인 즉, 부동산시장으로 대표되는 주택시장의 호황과 불황 및 은행의 통화(currency) 및 만기(maturity) 불일치를 분석
- 가격과 금융 안전성과의 인과관계(casual nexus)를 알아보고, 경기변동 상의 어느 시점에서 금융시스템의 총체적 위기가 노출되는지를 언급하면서 이에 따른 거시건전성감독정책의 역할과 보완적인 성격을 정의함.
 - 낮은 인플레이션 상황에서 금융의 불안전성을 언급하면서 '왜 가격안전성이 충분하지 않은지를 규명
 - 또한 금융의 불균형과 이에 따른 제도적인 위기를 살펴보며, 이를 조절하기 위한 거시건전성감독정책(Macroprudential Policy)을 정의함.
- 주택시장의 호황 및 불황의 변동성 및 민감성의 주요 원인이 되는 요인들을 규정하면서 주택시장의 움직임을 분석

○ 동아시아 국가들의 부동산시장의 호황 및 불황기에서 나타난 금융 불안전성의 주요 원인들을 살펴봄.

- 주택과 금융자산과의 민감성 및 가속도효과(Financial accelerator)와 추정적 기대(extrapolative expectation) 등 부동산 시장의 특성에 대해 알아보며, 거시건전성규제의 역할과 효과를 언급
- 즉, 통화의 대체성(fungibility of money) 및 거시건전성감독정책과 통화정책이 독립적인지에 대해 언급함.

○ 또한 우리나라의 거시건전성에 대한 경험도 소개

□ 통화 및 만기 불일치의 원인과 결과에 대한 실증분석

○ 금융불안전성에 대한 주요 원인으로 제기되고 있는 통화와 만기의 불일치에 대해 분석

- 통화불일치와 만기불일치의 규모 및 그 만연성(pervasiveness)에 대해 알아보고, 이 두 가지 불일치의 원인들에 대해 분석

□ 이러한 두 가지 불일치가 일으킬 수 있는 제도적인 위기를 언급하면서 거시건전성감독정책의 효과에 대해 평가

○ 어떻게 이 두 가지 불일치를 완화할 수 있을 것인지에 대한 논의

- 사전예방조치(private precautionary measures), 건전성규제(prudential regulations), 그리고 국제적인 유동성 안전망(global liquidity safety net) 구축 등을 언급

【 총회 Ⅱ : 국제금융체제 】

〈발표 1〉 거시금융위기를 파산으로서 모델링하는 것에 관한 생각

채수찬(카이스트 교수)

- 거시금융위기는 거시적 스케일에서의 파산으로 볼 수 있음.
 - 파산은 기존의 계약관계가 더 이상 지속가능할 수 없을 때 발생함. 그러므로 위기를 해결하기 위해서는 계약의 리스트럭처링이 필요함.
 - 거시적 수준에서 파산은 정치적 과정임.
- 그러므로 협상과 파산에 관련된 논문들에서 밝히고 있는 규범적인 해결책의 실질적인 시사점을 살펴볼 필요가 있음.
- 금융안정성을 담보하기 위해 마련된 중앙은행, 예금보험, 금융규제 등의 제도는 새로운 관점에서 생각할 수 있음.
 - 특히, 금융개혁에 관한 논의는 거시적인 파산 해결책과 일관된 원칙 하에서 이루어져야 함.

〈발표 2〉 한국의 관점에서 본 국제금융시스템 재설계방향

김경수 (한국은행 금융경제연구원 원장)

- 금융의 국제화는 중심 국가에서 시작된 신용쇼크에 주변국들, 특히 국제금융시장에 긴밀히 연결되어 있는 소형개방 경제국가들이 쉽게 영향을 받도록 함.
- 국제금융위기는 개별 국가들이 불안정한 자본흐름으로부터 스스로를 보호하는 것이 너무 많은 비용이 소요되거나 또는 불가능하다는 것을 보여줌.
 - 동아시아위기 이후 외환보유는 국내금융시스템을 보호하기 위한 우선수단으로 여겨졌지만, 이는 비효율적일 뿐만 아니라 글로벌 재균형에도 도움이 되지 않음.
 - 나아가, 현 금융세계화 단계에서의 규제 차익거래는 무모한 자본 흐름을 관리하기 위한 건전성 규정 및 감독을 비효율적으로 만들 수 있음.
- 그러므로 금융세계화와 양립되고 조화를 이룰 수 있는 국제금융시스템설계(International Financial Architecture)를 다시 할 필요가 있음.
- 외환보유고, 거시건전성 감독, 국제금융안전망 및 통화의 국제화는 국제금융시스템설계의 주요 요소가 되며, 이들은 상호 연계되어 있음.
- 비록 외환보유고의 축적이 대출축소(deleveraging)에 대응하는 가장 중요한 자기보호수단이긴 하지만 거시건전성 감독과 병행되지 않을 경우 상당한 비용과 위험을 유발시켜 오히려 자본유입문제를 악화시킴.
 - 거시건전성 감독체계는 적절히 설계 및 시행될 경우 단기외부차입의 위험을 완화시킴으로써 그만큼 외환보유고의 비축을 대체할 수 있음.

- 반면 거시건전성 감독체계가 모호하게 정의되거나 적절히 설계 또는 시행되지 못할 경우, 국내금융시스템은 적절히 기능하지 못할 것임. 또한 통화의 국제화로부터 장기적인 효익에 대한 비용을 지불하고도 단기적인 위험경감효과만을 누릴 수 있음.
- 국제금융안전망은 완벽하지는 않으나 외환보유고를 대체할 수 있는 유용한 수단이 될 수 있음.

〈발표 3〉 국제통화제도의 개혁과 세계경제지배구조

조운제 (서강대학교 교수)

- 지난 2년간 세계는 약 80년 만에 가장 심각한 금융, 경제 위기를 맞게 되었음. 이 위기의 근본적인 원인은 시장과 제도의 괴리에서 나오는 '제도의 실패'임.
 - 세계경제가 가지고 있는 제도와 시장현실 간의 간극이 점점 크게 벌어져 왔음에도 불구하고 세계는 그 동안 이에 대해 적절히 대응하지 않았음.
 - 오늘날과 같이 각국 경제의 상호의존성이 절대적으로 높아진 상황에서 주요국들의 거시경제정책 조정과 정책협력을 관할할 수 있는 유효한 국제제도도, 기구도 존재하고 있지 않음.
 - 그러므로 이번 금융 위기는 급변한 세계경제 상황에 상응하는 세계경제제도의 변화를 촉구하는 강력한 신호라고 할 수 있음.
- 현재의 국제통화제도 역시 지난 약 20년간 진행되어온 세계경제 변화에 대응하지 못함으로써 세계경제의 불균형을 지속시키고 금융시장의 취약성, 불확실성을 심화시키는 요인이 되고 있음. 이에 따라 국제통화제도의 개편이 요구되고 되고 있는 상황임.
 - 국제통화제도의 개편은 국제정치적 역학구도, 타협, 시장의 선호 등에 의해 점진적인 변화를 이루어가게 될 것이며, 세계경제지배구조가 어떻게 정착되어 가느냐에 따라서도 크게 영향을 받을 것임.
- 아울러 현재의 국제통화제도가 안정적으로 작동하고 또 이 제도 하에서 세계경제의 불균형을 성공적으로 조정해나가기 위해서는 국가들 간의 정책협력이 무엇보다 중요함.
 - 환율정책, 재정금융정책, 나아가 구조조정에 대한 정책들을 주요국들이 서로 협의하고 조정방향에 대해 합의하며 이를 실천해나갈 때, 세계 경제는 보다 안정적인 성장경로를 달릴 수 있음.

- 현재 세계가 가지고 있는 국제통화, 금융제도의 취약성과 부정적 경향을 개선해 나가기 위한 제도개편을 위해, 국제간 협의, 합의를 이루고 이를 추진해나갈 수 있는 협의체의 구성이 필요함.
- 새로이 출현한 G20회의에서 이러한 문제들을 논의하고 협력해 나가야 할 것임.
 - G20회의가 세계경제지배구조의 중심 협의체로 자리잡기 위해서는 상호평가기능의 강화, 사무국의 설치, 위원회의 운영 등 G20의 실효성을 높일 수 있는 많은 제도적 장치가 보완되어야 함.

【 분과회의 I-A : 위기 이후 금융개혁으로부터의 교훈 】

〈발표 1〉 위기 이후 한국의 금융개혁과 지속가능한 성장을 위한 교훈

이정훈(하와이대학교 교수)

- 1997~1998년의 외환위기 이후, 한국은 몇 가지 제도적 수정에 착수함.
 - 거시경제의 안정성을 확보하고 기업지배구조를 향상시키며 무역과 자본계정을 더욱 자유화시키고 금융안정성을 보장하기 위한 조치들을 포함.
 - 예를 들어, 기업지배구조를 향상시키기 위해 이사회에 사외이사를 두고, 소액주주의 지위를 강화하며, 재벌 계열사들로 하여금 결합재무제표를 작성토록 하고 계열사간 상호 신용보증을 금지토록 함.
 - 비록 이러한 조치 중 많은 부분은 IMF의 압력 하에서 이루어졌고 극심한 경제적 어려움과 국민의 분노를 유발했지만, 이들은 기본적으로 한국 정부가 이전 20년간 추구해온 정책적 입장과 일치되는 조치였음.
 - 1997~1998년의 외환위기는 1980년대 초부터 국가 주도로부터 자유시장경제로의 전환을 위해 시도한 제도적 개혁의 정점을 가져온 것임.
- 외환위기 이후 한국이 다양한 정책 및 제도적 개혁을 실시한지 수년이 지남에 따라, 우리는 개혁의 성과 및 이것이 위기의 재발방지를 위해 충분한 조치였는지를 살펴볼 수 있음.
 - 이는 특히 한국의 제도적 개혁의 전형으로 여겨져 온 미국에서 최근 발생한 대불황에 비추어볼 때 그러함.

- 이제 제도적 개혁에서 따라야 할 공통적인 모델은 존재하지 않음. 각 국가들은 스탈린주의의 계획경제나 자유시장경제의 교과서 버전이 아닌 그들이 따라야 할 그들만의 청사진을 찾아내야 함.
 - 한국은 두 번의 경제위기를 상대적으로 잘 극복한 나라로서, 다른 개발도상국들이 그들의 금융시스템을 개혁하는 데 유용한 교훈들을 제공할 수 있을 것임.
- 본 논문은 한국이 1997~1998년 위기 이후 도입한 다양한 금융개혁에 대해 살펴봄.
- 논문의 결론은 개혁이 위기의 원인이었던 사적인 리스크의 사회화를 종식시켰다는 것임.
 - 이와 아울러 금융감독에 있어서의 개혁과 신용카드 회사와 관련한 감독의 실패에 대해서도 살펴봄.
 - 이 사례에서 이끌어낼 수 있는 교훈은 제도는 상호의존적이며, 개혁된 제도가 효과적으로 기능하기 위해서는 제도를 개혁할 때 그와 상호보완적인 관계에 있는 제도 역시 수정해야 한다는 것임.

〈발표 2〉 은행의 통합, 합병이 효율성과 경쟁도에 미치는 영향

박강훈(미주리주립대학교 교수)

- 1997~1998년 외환위기 이후 이루어진 통합, 병합으로 인한 과점화 현상으로 한국의 은행산업 자산 집중도는 현격히 증가해 옴.
- 본 논문에서는 이러한 증가 추세가 은행 산업의 효율성과 경쟁력에 어떠한 영향을 끼쳤는지를 분석하고자 함.
 - 효율성은 노동비효율성, 자산 비효율성 그리고 방향성생산거리함수에서 유출되는 X-비효율성의 세 가지 측면에서 측정하였고, 경쟁도는 P-R(Panzar-Rosse) 모형의 H 통계량 그리고 순 이자마진과 그 표준편차로 측정함.
- 효율적인 은행이 대형은행으로 성장할 경우 시장 집중도는 규모의 경제성을 통해 효율성을 제고하는 효과가 있지만, 과점화 현상은 비용절감의 노력을 감소시켜 비효율적이 될 수도 있음.
 - 패널자료의 회귀분석 결과는 시장집중도 증가가 비효율성 증가에 통계적으로 유의한 영향을 미침.
- 한국 은행산업의 시장구조는 시장집중도 증가에도 불구하고 1997~1998 외환위기 전이나 후나 여전히 독점적 경쟁구조를 유지해 옴. 하지만 시장집중도의 변화는 순이자마진의 증가에 통계적으로 유의한 영향을 가져옴.

【 분과회의 I-B : 통화정책(1) 】

〈발표 1〉 미국 통화정책 결정에 내재된 근본적인 비대칭성

신용철(리즈대학교 비즈니스스쿨 교수)

- 본 논문에서는 통화정책 결정시 근본적으로 내재하고 있는 3가지 주요 비대칭성을 분석하는 실증모형을 제시하고자 함.
 - 첫째는 경기에 따라 달라지는 장기 정책반응의 비대칭성, 둘째는 장기균형으로 회귀하는 단기 동태적 적응과정의 비대칭성, 마지막은 경제가 처한 상황에 따른 정책의 지역적 비대칭성임.

- Shin, Yu & Greenwood-Nimmo(2009)가 제시한 비선형 ARDL모형과 Koenker & Bassett(1978)이 개발한 분위수 회귀분석 모형을 결합하여, 위에 언급한 세 가지 정책반응의 비대칭성을 동시에 분석할 수 있는 실증모형을 개발한 후, 이 방법을 1964년 2분기부터 2008년 2분기까지의 미국 데이터에 적용하여 미국 연방준비제도(Fed, 연준)의 통화정책을 분석해 다음과 같은 결과를 얻음.
 - 이자율이 낮은 경우, 생산과 물가 변동에 관한 연준의 정책반응은 대칭적으로 나타나고 있으며, 특히 소극적으로, 테일러 준칙을 지키지 않음.
 - 이자율이 정상 구간에 있을 때(40%~80% 사이) 연준의 정책반응은 비대칭적으로 변함. 특히 물가 상승 시에는 적극적 매화 정책을 쓰며, 테일러 준칙을 따르고 있음. 동시에 생산 갭이 마이너스가 될 경우에 이자율을 더욱 빠르게 하락시킴으로써, 경기침체를 탈출하려는 적극적 성장 정책을 추구하고 있음.

- 이자율이 아주 높고 동시에 물가도 높은 경우에는, 연준의 정책 반응이 더욱 적극적이고 비대칭적이었음. 이는 연준의 정책반응의 지역적 비대칭성이 이자율 수준과 정비례하였음을 시사함.

- 본 논문의 결과에 따르면 기존의 선형 회귀모형을 이용하여 종속변수(이자율)의 평균값을 위주로 하는 분석으로는, 통화정책 결정 및 제반 경제 현상에 내재한 이자율 수준과 정비례하였음을 시사함.

〈발표 2〉 국면전환을 고려한 한국의 화폐수요함수 추정

김병우(충주대학교 교수)

- 화폐수요함수의 안정성은 거시경제정책 수행에 있어 중요함
- 본 논문에서는 Beyer(1998)를 따라 한국경제의 거시적 화폐수요함수를 추정함
- 시간 더미변수를 고려한 공적분 분석결과는 화폐수요와 거시경제변수 간 단기적으로 불안정성(instability)이 존재할 뿐만 아니라 장기적으로는 추세를 공유하는 균형관계가 있으며 이 관계에 구조적 전환이 존재함을 보여줌.
- 또한, OLS, 상태공간 및 마코프 전환모형 모두 특히 1997년 금융위기 및 2000년 초반 수요함수 파라미터에 국면전환(regime shifts)이 있음을 보여줌
- 이 같은 결과는 화폐금융정책을 통해 국민소득에 영향을 미치려는 안정화 정책이 난관에 봉착할 수 있음을 보여줌.

【 분과회의 Ⅱ-A : 통화정책(2) 】

〈발표 1〉 내재된 인플레이션의 측정과 글로벌 위기에서의 한국의 인플레이션 평가

박원암(홍익대학교 교수)

- 본 논문에서는 글로벌 금융위기의 충격을 산출량에 장기적 중립성을 가지는 근원적 충격과 장기적 중립성을 가지지 않는 비근원적 충격으로 나누어 글로벌 금융위기 기간 중 근원적 충격이 물가안정 목표 달성에 미친 영향을 분석함.
- 글로벌 금융위기가 수요에 미친 영향과 이로 인해 물가가 안정된 효과를 제대로 파악하지 못하면 향후 물가안정이 어려워질 수 있음.
 - 농산물과 석유류 제품의 일시적 공급충격을 제거한 통상적 근원인플레이션을 기준으로 평가하면 2007~2009년 중 물가안정 목표는 안정적으로 달성된 것처럼 보이고 향후 목표달성도 무난해보임.
 - 그러나 중앙은행의 통제 대상인 구조적 근원인플레이션을 기준으로 평가하면 매우 달라짐.
 - 글로벌 금융위기를 전후한 수요충격으로 근원인플레이션이 크게 변동하였으며 2007~2009년 중 물가안정 목표 달성은 글로벌 금융위기에 따른 마이너스 성장에 기인한 바가 큼.
- 글로벌 금융위기 이후 각종 경기확대정책에 힘입어 경기가 빠르게 회복되면서 근원인플레이션이 급격하게 상승하고 있으므로 향후 적절한 출구전략을 마련해야 함.

〈발표 2〉 중앙은행의 설계와 신용시장의 왜곡: 한국의 경우

피터 틸만(유스투스-리비히 대학교 교수)

- 최근 금융위기 이후, 경제와 금융시장 안전성 제고를 위해 중앙은행 설계에 대한 관심이 제고됨. 본 논문은 신용시장 왜곡과 관련하여 중앙은행이 인플레이션의 안정에 두어야 할 적정 무게에 대해 연구함.
 - 본 논문은 강력한 통제방식의 통화정책을 사용하는 표준 신규 케인즈 모델(New Keynesian Model)을 사용함.
- 기업들은 임금지불을 위한 자금을 마련하기 위해 운전자금을 보유하고 있으며, 중앙은행과 정부 모두가 신용시장의 왜곡에 대해 염려하고 있음. 결과적으로 인플레이션 안정화에 아직까지 많은 무게가 쏠리는 것이 적절함.
 - 재량적인 통화정책의 안정 편향성이 왜곡에 관한 두려움과 함께 커지는 것처럼 중앙은행의 보수주의의 정도가 신용시장의 왜곡과 함께 증가해야 함.
 - 한국은행의 통화정책 설계는 이러한 규범적 발견과 잘 조화됨.

【 분과회의 Ⅱ-B : 기업이슈 】

〈발표 1〉 파산신청(Bankruptcy)의 유희

윤용준(조지메이슨대학교 교수)

- 미국의 소비자 파산은 지난 30년간 꾸준히 증가했으며, 이로 인해 파산 남용 예방 및 소비자 보호법인(Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act)이 2005년 통과됨.
- 파산에 관한 전통적 모델은 파산 신청이 개인의 경제적인 어려움에 의해 초래될 것으로 인식함.
 - 이 관점은 소비자 파산 신청이 불경기에 증가하며 호경기에 감소하는 경기 순환성을 띠는 것으로 전망하며, 1979년까지 이러한 가정이 적절한 것으로 인식됨.
- 하지만 1979년부터 2005년 사이 소비자 파산 신청은 지속적인 경제 성장에도 불구하고 지속적으로 증가하고 있음.
 - 1979년부터 2000년 초반까지 개인 파산 신청은 무려 400%가 증가함.
- 이에 대한 대안적 관점의 경우, 1978년의 파산개혁법안(Bankruptcy Reform Act)이 이전의 법률보다 채무자에게 보다 관대한 것을 원인으로 파악함.
 - 이 이론은 개인파산 신청의 증가를 설명하면서 소비자의 합리적 선택 모델에서의 인센티브에 주목함. 하지만, 합리적 선택 이론은 지난 수십년 간의 파산 증가를 설명하는 데에는 부족한 것으로 생각됨.

- 본 논문은 개인의 파산 신청으로 인한 낙인효과와 기회주의적 행동을 감안하여, 개인의 행동이 수평적으로 진화의 결과를 초래한 행위 이론을 제시함.
- 재정적 어려움에 입각한 전통적 이론과 저자의 이론을 비교하기 위해 실증분석 모델을 설계하고 평가함.
- 재정적 어려움의 대리변수로 GINI계수를 활용하였으며, 1969년부터 2002년간의 데이터에 근거한 잠정적 평가 결과, 행위경제학 이론이 개인 파산 현상을 보다 잘 설명하는 것으로 나타남.

〈발표 2〉 경영권이 주는 비공개적 혜택

김위생(호프스트라대학교 교수)

- 미국의 기존 연구들은 기업의 경영권자들이 비공개적으로 사적인 금융혜택을 얻는다고 주장함.
- 미국시장에서 기업경영권이 제공하는 금융적 혜택의 규모를 측정하려고 많은 연구자들이 노력해옴.
 - 경영권자가 누리는 사적인 혜택은 주식보유가 분산된 미국보다 주식소유구조가 분산되지 않은 나라에서 그 규모가 더 크며, 따라서 이러한 나라에서는 기업 간의 경영권 교체가 사적인 금융혜택을 추구하는 동기에서 일어나는, 비효율적인 경영권 교체일 수도 있다고 주장함.
- 본 논문에서는 183건의 경영권 교체관련 기업을 대상으로 경영권 교체가 주가에 미치는 영향과 경영권 인수자가 지급하는 프리미엄을 측정함.
 - 그 결과, 한국시장에서의 경영권 거래는 효율적이었으며(해당 기업의 주가를 상승시키는 효과를 보임), 또한 경영권 인수 프리미엄은 평균적으로 79.2%에 달하는 것으로 나타남.
- 본 연구결과가 시사하는 바는 한국시장에서도 경영권 소지자에게 상당한 규모의 특혜를 제공하고 있으며, 이러한 특혜가 경영권 인수가격의 프리미엄으로 반영되고 있다는 것임.

【 분과회의 Ⅱ-A : 주식시장행태 】

〈발표 1〉 주가지료로 살펴본 동아시아 국가의 금융 통합

김운배(켄터키대학교 교수)

- 본 논문은 경제성과 대리 지표로 주식시장 인덱스를 활용하여 동아시아 경제의 세계적 그리고 지역적인 통합 정도를 검토함.
- 저자는 구조적 VAR 모델을 활용, 시장의 충격을 세계적인 충격, 지역적인 충격, 개별국가적 충격으로 구분함.
- 모델 추정결과 개별국가적 충격이 아직도 동아시아 시장에서 중대한 영향을 미치고 있는 것으로 나타남.
- 하지만, 1997년 금융위기 이후로 이러한 개별국가적 충격이 점차 완화되어가는 것을 확인함.
- 검토 결과는 수년간의 개방과 지역통합 노력에도 불구하고, 동아시아 각국 경제가 여전히 상이하며 유럽 국가들과는 달리 개별국가적 위험이 크다는 것을 보여줌.
- 이는 동아시아 국가들의 경우, 중앙은행의 독립성을 포기하는 것의 비용이 크며, 변동환율제도가 보다 바람직하다는 것을 의미함.

〈발표 2〉 배당주 수익률의 계절효과

한영석(공인재무분석사)

- KOSPI 배당주는 배당권리 확정일 전후로 주가 변동에 따른 수익률의 계절성을 보임.
 - 1997~2009년까지 과거 13년 기준으로, 3월 결산 KOSPI 배당주는 11월부터 2월까지 불과 4개월 동안 연간 수익률의 80% 이상의 자본이득을 형성함.
 - 12월 결산 배당주 수익률은 3월 배당주보다는 배당지급으로 인한 영향을 덜 받는 것으로 나타나나, 일부 월별 수익률은 12월 배당주도 배당으로 인한 계절적 영향이 존재함을 보여줌.
- 이러한 배당주 수익률의 계절성은 배당이 연중 분할 지급되는 외국과 달리 우리나라는 배당이 년1회 결산일에 일괄 지급되기 때문에 배당주 수요가 배당권리 확정일 이전에 증가하고, 배당 확정 이후 감소하는 데 따른 것으로 판단
 - 국내 공모형 배당주 펀드의 월별 자금 순 유입액은 결산일 이전에 증가하고 결산일 이후 감소하는 패턴을 보여 배당주 수요의 계절성이 존재함을 보여줌.
- 만약 배당주 수익률의 계절성이 지속된다면, 포트폴리오 매니저는 배당주 계절효과로 인한 추가 수익률을 확보할 수 있을 것임.

【 분과회의 Ⅲ-B : 사회적 지출 】

〈발표 1〉 개발도상국에서의 경기변동과 사회적 지출

김남석(유엔 경제사회국 경제담당관)

- 본 논문은 개발도상국의 정부지출, 특히 사회부문 지출과 경기변동의 관계를 분석하여 한국의 원조공여국으로서의 지원방향을 논함.
- 1990년부터 2008년까지 27개국의 정부지출 자료를 분석한 결과 사회부문 정부지출이 개발도상국에서 더 경기 순응적이고 더 변동이 심하다는 것이 확인됨.
 - 반면 선진국에서는 사회부문 지출이 경기 조정적이고 변동이 심하지 않음.
- 변동이 심한 사회부문 지출을 보이는 국가들은 정부예산을 해외원조에 의존하는 부분이 많으므로, 원조공여국들은 사회부문 원조에 더욱 중점을 두어서 원조수혜국들이 사회부문 지출의 변동성을 줄이고 경제위기에 대응할 수 있도록 해야 함.
- 한국은 해외원조의 절반 정도를 사회부문에 할애하고 있으나 상당히 변동이 많아서 변동계수가 공여국 중 최상위에 속함. 사회부문에의 안정적인 원조가 있어야 개발도상국 빈민층의 생활수준 보호에 더욱 기여할 수 있을 것임.

〈발표 2〉 미국형 기업지배구조의 비효율성과 한국형 기업지배구조 모델개발의 필요성

김위생(호프스트라대학교 교수)

- 국내외의 다수 학자들은 코리아 디스카운트가 국내 기업의 지배구조에 기인한다고 주장함. 따라서 정책입안자들은 코리아디스카운트를 해소하는 기업지배구조 개선방안을 채택하려 할 수 있음.
- 본 연구는 국내기업들의 소유구조에 합당한 지배구조 이론이 미성숙한 단계에서 정책입안자들이 미국식 기업지배구조를 도입할 경우 국내의 지배주주들이 어떻게 반응할 것인가를 분석해보고자 함.
 - 미국식 기업지배구조 형태 중 특히 피라미드 및 상호출자형 지배구조를 불허하고 기업의 적대적 인수·합병 시장을 활성화하는 제도를 육성하면 지배주주의 경영권 상실 위험을 증가시키는 효과가 있을 것임.
 - 따라서 현재 기업지배권으로부터 큰 혜택을 보고 있는 지배주주들은 지배권 유지를 우선시할 것이며 신규투자는 감소될 가능성이 있음.
- 피라미드 형 기업소유구조는 지배주주들에게 설비 투자동기를 크게 부여하므로 고용증대를 통한 경제성장을 추구하는 경제 후진국에서는 지향할 만한 소유구조의 형태라고 사료됨.
- 기업지배권이 제공하는 혜택이 상당한 규모인 현재의 수준을 감소시키지 않은 채 미국식 기업지배구조를 도입한다면 지배주주들의 저항 때문에 경제적 효율성이 감소될 수 있음.
 - 따라서 미국식 기업지배구조를 도입하기보다는 한국기업의 환경, 문화, 소유구조, 및 경영권 프리미엄 수준 등을 충분히 고려한 후, 한국 경제발전과 경제정의 간의 형평성을 제시하는 한국형모델을 개발해야 함.