KODIT Research

논 고

금융위기의 이론적 · 역사적 고찰을 통한 신용보증기금의 역할 재정립 방안



서 호 준 | 대구채권관리2팀 대리

Ⅰ. 서론
Ⅱ. 금융위기의 이론적 · 역사적 고찰
Ⅲ. 시사점과 신용보증기금의 역할재정립방안
Ⅳ. 결론

* 본 내용은 필자 개인 의견이며 신용보증기금의 공식 견해가 아님을 밝혀둡니다.

요 약

금융위기는 자본주의 시장경제가 정착된 이래 주기적으로 반복되어 온 독특한 경제현상으로 이해되고 있음에도 불구하고, 이에 대한 일반의 인식은 그리 높지 않은 것으로 보인다. 그러나, 금융위기가 도래할 때마다 심각한 부침을 거듭했던 신보의 입장에서 금융위기를 이론적 · 역사적 견지에서 조망해 보는 것은 향후 신보의 역할을 정립해나가는데 큰 도움을 줄 수 있을 것이다. 금융위기에 대한 제1세대모형은 일관성 없는 고정환율정책에 대한 투기적 공격이 금융위기를 부르는 것으로 이해했다. 제2세대 모형은 건실한 경제정책을 펴고 있는 국가라 하더라도 외환시장 참여자들이 자기실현적 기대를 갖게 된다면 금융위기가 발생한다고 보았다. 가장 최근의 모형인 제3세대 모형은 금융위기가 발생하는 메커니즘을 비교적 다양한 각도에서 설명하고 있다. 금융위기와 경제위기의 동시발생을 설명한 Twin Crisis 모형, 도덕적 해이모형, 자기실현적 외환위기 및 전염효과모형 등이 그것이다. 미국의 대공황, S&L(저축대부조합) 위기, 북유럽3국의 금융위기, 일본의 금융위기, 한국의 외환위기, 서브프라임모기지 부실위기 등 20C이후 중요 금융위기는 대체로 금융자유화 및 금융완화, 감독미비에 따른 버블형성 → 금융긴축 등에 기인한 버블붕괴 → 금융시스템불안 → 실물경제위축이라는 유사한 메커니즘에 의해 작동된 것으로 보이는데, 특기할 만한 것은 이 같은 작동원리에 대해 충분히 학습되었음에도 불구하고, 번번이 금융위기의 공세에 제대로 대처한 적이 적다는 것이다. 정책금융기관인 신용보증기금 또한, 금융위기와 직 · 간접적으로 연관을 맺어왔는바 금융위기에 대해 수동적 · 방어적으로 대처할 것이 아니라 금융위기로 인해 증가된 정부와 일반국민의 신뢰와 관심을 바탕으로 능동적 · 공세적인 역할 재정립방안을 마련하여야 할 것으로 생각된다. 스트레스테스트, CoVaR모형 등 복합금융리스크관리시스템의 도입은 신보의 재정위험을 감소시키는 데 도움이 될 것이다. 또한, 신성장의 동력을 확보하기 위해 퇴직연금지급보증시장으로의 진출이나 신용보험 및 창업보증시장 등 저위험 · 고성장의 신규사업영역을 개척해야 할 것으로 보인다. 중소기업체등에 대한 수익자부담 원칙의 강화를 통해 다양한 출연재원 발굴노력도 함께 기울여져야 할 것이다.

Ⅰ. 서 론

최근 경기회복 조짐이 완연하고, 주식시장에 봄바람이 찾아드는 모습을 지켜보노라면 급변하는 국제경제금융 환경에 다시 한 번 놀라게 된다. 과거의 경기변동 주기가 수십 년이었다면 이제는 경기변동이 수개월 혹은 수년 단위로 아주 짧아지게 된 점을 말할 나위도 없을 뿐만 아니라 경기변동의 진폭이 과거 그 어느 때보다 커졌다는 점에서 경제적 롤러코스트에 따른 미래에서의 불확실성도 그만큼 증폭되고 있는 느낌이다. 불확실성이 높다는 것은 단 한차례의 잘못된 판단이나 과오로 인해 순식간에 모든 것을 잃을 수 있다는 이야기도 된다는 측면에서 그에 수반되는 리스크도 증대될 수밖에 없다. 물론 high risk – high return의 측면에서 논의하자는 것은 아니다. 경기하강시점에서 과도하고, 잘못된 정책집행이나 보증운용은 자칫 신용보증기금의 모든 것을 앗아갈 수 있다는 점을 경계하자는 것이며, 이는 국민의 세금으로 운영되지만, 법률에 의해 강력한 보호를 받고 있는 정부기관과는 그 운명이 판이할 수 있음을 인지해야 하는 점도 준정부기관의 한계가 아닐 수 없을 것이다. 과거 세계적인 경제위기는 몇 년 혹은 수십 년에 한 번씩 반복되는 경향을 보여 왔다. 멀게는 1930년대 대공황으로부터 최근의 글로벌 신용경색까지 수많은 경제위기 사례를 접하거나 경험하면서 신보라는 조직도 숱한 부침을 거듭해 왔지만, 신보를 둘러싼 대외환경은 신보의 미래를 신보의 자율에 맡겨둔 것 같지는 않다. 따라서, 환경에 대한 이해는 우리 신보의 미래를 헤쳐 나가는 데 중요한 가이드라인이 될 수 있을 것이기에, 본고에서는 발생할 때마다 신보는 물론이고, 전 국가 · 전 세계를 충격과 고통 속에 빠뜨렸던 금융위기를 이론적 · 역사적으로 조망해 보고 금융위기시대를 맞이하고 있고, 앞으로 대비하여야 할 신보의 전략적 대응은 무엇일까에 대해 필자의 단견이나마 피력코자 한다.

Ⅱ. 금융위기의 이론적 · 역사적 고찰

1. 금융위기의 이론적 고찰

(1) 금융위기이론의 개관

1980년대 이후 선진국에서 개발도상국으로 이어지는 광범위한 금융자유화와 세계자본시장의 통합화 추세에 따라 국가 간 자본흐름이 급격히 증대되고 있고, 금융시장의 변동성 및 불

안정성이 심화되고 있음은 주지의 사실이다. 이러한 추세 속에서 80년대 이후로 통화위기도 빈번하게 발생하고 있고, 그 심각성도 상당한 수준에 이르고 있다. 80년대 이후 기억에 남는 통화위기만 해도 라틴아메리카의 외채위기, 92년 유럽 환율메커니즘의 붕괴, 94년 멕시코의 페소화 위기와 데킬라 효과[1]에 의한 95년 중남미 국가들의 통화위기, 97년 동아시아 외환위기의 사례에서 보듯이 통화위기 및 금융위기는 지속적으로 반복되는 양상으로 전개되어 왔으며, 최근의 미국발 글로벌 금융위기는 아직도 현재진행형으로 남아있는 것이다. 따라서, 전 세계의 석학들은 통화위기와 금융위기에 대해 이론적으로 대응키 위해 많은 연구를 진행해 왔는데, 그러한 모형들은 소위 "제1세대 모형"과 "제2세대 모형"으로 크게 분류되어 왔었으며, 보다 근래로서, 동아시아 외환위기이후인 1990년말 이후부터는 금융위기와 외환위기를 함께 설명하는 모형으로서 "제3세대 모형"을 중심으로 학문적 논의가 발전해 가고 있다. 아래에서는 각 이론들이 갖는 특징과 타당성에 대해 살펴본다.

(2) 금융위기의 정의

일반적으로 금융위기(financial crisis)는 외환위기(foreign exchange crisis)와 은행위기(banking crisis)를 합해서 일컬어진다[2]. 삭스는 금융위기를 당하는 주체에 따라 재정위기(fiscal crisis)와 외환위기(foreign exchange crisis), 은행위기(banking crisis)로 구분하였다. 재정위기는 정부가 외국으로부터 채무연장 및 신규대출을 받지 못함으로써, 채무재조정, 혹은 부도상태에 직면하게 되는 것이다. 외환위기는 간단히 말해 외환유동성의 부족으로 대외채무지불을 못하는 상황을 말한다. 이는 학자들에 따라 조금씩 다르게 정의되고 있는데, 프랭클과 로즈는 주로 통화가치의 하락에 초점을 맞추어 해당국 통화의 절하율이 25%이상이면서 동시에 전년 절하율보다 0%포인트 이상인 경우를 외환위기라고 하였다.[3] 한편 카민스키

1) 1994년 12월 외환사정 악화로 발생한 멕시코의 경제위기가 브라질, 아르헨티나 등 주변 중남미국가로 번진 데서 비롯되었다. 데킬라는 알코올 도수 40도의 독한 술로, 멕시코의 국민주로 통하는 술이다. 독한 멕시코 데킬라에 이웃나라들이 모두 취한 것처럼 경제위기가 파급된 데서 나온 말이다. 한편, 타이 · 한국 등 아시아 여러 나라에서도 이와 같은 현상이 발생하였다.

2) 정기춘(2006), "중국의 금융위기 발생가능성에 관한 연구", 중앙대 대학원 박사학위논문

3) Frankel A. Jeffrey and Andrew K. Rose(1996), "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", International Finance Discussion Papers, No.534, Board of Governors of the FRS, http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/534/ifdp534.pdf, pp.351~366

와 라인하르트는 고정환율제도 및 변동환율제도하에서 모두 적용할 수 있는 외환위기 지표를 개발하면서 외환위기인지를 판별하려면 명목환율뿐만 아니라 외환보유액까지도 함께 고려해야 한다고 하였다. 이들은 명목환율 및 외환보유액을 종합적으로 감안한 지수를 사용하여 이 지수가 평균으로부터 표준편차의 3배 이상을 넘어서는 경우를 외환위기로 정의한 것이다. 그리고, 은행위기는 은행을 포함한 금융기관들의 채무상환능력 악화 및 유동성 부족으로 영업정지, 또는 폐쇄 등으로 실물경제가 급격히 위축되는 것을 말한다. 그런데, 대부분의 외환위기는 은행위기를 수반하기 때문에 양자가 독자적으로 발생하는 예는 비교적 희소해 보이며, 최근의 학문적 동향 역시 외환위기와 금융위기의 결합[4]을 설명하는데 주안하고 있다.

(3) 제1세대 위기모형 : 국제수지 위기모형 (Balance-of-payments crisis model) 혹은 투기적 공격모형

1) 개 관

70년대 중반 이전에도 통화위기를 펀더멘탈이나 투기적 공격에 의해 설명하는 이론들이 있어 왔으나, 이들 모형들은 통화위기의 발생시점, 갑작스러움 혹은 공격의 정도 등에 대해서는 별다른 설명을 하지 못한 것 같다. 이후 살란트와 핸더슨(1978)은 금의 고정가격제가 어떤 조건하에서 붕괴될 수 있는가를 연구한 바 있다.[5] 1세대 모형에 있어서 크루그만(1979)의 모형[6]은 외환의 고정가격제가 어떤 조건에서 붕괴될 수 있는지를 연구했는데, 크루그만의 모형은 통화위기를 설명하는 기본틀로서 1990년대 초반까지 통용되어 왔던 것이다.

2) 주요내용

이 모형은 외환위기의 발생원인이 고정환율제도와 일관성 없는 당해 국가의 정책에 있다고 주장한다. 이 주장에 의하면 기초경제여건(fundamentals)의 악화 (특히 정부 예산적자의

4) 이를 Twin Crisis, 곧 쌍둥이 위기라고 한다.

5) S. Salant W. and Dale D. Henderson(1978), "Market, Anticipation of Government Policy and the Price of Gold", Journal of Political Economy, Vol.86

6) Paul Krugman(1979), "A model of Balance-of-payments Crisis", Journal of Money, Credit and Banking

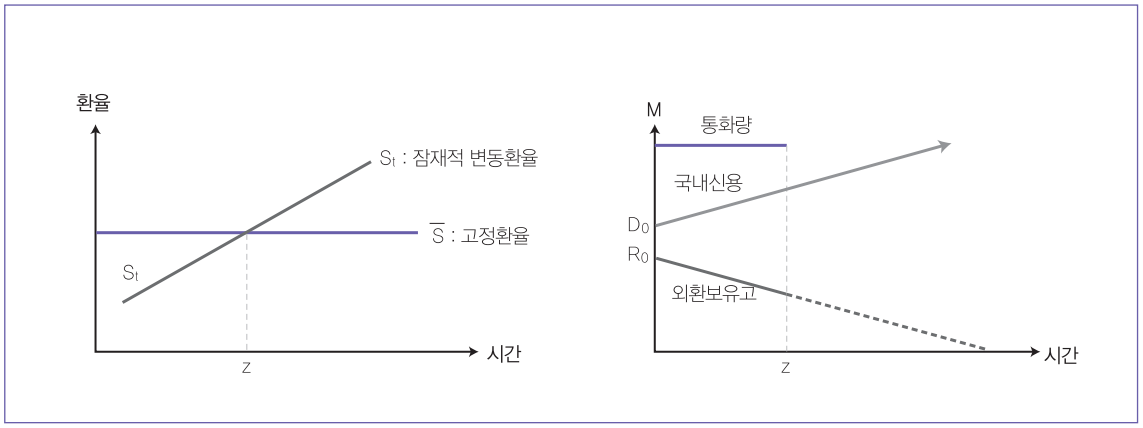
증가)를 위기의 원인으로 본다. 위기를 겪는 국가의 징후는 대량의 국제수지적자, 부족한 외환보유고, 금리의 상승, 그리고, 균형보다 고평가된 환율이다. 따라서, 이런 모형에서는 정부의 예산적자 증가, 통화량 증가, 임금상승, 물가상승 등이 보다 중요하며, 이 같은 기반 하에 고정환율제도에 대한 투기적 공격이 이루어진다고 주장한다[7]. 따라서, 이 모형을 투기적 공격모형으로 부르기도 하는 것이다. 제1세대 모형에 의하면 위기가 어떻게 전개되는가? 이에 따르면, 방만한 재정운용으로 인한 만성적인 재정적자는 통화량을 증가시키고, 이는 인플레이션을 유발하며 그로 인해 환율인상의 압박요인이 발생한다. 그러나, 환율이 고정되어 있기 때문에, 인플레이션으로 인한 환율상승이 실제로는 나타나지 않는다. 따라서, 통화가치가 떨어지지만, 실제로 가치가 외환시장에 반영되지 않는 통화를 보유하게 되는 국내 · 외 투자가들은 자본손실을 입고 앞으로 더 입으리라고 우려하게 된다는 것이다. 그들은 이런 손실을 감소시키기 위해서 그 국가의 통화를 외국통화로 환전하고자 한다. 이는 그 국가의 외환보유고를 감소시키며, 이 사실을 알고 있는 외환시장의 참여자들은 앞으로 그 통화가 평가절하될 것이라고 예상해 투기적 공격을 시도한다. 그로 인해 그 국가의 중앙은행은 고정환율제를 유지하지 못하게 되고, 결국은 고정환율제도가 붕괴하게 된다는 것이다[8]. 제1세대 모형은 예측하지 못한 통화량의 증가로 인해 암묵적인 변동환율이 일시적으로 고정환율보다 높게 상승할 수 있다고 하는 데, 이때 외환시장 참여자들은 그 통화를 필연적으로 공격하고, 기존 환율을 보호하기 위한 외환보유고 전반을 그에 따르는 이득으로 획득한다. 이 모형은 완벽한 예측을 가정하기 때문에 이 때 외환시장 참여자들은 환차익(arbitrage profit)을 획득할 가능성이 있다는 것을 알고 있으며, 암묵적인 변동환율이 고정환율 이상으로 상승하거나 같은 수준일 때 외환시장 참여자들은 투기적인 공격을 감행하게 된다. 고정환율제에서 투기적 공격을 그림으로 표현하면 그림1과 같을 것이다. 투기적 공격이 발생하는 시점(즉, 고정환율이 붕괴하는 시점)은 Z시점에서 결정된다. 즉 잠재적인 변동환율수준이 고정환율수준보다 적을 때는 고정환율이 붕괴하더라도 투기적 이익은 발생하지 않으며, 반대로 잠재적인 변동환율수준이 고정환율수준보다 클 때에는 투기적 이익이 발생하므로 동태적으로 투기적 이익을 극대화 활

7) Robert P. Flood and Nancy Marion(1998), "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", NBER Working Paper, No.6380, http://papers.nber.org/papers/W6380

8) 강점(1999), "우리나라 금융위기의 원인에 대한 분석", 고려대학교 경제학과 석사학위논문

수 있는 것은 두 환율수준이 일치하는 Z시점이라는 것이다[9]. 또한, 투기적 공격의 발생시점은 잠재적 변동환율의 위치와 기울기에 의존한다. 잠재적 변동환율 직선의 높이는 외환보유고의 양과 음의 관계를 가지며, 기울기는 국내신용 증가율과 양의 관계를 가지므로 국내신용 대비 외환보유고 수준이 작을수록, 국내신용증가율이 클수록 고정환율제 붕괴 시점은 빨라진다는 것이다.

그림 1 **고정환율제에 대한 투기적 공격**



3) 적용과 비판

상기에서와 같이 크루그만(1979)의 비선형모형을 단순화시켜 선형으로 투기적 공격의 발생시점을 정립한 것은 홀러드와 가버(1984)[10]이며, 이러한 제1세대 모형은 기본모형들로부터 다양한 형태로의 확장이 시도되면서 1980년대에는 광범위한 제1세대 모형군으로 형성되기에 이르렀던 것이다. 요컨대 제1세대 모형은 외환위기가 신중하지 못한 국가정책과 고정환율제의 일관성결여로부터도 연유하며, 반드시 투기꾼들의 악의에 의해서만 작동된다고 보지 않는데[11], 특히 개발도상국들은 종종 이런 투기적인 공격을 시장의 악영향이라고 비관하지만, 사

9) 조익연(1999), "통화위기의 원인에 대한 연구", 연세대 대학원 석사학위논문

10) Flood and P. Garber(1984), "Collapsing Exchange Rate Regimes : Some Linear Examples", Journal of International Economics, 17

11) Paul Krugman(1998), "Currency crises", MIT Department of Economics, http://web.mit.edu/

실은 그렇지 않다는 것이다. 국내 통화량 및 외환보유고의 감소는 신중하지 못한 정책에 대한 시장참여자들의 대응에 불과하다는 논리이다. 멕시코, 칠레와 같은 중남미 국가에서의 위기는 제1세대 모형의 적용이 성공한 가장 대표적인 예라고 할 수 있다. 그러나, 크루그만에 의하면 1세대 위기모형이 외환위기에서 작용하는 요소들을 적절하게 설명해주지 못한다고 본다. 특히 이 모형은 정부의 정책입안과정이 상당히 기계적인 것으로 가정한다고 보고 있다. 예를 들어 이 모형은 국가경제에 있어서의 자산을 국내 채권과 국외 채권으로 단순화한다. 따라서 위기국가의 정부는 외환시장에 개입하거나 혹은 불태화정책[12]을 실시할 능력이 없다는 것이다. 그러나, 사실에 있어서 정부가 외환시장에 개입할 수 있는 정책은 직접 개입이외에도 대단히 많다. 또한, 이 모형은 고정환율제가 인플레이션을 억제한다고 보았지만, 이 역시 1990년대 초반 유럽 환율메커니즘의 재조정(ERM)으로 논거를 상실했다. 곧 외환위기는 외환보유고나 통화량, 인플레이션에만 달린 것이 아니라 고실업과 고금리로부터 기인한다는 점을 제1세대모형은 간과하고 있었던 것이다.

(4) 제2세대 모형 : 자기실현적 위기모형(self-fulfilling crisis model)

1) 개 관

90년대 초반까지 광범위한 지지를 받아오던 제1세대 모형은 유럽의 외환위기와 멕시코의 페소화위기로 인해 한계에 봉착하게 된다. 곧 유럽의 많은 국가들과 멕시코는 일관성 있고, 건실한 거시정책을 펼쳤음에도 불구하고 투기적 공격을 당했다고 분석되기 때문이다[13]. 옵스펠트 (1986)[14]로부터 시작된 2세대 모형(second generation model)은 1세대 모형으로 설명할 수 없는 유럽의 외환위기를 설명하고 있다. 그의 논문에서 다중균형의 존재를 명시적으로 도입하여 외환위기 이후 정부가 통화 정책을 수정하였을 경우 경제의 기초여건과는 무관하게 투기적 공격이 일어날 수 있음을 보여 주었던 것이다.

12) 중앙은행이 외화를 매입하거나 매출한 결과 발생하는 본원통화의 증감을 상쇄, 다른 한편으로 공개시장조작을 통해 채권을 매각하거나 매입하려는 정책을 말한다.

13) 김용덕(2007), "아시아 외환위기와 신국제금융체제", 박영사, p.23

14) Maurice Obstfeld(1986), "Rational and Self-fulfilling Balance-of-payments Crises", American Economic Review, 76, pp.72~81

2) 주요내용

제2세대 모형은 외환위기 발생원인의 범위를 외환시장 참여자들의 자기실현적 기대라는 변수로까지 확장하고자 한다. 곧 외환보유액의 부족 등으로 인해 펀더멘털이 위험범위(crisis zone)에 속하게 될 경우 실제 외환위기의 발생여부는 앞으로의 환율에 대한 시장참여자들의 예상에 달려 있다고 주장한다. 시장참여자들이 급격한 환율상승에 대한 예상이 우세하면 실제로 환율급등이 초래되지만, 환율이 계속 안정될 것이라는 예상이 우세한 경우에는 환율상승이 일어나지 않는다는 것이다. 이 경우 등장하는 개념이 복수균형이다. 옵스펠트에 따르면 외환시장의 균형은 단일하지 않으며 투기가 존재하는 균형과 투기가 존재하지 않는 균형이 존재할 수 있으며, 이 모형은 투기의 역할만을 강조하는 것이 아니라 복수균형의 존재는 펀더멘탈에 의해 좌우된다는 점을 핵심으로 하고 있다. 옵스펠트는 이 모형을 설명하기 위해 간단한 가정을 하고 있다(1996)[15]. 즉 중앙은행, 투기자1, 투기자2의 세 경제주체가 살고 있는 세상에서 투기자들은 각각 6원씩 소유하고 있는데, 이들은 이 6원을 계속 보유하거나(전략 a), 이를 매각하여 모두 외화로 바꾸는(전략 b) 두 가지 전략만을 가지고 있다. 외환거래비용은 1원이라고 가정하고, 투기적 공격이 성공하면 중앙은행은 50%씩 평가절하를 단행한다. 외화로 전환할 수 있는 국내통화량을 R로 표시하면 다음과 같은 세 가지 경우[16]가 발생한다.

가. 충분한 외환보유고를 보유하고 있는 경우(High Reserve)

(중앙은행이 투기적 공격을 충분히 방어할 수 있는 경우(R=20원))

그림 2

		투기자 2	
		전략 a	전략 b
투기자 1	전략 a	(0, 0)	(0, –1)
	전략 b	(–1, 0)	(–1, –1)

15) Maurice Obstfeld(1997), “Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features”, NBER Working Paper, No.5285, http://papers.nber.org/papers/W5285, pp.11~13

16) 황윤경(1999), “자기실현적 기대이론과 한국외환위기의 원인분석”, 숙명여대 대학원 석사학위논문

투기자들이 모두 외화를 구매하면 중앙은행의 외환보유고는 8원(20－(6+6))이 된다. 중앙은행은 투기자들이 가진 12원을 초과해서 보유하면 투기적 공격으로부터 충분히 방어를 할 수 있게 되는 것이다. 한 투기자가 6원을 매각해도 고정환율은 유지되므로 매각비용에 따른 손실 －1원이 발생할 수밖에 없다. 때문에 이같은 손실을 보지 않기 위해 투기자들은 원화를 매각치 않고 보유하는 전략 a를 택할 수 밖에 없다.

나. 중간정도 수준의 외환을 보유하고 있는 경우(Intermediate Reserve)

(투기자들의 행동들이 조정되면 투기적 공격은 성공하나, 그렇지 않은 경우에는 실패하는 경우(R=10원))

그림 3

		투기자 2	
		전략 a	전략 b
투기자 1	전략 a	(0, 0)	(0, –1)
	전략 b	(–1, 0)	(3/2, 3/2)

투기자들이 모두 전략 b를 사용하는 경우에는 총12원의 외환을 중앙은행이 보유하고 있어야 하나, 실제에는 10원밖에 없기 때문에 평가절하될 수 밖에 없다. 투기자들이 모두 전략 b를 택하는 경우에는 이들이 각각 5원의 외환을 보유한다고 가정하면, 50%의 평가절하로 인해 이들이 얻는 수익은 각각 5/2원이 될 것이다. 그러나, 거래비용이 존재하므로 순수익은 3/2원(5/2－1)이 된다. 만일 투기자들의 행동이 일치되지 않는 경우에는 중앙은행의 외환보유고는 4원(10－6)으로 남아있기 때문에 중앙은행의 투기자들의 공격으로부터 충분히 방어가 가능하여 고정환율제도는 유지된다. 이 때 전략 b를 택한 투기자는 투기적 공격에 실패하여 거래비용으로 인한 손실(－1원)을 입게 되는 것이다. 따라서, 이때의 내쉬균형[17]은 모두 전

17) 내쉬균형이란 투기자2의 행동이 정해졌다고 가정한 상태에서 투기자1이 자신의 수익을 최대로 하는 전략을 선택하며, 투기자2 역시 투기자1의 행동이 정해졌다고 가정한 상태에서 자신의 수익을 최대로 하는 전략을 선택할 때 도출되는 균형을 의미한다

략 a를 택하거나, 전략 b를 택하는 경우가 된다.

다. 매우 낮은 수준의 외환을 보유하는 경우(Low Reserve)

(투기적 공격이 확실히 성공하는 경우(R=6원))

그림 4

		투기자 2	
		전략 a	전략 b
투기자 1	전략 a	(0, 0)	(0, 2)
	전략 b	(2, 0)	(1/2, 1/2)

투기자1이 a전략을 택하고, 투기자2가 b전략을 택하는 상황에서는 투기자2는 2원(6/2－1)의 이득을 본다. 모두 전략 b를 택할 경우 모두 각각 3원씩의 외환을 보유한다고 가정하면, 이들의 순수익은 각각 1/2원(3/2－1)이 된다. 이때의 내쉬균형은 모두 전략 b를 택할 때 생기는 것이다.

3) 적용과 비판[18)]

2세대 모형은 1990년 초 내지 중반에 유럽과 남－미의 위기들을 설명하는데 유용하였다. 그러나 이런 모형은 외환위기의 일부 특징을 파악하지 못하는 약점도 있는데, 대개 아래와 같은 것들이었다.

첫째, 당시 위기국가들의 기초경제여건들은 일반적으로 2세대 모형이 예측했던 것처럼 움직이지 않았다는 점이다. 외환위기를 전후해서 유럽의 기초경제여건은 심각할 정도로 악화되지는 않았다. ERM체제에서의 위기시와 비위기시(crisis or non－crisis periods)를 비교

18) 오트곤 바트(2008), "외환위기의 원인과 금융산업의 구조조정에 관한 연구", 순천대학교 대학원 석사학위논문, pp.8~13

할 때 외환보유고의 증가, 금리 스프레드 증가, 통화 공급량의 증가, 그리고 인플레이션 등의 지표는 변화를 보였고, 이러한 변화는 2세대 모형의 예측과 일치되었다. 그러나 재정적자, 실질환율, 인플레이션의 스프레드, 수입 · 수출의 비율, 그리고 차별적 신용공급의 증가율의 경우에는 그렇지 않았다는 것이다.

둘째, 한 국가의 통화가치가 급격히 하락된다고 하던 이것을 외환위기라고 말할 수는 없다. 통화가치의 재조정은 위기를 불러올 수도 있고, 그렇지 않을 수 도 있다. 통화의 재조정과 외환위기의 발생이라는 두 가지 현상들 간의 관계를 정확하게 파악하기 위해서는 이런 문제의 대한 경험적인 연구가 더 필요하다.

셋째, 투기꾼들은 한 국가가 팽창정책을 취함으로써 거시경제적 불안정에 대응하기 위해 노력하리라고 정확하게 예측하면, 그 국가의 대한 환투기 공격을 감행할 수 있다. 이는 자기실현적 기대가 아니라 수요공급법칙에 의한 합리적인 선택인 것이다.

(5) 제3세대 모형

1) Twin Crisis 모형[19]

통화위기에 대한 제1세대 모형과 제2세대 모형은 은행위기와 통화위기와 통화위기의 관련성에 대해서 그다지 많은 주목을 하지는 않은 것 같다. 그러나, 많은 경우에 있어서 은행위기와 통화위기는 동시다발적이었다[20]. 1990년대 들어 자본 자유화가 급속히 진전되고, 세계자본시장이 통합됨에 따라 국제간 자본이동이 활발히 이루어지게 되었다. 대규모 자본이 일부 개도국들로 유입되었다가 썰물처럼 유출되면서 은행 및 통화위기가 유발된 것은 널리 알려진 사실이다. 그러나, 이를 1세대 모형과 2세대 모형이 제대로 설명하고 있는 것으로 보이지 않는다. 카민스키와 라인하르트(1996)는 76번의 외환위기와 26번의 금융위기를 연구대상으로 하여 금융위기와 외환위기 사이에는 서로를 더욱 악화시키는 악순환이 존재한다는 것을 실증적 연구를 통하여 보여주었다.[21] 즉 금융 및 외환위기가 금융자유화와 밀접한 관계가 있으며,

19) 전게서, pp.24~26 인용

20) 칠레, 멕시코, 노르웨이, 스웨덴, 아시아 국가들은 모두 은행위기와 통화위기를 동시에 경험했다.

21) Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhert(1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", American Economic Review, Vol.89

일반적으로 외환위기 이전에 금융위기가 일어나는 것을 보여주고 있다. Goldfajn and Valdés(1997)는 직접투자보다는 금융기관을 통한 간접적인 형태로 외자유입이 이루어지는 경우 갑자기 외자유출이 일어나면서 자기실현적인 은행위기와 외환위기가 함께 초래되는 과정을 보여주었다.[22] 이 모형은 금융기관을 통한 외화자금의 중개기능을 중시하는 모형으로서 이들이 제시한 은행위기와 외환위기의 특징은 다음과 같이 요약될 수 있다.

첫째, 금융기관은 기업에 비해 대외신인도가 높기 때문에 기업이 직접 자본을 도입하는 경우에 비해 자본유입 규모가 크고 단기자금의 비중이 높아진다.

둘째, 단기로 자금을 조달하여 장기로 운용하는 금융기관의 특성상 기초경제여건의 악화 없이도 자기실현적인 위기가 발생할 수 있다. 예금자들이 어떤 이유에서든 은행의 부도를 의심하게 되면 즉시 예금인출사태가 나타난다. 은행은 선착자 우선(first come first serve)의 원칙에 따라 예금지급을 하므로 다른 예금자들이 은행의 자금을 다 인출하기 전에 자신의 예금을 인출하려 들기 때문이다. 즉 모든 예금자들이 앞을 다투어 예금을 인출하려 들 것이고 이에 따라 실제로 건전한 금융기관도 파산위기에 빠지게 된다.

셋째, 외국인 투자자들이 아시아 금융기관에 빌려 준 자금은 외화로 표시되어 있기 때문에 환위험을 걱정할 필요가 없음에도 불구하고 평가절하의 예상이 자금회수를 가져오게 된다. 왜냐하면 평가절하로 인해 환율이 급등할 경우 아시아 금융기관으로부터 외화로 자금을 조달한 기업들의 원리금 상환 부담이 높아지고 금융기관 대출금이 부실화될 우려가 있기 때문이다.

이상에서 살펴 본 Twin Crisis모형의 특징을 정리하면 다음과 같다. 첫째, 이 모형은 금융기관을 통한 외화자금의 중개기능을 중시하는 이론이다. 둘째, 국내 금융시장에서 적용되는 예금인출사태모형을 외환위기에 확대 적용한 모형이다. 셋째, 급격한 자본유출이 일어나는 것은 기초경제여건의 악화를 전제로 하고 있지 않다는 것 등으로 정리할 수 있다.

2) 도덕적 해이(moral hazard)

도덕적 해이란 대부자는 차용자가 바람직하지 못한 영업적 활동을 할 위험에 직면하게 된다는 것이다. 즉, 차용자들은 어떤 투자사업에 성공하면 대부분의 수익을 자신들이 가지려고 하나, 만일 그 사업에 실패한다면 대부분의 손해를 부담하지 않으려고 한다는 것이다. 이들

22) Goldfajn, I. and R. Valdes(1997), "Capital Flows and the Twin Crises: the Role of Liquidity," IMF Working Paper, No.87, pp.4~30

은 해당 국가의 정부가 그 손해를 부담하리라는 것을 알고 있기 때문에 투자를 하거나 혹은 대출을 받을 때 신중하고 조심성 있게 행동할 동기가 없게 된다. 크루그만(1998)을 비롯한 많은 학자들은 이같은 도덕적 해이가 아시아 위기의 주범이었다고 보고 있다.[23)24)] 이들은 금융중개기관들의 역할에 주목하여 환율과 화폐측면보다는 실물자산의 수요와 가격결정에 초점을 맞추는 것이 아시아 위기를 설명하는 데 보다 유용한 것으로 믿었던 것이다. 그래서, 아시아 위기에 대한 논의를 도덕적 해이의 발생에 있어서 암묵적 보증의 역할, 과다차입을 낳는 도덕적 해이의 역할, 그렇게 만들어진 불건전한 금융시스템의 내부붕괴와 자산가치의 폭락에 집중시키고 있다. 이들이 아시아위기에서 패닉의 발생 자체를 부정하는 것은 아니나, 아시아 위기에 있어서 강한 패닉의 요소가 있긴 하지만, 패닉의 전제조건이 위기 전 수년간의 잘못된 정책에 의해 생성되었다는 것이다[25)].

3) 자기실현적 외환위기모형 및 전염효과(contagion)

우리나라의 외환위기의 원인은 논급함에 있어서 처음에는 크루그만이 지적한 바와 같이 우리나라의 구조적 특성(ex 도덕적 해이)에 기인한다는 견해가 우세했다. 그러나, 태국에서 발생한 위기가 빠른 속도로 우리나라에 전파되는 현상에 주목하면서 구조적 문제보다는 패닉과 전염효과[26)]를 강조하는 견해가 지지를 얻고 있다[27)](크루그만 1999, 라델트&삭스 1999)[28)]. 이 이론의 설명 방식은 한 국가에서 초래된 외환위기가 다른 국가들에서의 위기를 유발한다고 한다. 즉, 각종 외환위기들이 무역 경로 내지는 거시경제정책에 대한 유사성으로 인하여 발생된다는 것이다. 첫째, 한 국가가 외환위기에 처하여 자국의 통화를 평가절하를 한다면, 그

23) 김권식(1999), "한국외환시장의 구조적 충격과 외환위기", 한양대학교 대학원 석사학위논문, p.5

24) 동아시아 위기는 금융위기이론이 제3세대 모형으로 진화하는 계기가 되었던 것이다.

25) 유창근(1999), "아시아 금융위기의 원인과 교훈", 영산논총, vol.3, p.108

26) Masson(1998)은 외환위기의 전염효과를 몬순효과(선진국 → 개도국), 확산효과(서로 연관성 높은 국가끼리의 전염), 진정한 전염효과(직접적 관련 없이도 자기실현적 과정을 통한 전염)의 3가지 형태로 분류하였다. Masson, Paul(1998), "Contagion: Monsoonal Effects, Spilovers, and Jumps between Mutiple Equilibria." IMF Working Paper, 98/142

27) 박원암(1999), "아시아외환위기의 전염효과", 동북아연구, vol.3, p.130

28) Radelet, Steven and Jefrey Sachs(1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", Brookings papers on Economic Activity

국가는 경쟁국가들에 대하여 수출상품의 가격 경쟁력을 획득하게 된다. 이 경우에 이들 인근 경쟁국가들은 외환보유고가 고갈되어, 결국 그들도 위기국가로부터의 악영향을 받고 외환위기에 처하게 될 가능성이 높아진다. 둘째, 외환시장 참여자들은 위기에 처한 국가와 그 인근 국가들이 거시경제정책에 대하여 유사성을 보유한다고 가정한다. 그리고 추정된 유사성이 위기의 전염경로가 된다는 것이다. 즉, 외환시장 참여자들은 위기를 경험하고 있는 국가와 경제정책이나 기초경제여건이 유사한 여타의 국가들의 통화에 대한 안정성도 의심해 투기적 공격을 한다는 것이다.

2. 금융위기의 역사적 고찰[29)]

(1) 금융위기의 개관

역사적으로 볼 때 금융위기가 발생할 때마다 금융시스템 개혁과 규제가 봇물을 이루지만, 그 이후에 금융위기는 반복적으로 발생하는 현상을 보이고 있다. 금융위기는 대체로 새로운 혁신이나 시장의 출현과 같은 변위 요인의 출현으로부터 호황국면의 시작 → 투자기회증대와 신용확대 → 버블의 형성과 붕괴 → 경제전반의 충격 → 최종대부자 (the lender of last resort)의 개입이라는 전개상의 특징을 가지고 반복된다고 한다[30)]. 이러한 금융위기는 1618년 이후 현재까지 총48건이 발생하였으며 20세기 들어서만도 1929년의 대공황을 비롯하여 총12차례 발생된 것으로 기록되고 있다. 1970년 이후 심각한 금융위기 중 주택 등 부동산버블과 관련된 불황은 9건으로 통상 경기후퇴(1년지속)보다 3배나 긴 침체기간을 갖는 속성을 지닌 것으로 보인다[31)]. 또한, 대공황이후 주요금융위기를 비교해보면 대체로 금융자유화 및 금융완화, 감독미비에 따른 버블형성 → 금융긴축등에 기인한 버블붕괴 → 금융시스템불안 → 실물경제위축으로 이어지는 공통점이 존재하는 점도 주지할 사실이다[32)]. 아래에서는 대공황 이후 주요한 금융위기를 개략적으로 살펴보고자 한다.

---

29) 이 장에서 있어서는 국내문헌으로는 정후식(2009), "대공황이후 주요 금융위기 비교", 한국은행 조사연구 2009-8호 및 정후식(2008), "2008 미국 서브프라임 모기지사태와 일본 장기불황과의 비교", 한국은행 조사연구 2008-8호를 참고 또는 부분적으로 인용하였다.

30) Charles P. Kindleberger, Robert Aliber, Robert Solow(2005), "Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises", Wiley Investment lassics

31) 2009.6.21일자 일본경제신문

그림 5 세계 10대 금융버블

네덜란드 튤립 알뿌리 버블	1636년
영국 남해회사(South Sea Company) 버블	1720년
프랑스 미시시피회사(Mississippi Company) 버블	1720년
대공황시 주식 버블	1927~1929년
멕시코 등 개발도상국에 대한 은행여신 급증	1970년
일본 부동산 및 주식 버블	1985~1989년
북구 3개국의 부동산 및 주식 버블	1985~1989년
동남아 부동산 및 주식 버블	1992~1997년
멕시코에 대한 외국인투자의 급증	1990~1993년
미국 나스닥 주식 버블	1995년~2000년

(2) 대공황 (The Great Depression)

1) 개 관

대공황은 1929.10.29일 뉴욕주식시장의 주가폭락을 계기로 발생한 1929~1933년까지의 혹독한 경기 후퇴를 지칭한다. 이 기간 중 총 9,755개의 은행이 도산한데 이어 1933년 실질 GNP는 1929년 대비 26.5% 감소되고 주가는 정점 대비 89.2% 하락하였으며 실업률은 공황 이전 8.7%(1929년)에서 24.9%(1933년)로 상승하는 등 미국사회는 미증유의 충격적인 자본주의 병폐를 경험하게 되었던 것이다.

2) 원 인

가. 호경기지속과 과잉유동성 등에 따른 버블형성

1차세계대전후 세계의 선도국가로 급부상한 미국에서는 1920년대에 들어서면서 주식, 부동산시장에 있어서 버블이 생기기 시작했다. 정부의 시장개입에 반대하는 자유주의 방임경제 사상이 팽배한 것도 이같은 버블형성에 일익을 담당한 것은 물론이다.

나. 경기과열 방지를 위한 긴축정책

경기과열을 우려한 미연방준비제도이사회는 이자율을 급격히 인상시켰는데, 이것이 결국 급격한 주가폭락을 촉발하여 버블붕괴와 은행도산을 야기하게 된 것이다.

다. 금융감독의 미비

미국의 금융위기는 유행병처럼 되풀이되었기에 이를 제어할 목적으로 연방준비제도가 마련되었으나, 금리정책을 통해 위기에 대응함으로써, 위기를 키우는 빌미를 제공했을 뿐이었다.

라. 금본위제[32)]

불황기에 있어서 투자자금을 금으로 바꾸어 해외로 나가는 방식이 성행함에 따라 미 정부는 이자율 인상으로 금유출을 막고자했으나, 이는 더욱 더 큰 불황을 불러오는 여건으로 작용하게 되었다.

마. 관세율 인상과 환율인하경쟁에 따른 세계무역의 정체

미국은 불황에 처한 자국산업을 보호하기 위해 40%에 달하는 고율의 관세를 1930년부터 부과하기 시작했는데, 이에 따라 선진제국들은 제각기 고관세정책을 구사할 수 밖에 없었고, 세계경제는 정체의 악순환에 처하게 된 것이었다.

바. 소득의 불평등

대공황 직전 미국 부의 40%는 상위 1%에게 집중되어 있었고, 이같은 불평등의 확대는 소비심리 위축과 유효수요 창출 실패로 귀결되어 경제불안을 가중시켰던 것이다.

32) 이는 화폐를 금과 결부시켜 물가수준을 조절하고자 하는 제도를 의미한다.

3) 영 향

그림 6 대공황 전후의 뉴욕다우 평균주가지수 추이



가. 은행도산 등 금융시스템의 붕괴

검은 목요일[33]이후 충격적인 주가폭락은 경기후퇴를 촉진시키고, 경기후퇴는 다시금 주가하락을 부추기는 양상으로 치달았다. 대공황기간 동안 미국은행 중 9,755개가 도산해버린 것이다. 1933년 이후 은행도산이 잦아들었지만, 이후에도 경기침체의 여파로 대출수요는 급감하게 된다. 한편, 대공황의 촉발요인이 된 주가는 검은 목요일 이후 약 2년 10개월 후 10분의 1수준으로 떨어졌으며, 뉴욕다우지수가 대공황이전 수준으로 회복된 것은 그림6에서 보는 바와 같이 20년이 지난 1954년의 일이었다.

나. 실물경제 위축

경기침체가 장기화되면서 소득감소, 실업증가, 물가폭락 등은 미국의 실질GNP와 명목GNP는 대략 1/3에서 1/2이 줄어들게 되었으며, 미국의 명목GNP가 대공황이전 수준을 회복한 것은 세계대전으로 군수산업이 활황을 맞이한 1941년에 이르러서였다.

33) 검은 목요일(Black Thursday)은 1929년 10월 말에 뉴욕증권시장에서 일어난 일련의 주가 대폭락 사건으로, 10월 24일 목요일과 10월 29일(일명 '검은 화요일')의 대폭락을 가리킨다.

다. 사회적 불만의 증대

창고에선 수백만톤의 식량이 썩어 가는데, 거리에는 굶주린 사람들이 넘쳐나는 "시장의 실패[34]"로 말미암아 유산계층에 대한 불신의식과 정부에 대한 불만이 증폭되게 되었던 것이다.

(3) S&L(저축대부조합) 위기

1) 개 관

S&L(저축대부조합)위기란 금융자유화 등으로 금리가 상승하자 S&L[35]은 수지악화를 만회하기 위해 부동산 및 고위험 채권투자에 집중하였으나, 부동산가격하락 및 경쟁격화 등으로 1980년대 중반에서 1990년대 초반에 걸쳐 금융기관의 도산이 대폭증가한 현상을 의미한다.

2) 원 인

가. 금리자유화에 따른 금리상승과 경쟁격화

1980년 예금금리 상한규제 철폐로 대표되는 금리자유화와 업무범위 자유화로 인해 경쟁이 격화되고 금리가 상승하는 상황 속에서 상대적으로 안이한 영업패턴에 젖어있던 S&L에게는 역마진이 발생하는 상황적 여건이 조성되었던 것이다.

나. 부동산 관련 고위험 대출의 증가 및 무리한 대출실시

역마진 상황을 탈피하기 위해 S&L은 정크본드, 상업용 부동산 등 위험자산에 집중 투자하였으나, 부동산경기 하락으로 부실화를 초래했을 뿐만 아니라 당시 개발붐이던 미국의 남서부 부동산대출에 집중투자하고 부동산투기업자에게 이자를 위한 대출을 실시하는 등 전반적으로 무리한 대출을 강행했던 것이다.

---

34) 시장실패(市場失敗)는 경제학에서 시장기구가 그 기능을 제대로 발휘하지 못하여 자원이 효율적으로 배분되지 못하는 상태를 지칭한다.

35) S&L(Savings and Loan Association)은 상업은행으로부터 융자를 받기가 곤란한 저중소득층을 대상으로 주택융자를 하는 비영리조합조직이었으나 1980년대 초반 금융자유화로 은행과 같은 업무를 수행하였다.

다. 불충분한 감독

감독당국이던 미국연방주택자금대출은행위원회의 경우 가맹기관이던 주택대부조합으로부터 독립성이 결여되어 있을 뿐만 아니라 감독역량도 불충분하였으며, 리스크에 관계없이 동일한 예금보험료율을 적용하여 저축대부조합의 무분별한 대출관행을 조장했던 것이다.

3) 영 향

S&L의 부동산관련 대출과 투자에서 대규모 대손이 발생함에 따라 1980년대 후반부터는 다수의 S&L이 지급불능사태에 직면하게 되었으나, 오히려 예금보험기구인 연방저축대부보험공사(FSLIC)가 파산하는 사태에 이르렀을 뿐만 아니라 수백에서 수천에 이르는 S&L의 파산처리비용이 미국 전체 GDP의 7%에 이르는 등 미국경제전체에 상당한 부담을 주었던 것이며 이로 인해 미국경제는 마이너스성장[36]으로 돌아서게 되었던 것이다.

(4) 북유럽 3국의 금융위기

1) 개 관

스웨덴, 노르웨이, 핀란드 등 북유럽 3국 또한, 금리자유화 및 규제완화의 영향으로 1980년대 후반에 형성된 버블이 붕괴되면서 부실채권 급증에 따라 1990년대 초반부터는 대형 금융기관들이 잇따라 도산하게 되었으며 이 기간 중 스웨덴과 핀란드는 마이너스 성장을 기록하게 되었던 것이다.

2) 원 인

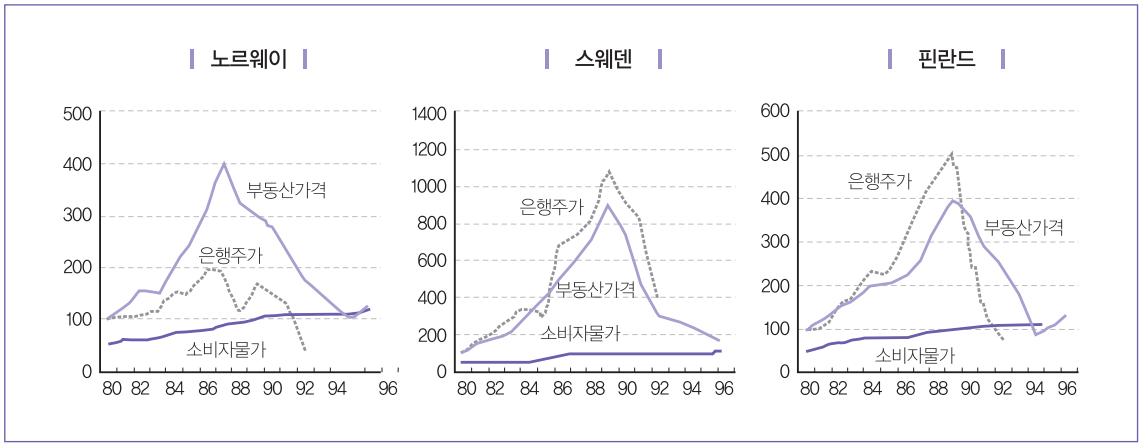
가. 규제완화에 따른 버블발생

북유럽 3국은 1980년대 들어 금리자유화, 대출한도폐지 등 적극적인 규제완화정책으로 인해 부동산가격이 급등하고 주식시장도 전대미문의 호황을 맞이하게 되었다. 이 기간 중 부동

36) 90년대 초반의 미국경기의 침체는 미공화당의 조지부시대통령의 재집권을 저지하고 빌 클린턴 대통령에 의한 클린턴노믹스의 탄생을 예고하는 것이었다.

산가격은 약4배, 주가 역시 약2~5배 가량 증가하였으며, 은행대출 또한 같은 기간 동안 약 20%가 증가하였던 것이다.

그림 7 북유럽 3국의 자산가격 추이



주 : IMF, "The Nordic Banking Crises", Occasional Paper 161, April 1998 참조

또한, 자산가격이 상승하고 있는 가운데에서도 규제완화 정책의 일환으로 각종 외환규제 등을 철폐함으로써 무리한 해외차입의존도를 심화시키는 결과를 야기했던 것이다.

나. 금융긴축정책에 따른 버블붕괴

북유럽 3국도 1990년대 들어 경기가 과열양상으로 치닫자 이를 억제코자 금융긴축 및 세제개편에 착수했다. 그러나, 이같은 기조는 전세계적인 경기침체의 여파로 인해 북유럽 3국도 경기하강국면에 접어들자 부동산가격 또한 급전직하하였으며, 이에 따라 담보가치하락으로 인한 금융기관의 부실채권이 눈덩이처럼 불어나게 되었던 것이다.

다. 불충분한 금융감독

금리자유화가 진척되는 가운데 전체 대출금의 절반이상이 건설부문과 부동산부문으로 집중되고 있었음에도 불구하고 감독당국은 이에 대한 별다른 제재를 가하지 않았기에 북유럽의 금융위기는 심화되고 말았다.

3) 영 향

가. 부실채권의 증가와 금융기관의 부실화

북유럽 3국에 있어서 금융기관의 부실화 처리를 위한 공적자금 투입규모는 국가별로 다소 상이하지만, 개별은행의 부실이 모여 대형은행의 부실을 야기하고 대형은행 부실이 국가차원의 금융시스템 전체의 위기를 야기하였기에 이들 국가의 정부들은 중앙은행이 부실대형은행을 인수하기도 하고, 은행 간 합병을 유도하는 대형화전략[37]을 추구하였던 것이다.

나. 실물경기의 위축

스웨덴은 1990년대 중반부터 후퇴국면으로 진입하여 1991~1993년 중 3년 연속 마이너스 성장을 시현하였으며, 주가는 1992년 저점에서 정점수준을 회복한 것은 1994년이 되어서야 가능했던 것이다. 핀란드는 동구공산권체제붕괴에 따른 구소련특수의 퇴조로 수출이 둔화되자 1990년 들어 경기는 급속히 침체되기 시작하여 실질 GDP 성장률이 1989년 5.7% → 1990년 제로성장 → 1991년 -7.1%를 기록하는 등 극심한 경기침체의 늪에 빠지게 되었던 것이다. 노르웨이는 1987년 위기시작 이후 실질성장률이 위기 전 상황으로 회복된 것은 4년 후인 1991년이었으며 소비자물가상승률과 금리가 안정을 회복하는데는 거의 10년이 걸렸던 것이다.

(5) 일본의 금융위기[38]

1) 개 관

37) 금융기관간 M&A를 통한 대형화전략은 IMF 당시 부실은행을 정리하는 방식으로 우리나라에서 널리 활용되었을 뿐만 아니라 현재에는 금융기관 생존의 공식으로 통용되고 있다. 그러나, 최근의 미국발 글로벌 신용경색으로 대마불사의 신화도 크게 퇴색된 것으로 생각된다.

38) 정후식(2008), "미국 서브프라임 모기지사태와 일본장기불황과의 비교". 한국은행 조사연구, 2008-8, 한국은행

1985.9월 플라자합의[39]이후, 장기간의 금융완화정책으로부터 기인한 자산 가격상승을 억제하기 위해 급격한 긴축정책으로 선회한 결과 버블이 붕괴되면서 발생한 위기(1991.2 ~ 2002.1)로 "장기불황" 또는 "잃어버린 10년"으로 불린다. 주가는 정점대비 절반 수준으로 폭락하고 지가도 1991년 이후 15년간 하락세를 지속하여 1/4 수준으로 떨어졌으며, 금융기관의 부실채권이 증가하면서 1990~2001년중 총142개의 금융기관이 도산하였으며 실질 GDP 성장률 버블붕괴 이전 연평균 3.9%선에서 버블붕괴 이후 1.0% 수준으로 하락하였다.

2) 원 인

가. 장기간의 금융완화정책

일본의 금융산업은 정부의 엄격한 규제를 받아왔으나, 1980년대 들어 금융자유화가 빠르게 확산되었으며, 이와 더불어 일본정부는 1985.9월 플라자 합의 이후의 급속한 엔화 강세에 따른 경기악화(엔고불황)에 대응하여 금융완화정책으로 전환한 후 이를 장기간 지속하는 한편 적극적으로 내수확대 정책을 추진하였다. 또한, 기준할인율을 1985.1월 5.0%에서 1987.2월까지 5차례에 걸쳐 2.5%로(-2.5%p) 인하한 후 1989. 5월까지 이 수준을 계속 유지했다.

나. 금융기관간의 무리한 대출경쟁

1980년대 금융자유화에 따른 규제완화 및 기업의 은행이탈 현상가속 등을 배경으로 금융기관간 대출경쟁이 격화되었고, 이에 따라 은행들이 과거와 같은 초과이윤 획득이 어렵게 되자 중소기업 및 개인, 부동산 관련업 등에 대한 대출을 경쟁적으로 확대하였는데 이는 1990년대 자산 버블붕괴에 따라 부실채권 확대로 고스란히 전이되는 현상을 낳게 되었다. 또한 주택금융전문회사(主專)와 같은 비은행 금융회사가 급증하여 부동산 및 건설업 등에 대한 자금

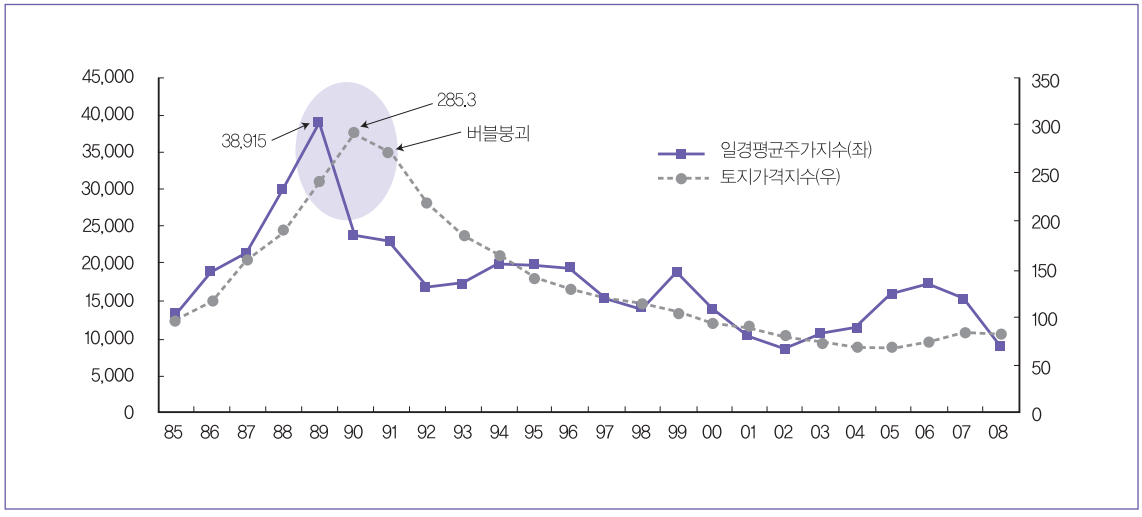
39) 플라자 합의(Plaza Agreement 또는 Plaza Accord)란 1985년 9월 22일 미국 뉴욕에 있는 플라자 호텔에서 G5 경제선진국 재무장관, 중앙은행총재들의 모임에서 발표된 환율에 관한 합의를 가리키며 여기서는 달러화의 가치를 내리고 엔화의 가치를 높이는 정책이 채택되었다. 발표일 다음날에 달러화 환율은 1달러에 235엔에서 약 20엔이 하락하였다. 1년 후에는 달러의 가치가 거의 반이나 떨어져 120엔 대에 거래가 이루어지는 상태까지 되었다. 이 합의로써 일본에서는 급속한 엔고 현상이 진행되어 엔고에 의한 불황의 발생이 우려되어 저금리 정책의 시행이 계속되었다. 이 저금리 정책이 부동산이나 주식에로의 투기를 가속화하여 거품 경제 가열을 초래하였다. 또 엔고에 의하여 일본 경제의 규모는 상대적으로 급속히 확대되었다.

지원을 대폭 확대하는 등 은행권의 이들에 대한 대출경쟁까지 격화[40]되는 양상으로 보였던 것이다.

다. 자산가격 급등과 급격한 긴축정책으로의 전환

장기간에 걸친 금융완화정책 및 규제완화와 금융기관의 과도한 대출 확대 등으로 주가와 지가는 1985년 대비 1989년에 약 3배 이상 큰 폭으로 상승하게 되었고, 통화량도 크게 팽창했다. 일본정부는 이같은 자산가격 상승과 통화량 증가에 대응하여 1989년 이후 급격한 금융긴축과 부동산 관련 대출에 대한 강력한 규제를 시행하면서 주가와 부동산가격 등 자산가격이 대폭 하락하게 되었던 것이다. 이에 발맞추어 일본은행은 1989년부터 5차례에 걸쳐 3.5%에 이르는 할인율 인상정책을 시행했을 뿐만 아니라 1990.3월에는 부동산관련 대출에 대해 총량규제도 실시했다. 이에 따라 일본의 닛케이평균주가는 급전직하했으며, 2006년까지 하락세를 지속하여 1991년 대비 2006년의 주가는 1/4수준에 머무르게 된 것이다.

그림 8 일본의 주가 및 부동산가격 추이,



주) 토지가격지수는 6대도시 평균 2000년=100

40) 은행의 비은행 금융회사에 대한 대출 비중은 1980년 3.0%에서 1987년 후에는 9.0%대로 상승하였다.

라. 기업부채의 과다

버블붕괴 후 기업의 과잉채무가 장기불황의 또 다른 요인으로 작용했는데, 일본 기업부채는 1989년 명목 GDP의 2.4배까지 증가하였는데 이는 버블붕괴 이후 기업들이 채무상환에 주력하게 하여 설비투자 저조로 이어지는 결과를 초래하게 되었던 것이다.

3) 영 향

가. 금융기관 부실채권 및 손실 급증

자산 버블붕괴 이후 장기간에 걸쳐 지속된 경기불황과 신용경색으로 기업도산이 크게 증가함에 따라 금융부실 규모는 더욱 확대되었고, 이러한 금융기관의 부실채권 증가는 디플레이션 악순환 (Deflationary Spiral)을 통해 경기침체 및 자산가격 하락을 심화시켜 나갔던 것이다.

나. 금융기관 도산 증가

1990년대 들어 경영규모가 영세한 신용협동조합 신용금고 등 중소 금융기관을 중심으로 시작된 금융기관 파산이 1990년대 중반 이후에는 은행 증권 보험 등 전 업종으로 확산되는 등 이른바 금융시스템 위기가 발생하였는데, 1996년말 판화은행의 도산으로 대형은행 불도산 원칙(too big to fail)이 깨졌으며 1997년에는 대형 증권사 및 은행의 연이은 도산으로 2001.3월말까지 142개의 금융기관이 도산하게 되었던 것이다.

다. 실물경제 위축

자산 버블붕괴에 따른 소비위축 및 투자부진 등으로 실물경제는 1991.2월을 정점으로 급격한 하강국면에 진입하게 되었는데, 실질GDP성장률이 버블붕괴전 3.9%선에서 버블붕괴후 1.0%선으로 추락하게 되었으며, 물가상승률이 지속적으로 하락세를 지속하여 디플레이션 상태로 진입하였으며 실업률도 1990년대 초반 2.5%에서 2001년 5%까지 상승하였던 것이다.

(6) 우리나라의 IMF 외환위기

1) 개 관

1960년대 이후 지속된 경이적인 고도성장, 높은 수준의 저축 및 투자율, 두 자리 수의 수출 증가세, 정부재정의 흑자기조등 한국경제의 건실한 펀더멘털을 생각할 때 97년의 외환위기를 상상한 사람은 많지 않았던 것 같다. 그러나, 고도성장이 잉태한 구조적 모순상이 급속한 세계자본의 이동현상과 맞물리면서 한국은 전대미문의 외환위기를 경험할 수 밖에 없게 되었던 것이다.

2) 외환위기의 원인

98.4월 감사원은 "1997년 외환위기의 분석과 평가"를 통해 외환위기의 원인으로 단기채무 위주의 외채증가, 대기업부도와 금융기관의 부실, 금융기관의 외화유동성 관리소홀, 대외신인도하락, 동남아 위기에 따른 전이효과 등을 들었다. 필자는 아래에서 이를 재구성하여 상술해 보고자 한다.

가. 구조적 요인[41)]

A. 과다차입에 의존한 기업의 중복과잉투자

대내외 경영환경 변화에도 불구하고 우리기업들은 금융기관 차입에 과도하게 의존한 외형확대 위주의 팽창전략을 고수하고 있었는데, 재벌기업의 경우 자기자본 조달보다는 계열기업간 상호지급보증에 의한 외부차입 등으로 외형성장을 추구하고 특히 반도체, 자동차, 석유화학 및 철강 등 특정 산업분야에 경쟁적으로 중복과잉투자를 했던 것이다. 이 과정에서 금융기관 차입에 주로 의존함으로써 부채비율이 지나치게 높아지는 등 재무구조가 악화되었을 뿐만 아니라 설비투자자금까지 단기차입으로 조달하여 유동성리스크가 증대된 사실은 주목할만한 것이다. 이와 같은 구조적 취약성이 경기하강, 교역조건 악화, 대내외 경쟁격화 등을 계기로 표면화되면서 수익성이 급속히 악화됨에 따라 기업경영이 부실화되고 대기업의 연쇄도산 사태로 발전한 단초가 된다.

41) 김용민(2009), "IMF 외환위기 원인 및 극복과정" 연세대학교 법무대학원 금융과세론 강의교안, pp.18~22 참고 및 인용

표 1 제조업 재무구조 비교 단위 (%)

	한국(96)	미국(96)	일본(96)	대만(95)
자기자본비율[1]	24.0	39.4	34.1	53.9
부 채 비 율[2]	317.1	153.5	193.2	85.7
유 동 비 율[3]	91.9	137.9	130.0	129.4
매출액경상이익률[4]	1.0	8.3	3.4	5.1

주 : 1) 자기자본/총자본 2) 총부채/자기자본 3) 유동자산/유동부채 4) 경상이익/매출액

B. 금융시스템의 취약

금융기관의 책임경영체제가 확립되지 못한 채 사전적 여신심사 기능도 취약했다. 금융기관들이 기업의 재무상태, 수익전망 및 신규투자의 사업성 등에 대한 철저한 분석보다는 담보 또는 기업 규모에 주로 의존하는 안이한 여신관행을 지속하여 기업의 중복과잉투자 및 과도한 차입의존을 사전에 견제하지 못했던 것이다. 대기업 연쇄도산에 따른 부실채권 증대로 금융기관이 부실화됨으로써 금융시스템의 안정성이 위협을 받게 되고 대외신인도도 급락했던 것인데, 특히 대기업의 연쇄도산 과정에서 대출채권 회수와 관련한 은행권과 제2금융권간 갈등으로 인해 금융시장 혼란이 가중되었다. 또한, 금융기관들은 금융규제완화와 자본자유화를 계기로 외형확장에만 주력하고 유동성관리와 리스크관리를 등한시한 결과 경영의 안정성이 크게 저하되었을 뿐만 아니라 외화자금의 조달운용에 있어서 주로 단기로 자금을 조달하여 8~10년의 중장기 여신으로 운용하는 등 자산 · 부채 만기구조의 불일치가 심각하여 금융기관이 유동성위험에 과도하게 노출되었던 것이다.

C. 금융감독의 불철저

금융기관들은 대기업 중심의 여신제공 관행에서 자유롭지 못했는바 은행신탁계정의 경우 동일인에 대한 과도한 여신을 사전에 억제할 수 있는 제도적 장치가 미비했고, 대기업 외화표시채권의 대부분을 국내금융기관 또는 국내금융 기관의 해외점포가 인수하였으나, 이에 대한 관리 · 감독도 불충분했던 것이다. 또한, 금융의 자율화 · 개방화 추진으로 금융기관의 경영리스크가 증대되었음에도, 종금사 등 제2금융권의 경우에는 아예 건전성 감독기준의 적용을 배제하는 등 금융기관에 대한 건전성감독은 소홀히 취급했던 것이며, 유동성관리 비율, 리스크관리기준, 유가증권 등 고위험 자산에 대한 투자제한 등 각종 건전성 감독기준도 외환위기 발발 전에는 갖추지도 못했던 것이다.

D. 고성장정책의 지속과 경상수지적자의 누적

90년대 들어서도 잠재성장률을 상회하는 고성장정책이 지속됨에 따라 경상수지 적자가 누적되고 외채가 급증하였는데, 90~96년 중 누적적자 규모가 487억 달러에 달하고 특히 '96년 중에는 적자규모가 경상 GDP의 4.7% 수준으로 급증하게 된다. 이에 따라 외채규모가 급증하여 '97.9월말 기준 경상 GDP에 대한 총외채 비율이 40.7%로 상승하였을 뿐만 아니라, 외채구조면에서도 단기외채비중이 50%를 상회한 점은 외환위기의 주된 요인이라 할 것이다.

표 2 외환위기 전후의 우리나라 외채규모

	'96말	'97.9말	'97말
총 외 채	1,643	1,801	1,581
장 기	713 (43.4)	825 (45.8)	949 (60.0)
단 기	930 (56.6)	976 (54.2)	632 (40.0)
총외채/GDP (%)	33.9	40.7	35.7

주 : ( )안은 전체 중 구성비

E. 환율 절하폭 미흡

'95~96년 중 자본수지가 대폭 흑자를 나타난 데다 환율의 급변동을 완화하고 물가에의 파급효과를 최소화하는 방향으로 정책이 운용된 결과 원화의 대미달러환율이 6.6% 절하되는데 그쳐 환율조정을 통한 경상수지 개선의 메커니즘은 효율적으로 작동하지 못했던 것이다. 일본엔화는 같은 기간 중 미 달러화에 대해 13.9%나 절하된 점을 감안하면 환율 절하폭의 미흡은 우리나라 수출의 대일 경쟁력 약화를 악화시키는 결과를 초래했을 뿐이다.

나. 직접적인 요인[42)]

A. 위기대처 역량 미흡

이미 '97년 초부터 금융위기 징후가 곳곳에 포착되고 있는 상황이었으나, 한국정부는 부실

42) 전게서 pp.23~25 요약 및 정리

채권 누증 문제의 적극적인 해결, 종금사를 비롯한 부실금융기관의 조기정리 등 근본적인 금융시장 안정대책을 적기에 강구하지 못했다. 특히 기아사태의 발생과 그 해결과정은 한국정부의 의지와 역량을 의심케 하기에 충분했던 것으로 이미 이 시점에서 우리나라의 대외신인도는 회복할 수 없을 정도로 추락했던 것이다. 여기에 경제의 투명성 결여도 외국투자가들의 한국경제에 대한 불안감을 증폭시킨 요인으로 작용했는데, 설상가상 격으로 국제금융시장에서는 한국 금융기관 부실채권규모, 우리나라의 총외채규모 등과 관련한 악의적인 루머가 대대적으로 유포되면서 외화의 신규차입과 만기연장은 요원해져 가기만 했던 것이다.

B. 동남아 외환위기 확산

97년 5월 태국에서 비롯된 외환위기는 7월부터 인도네시아, 필리핀, 말레이시아 등 인접국으로 확산되면서 국제투자가들이 아시아지역에 대한 투자비중을 축소하기 시작했는데, 이같은 여파는 금융위기의 전염효과가 말한 바와 같이 우리나라로 급속히 전이되어 갔던 것이다.

C. 외국 금융기관의 집단적 자금회수

대기업의 연쇄도산으로 금융기관 경영이 크게 부실화됨에 따라 외국 금융기관들의 국내금융기관 지급능력에 대한 불안감이 증폭되어 갔는데, 외국 금융기관들은 '97년 초부터 우리나라 금융기관에 대한 단기여신한도를 감축하는 한편 대출기간도 지속적으로 단축하다가 10월말부터는 경쟁적인 자금회수[43]에 나섬으로써 우리나라 금융기관기관들은 자체적인 자금상환능력을 완전히 상실했던 것이다. 지불불능사태를 막기 위한 정부의 외화자금지원규모가 급속도로 증가하면서 외환보유액은 비례적으로 감소할 수 밖에 없었던 것이다.

3) 영 향

많은 국가들이 외환 · 금융위기에 처하게 되면 IMF자금을 선호하게 되는데, 이는 IMF자금은 대개 금리가 낮고(통상 5%내외) 상환기간도 길고(최장 5년) 금액도 거액(대개 100억불 내외)이기 때문이다. 그러나, 차입의 조건이 좋은 만큼 IMF는 강력한 구조조정프로그램을 가동해 해당국가의 출혈과 차입금의 상환을 독려했던 것이다. IMF체제 편입에 따른 한국경제

43) 우리나라 금융기관의 단기차입금 차환비율이 10월중 80% 내외에서 12월중에는 30%대로 급속히 낮아졌다.

의 거시경제학적 영향과 기업, 금융, 노동, 공공부문에 끼친 영향을 주로 구조조정 측면에서 살펴보고자 한다.

가. 거시경제학적인 측면

크게 보면 한국의 경제는 큰 폭의 마이너스 성장 후 급격한 경기 회복을 하였다고 볼 수 있다. 97년도 외환위기로 98년 큰 폭의 마이너스 경제성장을 기록한 이후 빠른 회복세를 지속하였는데 98년엔 고금리, 기업 및 금융구조조정으로 소비와 투자가 위축되어 경제성장률이 -6.7%를 기록하였고 현금흐름 개선을 위한 유휴설비 매각과 생산활동의 위축으로 98년 중 GDP의 7%인 28조원의 재고감소가 발생함으로써 마이너스 성장률에 최대 기여 요인이 되었다. 그러나, 99년 이후 민간소비의 확대와 수출의 호조로 경기가 빠른 속도로 회복되었고 99~2000년 세계경제가 아시아 외환위기 등 침체에서 벗어나 4%대의 성장률을 기록하는 호황세를 지속함에 따라 상품수출이 크게 증가하였다.

표 3 외환위기 후 경제성장율 추이 (%)

	1997년	1998년	1999년	2000년
경제성장률	5.0	-6.7	10.7	9.0
민간소비	3.5	-11.4	10.3	8.0
고정투자	-2.2	-21.2	4.1	13.5
설비투자	-8.7	-38.8	38.0	37.8
건설투자	2.3	-10.1	-10.3	-2.6
상품수출	21.5	15.9	19.0	21.0

주 : 삼성경제연구소 자료인용

1인당 국민소득은 97년 980.3만원에서 98년에는 943.1만원으로 하락했지만, 99년과 2000년에 다시 점차적으로 상승하는 추세를 보인다. 외환위기 이후 경상수지가 적자기조에서 흑자기조로 전환되었는데, 이것은 98년 경기침체에 따른 수입급감으로 경상수지는 전년의 82억 달러 적자에서 406억 달러의 흑자로 전환되었고, 99년 이후에도 정보통신, 자동차 등의 수출호조로 경상수지 흑자 기조를 지속하였기 때문에 가능하였다. 한편, 외환보유고가 97년 12월 18일 39억 달러에서 2000년 11월말 933.4억 달러로 증가함으로써 97년 말 541억 달러의 순 채무국에서 2000년 10월말 221억 달러의 순 채권국으로 전환할 수 있었다.

나. 금융 구조조정측면

IMF프로그램에 따른 금융부문의 구조조정은 크게 부실금융기관의 퇴출과 대규모 공적자금의 투입으로 요약된다. 부실금융기관의 퇴출은 98년 4월 9일 외평채의 성공적 발행으로 정책기조가 "외환유동성 확보"에서 "구조조정"으로 전환되면서 본격적으로 추진되기 시작했는데, 98년 6월, 5개 부실은행(동화, 대동, 동남, 경기, 충청)에 대한 퇴출 조치가 단행됨으로써, 금융구조조정의 핵심인 은행구조조정이 시작되었고 정부는 98년 9월 1차 금융구조조정 마무리를 선언함으로써 이후 금융구조조정은 한투, 대투 출자, 대한생명 출연, 서울보증보험 출자 등 부실 금융기관에 대한 지원위주로 진행되었다. 정부가 금융부실을 해결하기 위해 공적자금 투입과 함께 퇴출, 합병, 외자유치 등을 통해 정리한 금융기관은 모두 485개에 이르렀으며, 이는 전체 금융기관의 23.1%에 해당하는 것이었다. 또한, 정부는 금융권의 부실채권을 정리하기 위해 98년에 64조원의 공적자금을 조성하여 99년 말까지 전액 투입하였고 이중 25.3조원을 회수하여 약 18.6조원을 재투입하여 2000년 9월까지 공공자금도 27조원을 포함하여 투입된 총자금은 재투입분을 포함하여 109.6조원에 이르렀다. 그러나, 공적자금은 기업 구조조정의 부진에 따라 은행대출이 다시금 부실화되고, 투입된 공적자금의 사용을 두고 도덕적 해이가 만연하는 등 일정한 한계를 노정하기도 했었지만, 공적자금의 투입 없이 한국금융산업의 정상화는 기대할 수 없는 것이었기에 불가피한 선택이었던 것으로 생각된다.

다. 기업구조조정 측면

정부는 외환위기를 전후하여 발생한 기업부실을 정리하기 위해 98년부터 다양한 정책수단을 동원하였는데, 그 내용은 98년 6월, 55개 기업에 대해 퇴출 판정조치를 단행한 이후 기업규모별로 차등화 된 정책방향을 적용하여 5대기업집단에 대해서는 재무구조 개선약정을 중심으로 자율적인 구조조정을 촉구하고 6~64대 기업집단은 워크아웃과 자율추진 독려 정책을 병행했었다. 5대 그룹의 구조조정의 문제는 정부에서 개혁의 확산을 위해 초점을 맞추고 각 그룹의 구조조정 상황을 수시 점검한 사항으로써 98년 2월부터 분기 또는 월별로 정, 재계 간담회를 개최하여 재무구조개선약정의 이행여부를 점검하고 구조조정을 독려하였다. 대우를 제외한 4대그룹은 외자유치, 자산매각, 계열사 정리 등 다양한 구조조정 노력을 실행하여 자산매각 및 자본확충 노력의 결과, 4대 그룹의 평균 부채비율이 352%(98년말)에서 174%(99년 말)로 하락, 4대 그룹의 총 부채규모는 97년말 177.6조원에서 38조원이 감소하게 된다. 98년 3월말 현재 약 190조원에 달하던 상호 채무 보증액도 공정거래법상의 전액 해소 결정에

따라 2000년 3월말까지 모두 해소되었으며 계열사의 수도 사업구조조정을 반영하여 4대 그룹 평균 55개(98년 4월말)에서 약41개사(99년 말)로 축소하였다. 대우그룹의 도산에 이어 2000년 상반기 현대건설의 유동성 문제가 제기되면서 5대그룹 내에서도 구조조정의 성과가 차별화되기 시작한다. 구조조정에 소극적이던 대우그룹은 99년 7월에 사실상 파산 상태에 들어갔고 이후 채권단에 의해 워크아웃 대상기업으로 지정되어 매각과 사업분할이 되었고 채권단은 57.7조원의 대우그룹 채무에 대해 상환유예, 출자전환 등의 채무재조정을 실행하고 약 3.5조원의 신규여신을 지원하였으나 대우자동차는 2000년 11월 부도 처리되어 GM의 현지법인화의 길을 걸었다. 현대그룹은 외환위기 이후 사업확장에 무게를 두었으나 2000년 상반기 현대건설의 유동성이 문제가 되면서 위기론이 대두되었고 건설, 중공업, 자동차 등 3개 소그룹으로 그룹 분리 및 현대건설의 자구계획안을 마련하는 등 시장의 신뢰를 회복하기 위해 노력하였으나, 현대의 3개 그룹별 위상정립에는 큰 차이가 있는 것으로 보인다.

라. 공공 · 노동 측면

외환위기가 시작되자 극심한 경기침체로 인해 실업률은 2.5%에서 8.6%까지 급증하였다. 그 결과 외환위기 前 45만명 수준의 실업자 수도 한때 170만을 넘어섰으며 지하철 역사의 노숙자를 통해 온 국민이 심각한 실업문제를 피부로 느낄 수 있었다. 또한 처음으로 명목임금이 감소하였으며 실질임금도 9.3%나 감소하였다. 소득분배 또한 악화되어 1997년 0.283 정도였던 지니 계수가 1998년에는 0.316으로 증가하였다. 경기침체로 인해 실업률이 급증한 것도 단기적으로 어려운 사회 문제를 야기하였지만, 보다 더 심각한 문제는 1999년 이후 경기회복이 시작되면서 다른 거시경제지표는 빠른 속도로 개선되었음에도 불구하고 실업 및 소득분배 개선 속도는 상대적으로 더디었다는 사실이다. 경기회복이 지속되면서 실업률을 하락하였으나 여전히 외환위기 이전보다는 높은 수준이다. 더욱이 실업률이 회복되었다고 하더라도 장기적, 구조적 실업문제가 크게 완화된 것 같지는 않다. 우선 실업률이 하락하는 중에도 장기 실업자의 비중은 오히려 높아져 구조적 실업이 심화되었다.

1999년 말 까지 정부는 2차례 걸친 인원, 구조조정을 통해 정부부문에서 17,000명, 지방자치단체의 경우 28,000명을 감축하였다. 정부조직의 개편, 공무원교육훈련기관 통폐합, 정부 위원회 정비 등이 단행되었다. 공기업의 인력조정, 고유 핵심사업 위주로의 조직 개편 및 남해화학, 한국통신 카드 등의 19개 자회사의 민영화, 통폐합 등이 단행되어 99년 말로 32,000명의 인원이 감축되었다. 또 공기업 민영화의 추진으로 99년 말까지 국정교과서, 종

합기술금융 등 13개사에 대한 민영화가 완료되었다. 그러나 한편으로는 경제력 집중 문제, 주식시장의 침체 등으로 인해 포항제철, 한국전력, 담배인삼공사, 가스공사 등 일부 공기업의 민영화 추진이 지연되었지만, 포철과 담배인삼공사는 비교적 성공적으로 민영화일정을 소화해냈다. 규제 개혁은 광범위한 부문에 걸쳐 이루어졌으며, 98년에 1단계로 전체 규제의 47%를 폐지하고 22%를 개선하여 70%를 정비하였으며 99년에는 잔존 규제의 15.8%를 폐지 또는 개선하였다. 신설되는 모든 규제를 검토하는 규제개혁 위원회를 설립하고, 규제의 이득과 손실을 산출하기 위한 규제 영향 평가제도를 도입하였다.

(7) 서브프라임모기지 부실 위기

1) 개 관

IT 버블 붕괴이후 장기간에 걸친 금융완화정책에 따라 부동산가격이 급등하자 미 정부는 긴축정책으로 선회하면서 다시 경기가 침체하기 시작했으며, 2008.9월 리먼 브라더스사의 파산으로 본격화되면서 미국의 경기 침체는 물론 전 세계로 위기가 확산되는 등 대공황 이래 최악의 상황으로 발전하게 되었다. 2009년 세계경제 성장률은 제2차세계대전후 처음으로 마이너스 성장률을 기록할 것으로 예상하고 있으며 금융기관 손실액도 약 1조 4,547억 달러에 이를 것으로 추산되고 있다.

2) 원 인

가. 장기에 걸친 금융완화정책

2000년대 초 IT 버블 붕괴이후 경기가 침체하는 미당국은 금융완화정책을 추구하게 되었다. 페더럴펀드 금리를 2000.5월 6.5%에서 2003.6월 1%까지 인하하였으며 2004.6월까지 이 수준으로 유지했던 것이다. 이로 인해 미국의 통화량(M2) 증가수준은 명목 GDP성장률을 크게 상회하게 된다.

나. 금융기관간의 무리한 대출경쟁

미국의 금융기관들은 저금리 기조하에서의 수익확보를 위해 신용도가 낮은 저소득층에게도 무서류 (low－doc, no－doc) 대출이나 NINJA대출[44]은 물론 LTV[45]를 100%까지 인정하는 piggyback, 통상적인 대출한도를 초과하는 점보(jumbo) 대출도 적극적으로 실시했다.

다. 자산가격 급등과 급격한 긴축정책으로의 전환

장기간에 걸친 금융완화정책과 금융기관의 과도한 대출 확대로 부동산시장이 호황을 보이자 신용등급이 낮은 사람들을 위한 주택담보대출인 서브프라임 모기지 대출이 급증함에 따라 주택가격 버블이 형성되었다. 주택가격은 1997년부터 상승하기 시작하여 2006년 중반까지 190.2%가 상승했던 것이다. 주가도 2003. 2월을 저점으로 상승하기 시작하여 2007. 8월까지 80%가 넘는 상승추세를 이어 나갔던 것이다. 이와 같은 주택가격 상승과 통화량 증가에 대응하여 급격히 금융긴축[46]으로 전환하면서 주택가격 및 주가의 대폭 하락과 서브프라임 모기지 대출의 연체가 급증하기 시작했다. 결국 서브프라임모기지대출의 이자율상승과 주택가격하락은 직접적으로 서브프라임모기지대출 연체율의 충격적인 상승으로 이어졌는데, 2005년 1%대에 불과하던 연체율은 2008년 10월에는 15%를 상회하는 수준이 되고 만 것이다.

라. 금융규제 완화와 미흡한 감독체계

미국증권거래위원회(SEC)는 투자은행들의 총부채를 순자본의 15배 이내로 하는 레버리지 규제를 2004년 철폐함으로써 투자은행들은 단기금융시장에서 순자본의 20~30배에 달하는 자금을 차입하였으나, 자산유동화의 위험성과 규모를 제대로 파악하지 못하고 있었을 뿐만

44) 기준 이하 신용등급자에게 나간 주택담보대출로 no income, no job, (and) no asset을 의미한다.

45) 주택담보대출비율(LTV : loan to value ratio)이란 집을 담보로 은행에서 돈을 빌릴 때 집의 자산가치를 얼마로 보는가의 비율을 말한다. 보통 기준시가가 아닌 시가의 일정 비율로 정한다.

46) 금융긴축정책으로 선회하게 된 것은 1990년 이후 미국이 대규모 경상수지 적자가 지속되고 동 적자는 아시아와 산유국으로 부터의 자본유입으로 메워지는 이른바 세계적 불균형(global imbalance)에 따른 달러화 하락과 인플레 압력에 대응하기 위해 2004년 하반기부터 불가피하게 이자율을 인상하게 된 배경도 존재하였다.

아니라 통합감독기구 없이[47] 여러 기관에서 감독업무를 분담함으로써 감독 사각지대가 발생하는 등 리스크 관리를 위한 감독체계가 상당히 미흡했던 것으로 진단됨에 따라 선진금융의 산실로 알려진 미국의 체면은 여지없이 무너지게 되었다.

마. 가계부채 급증

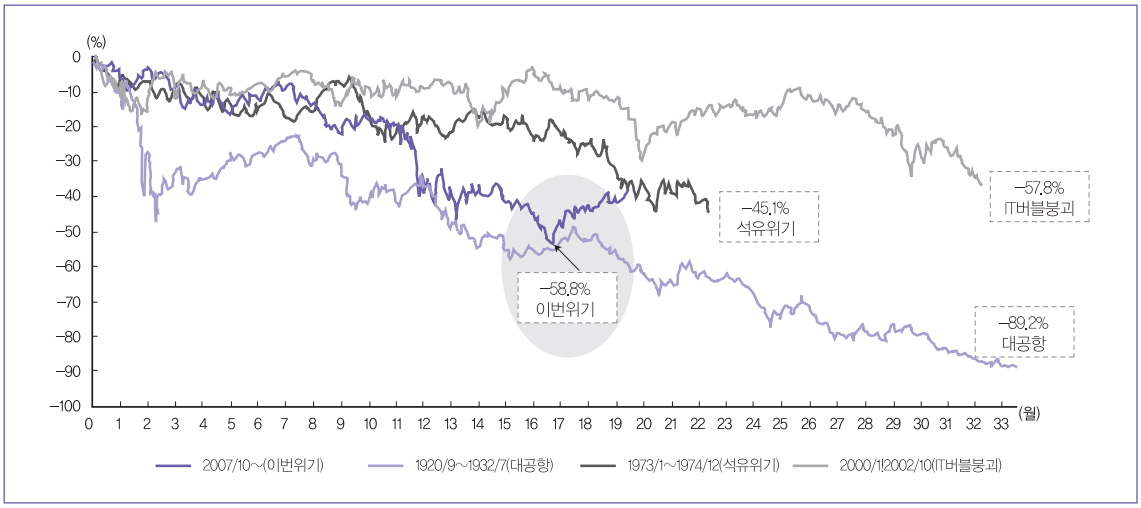
가계부채 증가는 금리상승에 따라 연체율 상승과 금융기관 부실로 이어져 금융시스템 위기를 초래하는 요인으로 작용했는데, 가계는 서브프라임 모기지 대출 차환시 주택가격의 상승에 따른 담보가치 증가분만큼 다시 차입을 확대하고 금융기관도 대출확대에 주력함으로써 가계부채는 2000년 이후 급속하게 증가되었으며, 이는 서브프라임모기지대출이 발생하게 되는 환경을 조성했던 것이다.

바. 글로벌 불균형(Global Imbalance)

90년대 말 이후 신흥국과 산유국으로부터 유입된 자금이 저금리 및 신용완화정책 등과 융합되면서 미국 주택시장에서의 버블 형성을 촉진시켰으며 2000년대 들어서는 경상수지 흑자비율 및 경상수지 적자비율이 크게 확대되기 시작하여 2007년에는 경상수지 흑자비율이 3.2%, 경상수지 적자비율은 -2.7%로 크게 확대되었던 것이다. 전세계 경상수지 적자의 약 절반을 미국이 차지하고 있으므로 세계자본의 약 절반 가량이 미국으로 흘러들어가 각종 버블 형성에 촉매제 역할을 한 셈이다.

47) 연방차원에서만 총17개 감독기관이 존재했는데, 상업은행에 대한 감독은 연방준비제도, 통화감독청, 연방예금보험공사와 각 주의 은행국 증권업은 증권거래위원회와 상품선물거래위원회가, 보험업은 연방감독기관이 없이 각 주의 보험감독국에서 감독업무를 관장하였으며, 이밖에 저축기관 패니매 등 정부보증기관 연기금 등에 대한 감독도 기관별로 다양한 감독기관이 존재하는 등 체계성 없이 필요에 따라 자연발생적으로 감독기관을 남발했던 것이다. 이 부분과 관련해서는 한국이 증권감독원,은행감독원,보험감독원등으로 분리되어 있던 금융감독기능을 IMF 체제를 맞이하여 금융감독원으로 통합시킨 선례가 시사하는 바가 적지 않다.

그림 9 주가로 본 과거침체기와의 비교



3) 영 향

가. 금융기관 부실화 및 유동성 위기 발생

증권화 상품의 디레버리지(deleverage)[48]발생으로 가격하락이 급속화되어 갔는데, 이는 2007.8월 BNP Paribas 사태[49] 이후 신용경색 우려가 확산되고 있는 가운데 대형 금융기관이 서브프라임 모기지 관련 증권화 상품의 거액손실을 계상함에 따라 동 상품의 신용도가 크게 저하된 것이 근인이 되었다. 이어 2008.1월 모노라인(monoline)[50]위기의 발발로 증권화 상품 전체로 위기가 파급되어 갔는데, 신용평가회사인 Moody's와 S&P가 모노라인에 대한 신용등급을 격하시킴으로써 크레디트 시장으로부터 자금 이탈은 물론 미국 채권의 신용평가

48) 은행의 대출자금 회수 담보가치 하락에 따른 추가담보 요구(margin calls)가 확산되면서 투자은행 헤지펀드 등 레버리지 비율이 높은 금융기관의 유동성압박이 가중되면서 다수의 금융기관이 유동성 확보를 위해 보유자산을 매각하면서 자산가격 하락폭이 확대되고 이것이 다시 담보가치를 하락시키는 악순환 발생으로 신용경색이 지속되는 현상을 의미한다.

49) 서브프라임 모기지 관련 채권투자로 손실을 입은 BNP Paribas 소속 3개 펀드가 전격적으로 환매 중단을 발표했던 것이다.

50) 채권을 발행한 기업이나 금융회사가 부실해져 돈을 제대로 갚지 못할 때, 이를 대신 지급해 주기로 보증하는 회사다. 채권시장이 발달한 미국에서는 모노라인의 채권 보증 규모만 2006년 말 기준 2조2000억 달러에 달할 정도로 활성화돼 있다. 채권 등 금융시장 관련 분야만 보증하면 모노라인(monoline), 부동산과 재해 관련 위험까지도 보증하면 멀티라인(multilines)으로 불린다.

시스템에 대한 신뢰를 급격히 저하시켰던 것이다. 서브프라임 모기지 사태 이후 미국금융기관의 손실액은 2009.5월 현재 1조 4,547억 달러에 달하여 2008. 9월의 9,400억 달러를 크게 상회하고 있다. 그러나, 보다 큰 문제는 향후 발생할 손실을 포함한 잠재적 손실액은 4조 1천억 달러[51]에 달할 것으로 추산되는 데 있는 것이다.

나. 실물경제 및 세계경제로 파급

서브프라임 모기지 사태로 발단이 된 금융위기가 전 세계로 확산되면서 세계경제는 대공황 이래 최악의 상황으로 전개되고 있는데, 2009년에는 세계대전 후 처음으로 마이너스 성장세를 기록할 것으로 예측되고 있다. 또한, 경기전망과 회복의 바로미터인 주가는 정점 대비 53.8%가 하락하여 대공황 당시 수준인 50%대에 사실상 근접하고 있다.

다. 미 달러화 위상 저하 및 기축통화 변경 논의

서브프라임 모기지 사태에서 비롯된 금융위기가 세계적으로 확산되면서 기축통화로서의 미국 달러화에 대한 국제적 위상이 크게 저하되어 세계대전 이후 미국 달러화는 기축통화로서 독보적 지위를 누려왔으나 최근 미국경제의 대외불균형이 심화되면서 기축통화 변경에 대한 논의[52]가 제기되고 있는바 비록 가까운 시일 내에 기축통화가 변경될 가능성은 낮겠지만, 세계경제는 점진적으로 미 달러화에 대한 의존도를 줄여나갈 것으로 관측되고 있어 세계경제분야에 있어서 미국의 패권적 지위는 크게 위축될 것으로 보인다.

51) IMF(2009.4), Global Financial Stability Report 참조

52) 달러화를 대체할 기축통화 후보로는 유로화와 중국의 위안화가 물망에 오르고 있는데, 이는 금년도 3월 중국 인민은행장이 IMF가 발행하는 SDR을 기축통화로 채택할 것을 제안하면서 기축통화 변경논란이 뜨거워졌는데, 실제로 SDR을 기축통화로 하자는 것보다는 미 달러화의 위상을 폄훼하여 자국통화의 기축통화채택가능성을 높이기 위한 중국의 정치책략으로 보인다.

Ⅲ. 시사점과 신용보증기금의 역할재정립방안

상기에서 살펴본 바와 같이 금융위기는 이론적으로도 그 모형이 상당히 정립되어 있을 뿐만 아니라 역사적으로 오랜 연원과 주기를 지닌 독특한 경제현상으로 이해된다. 금융위기 자체가 주기적으로 반복된다는 것을 인지하고 있으면서도 그것을 방지하지 못하는 것은 이익을 쫓는 금융의 섭리 안에 이미 금융위기가 내재하고 있기 때문인 것으로 생각된다. 그렇다면 금융위기는 피할 수 없는 것이다. 피할 수 없다면 금융위기의 피해를 최소화라도 해야 그것이 차선책이 될 수 있다. 이같은 금융위기의 최소화를 추구하는데 있어서 국내에서 가장 유용한 도구로 활용되어 온 것이 바로 신용보증제도이다. 신용보증은 외환위기를 거치면서 경기변동에 대한 조절기능을 행하여 왔다. 아래 그림 10에서 보는 바와 같이, 외환위기 당시 1997년 공적 신용보증은 92.4% 증가하였다. 외환위기를 지난 99년에는 -5.6%로 감소하는 등 경기변동을 상쇄하는 방향으로 움직여 왔다. 은행의 중소기업 대출 대비 신용보증의 비중 역시 외환위기를 맞이하여 크게 증가하였다. 1997년 14%에서 1998년 25.4%로 크게 증가하였으며 2004년 24.6%수준을 유지하였다. 이후 점차 감소하여 2007년에는 12.5%로 크게 감소하였다. 보증잔액의 GDP 대비 비율은 1997년 3.5%에서 1998년 6.82%로 크게 증가하였으며 2003년 6.23%를 유지한 후 지속적으로 감소하여 2007년에는 4.82%로 낮아졌다. 외환위기를 맞이하여 크게 증가한 후 이후에는 지속적으로 감소하는 추세를 보인 것이다[53]. 신용보증이 감소추세를 보이자마자 정부, 학계, IMF등은 일제히 신용보증기금 축소와 구조개혁을 기치로 내걸고 본격적인 기금 흔들기에 나섰던 것이다. 지난 정부의 6.23대책[54] 또한, 중소기업 지원책이나 경기변동에 대한 정부의 자신감에서부터 비롯되어 신용보증기금의 입지 및 위상 축소를 염두에 둔 것이라 하지 않을 수 없다. 이같은 사회적 기조에 따라 신보는 신·기보 업무영역특화와 보증총량의 축소를 위해 장기분할해지보증, 영업점의 리스크인수 목표제도 등을 통해 정부가 추구하는 보증잔액 축소방침에 부응코자 노력해 왔던 것이다[55]. 그러나, 정부의 거시경제운용에 있어서 위기가 닥치면 정부가 효율적으로 집행할 수 있는 정책수단은 그다지 많지 않았던 것 같다. 미국의 서브프라임모기지로부터 파생된 금융위기는 오래지 않

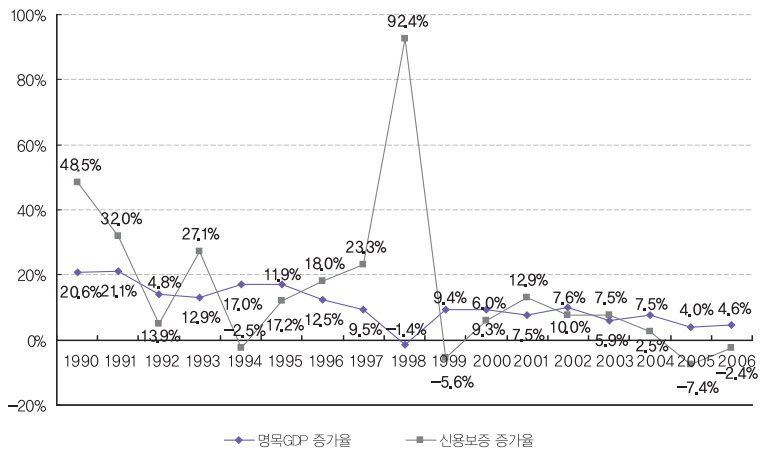
53) 김자봉, "금융위기 상황에서 공적 신용보증의 중요성과 역할", p7 참조 코딧리서치 2008년 겨울호

54) 이 대책에서는 신기보간 중복보증해소와 신기보간 업무영역특화방침을 천명하고 있는데, 기술신보는 기술혁신형기업에 대하여, 신보는 일반혁신형기업, 수출중소기업, 시설자금지원에 대하여 특화될 것을 요지로 하고 있다.

55) 이는 "제2창업을 위한 경영혁신과 미래전략(2005)"을 기본 골격으로 하고 있다.

아 실물경기 위축으로 귀결되었고, 서민과 중소기업이 느끼는 체감경기는 IMF 외환위기의 그것을 상회하는 수준이었던 것이다[56]. 정부는 이같은 상황인식하에서 적극적인 보증팽창책을 통해 금융위기극복과 경기 연착륙의 첨병으로 신용보증기금을 삼았기에 신용보증기금은 금년도 1/4분기까지 모두 11조원의 보증을 지원함으로써, 정부의 기대에 적극 부응했던 것이다. 그러나, IMF 외환위기 이후 10년의 경험에 비추어 볼 때 멀지 않은 장래보증잔액 축소 및 기관의 위상저하가 충분히 도래할 수 있음을 예견할 수 있다. 더구나, 금년도 3/4분기 들어서 각종 경기회복 조짐[57]들은 신용보증과 경기변동이 역순환관계[58]에 보다 가까운 점을 감안할 때 이같은 우려는 증폭될 수 있는 셈이다. 요약하자면 금융위기시에는 각광을 받다가 호경기로 전환되면 금융위기시 대규모보증지원이 대규모 부실로 귀결되어 정부-국민에 의한 불신이 심화되어 강력한 구조조정 요구에 직면하게 되는 것이 현재 신용보증기금을 둘러싼 대내외의 경영싸이클이라 할 수 있다. 이와 같은 금융위기의 사이클을 감안할 때 우리 신용보증기금은 아래와 같은 몇 가지 대응책을 통해 경기변동에 따른 경영위기를 타개해 볼 여지가

그림 10 신용보증과 경기변동계



56) 파이낸셜뉴스 2009. 2. 27일자 참조

57) 한국은행의 8월 제조업 업황 BSI에 따르면 올 2월 이후 8월까지 6개월 연속 증가하여 실물경기 회복은 물론, 경기회복에 대한 심리적 기대치가 커져 가고 있음을 알 수 있다.

58) 신용보증의 역할이 경기에 대해 호순환관계에 있기 보다는 역순환관계에 있어야 한다는 정책심포지엄결과(경제위기 극복을 위한 신용보증의 역할 2009.5.21)가 주목된다.

있을 지 모른다.

첫째, 보다 정교한 신용평가시스템에 기초한 보증지원이 필요할 것이다. 이미 신보는 60만개의 유효 표본수를 바탕으로 한 신용평가시스템인 CCRS를 지난 2000년 12월, 개발하여 업무에 적용하고 있을 뿐만 아니라 2008년 3월부터는 창업기업전용 신용평가시스템인 SBSS(Startup Business Scoring System) 등급체계를 출범시켜 건전보증을 위한 적지 않은 역량과 노력을 기울여왔다. 이는 모두 Credit-VaR[59]에 기반한 리스크관리 체제로서, 제도 자체로서는 상당한 신뢰성과 타당성을 지니고 있는 것으로 생각된다. 그러나, 자체적인 리스크관리 역량을 아무리 경주한다 해도 신보는 정부의 정책결정에 순응할 수 밖에 없는 준정부기관이기 때문에, 신보의 자의가 아니라 정부의 정책판단에 따라 예정된 출연금을 제대로 받지 못하는 경우에는 신보의 기본재산은 상당히 위험에 처할 수 밖에 없게 된다. 실제로 2005년 하반기에 불거진 기술신보의 유동성 위기로 인해 기금에 전입되어야 할 금융기관 출연금 2,600억원이 신용보증기금법 시행규칙 개정을 통해 전액 기술신보로 넘어가고 말았던 것이다.[60] 향후 금융위기가 주기적으로 재발한다고 가정했을 때 이와 같은 출연금 역전사태가 재발하지 않는다고 누가 장담할 수 있을 것인가? 이같은 측면에서 여타 금융기관의 위험도 함께 고려하는 새로운 신용평가시스템모델의 개발을 신중하게 검토해 볼 수 있을 것이다. 개별 리스크 측정에 널리 쓰이고 있는 현행 VaR 모형과 Risk Metrics 등의 통계적 분석기법이 오히려 전 세계를 위험에 빠뜨렸다는 의견도 존재하는 점을 고려할 때, 신종의 신용평가시스템은 우리 신보가 갖추어야 할 필수적인 제도적 틀일 수 있다. 한동안 미국 신용위기 극복의 중대한 고비가 될 것으로 언론에 의해 대대적으로 보도된 스트레스 테스트[61]도 이 같은

59) Credit-VaR시스템은 신용등급정보로부터 부도율 PD를, 대위변제 및 회수정보로부터 손실률 LGD를, 보증잔액정보로부터 EaD라는 리스크 Parameter를 추출하여 이를 통해 손실을 예상하는 시스템으로 신보 전체의 위험량 측정을 위한 과학적 Tool로 이해된다.

60) 한겨레신문 2005. 6. 22일자 생활경제면

61) 스트레스에 대한 반응을 실험을 측정하는 방법으로서 금융, 정보기술(IT), 공학 등 다양한 분야에서 사용되고 있는데, 금융 분야에서는 '금융시스템 스트레스 테스트'의 줄임말로 사용된다. 예외적이지만 일어날 가능성이 있는 시나리오를 가정하여 금융시스템이 받게 되는 잠재적 손실을 측정하고 재무 건전성을 평가하는 것이다. 1990년대에 대형 투자은행들이 경제상황이 극도로 악화될 경우에 직면하게 될 영업중단의 위험을 측정하기 위하여 활용한 것이 시초라고 알려져 있으며, 한국 금융권에는 2005년부터 본격적으로 도입되었다. 구체적인 분석기법으로는 과거의 위기상황이나 가상의 상황을 설정하여 포트폴리오의 가치변화를 평가하는 '시나리오 분석', 금리나 환율 등 하나의 리스크 요인을 일정한 수준으로 변화시켜 포트폴리오의 가치변화를 평가하는 '민감도 테스트' 등이 있다. 이러한 분석을 통하여 자산과 부채 등 재무상태를 정확히 측정함으로써 리스크 관리를 효율적으로 하고, 리스크에 대한 미래지향적 평가, 평가 모형과 과거 데이터의 한계 극복, 자기자본과 유동성 계획 수립 등에 도움을 얻는다.

신종의 신용평가시스템의 하나인 것이다. 미국 금융위기의 특징적인 현상의 하나로 지적되는 것이 바로 금융지주회사의 일각을 이루는 개별 금융회사에 닥친 뱅크런이 전체 금융그룹으로 확산된 점인데, 이 같은 현상에 충격을 받은 미국은 그동안 VaR 모형의 형식적인 보조지표 정도로 생각해 왔던 스트레스 테스트에 대한 중요성에 주목하고 있다. 또한, CoVaR) 모형[62]은 여타금융기관의 위험도 함께 고려한다는 차원에서 보증의 적정규모 유지 및 신규사업 진출, 기술신보와의 출연금 배분문제 등 신보의 현안과제에 있어서 그 효용성은 적지 않을 것으로 보인다. 반드시 스트레스 테스트나 CoVaR 모형이 아니라 해도 여타 보증기관들의 리스크를 예측하는 것은 신보에 전입되어 올 출연금 규모의 예상이나 정부, 금융기관등에 대한 출연금 협상등에 있어서 중요한 백데이타가 될 수 있다는 차원에서 복합금융리스크 관리시스템에 대한 이해와 반영이 무엇보다 중요할 것으로 판단된다

표 4 통합리스크관리와 복합금융리스크관리의 비교

구 분	통합리스크관리	복합금융리스크관리
고려대상 리스크	주로 신용, 시장, 운영, 유동성 등 계량 가능한 리스크 위주	평판, 법률리스크 및 시스템 리스크의 영향까지 포함
관리방법	개별리스크 단순 합산 (정량적 방법 사용)	위기 상황에 발생할 수 있는 2차효과까지 고려(정량 · 정성적 방법 사용)
측정방법론	VaR모형 위주	스트레스테스트, CoVaR모형 등으로 VaR 모형을 보완

주 : 원대식 · 안대원(2009), "최근의 금융위기와 복합금융리스크관리 필요성", 금융위원회

둘째, 저위험 고성장의 새로운 사업영역을 개발 · 육성해야 할 것이다. 생계형 창업보증에 대한 아픈 기억에도 불구하고, 보증시장에서의 현실적, 잠재적 경쟁자들과의 경쟁구도 및 시장포지셔닝을 고려한다면 창업보증시장은 신보에게 차세대성장에너지를 충분히 제공해 주고

62) CoVaR는 '08.9월 FRB New York의 Adrian과 프린스턴 대학의 Brunnermeier 교수가 금융기관간 위험확산 정도를 측정하기 위하여 개발한 지표로 FRB New York Staff Reports에 소개되었다. 이는 조건부 VaR로서 다른 금융기관들의 VaR 수준에서 이들이 위기를 겪을 경우 발생되는 손실로 정의된다. CoVaR와 VaR의 차이는 확산된 리스크(spillover risk)를 나타내며, 특정 금융기관이 위기를 겪을 경우 다른 금융부문으로부터 확산된 리스크에 얼마나 노출되었는지를 측정한다. VaR는 금융기관의 수익률 분포에서 꼬리부분의 리스크를 측정하는데 비하여 CoVaR는 시스템 리스크의 관점에서 금융기관들의 꼬리부분 리스크의 의존성에 관한 통계지표이다.

도 남음이 있을 것이다. 그러나, 창업보증은 그 자체로 상당한 위험을 내포하고 있다. 3-4년 이내 시장에서 퇴출되는 창업기업이 부지기수이기 때문이다. 따라서, 신보가 2008년 3월 개발,시행하고 있는 SBSS등급 체제가 갖는 의미는 리스크관리 차원에서 뿐만 아니라 차세대성장동력의 발굴이라는 측면에서 더욱 강조될 수 있다. 또한, 기업신용보험시장이 코딧에게 있어서 유일한 블루오션시장이라는 점은 이미 주장한 바가 있다[63]. 그런데, 이와 같은 신용보험사업은 작년부터 찾아든 글로벌신용위기로 인해 적어도 양적인 부분에 있어서는 팽창일로에 있다. 그러나, 이에 상응하여 부실율 및 대위변제율도 빠른 속도로 증가하고 있는데, 아직까지 재원확보 규모가 신용보증부문에 비해 턱없이 작은 신용보험사업에 있어서 부실율 증가는 사업유지 · 확대에 크나큰 걸림돌이 아닐 수 없을 것이다. 제언하건대, 보증사업부문에서 활발히 진척해 나가고 있는 출연보증의 논리를 신용보험사업에도 적용시켜야 할 것으로 본다. 출연보증의 특징은 수익자부담의 원칙인데, 매출채권보험이나 어음보험의 수익자는 중소기업체들이다. 따라서, 중소기업들로부터 신용보험사업에 필요한 재원을 출연받는 것은 전혀 이상할 게 없는 논리이다. 특히 신용보험을 이용하는 중소기업체에게 출연을 어느 정도 강제할 수 있는 방안[64]이 마련된다면 신용보험사업의 지속가능한 발전은 충분히 기대될 수 있을 것이다. 또 다른, 신보의 사업영역으로서 필자는 지난 2006년 봄, 퇴직연금 지급보증시장으로의 진출가능성을 제안[65]한 바 있다. 2005년 12월 첫 도입된 퇴직연금제도는 연봉제가 확산되어 가는 한국적 급여현실하에서 퇴직금제도를 대체할 적응력 높은 대안수단으로서, 급속히 자리를 잡아가고 있다. 이와 같은 퇴직연금제도의 발전에도 불구하고, 아직까지 퇴직연금 지급보증에 대한 논의는 지지부진한 듯이 보인다. 아무도 선점치 않고 있고, 선점할 생각을 못하고 있는 퇴직연금 지급보증을 신보가 먼저 하겠다고 나서는 것은 그 성공여부는 차치더라도 그 시도 자체가 신보의 차세대성장동력을 발굴키 위한 의미 있는 노력의 일환이 아닐 수 없을 것이다.

셋째, 정부의존도 완화를 위한 제3의 출연자원을 모색해야할 것이다. 출연금 문제가 신보

63) 서호준 "가치사슬 구축을 통한 코딧 신용보증기금의 차별화 우위창출방안연구" pp63~69 창립32주년 직원 현상논문 공모 당선작

64) 보증부 대출을 이용할 때 은행들은 대출이율에 보증기금 출연료를 부가하고 있다. 신보도 신용보험을 이용하는 중소기업에 대해 보험료 이외의 출연료를 추가적으로 징구하는 방안을 검토할 수 있을 것이며, 대위변제금액의 절대치를 낮추기 위해 부보율이 떨어뜨리는 방법도 고려될 수 있을 것이다.

65) 성동환,서호준 "기업 출연유인을 통한 퇴직연금 지급보증시장으로의 진출방안 연구" 2006,6 창립 30주년 직원 현상논문공모 당선작

의 기본재산을 위협할 수 있음은 상기에서 언급한 바와 같다. 신보에 보증재원을 출연하는 정부, 금융기관, 중소기업 등은 모두 신보의 고객이 될 수 있다[66]. 현재 신보가 추진하고 있는 각종 CS활동은 신보 업무 전 영역에 걸쳐 광범위하게 진척되어 왔으며 이와 관련하여 적지 않은 결과물을 얻기도 했다[67]. 그러나, 이같은 활동들은 신보의 고객들 중 주로 중소기업에 포커싱한 결과물이었기 때문에 신보의 다른 고객들인 정부와 금융기관이 얼마나 신보의 역할에 대해 만족하고 있는 지는 의문스럽다. 그러나, 기본적으로 정부는 최소의 비용으로 최량의 효과를 추구하고자 하는 행정의 효율성에 입각하고 있기 때문에 평균적인 공기업보다 다소 높은 임금수준, 천문학적인 누적대위변제금등은 신보가 정부라는 고객을 감동시키기에는 무리가 있어 보인다. 그러나, 금융기관은 상황이 다소 다르다. 정부출연의 한계를 극복하기 위해 재원의 상당부분을 금융기관으로부터 조달받는 입장이므로 금융기관 역시 정부와 동렬의 업무 위임자로 볼 수도 있겠지만, 동시에 금융기관들은 양질[68]의 담보수단(신용보증서)을 제공받는 입장에 있는 고객이기도 한 것이다. 담보수단을 제공받는다는 것은 향후 특정한 사유를 만족시켰을 경우에는 언제든지 대신 갚아달라는 청구를 할 수 있음을 뜻하며 신속한 대위변제는 출연금을 내는 내부고객의 차원을 넘어서 양질의 보증 사후서비스를 제공한다는 측면에서 상품가치가 대단히 높은 것으로 이해할 수 있다. 특히 바젤Ⅱ협약에 따른다해도 신용보증서의 위험가중치는 0%라는 점을 감안하면 신용위험의 중요성이 강조되는 현시점에 있어서도 신용보증부 대출은 양호한 자기자본비율을 유지할 수 있는 좋은 수단이 될 수 있는 것이다. 또한, 경기침체에 따른 부동산담보의 현금화기간(통상 1년정도 소요) 및 평균낙찰가율이 80%에도 이르지 못하는 현상황[69]을 감안하면 3개월 정도면 대위변제가 가능한 대체재인 신용보증서는 금융기관의 리스크관리와 운용 차원에서도 상당한 메리트를 갖고 있음에 틀림없다. 금융기관들은 작년부터 신용보증의 효용성에 대해 다시 눈을 떠서 금년도 상반기부터는 금융기관출연협약보증이 봇물을 이루고 있는 형국이다. 금융기관 출연은 신용보증기금 관계

66) 서호준 "가치사슬 구축을 통한 코딧 신용보증기금의 차별화 우위창출방안연구" pp42~46 창립32주년 직원 현상논문 공모 당선작

67) 2007년도 준정부기관 고객만족도 평가에 있어서 86.9점을 취득하여 12개 연기금운용 유형기관 중 1위를 차지했고, '07년 공공기관 혁신우수사례 고객서비스부문 대통령상을 수상하기도 했는데, 이는 248개 공공기관 중 1위의 성과였다.

68) 구BIS 협약에 따르면 보증부대출 중 코딧이 보증한 부분에 대해서는 10%의 위험가중치가 부여되지만, 신BIS 협약에 따르면 신용보증 부문은 0%의 위험가중치가 부여되고, 표준법, 기본내부등급법, 고급내부등급법에 따라 신용리스크 위험가중치가 별도로 산정된다.

69) 2008. 11. 7일자 파이낸셜뉴스 인터넷판 참조

법령에 따른 강제적인 것이 아니라 신보-금융기관 간의 협약에 따른 자발적인 것으로서 앞으로도 확대 · 강화시켜 나가야함은 물론이다. 금융기관 출연협약보증 뿐만 아니라 대기업 상생협력보증도 금년도 상반기에 가시적인 성과가 뚜렷하다. 제언하건대, 상기에서 신용보험의 재원확충을 위해 중소기업들은 보증료 이외에 추가 출연급부를 해야한다고 언급한 사실이 있는데, 보증재원 확충에 있어서도 마찬가지이다. 출연을 보증료의 일종으로 생각한다면, 부담해야만 하는 보증료 수준이 높아지기 때문에 보증서의 상품성을 크게 떨어뜨릴 수 밖에 없겠지만, 각종 한도등으로 인해 추가적인 보증공급을 받을 수 없는 중소기업이 만일 천만원을 출연하고 그 대략 10배인 1억원의 신용보증서를 발급받아 가는 것[70]은 자유시장경제질서에 따라 수요,공급곡선이 상향조정되는 것으로서, 하등 문제시할 필요는 없을 것으로 판단된다.

Ⅳ. 결 론

따지고 보면 "금융위기"론에 대한 인식이 피상적이고서는 정책금융기관에 다니며 국가경제에 기여한다고 감히 자부하는 것은 낯간지러운 일이 아닐 수 없을 것이다. 그 어떠한 경제현상보다도 독특하며, 그 어떠한 이슈보다도 그 파장이 가파르기에, 금융위기자체가 가진 학문적 매력 또한, 대단한 것이겠지만, 무엇보다 금융위기를 살펴보고 싶은 충동에 사로잡힌 것은 금융위기 때마다 우리 신보가 감당해왔던 역사적 소명이 너무나 크고 힘들었기 때문일 것이다. 반추해보건대 신보는 그 태생부터가 경제위기와 연관되어 있었던 것 같다. 70년대 오일쇼크의 파고를 넘고자 했던 의도는 신보를 태동케 했던 원동력이 되었고, IMF 외환위기는 신보자체의 경영위기를 초래했음은 물론, 생계형 창업보증이라는 전대미문의 새로운 보증분야에 발을 들여 놓게 되었으며, 최근의 미국발 금융위기는 신보에게 위기극복의 첨병이라는 이미지를 정부는 물론, 일반인들에게도 각인시키고 있는 것이다. "과유불급"이라는 말이 있는 것처럼 올 상반기에 대규모로 공급된 보증은 언젠가는 신보에 부메랑이 되어 돌아 올 수 있다. 본고는 금융위기시대를 맞이하여 더 이상 부메랑효과의 희생자가 되어서는 안 되겠다는 소박한 신념에서 신보가 새롭게 정립해야만 할 역할이 무엇인지에 대해 탐색적 · 시론적으로 접근했을 뿐이며, 필자가 상기에서 언급한 정교한 신용평가시스템의 구축, 저위험 · 고성장 시장으로의 진출, 제3의 출연자원 모색등은 이미 신보 안팎에서 주장되어 오던 것들을 나름대로의 논리로 조합 · 재구성한 것에 지나지 않는 졸견임을 밝히고자 한다. 그러나, 불확실

70) 물론 한계기업에 의한 모럴 헤저드적인 출연을 방지하기 위한 제도적 예방장치의 존재가 선결조건일 것이다.

성의 시대를 살아가는데 필요한 생존의 가이드라인은 개개인 차원에만 국한되는 것은 아닐 것이므로, 향후에도 신보의 생존법칙을 찾아내고자 하는 선배후학들의 치열한 연구노력을 기대해 본다.

참고문헌

- 강점(1999), "우리나라 금융위기의 원인에 대한 분석", 고려대학교 경제학과 석사학위논문
- 김권식(1999), "한국외환시장의 구조적 충격과 외환위기", 한양대학교 대학원 석사학위논문
- 김용덕(2007), "아시아 외환위기와 신국제금융체제". 박영사, p.23
- 김자봉(2008), "금융위기 상황에서 공적 신용보증의 중요성과 역할", 코딧리서치, 2008년 겨울호, p.7
- 박원암(1999), "아시아외환위기의 전염효과", 동북아연구, vol.3, p.130
- 서호준 · 성동환(2006), "기업 출연유인을 통한 퇴직연금 지급보증시장으로의 진출방안 연구", 신용보증기금 창립 30주년 직원 현상논문공모 가작 당선작
- 서호준(2008), "가치사슬 구축을 통한 코딧 신용보증기금의 차별화 우위 창출방안 연구", 신용보증기금 창립 32주년 직원 현상논문공모 가작 당선작
- 오트곤 바트(2008), "외환위기의 원인과 금융산업의 구조조정에 관한 연구", 순천대학교 대학원 석사학위논문
- 원대식 · 안대원(2009), "최근의 금융위기와 복합금융리스크관리 필요성", 금융위원회
- 유창근(1999), "아시아 금융위기의 원인과 교훈", 영산논총, vol.3, p.108
- 정기춘(2006), "중국의 금융위기 발생가능성에 관한 연구". 중앙대 대학원 박사학위논문
- 정후식(2009), "대공황 이후 주요 금융위기 비교", 한국은행 조사연구, 2009-8, 한국은행
- 정후식(2008), "미국 서브프라임 모기지사태와 일본장기불황과의 비교". 한국은행 조사연구, 2008-8, 한국은행
- 조익연(1999), "통화위기의 원인에 대한 연구", 연세대 대학원 석사학위논문
- 현영진(1998), "외환위기 이론과 최근의 한국위기". 서울대학교 경제학부 석사학위논문
- 황윤경(1999), "자기실현적 기대이론과 한국외환위기의 원인분석", 숙명여대 대학원 석사학위논문
- Charles P. Kindleberger, Robert Aliber, Robert Solow(2005), "Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises", Wiley Investment lassics

- Frankel A. Jeffrey and Andrew K. Rose(1996), "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", International Finance Discussion Papers, No.534, Board of Governors of the FRS, http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/534/ifdp534.pdf, pp.351~366
- Flood and P. Garber(1984), "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples," Journal of International Economics, 17
- Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhert(1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems", The American Economic Review, Vol.89
- Goldfajn, I. and R. Valdes(1997), "Capital Flows and the Twin Crises: the Role of Liquidity," IMF Working Paper, No.87, pp.4~30
- IMF(2009), Global Financial Stability Report
- Masson, Paul(1998), "Contagion: Monsoonal Effects, Spilovers, and Jumps between Mutiple Equilibria." IMF Working Paper, 98/142
- Maurice Obstfeld(1986), "Rational and Self-fulfilling Balance-of-payments Crises," American Economic Review, 76, pp.72~81
- Maurice Obstfeld(1997), "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features", NBER Working Paper, No.5285, http://papers.nber.org/papers/W5285, pp.11~13
- Paul Krugman(1979), "A model of Balance-of-payments Crisis.", Journal of Money, Credit and Banking
- Paul Krugman(1998), "Currency crises", MIT Department of Economics, http://web.mit.edu/
- Radelet, Steven and Jefrey Sachs(1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", Brookings papers on Economic Activity
- Robert P.Flood and Nancy Marion(1998), "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", NBER Working Paper, No.6380, http://papers.nber.org/ papers/W6380
- S. Salant W. and Dale D. Henderson(1978), "Market, Anticipation of Government Policy and the Price of Gold," Journal of Political Economy, Vol.86