

經濟危機의 原因과 金融構造 分析*

金 東 源**

논 문 초 록 :

외환위기의 원인은 한국 경제의 구조적 문제를 필요조건으로, 동남아 통화위기의 충격과 정부의 실책을 충분조건으로 하여 발생한 것으로 분석된다. 특히 외환위기 이전에 이미 구조적인 문제로 인하여 대기업 도산과 이에 따른 신용불안이 증대하고 있었으며, 외환위기는 구조적인 문제를 총체적 경제위기로 확산시키는 계기로 작용하였다. 본 논문은 구조적인 문제를 30대 대기업집단의 재무행태 분석을 통한 미시적인 접근과 금융구조적 접근을 통해 규명하였다. 이러한 위기원인 분석은 경제위기 극복에 대하여 고통의 최소화보다는 구조개혁의 극대화를 우선하는 정책이 필요함을 시사한다. 특히 본 논문은 금융구조의 정상화와 체계적 안정성 확보의 중요성을 지적하고 있으며, 금융기관의 특성에 따른 정보생산과 감시기능이 다원적인 계층구조를 확보하도록 제도적으로 촉진하는 것이 필요함을 제시하였다.

핵심주제어: 외환위기, 경제위기, 금융구조
경제학문헌목록 주제분류: E0

I. 머리말

경제개발 이래 35년간 ‘한강의 기적’을 이룩했던 한국 경제는 불과 지난 수개월간에 外換危機의 발발과 연이어 총체적인 經濟危機로 추락하고 있다(표 4 참조). 어떻게 이러한 급격한 경제상태의 변화가 일어날 수 있는가?

외환위기는 그동안 우리 나라 금융기관과 기업에게 자금을 공급해 왔던 외국

* 本稿는 한국경제학회 정책심포지엄(1998. 3.25.)에서 발표된 논문을 수정·보완한 것으로, 심포지엄에서 토론해 주신 金慶洙 교수(성균관대)와 申璋燮 박사(매일경제신문), 익명의 두 분 심사위원의 유익한 논평에 감사드린다. 본고의 일부(제III절)는 韓國銀行 調査 1部 외부용역 보고서로 필자가 작성한 “金融危機의 原因: 金融構造論的 接近”의 일부를 수정한 것임을 밝혀 두며, 연구를 지원해 준 한국은행에 감사드린다.

** 수원대학교 경제학과 부교수.

금융기관들이 차환을 일제히 거부함으로써 유발되었다. 그렇다면 그동안 한국을 신뢰할만한 차입자로 평가하고 막대한 외환을 공급해 왔던 외국금융기관들이 어떠한 이유에서 일시에, 그것도 일제히 한국에 대한 자금공급을 거절했는가? 또한 외환유동성의 부족이 정상적으로 운영되고 있던 경제를 어떻게 일시에 대량의 기업도산과 실업사태로 몰아 갈 수 있는가? 아니면 외환유동성 부족문제를 해결하기 위해 받아들였던 IMF 긴급자금지원협약이 외환위기를 경제위기로까지 심화시키고 있는가? 외환위기와 경제위기는 불가항력적인 충격이었는가?

본고의 목적은 외환위기가 발생한 원인에 대한 그간의 논의를 정리하고, 외환위기와 이후 외환위기가 경제위기로 악화된 구조적인 원인을 미시적으로 접근하여 대기업의 재무행태와 금융구조 분석을 통해 설명하는 데 있다. 제Ⅱ절에서는 외환위기의 원인에 대한 그간의 논의를 정리해 보고, 제Ⅲ절에서는 외환위기의 원인과 이후 외환위기가 경제위기로 악화된 구조적인 원인을 구체적으로 대기업의 재무행태와 금융구조 분석을 통해 설명하고자 한다. 제Ⅳ절에서는 위기의 원인 검토에서 시사된 위기해결의 정책방향을 제시하고 제Ⅴ절에서 결론을 맺고자 한다.

Ⅱ. 외환위기의 원인: 세 가지 설명

그동안 외환위기의 원인에 대하여 제기된 설명들은 대체로 다음 세 가지 가설(충격론, 정부실책론, 구조론)로 구분해 볼 수 있다.

1. 충격론

외환위기의 원인에 대하여 가장 일반적으로 지적되는 설명은 동남아시아 국가들의 외환위기로 인한 국제금융시장의 불안정성이 한국에 外生的 衝擊을 미침으로써 외환위기를 가져왔다는 주장이다. 이 주장은 다음 세 가지 점에서 주목된다. 첫째, 충격론은 한국 경제의 구조적 문제에 초점을 두기보다는 외국금융기관들이 단기외채에 대한 借換을 거부함으로써 발생한 외환유동성 부족이 외환위기를 가져왔다는 주장이다(Sachs¹⁾, 崔昌圭²⁾). 둘째, 충격론은 외환위기가 진행되는 동

1) Jeffrey Sachs(1997).

2) 崔昌圭(1998). Ⅱ. 이 논문은 자기실현적 투기공격에 의하여 외환위기가 진행된 과정을 상술하고 있다.

안 정부가 주장해 왔던 '경제기반 건실론'과 상당 부분 일치하는 것으로, 외채구조와 거시경제운동을 적절히 조정했다라면 해결가능한 위기였으며, 오히려 IMF의 무리한 구조조정 요구가 외환위기를 경제위기로 악화시켰다는 주장이다(Feldstein³⁾). 셋째, 한국 경제가 구조적인 문제를 가지고 있었으나, 급격한 외환위기 자체는 예측할 수 없었다는 점에서 '날벼락론'을 제기하는 주장도 있다(李英燮·李種郁).⁴⁾

충격론의 기본적인 근거는 동남아 국가들의 경우 과다차입 위험 등 통화위기 발생위험에 대한 상당한 경고와 논의가⁵⁾ 사전에 있었던 반면에, 우리 나라의 경우는 국제적으로는 거의 예고되지 않았다는 점에 있다. 경상수지 적자의 대 GDP 비율이 1995년 2.0%에서 1996년 4.7%로 증가하였으나, 경험적으로 이 비율이 8-10%에서 통화위기가 발생하는 점에 비추어 볼 때 경상수지 적자를 외환위기의 원인으로 보기는 어렵다. 다른 외채관련지표들도 한국이 외환위기를 직면하고 있다고 할 만한 증거는 보이지 않는다(〈표 1〉 참조). IMF, IBRD, 국제적 신용평가기관 어느 기관도 11월 이전에 한국의 위기 발생위험을 경고한 흔적은 없다. IMF는 태국의 통화위기 발생 직후 다음 후보국을 검토했으나, 한국은 대상국으로 포함조차 되지 않았으며,⁶⁾ 9월 하순 홍콩에서 열린 총회에서 IMF는 한국 경제의 건전성을 신뢰하는 입장을 보였다. 국제신용사정기관도 10월 24일(S&P)에 이르러서야 한국의 신용등급을 낮추기 시작하였다.

외국금융기관들은 차환을 거부하고 자금회수 이유로 한국 경제가 안고 있는 여러 가지 구조적 문제들을 제기하였다. 그러나 국제금융시장이 지적하는 한국 기업의 과다차입행태나 기업과 금융기관의 투명성 부족, 금융시스템의 문제 등은 한국 경제의 고질적인 문제로 그들이 한국의 금융기관과 기업에 자금을 공급할 때도 이미 알고 있는 문제였으며, 따라서 이런 이유만으로 새삼스럽게 한국을 급속하게 외환위기로 몰고갔다는 것은 설득력이 부족하다.

외국금융기관들이 제기하고 있는 이유보다는 동남아 통화위기의 충격이 한국에 轉移(contagion effect)됨으로써 외환위기가 발생하였다는 주장은 보다 설득력

3) Martin Feldstein(1998).

4) 李英燮·李種郁(1998). 이 논문은 외환위기를 예측할 수 없었다는 점에서 충격을 증시한 것이며, 위기의 원인으로는 구조적 여건악화와 충격 및 초기 정책대응 실패의 세 가지 요인을 모두 지적하였다.

5) 대표적으로 Ronald I. McKinnon and Huw Pill(1996), Yung Chul Park(1996).

6) Financial Times(1998).

을 가지고 있다. 실제 1997년 7월 동남아 통화위기가 발생하고 나서 홍콩과 싱가포르의 국제금융시장이 경색됨에 따라 8월부터 우리 나라 종금사들은 단기외자의 차환에 어려움을 겪기 시작했으며, 특히 10월 23일 홍콩시장의 붕락 이후 우리 나라의 외환위기는 가속화되었다.⁷⁾ 이러한 충격의 전이경로는 주로 시장에 대한 대부자들의 태도변화로 설명된다. 1997년 6월 말 현재 G-10 국가은행들의 해외대출 중⁸⁾ 14.9%의 비중을 차지하고 있는 태국·인도네시아·말레이시아 지역에서 통화위기가 발생함에 따라 이 은행들은 아시아지역 대출의 위험을 축소하기 위해 이 지역에 대한 자금운용비중(아시아, 36.9%)을 급속히 낮추기 시작했고, 이러한 자산조정과정에서 9.4%를 차지하는 한국에 대해서도 자금회수 압력이 가해졌다. 특히 외국금융기관들의 자산조정과정에서 한국이 자금회수대상국으로 지목된 이유는 한국 금융기관과 기업들의 투명성 부족으로 설명되고 있다 (Dornbush⁹⁾).

충격론에서 주목되는 점은 충격론은 외생적 충격을 가져오는 통화위기 전이현상의 근본원인을 개도국들에 대한 선진국들의 무리한 자본자유화 압력에 의하여 진행된 금융의 범세계화와¹⁰⁾ 이러한 금융여건을 이용한 헤지펀드(hedge funds)들의 투기적 자본이동¹¹⁾ 때문이라는 주장과 견해를 일치한다는 점이다. 통화위기

7) Park(1998, pp. 47-48)은 1997년 7월 1일에서 1998년 2월 5일간 한국의 종합주가지수와 홍콩 Hanseng지수의 일별 자료를 이용하여 인과관계를 검증(Granger-causality test)한 결과, 홍콩 증시가 서울 증시에 뚜렷한 영향을 미친 것으로 나타났음을 보였다.

8) BIS, "The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending"(1998. 1.); 한국은행, "주요국 은행의 해외대출 동향", 조사 1부 업무참고자료 98-1, 1998. 1.

9) Dornbusch는 자금공급자들이 모두 자금을 공급하려 할 때는 차입자의 투명성이 문제되지 않으나, 자금공급자들이 어떤 충격에 의하여 대출자산의 가치를 의심하게 되면 투명성 부족으로 인하여 자산가치가 불확실한 대출부터 회수하려 하며, 이러한 자금공급자의 태도는 급속하게 다른 공급자에게도 확산된다고 설명하였다(Rudiger Dornbusch(1997)).

10) 대표적으로 Jeffrey Sachs와 Joseph Stiglitz는 아시아 통화위기의 원인을 Paul Krugman이 주장하는 아시아 자본주의의 구조적 문제보다는 일종의 금융공황(financial panic)의 요소가 강하다고 보고 있으며("TOWARDS A NEW FINANCIAL SYSTEM", *The Economist*, April 11th, 1998), 특히 Jeffrey Sachs는 다음과 같이 적나라하게 지적하였다. "Almost all observers now concede that premature liberalisation of capital markets(often pushed by the IMF itself) was one cause of the current crisis. It was financial-market 'reform' that allowed Thai and South Korean Banks to tap into short-term international loans in the early 1990s, thereby young investors who were happy to be in Bangkok and Seoul for the first time. Hundreds of billions of dollars of loans flooded in. Now, the panicked flight of such loans is the root of the emerging-markets debacle." ("GLOBAL CAPITALISM", *The Economist*, September 12th, 1998).

11) 대표적으로 말레이시아의 Mahathir 총리는 국제헤지펀드들을 'highwaymen of the global

〈표 1〉 우리 나라 외채관련 비율

(단위: %)

	1985	1995	1996	96개도 국평균	멕시코 (1995)	브라질 (1995)	아르헨티나 (1995)
총외채/경상GNP ¹⁾	51.4	17.3	21.8	37.0	69.9	24.0	33.1
총외채/경상외환수입액 ²⁾	141.2	51.2	65.8	146.2	24.2	37.9	34.7
외채원리금/경상외환수입액	21.7	5.4	6.7	16.4	24.2	37.9	34.7
외채이자/경상외환수입액	11.1	2.5	2.7	6.8	11.4	18.9	19.2

주: 1) 세계은행 경제무국기준: 48 미만.

2) 세계은행 경제무국기준: 132 미만.

자료: 한국은행, "우리 나라의 외채현황", 『한은정보』, 1997. 4 참조.

가 동남아시아에서 한국으로, 다시 러시아와 브라질로 확산됨에 따라 금융의 범세계화의 문제점에 대한 비난의 소리가 높아지고 있으며, 세계적 국제금융규제기구의 창설과 IMF 개편론마저도¹²⁾ 대두되고 있다. 제2차 세계대전 후 50년을 지속해 온 IMF중심의 국제금융시스템이 세계적인 금융통합이 이루어진 여건하에서 더 이상 적합하지 않다는 점에 대해서는 대체로 합의를 이루어 가고 있다. 그러나 최근의 실증연구¹³⁾ 결과들은 헤징펀드들의 투기적인 활동이 아시아의 통화위기를 가져왔다는 증거가 없는 것으로 보고하고 있다. 따라서 자본시장 개방과 금융의 세계적 통합에 의한 국제금융시장의 내재적인 불안정요소가 우리 나라의 외환위기를 가져온 원인의 하나라고는 하겠으나, 그것이 직접적으로 외환위기를 가져왔다고는 보기 어렵다.

2. 정부실책론

충격론이 외환위기를 정부가 예상하기 어려웠다는 점에 근거하고 있는 반면에 정부실책론은 정부가 위기의 가능성을 예상했음에도 불구하고 부적절한 정책대응의 결과로 사태를 악화시켰으로써 외환위기를 초래하였다는 점에 중점을 두는

economy(세계경제의 '날강도들')이라고 비난하였다("A hitchhiker's guide to hedge funds", Economics Focus, *The Economist*, June 12th, 1998.).

12) Stanley Fischer(1998).

13) Barry Eichengreen and Donald Mathieson(1998); Stephen J. Brown, William N. Goetzmann and James Park(1998).

주장이다. 실제 정부는 작년 초부터 내부적으로는 외환위기를 우려하고 있었으며,¹⁴⁾ 동남아 통화위기가 발생하기 이전에 공개적으로 구체적인 위기발생 위험을 경고한 事例도¹⁵⁾ 있다.

정부는 1994년 외환자유화조치 이후 자유화가 초래할 수 있는 위험에 대응하는 금융기관 감독을 소홀히 하였으며, 1995-1996년에 단기금융위주로 왜곡된 금융구조의 심화를 정책적으로 촉진하였으며, 1997년에는 기아그룹 부도문제를 둘러싼 정책의 혼선, 금융감독기구 통합법 처리와 관련된 한국은행과의 갈등, 제일은행과 서울은행의 출자로 인한 외국금융기관들의 신뢰상실, 환율고수를 위한 외환시장 개입 등으로 위기에 효과적으로 대처하지 못했다. 특히 정부는 위기대응 과정에서 보다 심각한 실책을 보였다. 작년 11월 이후 이미 자력에 의한 대응능력을 상실하였음에도 불구하고 IMF와의 협상을 기피하고 실효성 없는 환율방어에 집착하여 보유외환을 낭비함으로써¹⁶⁾ 결국 금융기관들이 채무이행 불능상태에 빠져 협상력마저 상실한 상태에서 IMF와 긴급자금지원협약을 체결하게 되었다.¹⁷⁾ 이러한 정부의 실책은 외국금융기관의 차환거부충격이 외환위기로 악화되는 데 결정적인 기여를 하였을 뿐만 아니라, IMF 긴급자금지원 협약에 IMF의 일방적인 구조조정 프로그램을 받아들일 수밖에 없는 결과를 초래함으로써 이후 외환위기가 경제위기로 발전하게 하는데도 중요한 요인을 조성한 것으로 평가된다. 이러한 정부의 실책(이하 '정부실책론')으로 인하여 사태를 조기에 진화하지 못하고 외환위기를 초래하였다는 지적은 言論, 監査院의 외환위기 감사결과, 世界銀行의 보고서에서 공통적으로 나타났다.

정부실책론에서 제기되는 의문은 정부가 외화차입의 애로 등 사태악화의 심각

14) 강경식 전부총리는 1997년 3월 취임 직후 외환위기의 가능성을 파악했으며(매일경제, 1998년 2월 4일자), 외환대책을 지시한 것으로 나타났다(동아일보, '지상 경제청문회', 1998년 2월 5일자).

15) 한국금융연구원(1997. 3). 또 1997년 3월 24자 동아일보에 보도되었음.

16) 1998년 8-11월간 한국은행은 원화 가치 안정을 위해 현물시장에 120억 달러, 선물시장에 70억 달러를 매각하였다(자료: 한국은행; Park(1998, p. 37)).

17) 외환위기에 대한 정부의 대응에서 우리 나라와 멕시코(1982년)는 현저한 차이를 보인다. 우리 나라는 외환사정이 극도로 악화된 작년 11월에도 IMF 긴급자금지원 요청을 기피하였을 뿐만 아니라 최악의 상태에 몰려서도 오히려 IMF와 미국의 설득에 의해 IMF 긴급자금지원을 받아들였으며, 이후에 채권은행단과 만기조정협상에 들어갔다. 반면에 1982년 멕시코는 정부주도로 채무조정협상(debt rescheduling proposal)에 대비한 대책팀을 구성하여 수개월 간 준비 후 IMF와 협상을 시도하였으나, 협상이 난항을 보임에 따라 은행들과 직접 협상을 시도하여 그해 12월 타결되었다. 멕시코의 협상결과는 우리 나라의 뉴욕협상 타결내용과 거의 유사하다.

성을 인식하고 있었음에도 불구하고 위기대처에 실패한 이유는 무엇인가 하는 점이다. 姜慶植 前부총리는 그 이유로 위기를 예방할 수 있다는 政策過信¹⁸⁾ 정치권의 비협조, 韓銀과의 갈등¹⁹⁾에 의한 금융개혁법의 처리지연 등을 지적하였다. 정책실패의 다른 요인으로는 국제금융시장의 행태에 대한 몰이해, 萬弗 국민소득에 대한 정치적 고려, 미국과 일본에 대한 협조기대 등을 지적할 수 있다. 이러한 여러 가지 요인 중에서도 정부와 한국은행이 위기발생위험을 감지하고 있었음에도 불구하고 적절한 정책대응에 실패했던 결정적인 이유는 10월 하순에서 12월 3일 IMF 협약까지 기간과 같은 사태의 급속한 악화를 예상하지 못했으며, 美國과 日本 정부의 지원을 過信하여²⁰⁾ 위기수습을 낙관했기 때문으로 평가된다.

3. 구조론

구조론은 외환위기의 원인이 외생적인 충격보다는 국내의 구조적 요인에 있다는 주장이다(김인호²¹⁾; 정운찬²²⁾; IMF; Krugman, 1998²³⁾). 앞에서 살펴본 衝擊論은 만약 동남아의 통화위기가 발생하지 않았다면 우리 나라의 외환위기는 발생하지 않았을 것임을 시사하는 반면에, 구조론은 동남아의 통화위기가 없었더라도 외환위기가 발생했을 가능성이 매우 높았다고 보는 입장이다. 또한 구조론은 외환위기가 단순한 외환유동성의 부족문제가 아니라 한국 경제의 구조적인 문제가 초래하였다고 보는 견해이다. 즉, 구조론은 한보사태와 7월 기아그룹의 부도로 인하여 이미 한국의 대기업과 금융기관에 대한 국제금융시장의 불안감이 증

18) 정부가 외환위기의 위험을 공개하고 정치권을 설득하여 신속하게 금융개혁을 추진하였다면, 외환시장의 일시적인 혼란을 겪었을 것이나, 외국금융기관들의 신뢰를 회복하여 외환위기가 예방될 수도 있었을 것이다.

19) 재경원과 한국은행이 금융감독법과 한은법을 둘러 싸고 소모하였던 정책역량의 절반만큼이라도 외환위기를 예방하는데 투입했다면 외환위기의 양상은 달라질 수도 있었을 것이다.

20) 金仁浩 전경제수석(『시사저널』, 1998. 3.19).

21) 대표적으로 金仁浩 前經濟首席은 위기를 알고 있었으나, 구조적 문제가 심화되어 이미 위기를 피할 수 없었다고 지적하였다(매일경제, 1998. 2. 4; 시사저널 1998. 3. 19).

22) 정운찬(1998).

23) Krugman은 아시아 국가들의 금융위기를 지나친 낙관론에 의해 과대평가된 사업들이 시간경과에 따라 낙관론의 허구가 노출되면 자산가치가 급속히 하락하고 이에 따라 은행의 대출자산도 부실화됨으로써 비판론이 급속하게 팽배하여 연쇄적으로 금융위기를 초래한다는 모형으로 설명하였다(Krugman의 website, "What happened to Asia?", Jan. 1998).

대하고 있었기 때문에 동남아 외환위기가 발생하지 않았다고 하더라도 한국은 정도의 차이는 있을지라도 외환위기에 직면했을 가능성이 컸음을 제기하고 있다.

구조론의 직접적인 증거로 ‘韓寶事態’ 이후 우리 금융기관과 기업들의 해외차입여건이 악화되었음을 들 수 있다. 1997년 상반기중 해외 금융시장으로부터의 장기차입규모는 전년 동기 대비 21% 감소하였으며(〈표 2〉 참조), 조달금리도 상승하였고,²⁴⁾ 금리를 낮추기 위해 만기는 단기화하였다. 특히 일부 시중은행의 해외지점들은 이미 1997년 2월부터 현지 자금조달에 상당한 어려움을 겪고 있었다.²⁵⁾ 따라서 구조론의 관점에서는 이미 1997년 상반기에 외환위기가 발생할 수 있는 위험이 진행되고 있었다는 주장이다. 특히 IMF와 세계은행은 긴급자금지원 조건으로 거시경제조정 외에 금융산업과 기업의 구조조정을 요구함으로써 외환위기의 원인이 한국 내의 구조적 문제에 있다는 입장을 보였다.

그러나 이러한 구조적 위험 자체가 곧 위기를 가져왔다고 볼 수는 없다. 왜냐하면, 〈표 1〉에 나타난 바와 같이 구조적인 측면에서 본다면 1997년보다는 1980년대 전반에 외환위기가 발생했을 가능성이 훨씬 높았음에도 불구하고 1980년대 전반에는 외환위기가 발생하지 않았기 때문이다. 구조적인 문제로 은행의 부실문제가 지적되고 있으나(Dornbusch, 1997), 은행부실의 경우도 1990-1996년에 현저하게 개선되었다(〈표 3〉 참조). 1997년에 들어서 부실자산이 대폭 증가하였으나 1990-1992년에 비해서는 낮은 수준이었다. 따라서 외국금융기관들이 은행부실을 이유로 하여 한국의 은행들에게 차환을 거부한다면, 외환위기는 1997년보다 1990년대 초에 발생했어야 할 것이다. 이런 점에서 Krugman(1998)의 설명은 동남아시아 국가들에 대한 과잉차입 논의에도 불구하고 1997년 상반기까지도 대출을 확대해 왔던 외국금융기관들이 7월 들어 갑자기 태도를 바꾸어 동남아 국가들의 통화위기를 초래한 이유를 설명해 주지는 못하며, 그 충격이 한국에까지 미친 이유에 대해서도 설명해 주지 못한다.

24) 신디케이티드 론의 1997년 상반기중 평균 조달금리는 LIBO+0.67%로 1996년 하반기에 비교하여 0.1% 포인트 상승하였으며, 변동금리채권의 경우는 국책은행을 제외하고는 LIBO+1%로 상승하였다(자료: 한국산업은행; 매일경제신문, 1997. 7. 13일자 참조).

25) 시중은행 해외지점 책임자들에 따르면 ‘한보’ 사태 발생 이후 은행들의 현지 차입여건이 현저하게 악화되고 있었다고 한다. 예로, 2월에는 서울은행과 제일은행 도쿄지점은 직접 차입이 어려워져 다른 한국계 은행을 통해 자금을 차입하였으며, 5월경에는 다른 한국계 은행들도 차입에 어려움을 겪기 시작했고, 이러한 양상은 뉴욕에서도 거의 비슷하게 일어났다고 한다.

〈표 2〉 장기자금 조달실적

(단위: 억달러)

	1994	1995	1996	1996. 1-6월(I)	1997. 1-6월(II)	II/I (%)
신디케이트 론	80(93)	76(159)	118(280)	60(143)	38(90)	△37.3
변동금리채(FEN)	33(41)	60(68)	70(66)	34(22)	27(23)	△19.6
고정금리채	26(27)	48(23)	71(32)	28(17)	34(16)	△9.3
주식연계 채권	19(34)	23(52)	27(45)	4(7)	7(9)	101.4
합 계	158(195)	207(302)	286(423)	136(189)	107(138)	△21.4

자료: 매일경제신문, 1997. 7.13일자(출처: 한국산업은행) 참조.

〈표 3〉 일반은행의 여신건전성 추이

(단위: 연말 기준, 억원, %)

	1990	1992	1994	1995	1996	1997 ^{d)}
부실여신 ^{a)}	19,122 (2.0)	24,374 (1.6)	19,253 (0.9)	22,944 (0.9)	25,247 (0.8)	100,900 (2.7)
무수익여신 ^{b)}	72,463 (7.5)	103,472 (6.7)	117,227 (5.6)	124,839 (5.2)	122,255 (3.9)	226,521 (6.0)

주: 1) 여신건전성 분류결과, '회수의문' 및 '추정손실'로 분류된 여신.

2) 부실여신에 '고정'분류여신(6개월 이상 연체)을 합한 여신임.

3) 1997년 말은 주택은행 포함.

4) () 내는 총여신 대비 비율.

자료: 은행감독원, 『은행경영통계』, 1996, 1998.

4. 정 리

이상에서 나타난 외환위기의 진행양상을 정리해 보면, 다음 세 가지 사실이 드러난다.

1) 「韓寶事態」을 계기로 일부 외국 금융기관들은 한국 경제의 구조적 문제점에 주목하기 시작하였으며, 이에 따라 우리 금융기관과 기업들의 해외 차입여건은 악화되었다.

2) 해외 차입여건의 악화에도 불구하고 다른 지표들은 최소한 1997년 6월까지

〈표 4〉 외환위기 진행 주요 지표

\ 1997	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
해외 차입 차환율(%) ¹⁾	115.4	94.2	109.0	94.9	100.6	106.3	89.1	79.2	85.8	86.5	58.8	32.2
선물 환율 ²⁾ (원/\$)	885	881	912	902	899	896	909	940	948	1,082	1,233	1,830
외국인 주식 투자 자금 순유입 ³⁾ (억달러)	5.2	△0.1	△2.9	△1.2	12.6	8.1	2.2	△0.3	△3.7	△7.8	△7.7	3.4
가용외환 보유고 ⁴⁾ (억달러)	271	227	211	218	239	253	257	231	224	223	73	89

주: 2) 홍콩 NDF시장 3개월물 원/달러 선물 환율, 월말일.

4) 1997년 11월 한국은행 가용외환보유고가 격감한 것은 환율 안정을 위해 외환시장에 개입함으로써 외환보유고가 감소한 점도 있으나, 주로 국내은행의 해외지점들이 현지 차입금 상환 애로에 직면함에 따라 한국은행의 외화예탁금을 대폭 확대하였기 때문이다.

자료: 1) 崔昌圭(한국은행)(1998), 2) 박대근·이창용(1998), 3) 한국은행

4) 한국은행, "1997년 12월말 외환보유액", 보도자료.

는 주목할 만한 변화를 보이지 않았다. 이것은 「韓寶事態」가 발생한 후에도 작년 상반기까지는 한국 경제에 대한 외국 금융기관들의 불신이 심각하지 않았음을 반영하는 것으로 해석된다. 해외차입 차환율(〈표 4〉 참조)의²⁶⁾ 경우에도 2월과 4월에 94%대로 떨어져 해외차입여건의 악화를 반영하고 있으나, 5~6월에는 100%를 상회하였다. 2~4월간에 외국인 주식투자 자금이 해외로 순유출되었으나, 5~7월간에 다시 순유입하였으며, 해외 원화 선물환율도 7월까지의 안정세를 유지하였다.

3) 해외금융시장의 충격은 동남아 통화위기가 발생한 7월과 홍콩 증권시장의 주가 폭락이 있었던 10월 하순의 두 차례에 걸쳐 일어났다. 해외 차입 차환율이 현저하게 악화된 것은 7월부터이며, 해외 원화선물시장에서의 급격한 변화는 8월부터, 외국인 주식투자자금의 해외유출은 9월부터 본격적으로 진행되었다. 특히 아시아국가들의 통화위기는 외국 금융기관들로 하여금 아시아 시장에 대한 자금

26) 7대 시중은행 연초대비 Credit-Line, 崔昌圭(1998, p.147, 〈표 5〉) 참조.

공급 태도를 수정토록 하는 결정적인 이유가 되었으며, 「韓寶」에 이어 「起亞」 부도는 예민해진 외국 금융기관들로 하여금 한국 경제에 대한 불신을 높이는 계기가 되었다. 그 결과로 해외 차입 차환율은 7월 89.1%, 8월 79.2%로 하락하였다.

10월 23일 홍콩, 말레이시아, 싱가포르 증시의 동반 폭락은 외환위기를 초래하는 가장 직접적이고도 결정적인 작용을 하였다. 10월 24일 S&P는 한국에 대한 신용등급을 AA-에서 A+로 하향 조정하였으며, 11월들어 해외 차입 차환율과 해외 원화선물환율, 외국인 주식매도 공히 급속도로 악화되었다.

이상의 사건과 위기의 진행과정은 외환위기가 우리 경제의 구조적인 문제를 반영하는 두 가지 사건(「韓寶」와 「起亞」의 부도)과 두 차례에 걸친 국제금융시장의 충격이 복합적으로 작용한 결과임을 보여준다. 즉 우리 경제의 구조적인 문제의 노출은 국제금융시장에서 우리나라의 국가위험(country risk)을 상승시켜 동남아 통화위기의 충격을²⁷⁾ 불러 들이는 원인으로 작용하였으며, 두 차례에 걸친 국제금융시장의 충격은 높아진 위험을 위기로 촉발시키는 작용을 하였다. 따라서 우리 경제의 구조적 부실이 외환위기를 가져오는 필요조건의 역할을 하였다면, 국제금융시장의 충격은 외환위기를 가져오는 충분조건의 역할을 한 것으로 평가된다. 특히 구조적 문제들은 IMF로 하여금 긴급자금지원조건으로 강력한 구조조정을 요구하는 구실을 제공하였으며, 이로 인하여 후술하는 바와 같이 외환위기가 IMF 협약하에서 총체적인 경제위기로 발전하도록 하는 원인으로 작용하였다.

결론적으로 외환위기는 우리 경제의 구조적인 문제와 동남아 통화위기의 충격, 그리고 정부의 정책 대응 실패가 복합적으로 작용한 결과라고 하겠다. 구조적 문제를 내포하고 있었으나, 구조적인 문제로 인하여 국내 경제가 먼저 붕괴하고 그 결과로 외환위기가 발생했던 것은 아니다. 또한 국제금융시장의 충격이 국내 사정과 무관하게 외환의 단기적인 수급 불균형을 가져옴으로써 위기가 초래된 것도 아니다. 이런 이유로 구조론과 충격론은 각각 개별적으로는 외환위기의 발생 원인을 충분히 설명해 주지 못한다. 한편 1997년 8~10월간은 정부가 위기를 예

27) 국제은행간시장에서는 개별은행의 자산상태에 대한 정보 부족으로 인하여 개별은행의 신용위험을 지속적으로 감시하는 것이 어렵기 때문에 통상적으로 기설정된 신용한도내에서 자금거래가 이루어진다. 신용한도는 차입은행의 평판, 규모, 자본, 國籍 등에 의해 결정된다. 따라서 국가별 위험(country risk)의 변화는 해당국 모든 금융기관의 차입에 영향을 미치기 때문에 국제금융시장에서 신용을 유지하고 있는 경우는 시장금리로 어느 금융기관에서나 자금을 쉽게 조달할 수 있으나, 어떤 계기로 신용이 의심받게된 차입자는 어떤 조건으로도 어떤 금융기관으로부터도 자금을 조달할 수 없는 특성을 가지고 있다(Saunders, 1987; Grunewald and Pollock, 1985).

방할 수 있었던 결정적인 시간이었으나, 개방된 자본시장하에서 국제투자자들이 미칠 수 있는 영향과 과도한 단기외채 의존에도 불구하고 외국 금융기관들의 태도 변화 가능성을 과소 평가하였으며, 일본과 미국 정부의 지원을 과신하였으며, 그나마 보유외환을 원화 가치 안정에 낭비하는 부적절한 대응으로 사태를 악화시켰다.

외환위기의 원인론에 있어 가장 심각한 의문은 동남아의 통화위기로 인한 충격이 없었다고 하더라도 우리 경제 내부의 구조적인 문제만으로도 외환위기가 발생했을 것인가 하는 점이다. 외환위기를 한국 경제의 재앙이 아니라 선진개방 경제체제로 거듭나게 하는 기회라고 평가하는 주장은 이 의문에 대하여 명확하지는 않더라도 최소한 그 가능성에 대하여 긍정적인 것으로 해석된다. 물론 동남아 통화위기의 충격이 발생하지 않았다면, 최소한 11월이후 위기로의 급속한 상태 악화는 발생하지 않았을 가능성이 크다. 그러나 당장에 위기가 발생하지는 않았다고 하더라도 금융산업과 기업의 부실화 등 한국 경제의 구조적인 문제가 더욱 심화되었을 것이며, 이것은 외환위기 발생의 잠재적인 가능성을 높였을 것이다. 따라서 한국경제의 구조적인 문제가 외환위기를 가져온 필요조건이었다고 하겠으며, 동남아 통화위기의 충격과 정부의 실책은 외환위기를 발생시키는 충분조건으로 해석된다.

Ⅲ. 외환위기에서 경제위기로

1. 경제위기의²⁸⁾ 원인

대외채무지불 불이행 위험에 직면했던 외환위기는 IMF의 지원을 계기로 완화

28) 익명의 심사위원은 “경제위기”라는 용어가 학술적 개념이 불명확하다는 점을 지적하였으며, 이 지적은 타당하다. “외환위기(currency crisis)”와 “금융위기(financial crisis)”에 관해서는 많은 연구논문과 저작이 발표되어 개념적으로도 정리되어 있으며, 우리 나라 현 사태에 대해서도 영어로는 대부분 “financial crisis in Korea”로 표기되고 있다. 그러나 우리나라의 위기구조에 있어 금융산업의 부실문제가 중요한 요인인 것은 분명하나, 현재 상황은 금융산업의 부실화 문제 뿐만 아니라 기업부문의 부실화와 경제운영시스템의 문제 등을 포괄적으로 내포하고 있다는 점에서 금융위기의 개념에도 적합하지 않다. 또한 이와 같은 이유로 현재 산업생산이 격감하고 실업이 급증한다고 해서 恐慌이라고 지칭할 수는 없다. “경제위기”라는 용어는 개념적으로 불명확한 문제를 가지고 있으나 금융산업은 물론 국민경제 전반에 걸쳐 구조적인 위기를 맞고 있다는 점에서 “경제위기”라는 용어를 그대로 사용하였다.

〈표 5〉 최근 주요 경제지표 추이

(단위: 전년 동월비, %)

	1997.1/4	3/4	10	11	12	1998.3	1998.6
산업생산	7.2	8.7	9.2	6.2	2.4	△10.1 ¹⁾	△13.3 ¹⁾
제조업평균가동률	79.3	79.3	78.8	74.7	74.3	65.4 ¹⁾	66.5 ¹⁾
출하	3.5	8.6	6.6	3.8	0.9	△10.4 ¹⁾	△14.4 ¹⁾
도소매판매	2.5	5.7	3.9	1.0	△4.9	△11.2	△15.3 ¹⁾
내수용소비재출하	△2.9	3.1	0.9	△3.7	△8.5	△22.0 ¹⁾	△25.2 ¹⁾
실업률	3.1	2.2	2.1	2.6	3.1	6.5	7.0
경기동행지수 ²⁾	△0.2	0.1	0.0	△1.2	△1.8	△2.5 ¹⁾	△1.4
전국부도율	0.23	0.25	0.43	0.38	1.49	0.53	0.42
부도업체수	3,443	3,834	1,435	1,469	3,197	2,749	1,829

주: 1) 지수작성 이후 최저치.

2) 순환변동치 전월차.

자료: 재정경제원, 『월간경제동향』, 1998. 7.

되었으며, 특히 1998년 상반기중 가용외환보유고가 282억불 증가하고, 외채구조도²⁹⁾ 대폭 개선됨으로써 외환위기 상황은 거의 해소되었다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 1997년 12월이래 1998년 6월말까지 7개월간 19천개 업체에서 부도가 발생했으며, 실업자는 100만명이 증가했고³⁰⁾, 산업생산지표의 대부분은 관측 이래 최대의 감소세를 보이고 있다(〈표 5〉 참조). 외환위기 자체만으로는 이러한 극심한 경제활동 위축 현상을 설명하기 어렵다. 따라서 외환위기의 원인과는 별개로 어떠한 원인으로 인하여 외환위기가 국민경제활동을 총체적으로 위축시키는 경제위기로 악화되었는지를 설명할 필요가 있다.

외환위기를 해결하기 정부는 1997년 12월 3일 IMF 대기성차관 협약을 체결하였으며, 이후 동 협약에 의거하여³¹⁾ 금융긴축과 금융산업 구조조정이 추진되었다. IMF는 부실종금사의 즉각적인 패쇄를 요구했고 이에 따라 2차에 걸쳐 10개 종금사가 영업정지에 들어가게 되었으며, 금융시장은 거의 마비상태에 들어갔다. 특히 12월에 일부 종금사의 영업정지로 종금사의 어음할인이 격감하였을 뿐만

29) 단기외채의 비중은 97년말 44.3%에서 98년 6월말 현재 24.9%로 낮아졌다.

30) 1998년 6월 실업률 7.0%는 1968년 1/4분기 7.4%이래 가장 높은 수준이다.

31) 한국은행, “IMF 대기성차관 협약의 주요 내용”, 『한은정보』, 1998. 5.

아니라 IMF는 98년 3월말까지 BIS 자기자본비율 8%를 확보하지 못하는 은행들에 대하여 강력한 구조조정을 요구함에 따라 은행대출이 대폭 감소하였다.³²⁾ 그 결과로 금융시장은 극도의 신용경색상태를 보였으며, 12월 어음부도액은 전월비 4.4배, 부도율은 11월의 0.38%에서 1.49%로 높아졌고, 부도업체수는 11월의 1,469개 업체에서 12월 3,197개로 급증하였다. 1998년 상반기중 금융기관의 여신증가 규모는 전년 동기의 46.5%, 특히 은행여신은 전년 동기의 9.2%에 불과하였다(<표 6> 참조). 이러한 극심한 금융경색의 결과로 1998년 상반기중 부도업체수는 전년 동기에 비교하여 119% 증가하였다.

그렇다면 IMF의 금융긴축과 신속한 구조조정 요구는 한국의 외환위기를 수습하는 데 부적절한 정책이었는가? 한국은 재정적자나 인플레이션의 문제를 가지고 있지 않았음에도 불구하고, IMF가 통상적으로 요구하는 금융 및 재정 긴축정책을 동일하게 한국에 요구했으며(Wolf³³⁾), 구조개혁이 필요하나 한국 경제의 특성을 무시하고, 단기간에 감당하기 어려운 속도의 구조조정을 요구함으로써 사태를 악화시키고 있다는 비판적인 견해(정운찬, 1998; Sachs, 1997, 1998; Feldstein 1998; 등)도 비등하고 있다. 특히 한국은 기업의 부채비율이 높기 때문에 고금리와 금융긴축은 기업의 대량 도산을 가져오기 쉽고(Park, 1998, p.57), 이에 따라

<표 6> 금융기관별 여신동향

(단위: 증감액, 억원, %)

	1997. 1-6월	1998. 1-6월
은행 ¹⁾	190,082	17,460
개발기관 ²⁾	33,094	43,290
신탁	8,509	51,390
종금사	93,399	△211,135
생보사 ³⁾	26,660	△33,258
증권회사 ⁴⁾	-	255,120
자본시장	67,097	72,003
계	418,841	194,870

주: 1) 원화 및 외화대출

2) 한국산업은행, 장기신용은행.

3) 1998년 수치는 추정치.

4) 유가증권 CP.

자료: 재정경제부, 『월간 경제동향』, 1998. 7. p.50.

32) 1997년 12월중 은행대출금은 8조 3,879억원, 어음할인(종금, 증권)은 7조 236억원 감소하였다.

33) Martin Wolf(1997).

기업부실과 금융부실의 악순환을 초래함으로써 IMF의 고금리정책이 목표로 하는 외자유입에도 효과가 없다는 비판(鄭雲燦, 1998, p.38)이 제기되었다. 본고에서는 IMF 정책프로그램의 적합성에 대해서는 논외로 하고³⁴⁾, IMF가 요구한 금융긴축과 고금리정책이 어떠한 구조를 통해 기업의 대량도산과 실업이라는 또 다른 위기('경제위기')를 가져오게 되었는지를 설명하고자 한다.

IMF 정책프로그램의 문제는 고금리와 금융긴축 및 구조조정으로 인한 금융경색이 기업에게 미칠 영향을 간과했다는 점이다. 한국 기업은 부채비율이 높을 뿐만 아니라 지불결제의 50%를 차지하는 어음이 사실상 금융수단화되어 있어 금융경색이 발생할 경우 기업의 대량도산을 가져올 수 있는 구조적 취약성을 가지고 있었다. 본고는 특히 이러한 구조적인 문제가 1994-1996년간 심화되어 있었기 때문에 이미 외환위기 이전에 대기업 도산이 진행되고 있었으며, 이러한 도산이 IMF 정책프로그램하에서 가속화됨으로써 한국 경제가 급속하게 위기를 직면하게 되었음을 보이고자 한다.

2. 대기업의 재무행태

1997년에 대기업의 연쇄도산(〈표 7〉 참조)³⁵⁾ 발생한 이유는 실물측면에서는 1996년 이후 수출가격의 하락에 따른 수익성 악화와 내수침체로 인한 매출부진으로 인하여 자금사정이 악화되었기 때문이다. 그러나 수출가격 하락의 충격이 1996년 이후 심각했던 것은 사실이나³⁶⁾ 1996년초에서부터 1997년 상반기까지의 경기후퇴는 경기순환상의 평균적인 경기후퇴기간을 넘지 않으며, 더욱이 따라서

〈표 7〉 상장기업부도 추이

(단위: 개)

1996년	1997년	1997.1/4	2/4	3/4	10월	11월	12월
6	62	6	11	6	5	12	22

자료: 한국은행 『조사통계월보』, 1998. 1.

34) Stanley Fischer(1998)가 주장하는 바와 같이 환율을 안정시키기 위한 고금리정책이 타당했는지 또는 기업도산을 최소화하기 위해 통화의 신축적인 공급과 저금리정책이 필요했는지의 여부는 구체적인 실증연구를 통해서만 결론을 내릴 수 있을 것이다.

35) 1997년 30대 기업집단중 6개, 상장기업중 62개 기업에서 부도 발생하였으며(96년 6개), 특히 12월중 22개 기업이 부도처리됨.

36) 1997년 11월 수출단기지수는 67.1, 순상품교역조건은 75.6을 기록(1995=100).

1993-1995년간 장기호황이 지속되었다는 점에 비추어 볼 때, 1996년 이후 실물측면의 여건악화가 대기업의 연쇄도산을 가져온 결정적인 이유라고 보기는 어렵다. 1997년의 대기업 연쇄도산현상을 설명하기 위해서는 1996년이전의 호황기인 1993-1995년간 대기업의 재무행태에 대한 검토가 필요하다. 1993-1995년간 30대 기업집단의 재무행태의 특징은 다음과 같다.

1) 같은 호황기였던 1986-1988년과 1993-1995년간을 비교해 보면, 1986-1988년에는 기업부문 전체와 30대 기업집단의 차입금이 모두 감소하였던 반면에 1994년에는 기업부문 전체의 차입금이 52.5%, 30대 기업집단의 차입금이 58% 증가하였으며, 1995년에는 기업부문 전체의 차입금이 13.8% 증가에 그친 반면에 30대 기업집단의 차입금은 90% 증가하였다. 이러한 현상은 기업의 대량도산이 '위기론'이 대두되었던 1990년대 초에는 발생하지 않고 1997년에 발생하였는지를 설명해주는 중요한 단서가 될 수 있다(〈표 8〉 참조). 즉, 1986-1988년에는 호황기에 기업이 벌어들인 수익으로 자기자본을 확충하므로 재무구조가 건실해졌기 때문에

〈표 8〉 기업 차입금중 30대 기업집단의 비중

(단위: 억원, %)

	기업부문 총차입금 ¹⁾ (I)	증가율(%)	30대 기업집단 ²⁾		II / I (%)
			차입금(II)	증가율(%)	
1986	97,718	-	26,581	-	27.2
1987	79,885	△18.8	39,240	47.6	49.1
1988	89,696	12.3	20,487	△47.8	22.8
1989	235,389	162.4	64,334	214.0	27.3
1990	355,521	51.0	146,635	127.9	41.2
1991	385,289	8.4	165,149	12.6	42.9
1992	345,616	△10.3	127,137	△6.0	36.8
1993	390,687	13.0	86,702	△31.8	22.2
1994	595,850	52.5	137,221	58.2	23.0
1995	677,909	13.8	260,906	90.1	38.5
1996	840,843	24.0	338,995	29.9	40.3

주: 1) 자금순환표(연간 금융거래표): 기업부문 원천의 기업어음, 회사채, 외화채권, 대출금, 대외채무의 합계.

2) 차입금(단기차입금+장기차입금+회사채)의 증가액

자료: 한국은행, 『자금순환표』, 각년호.

전경련, 「내부자료(DB)」.

〈표 9〉 30대 기업집단의 자금조달 구성비

(단위: %)

	내부자금	외 부 자 금				합 계
		합계	유상증자	장기차입금	단기차입금	
1994	41.2	58.8	1.2	9.8	47.7	100.0
1995	36.8	63.2	1.4	12.2	49.7	100.0
1996	22.4	77.6	1.3	12.7	63.6	100.0

자료: 전경련, 「내부자료(DB)」.

1990년대 초의 불황기를 견딜 수 있었으나, 1994-1995년에는 호황기의 수익을 기초로 하여 오히려 차입을 확대하여 재무구조를 악화시켰으며, 특히 단기차입에 대한 의존도가 높았기 때문에 1996-1997년의 경기후퇴국면에서 재무적 저항력이 현저하게 약화됨으로써 대량도산을 초래한 것으로 분석된다(〈표 9〉 참조).

2) 1990년대에는 구조조정에 필요한 자금을 주로 외부차입금에 의존하였으며, 특히 단기차입금에 대한 의존도가 높아졌다. 설비투자자금의 차입금의존도는 1990년 47.8%에서 1996년 60.6%로 높아졌다(〈표 10〉 참조). 따라서 구조조정기를 통해 투자는 자본의 회임기간이 긴 중화학공업위주로 長期化하는 반면에 재무구조는 차입의존도 심화와 短期化하였다. 30대 기업집단 자산증가의 구성변화를 살펴보면(〈표 11〉 참조), 이러한 양상은 특히 1991-1993년과 1995-1996년에 현저하게 나타났다. 양 기간에 걸쳐 총자산증가에 대한 고정자산증가의 비중이 현저하게 높아졌으며, 거의 같은 기간에 총자산에 대한 총차입금 증가와 단기차입금 증가의 비중도 높아졌다. 특히 이러한 재무상 위험이 높은 재무구조로의 변화가 실물측면에서 중화학공업화로 인하여 국제시황의 변동으로 인한 투자위험이 높아진 시기에 진행됨으로써 실물과 재무측면의 기간 불일치를 심화시키고 기업의 내재적 도산위험을 높였을 것이다.

〈표 10〉 설비투자재원의 차입금의존도

(단위: %)

	1990	1995	1996	일본(1996)
전 산 업	47.8	61.1	60.6	19.6
제 조 업	57.3	67.8	72.8	-

자료: 한국산업은행, “우리 나라 설비투자 패턴의 특징과 시사점”, 『한은정보』, 한국은행, 1997. 6.에서 전재.

〈표 11〉 30대 기업집단의 자산구성 변화 추이

(단위: %)

	Δ 총차입금 ¹⁾ / Δ 총자산	Δ 단기차입금/ Δ 총자산	Δ 고정자산 ²⁾ / Δ 총자산
1986	44.0	1.7	52.1
1987	42.2	4.3	51.0
1988	18.8	-5.6	61.2
1989	35.3	18.7	50.8
1990	56.3	19.8	41.7
1991	52.2	20.8	47.0
1992	63.3	36.4	57.0
1993	41.2	21.2	58.2
1994	40.7	13.8	41.4
1995	48.4	21.6	46.5
1996	60.1	21.2	51.1

주: 1) 차입금(단기차입금+장기차입금+회사채)의 증가액

2) 고정자산의 투자자산 및 기타 자산 포함

자료: 전경련, 「내부자료(DB)」.

3) 구조조정과정을 통해 기업부문의 차입금이 소수의 대기업집단으로 집중함으로써 경제 전체적으로 소수 대기업의 부실화가 금융구조의 건전성을 위협할 수 있는 취약한 구조로 변화하였다. 기업부문의 총차입금 중 30대 기업집단의 비중이 1990-1991년과 1995-1996년에 현저하게 높아졌다(〈표 8〉 참조). 특히 1993년부터 30대 기업집단의 차입금이 급격하게 증가하여 1996년의 차입금 규모는 1993년의 3.9배에 달하였다.

4) 대기업들은 이익이 발생할수록 차입을 더욱 확대하여 자산규모를 확대하는 행태를 보였다. 특히 1994-1995년은 1990년대에서 기업들의 수익성이 가장 양호했던 기간으로 경상이익은 전년 대비 1994년 117%, 1995년 72% 증가하였으나, 고정자산과 투자자산은 경상이익 대비 1994년 2.9배, 1995년 2.8배 증가하였다. 특히 고정자산과 투자자산의 증가 및 매출규모 확대에 따른 영업자금 수요증대로 인하여 매년 차입금규모는 1994년 79%, 1995년 89% 증가하였다. 또한 1994-1996년에는 매년의 투자자산 규모가 경상이익 규모보다 컸다. 이러한 양상

〈표 12〉 30대 기업집단 요약 현금흐름표

(단위: 십억원, %)

	1994		1995		1996	
<현금유입>	222,981	100.0	278,351	100.0	385,480	100.0
1. 영업활동(I)	11,145	5.0	12,590	4.5	10,805	2.8
2. 투자활동(II)	54,019	24.2	57,697	20.7	68,659	17.8
3. 재무활동(III)	157,817	70.8	208,064	74.7	306,016	79.4
(단기차입금 증가)	109,075	48.9	137,588	49.4	218,479	56.7
(회사채 증가)	12,618	5.7	17,285	6.2	22,822	5.9
(장기차입금 증가)	10,235	4.6	16,378	5.9	20,728	5.4
(자본증가)	3,014	1.4	4,072	1.5	4,773	1.2
<현금유출>	220,231	100.0	275,797	100.0	386,074	100.0
4. 투자활동(IV)	79,267	36.0	97,881	35.5	117,185	30.4
(유동자산의 증가)	46,433	21.1	50,433	18.3	55,192	14.3
(투자·기타 자산증가)	11,142	5.1	14,826	5.4	18,036	4.7
(고정자산의 증가)	18,937	8.6	29,666	10.8	39,350	10.2
5. 재무활동(V)	140,964	64.0	177,916	64.5	268,889	69.6
(단기차입금 상환)	120,839	54.9	139,552	50.6	222,154	57.5
<현금흐름(순)>	2,750	10.9	2,554	6.4	-594	-1.2
1. 영업활동(I)	11,145	44.1	12,590	31.3	10,805	22.3
6. 투자활동(VI=II-IV)	-25,248	100.0	-40,184	100.0	-48,526	100.0
7. 재무활동(VII=III-V)	16,853	66.7	30,148	75.0	37,127	76.5

자료: 최승노(1996a, b); 최승노(1997).

은 대기업들이 운영자금은 물론 고정자산 증가와 투자자산(계열사 출자 등)의 확대에 필요한 자금의 일부까지 차입을 통해 조달하였음을 반영한 것으로 해석된다.

이러한 구조조정기의 대기업 재무행태의 특징은 1994-1996년 30대 기업집단의 현금흐름분석에서 보다 분명하게 나타난다.³⁷⁾(〈표 12〉 참조). ① 현금조달중 영업

활동을 통한 조달비중은 1994년 5.0%에서 1996년 2.8%로 낮아진 반면에 재무활동을 통한 조달비중은 1994년 71%에서 1996년 79.4%로 높아졌다. 특히 단기 차입금의 비중은 1994년 48.9%에서 1996년 56.7%로 높아졌다. ② 현금운용에서 부채상환에 사용한 자금비중은 1994년 64%에서 1996년 70%로 높아졌으며, 단기차입금 상환비중은 1994년 55%에서 1996년 57.5%로 높아졌다. 30대 기업집단의 이러한 재무활동은 단기차입을 해서 단기차입금을 상환하는 구조에 빠짐으로써 단기차입금 조달에 애로가³⁸⁾ 발생하는 경우, 급속히 도산위험에 처할 수 있는 구조를 가지고 있었다. ③ 기업의 자금여유를 나타내는 현금 순유입(현금유입-현금유출)이 1995년 2조 5,000억원 순유입에서 1996년 △6,000억원으로 급속하게 악화되어 자금사정이 현저하게 어려워졌음을 보여 주고 있다.

5) 한편 개방경제로의 구조조정기라고 할 수 있는 1991-1996년 기업재무행태의 특성을 보기 위해 1985-1996년에 30대 기업집단에 포함되었던 24개 기업집단의 자료를 이용하여 1980년대 후반(1985-1990)과 주요 재무지표를 비교해 보면(〈표 13〉 참조), 구조조정기의 대기업 재무행태는 수익성은 악화되고, 차입의존도는

〈표 13〉 24개¹⁾ 기업집단의 주요 재무지표 증가율 (단위: %, 연평균 증가율)

	1985-1990	1991-1996
총자본	20.5	17.6
자기자본	26.1	16.7
고정자산	20.8	18.2
매출액	14.9	19.2
차입금	16.6	18.1
장기차입금	17.0	16.2
단기차입금	11.9	19.4
회사채	27.9	18.9
금융비용	12.3	16.8
매출액경상이익율 ²⁾	1.56	1.45

주: 1) 1985-1996년, 30대 기업집단에 계속 포함된 기업집단.

2) 기간 평균

자료: 전경련, 「내부자료(DB)」.

37) 한국은행, 『기업경영분석』의 대기업(제조업) 현금흐름표와 전경련의 30대 기업집단의 현금흐름표 간에는 큰 차이가 없음.

38) 예로 금융기관의 차환거부를 들 수 있으며, 1996년 부도처리된 우성건설의 경우 회사채 차환발행 200억 원에 대한 지급보증 거부를 계기로 하여 부도처리됨.

높아지는 동시에 차입구조가 악화된 것으로 나타났다. ① 총자본과 고정자산의 증가율은 1985-1990년에 비하여 1991-1996년에 낮아졌으나, 매출액 증가율은 현저하게 높아졌다. 그러나 매출액경상이익율의 기간평균은 1985-1990년 1.56%에서 1991-1996년 1.45%로 낮아짐으로써 수익성은 오히려 악화되었다. ② 자기자본 증가율은 1985-1990년 26.1%에서 1991-1996년 16.7%로 현저하게 낮아진 반면에 차입금의 증가율은 16.6%에서 18.1%로 높아져 구조조정기에 기업의 차입의존 경영구조가 심화되었음을 보여 주고 있다. 특히 차입금 중에서도 장기차입금은 17.0%에서 16.2%로, 회사채 증가율은 27.9%에서 18.9%로 낮아진 반면에 단기차입금의 증가율은 11.9%에서 18.9%로 현저하게 높아짐으로써 차입구성이 악화되었다. ③ 특히 단기차입금의 증가율은 1985-1990년 11.9%인 반면에 1991-1996년에는 19.4%로 현저하게 높아졌다(〈표 13〉 참조).

이상에서 살펴본 30대 기업집단은 실물측면에서 개방화에 대응한 구조조정기에 부채를 급속하게 증대하였을 뿐만 아니라 주로 단기자금에 의존하여 고정투자를 확대함으로써 실물투자과 자금 간의 심각한 기간불일치로 인하여 잠재적 파산위험이 높은 재무행태를 보였다. 이러한 재무행태는 1997년 대기업의 도산이 크게 증가한 이유를 설명해 줄 뿐만 아니라 외환위기 이후 IMF 협약에 의한 구조조정 프로그램하에서 대량의 기업도산을 가져온 경제위기가 발생한 구조적 원인이 기업의 과다한 차입경영에 있음을 설명해 준다.

여기서 제기되는 의문은 대기업들이 어떤 이유에서 구조조정기의 증대하는 투자위험을 무시하고 차입을 통해—그것도 주로 단기차입을 통해—투자를 확대했는가 하는 점이다. 이 의문에 대하여 두 가지 설명이 가능하다. 첫째는 개방화와 세계적 시장통합에 대응하여 경쟁력을 확보하기 위해서는 생산규모 확대가 불가피했다는 기업측의 관점이다. 둘째는 대기업들이 개방화의 구조조정에 대응함에 ‘大馬不死(too big to fail)’에 의한 도덕적 해이를 이용하여 규모 확대를 추구했다는 주장이다. 정부의 보장에 의한 금융기관의 지원으로 기업들이 과도한 낙관주의(pangloss value)에 빠졌기 때문이라는 Krugman의 주장도 둘째 설명과 일맥상통한다. 1990년대 중반에 한국 경제는 WTO체제에의 대응과 OECD 가입준비 등으로 빠른 속도로 개방되고 있었으나, 기본적으로는 완전고용—고투자—기업의 차입 경영—금융기관 자금공급으로 연결되는 개발체제의 틀을 벗어나지 못하고 있었다. 따라서 기업들로서는 개방화에 대응한 경쟁력확보를 위해 규모확대를 추구하는 것이 절실했고, 개발체제의 틀은 대기업에게 도덕적 해이를 이용할 수 있

는 환경을 제공하고 있었다고 하겠다. 정부는 1996년의 OECD 가입과 국민소득 1만 달러시대의 실현을 앞두고 구조조정기에 도덕적 해이를 이용한 대기업의 과잉투자가 내포하는 위험을 인식하지도 못했으며, 이를 억제할 정책적 의지도 없었던 것으로 평가된다. 더욱이나 금융구조는 기업들에게 도덕적 해이를 이용하도록 촉진하는 방향으로 전개되었다.

3. 금융구조의 문제

기업의 재무행태는 주어진 금융여건하에서 기업의 전략을 실현할 수 있는 최선의 재무선택의 결과라고 하겠다. 따라서 앞절에서 살펴본 바와 같이 구조조정기에 대기업들이 파산위험이 높은 단기 차입위주의 재무행태를 보인 것은 기업의 그러한 재무행태가 가능하도록 금융구조가 허용했기 때문이라고 하겠다. 만약 금융구조가 기업에게 도덕적 해이가 가능한 금융수단을 통해 자금을 조달하기 어려운 여건을 제공했다면, 기업전략은 자본조달에 의해 지원되지 못했을 것이다. 이러한 측면에서 금융구조가 어떻게 기업의 위험이 높은 재무행태를 허용했는지 살펴볼 필요가 있다.

1990년대 기업의 자금조달구조의 특징은 기업어음(1993년과 1995-1996년)과 해외차입(1995-1996년)의 비중이 급증하였다는 점이다(〈표 14〉 참조). 특히 기업어음시장의 확대는 1993년과 1995년의 자유화조치에 의해 제도적으로 촉진되었다. 1993년 7월 단자사 어음할인금리에 대한 창구지도 폐지 및 중개금리의 실질적 자유화(시장실세금리 반영허용)로 기업어음 발행이 1992년의 4조원에서 1993년 9조원으로 확대되었으며, 기업어음은 은행신탁계정과 투자신탁 등의 자금운용수단으로 인수되었다. 1994년에는 대기업들의 자금사정이 호전됨으로 인하여 순발행규모가 대폭 감소하였다. 1995년 당좌대출금리의 실세화조치로 당좌차입이 대폭 감소하고, 수출산업설비자금공급이 대폭 감소함으로써 기업의 예금은행 차입이 감소하였으며, 자금사정이 양호해진 대기업들이 고금리의 투금사 차입과 신탁계정 차입을 대폭 상환하였다. 한편 시장금리가 하락함에 따라 기업들의 자금수요가 기업어음 발행에 집중되었다. 특히 95년 7월 기업어음의 최단만기 및 최저발행금액이 인하됨에 따라 기업어음을 통한 기업자금조달규모는 94년의 4조 4천억원에서 95년 16조원, 96년 20조 7천억원으로 급증하였다. 한편 해외부분을 통한 자금조달은 외국인 주식투자 한도 확대, 해외증권발행, 무역신용 등을 통해 93년

〈표 14〉 기업부문의 자금조달

(단위: 10억원, %)

	1994		1995		1996		1997 상반기	
	금액	%	금액	%	금액	%	금액	%
자금조달	89,040.5	100.0	100,016.2	100.0	118,201.0	100.0	62,102	100.0
간접금융	39,649.6	44.5	31,854.8	31.8	36,995.3	31.3	29,755	47.9
예금은행	18,441.9	20.7	14,897.8	14.9	18,571.1	15.7	15,112	24.3
비예금은행	21,207.7	23.8	16,957.0	17.0	18,424.2	15.6	14,643	23.6
종금차입	3,864.1	4.3	503.6	0.5	-390.2	-0.3	4,366	7.0
보험차입	2,096.5	2.4	2,718.1	2.7	3,860.4	3.3	1,289	2.1
신탁차입	6,971.5	7.8	6,075.1	6.1	7,735.0	6.5	1,102	1.8
기타 차입	8,257.9	9.3	7,660.2	7.7	7,219.0	6.1	7,886	12.7
직접금융	33,939.9	38.1	48,070.6	48.1	55,600.6	47.0	19,161	30.9
(국 공 채)	350.6	0.4	-939.2	-0.9	319.6	0.3	430	0.7
(기업어음)	4,405.0	4.9	16,096.2	16.1	20,690.6	17.5	5,277	8.5
(주 식)	13,198.2	14.8	14,444.5	14.4	13,342.1	11.3	3,605	5.8
(회 사 채)	12,605.6	14.2	15,350.8	15.3	19,945.8	16.9	9,111	14.7
해외차입	4,407.3	4.9	8,392.3	8.4	12,062.9	10.2	5,732	9.2
기 타 ¹⁾	11,043.6	12.4	11,698.5	11.7	13,542.2	11.5	7,453	12.0
(기업신용)	6,134.6	6.9	4,960.7	5.0	6,859.3	5.8	3,629	5.8

주: 1) 기업신용, 정부차입, 미지급금, 퇴직급여충당금 등.

자료: 한국은행, "1996년 자금순환", 『조사통계월보』, 1997. 11.

6조 6천억원에서 94년 16조원, 95년 24조원, 96년 31조원으로 급증하였다(〈표 15〉 참조).

이러한 금융구조의 변화는 다음과 같은 문제점을 가지고 있었던 것으로 분석된다.

첫째, 정부는 구조조정기에 은행차입에 과다하게 의존하는 기업의 재무행태를 개선하기 위해 기업의 은행의존도를 줄이고(〈표 16〉 참조) 직접금융시장을 통한 자금조달을 촉진했으나, 이러한 정책은 직접금융시장의 취약한 감시기능으로 인하여 오히려 기업의 도덕적 해이와 역선택을 조장하는 여건을 제공함으로써 결국 은행산업의 대량 부실마저 초래하는 결과를 가져왔다. 기본적으로 기업에 대한 심사와 감시기능의 계층구조에 있어 기반을 이루어야 할 은행의 정보생산과

감시기능이 취약할 뿐만 아니라(〈표 3〉 참조)³⁹⁾ 차입자에 대한 감시기능의 계층구조(hierarchy)가⁴⁰⁾ 구축되어 있지 않은 여건에서 직접금융시장을 통한 자금조달이 급격하게 증대함으로써 기업에게 도덕적 해이를 용이하게 하도록 여건을 조성하였다.⁴¹⁾

우리가 주목해야 할 점은 기업의 간접금융 의존을 축소하기 위한 직접금융의 축진이 금융구조상으로 심각한 문제를 내포할 수 있다는 점이다. 규제나 시장여건의 변화에 대응하여 금융의 양적 구조는 신속하게 변화할 수 있으나, 직접금융시장이 투자자를 보호하고 효율성을 확보할 수 있는 정보의 공급시스템과 투자정보의 생산기술을 축적하는 예는 상당한 경험과 시간경과를 필요로 한다. 따라서 금융구조가 양적으로 급속하게 변화하는 경우 자금공급자와 차입자 간의 정보와 감시구조가 금융의 양적 구조변화를 따라 갈 수 없음으로 인하여 차입자에 대한 사전적 정보부족과 사후적 감시가 부족한 금융비중이 증대하게됨으로써 양자 간의 情報의 非對稱性이 증대하고 이에 따라 금융구조 전체의 위험성이 증대할 가능성은 높아진다.

둘째, 직접금융시장에서 주로 단기위주의 자금조달비중이 높아짐으로써 금융기관의 자금조달과 운용에서는 물론 금융기관과 기업 간에 만기구조의 불일치문제를 심각하게 내포하고 있었다. 특히 종금사들은 국내에서는 CP할인시장이 급팽창함에 따라 1995년부터 콜시장을 통해 자금을 조달하기 시작하였으며(순차입으로 전환)⁴²⁾, 해외에서 종금사와 리스사는 단기자금조달을 통해 기업에 자금을 공

39) 우리 나라 은행이 사실상 고유의 심사기능을 포기하고 있다는 에피소드는 여러 가지로 발견된다. 예로 '韓寶事態' 청문회에서 한 은행장은 한보철강에 거액의 자금을 대출해 준 이유를 신용평가기관의 심사결과에 따른 것으로 답변하였다. 또한 은행의 신탁계정은 대부분 정부가 금지하고 있음에도 불구하고 종금사의 이면지급보증을 받고 CP를 인수하였다. 이러한 에피소드는 심사기능의 계층구조에 비추어 본다면 계층구조의 기반을 이루어야 하는 은행이 오히려 종금사나 신용평가기관의 심사기능에 의존하여 여신을 결정함으로써 은행고유의 심사기능을 포기하고 있음을 보여 준다.

40) 차입자에 대하여 은행이 먼저 신용을 평가하고, 은행으로부터 신용을 얻은 차입자만이 신용사정기관으로부터 다시 심사를 받아 공개시장에서 증권을 발행할 수 있으며, 증권을 발행한 후에는 증권분석가들로부터 증권의 가치에 대하여 연속적으로 감시를 받는다. 특히 은행은 비은행금융기관이나 직접금융시장이 생산할 수 없는 정보를 생산함으로써 금융중개기능을 수행할 뿐만 아니라 비은행금융기관과 직접금융시장에 下部構造의 역할을 한다. 감시체계의 계층구조는 금융제도가 차입자에 대하여 금융기관들의 특성에 따른 단계적인 감시체계를 가지고 있는 구조를 의미한다(金東源, 1997 참조).

41) Davis(1995), p. 48.

42) 종금사의 콜자금의존도가 높아져 감(〈표 17〉 참조)에 따라 금융구조상으로는 기업은 기업업어음의 발행을 통해 사실상 1일짜리 콜자금으로 중화학공업부문의 장기투자에 필요한

〈표 15〉 국내부문과 해외부문의 자금거래

(단위: 10억원)

	1993	1994	1995	1996
대외부채	6,674.6	16,194.8	23,833.1	31,125.6
(외국인주식투자)	4,839.7	2,514.4	2,683.6	4,194.6
대외자산	6,407.0	11,201.9	15,803.3	12,621.2
자금과부족	267.0	4,992.9	8,029.8	18,504.4

자료: 한국은행, "1996년중 자금순환동향", 『조사통계월보』, 1997. 3.

〈표 16〉 30대 기업집단의 은행대출금 비중

(단위: %)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996. 6
비 중	19.5	19.0	16.6	14.9	13.9	14.2

자료: 전경련; 한국경제연구원.

급하거나 역외금융에 운용하였다(〈표 17〉, 〈표 18〉 참조).

셋째, 어음할인시장이 내포하고 있는 문제점에도⁴³⁾ 불구하고 어음할인시장의 급속한 팽창이 오하려 정책적으로 촉진되었던 이유는 어음할인시장의 팽창에 대한 通貨當局과 금융기관, 투자자 모두의 이해관계를 충족하고 있었기 때문이다. 기업의 자금수요가 직접금융시장을 통해 충족됨으로써 통화당국은 통화증발의 부담 없이도 자금수요 압력을 완화할 수 있었다. 종금사는 어음할인과 매출과정에서 중개마진을 즐겼으며, 은행의 신탁계정은 CP투자를 통해 정보생산과 감시기능의 수행에 따른 비용을 부담하지 않고도 고수익운용을 확보할 수 있었으며, 예금자들은 신탁계정의 고수익을 누릴 수 있었다. 정부는 CP에 대한 종금사의 이면 지급보증을 금지하였으나, 이러한 은행과 종금사의 이해관계가 일치함으로써 이면지급보증 관행은 지속되었다.

자금의 상당 부분을 조달한 것과 같은 구조를 가지고 있었다.

- 43) 기업의 기업어음 발행을 통한 자금조달은 성격상 도덕적 해이(moral hazardous)가 작용할 가능성이 높은 금융수단이다. 이러한 금융수단을 은행보다도 감시기능이 작용하기 어려운 종금사의 지급보증을 받고 기업어음을 인수하는 금융거래는 그것이 신탁계정을 통해 이루어진다고 할지라도 은행이 고유의 정보생산과 감시기능에 의한 금융중개기능을 포기하고 감시능력이 없는 종금사에게 감시기능을 대행시키고 대신 수익을 얻는 모순을 내포하고 있다.

〈표 17〉 종금사의 콜시장거래 추이

(단위: 십억원, %)

	1993	1994	1995	1996	1997
call money(Ⅰ)	474,471	361,721	507,801	622,506	351,621
call loan(Ⅱ)	537,266	378,458	505,897	569,618	82,146
Ⅱ - Ⅰ	62,795	16,737	-1,904	-52,888	-269,475

자료: 한국은행, 『통화금융통계』, 1997. 10.

〈표 18〉 종합금융회사의 외화조달·운용의 기간구조(1997.10 말 기준)

(단위: 억달러, %)

	조 달	운 용
단기(1년 미만)	129 (64.4)	32 (16.3)
장기(1년 이상)	71 (35.6)	168 (83.7)
계	200 (100.0)	200 (100.0)

자료: 재정경제원, “금융시장 안정 및 금융산업 구조조정을 위한 종합대책”, 1997. 11.

〈표 19〉 기업의 현지금융 추이

(단위: 억달러)

	1993년 말	1994년 말	1995년 말	1996년 말	1997년 말
현지금융 총액	187.6	224.5	324.6	462.2	514.6
5대 그룹	121.3	152.9	220.8	310.6	359.4
30대 그룹	158.7	196.2	280.5	391.2	436.4

자료: 대통령인수위원회, 『시사저널』 1998. 3. 19. p.10에서 전재.

넷째, 기업과 금융기관들의 해외자본시장을 통한 직접자금 조달이 증대함(〈표 19〉 참조)으로써 한국의 금융시스템에 대한 국제자본시장의 감시가 세밀해지고 강화되었음에도 불구하고 우리 나라 기업과 금융기관들은 국제자본시장이 요구하는 감시체계에 적응하지 못했다. 외국기관투자자들이 한국 경제상태에 대한 신뢰를 가지고 있었을 때는 대외적 정보의 투명성 문제가 제기되지 않았으나, 대기업 도산으로 위험징후가 나타나자 투명성 문제는 급속하게 심화되어 한국에 대한 전반적인 정보불신과 한국 경제에 대한 신뢰도추락으로 외환위기를 가져오는 결정적인 경로가 되었다.

다섯째, 기업집단의 경우, 개별기업의 신용상태보다 기업집단의 주력기업에 의한 支給保證을 위주로 하여 은행과 비은행금융기관의 여신공급이 결정됨으로써 기업도산이 발생할 경우, 한 기업의 거래 금융기관뿐만 아니라 기업집단 전체의 도산이 발생할 위험이 높은 구조를 가지고 있으며, 어음제도를 통하여 기업들의 단기채권-채무관계가 복잡하게 연결되어 있음에 한 기업의 도산이 기업집단의 도산을 초래하고 동시에 전금융기관의 자산부실화로 확산되기 쉬운 구조를 가지고 있다.

IV. 위기원인론의 시사점

제Ⅲ절에서 살펴본 대기업의 재무행태와 금융구조문제는 1997년 대기업들의 연쇄도산이 발생하게 된 배경을 보여주고 있다. 외환위기가 급속하게 진전되기 이전인 1997년 1~9월에 23개의 상장기업에서 부도가 발생했으며, 이는 1996년 상장기업 부도건수의 4배에 달한다는 사실(〈표 7〉 참조)은 외환위기의 충격이 경제 위기로 발전하게 된 원인이 이미 한국 경제에 내재된 구조적 문제에 있음을 시사한다.

1) 기업은 구조조정기에 차입을 통한 투자확대로 대응하였으며, 국내금융기관과 해외금융기관은 모두 이를 수용하였다. 특히 외국금융기관은 Krugman이 말하는 'pangaloss value'를 즐기다가 한국 경제의 구조적 문제가 노출되고 동남아의 통화위기의 충격이 가해지자 한국에 대한 비판주의로 급선회함으로써 외환위기를 유발하였다.

2) 1993-1995년 간 호황기에 기업부문이 과다한 차입을 하도록 금융구조가 허용했을 뿐만 아니라 오히려 제도적으로 조장했다. 완전개방경제로의 이행에 대응하여 정부는 규제완화에 급급하고, 허술한 감독은 방치하는 동안, 금융기관들은 국내외에 걸쳐 단기의 수익 실현에만 집착하였으며, 기업은 선택폭이 넓어지고 가용성이 증대한 금융여건을 이용하여 구조조정 대신에 양적 확장을 추구해 왔다.

3) 이러한 결과는 규제완화와 감독 간의 비대칭성, 금융산업의 정보생산역량과 양적 팽창 간의 괴리, 기간구조의 이중적 비대칭성 심화(금융기관들의 자산장기화-부채단기화, 기업재무구조의 단기화-투자의 장기화), 과다한 단기해외차입을 가져옴으로써 금융구조의 내재적 불안정성을 증대시켰다.

4) 이러한 구조적 문제로 인하여 1997년 초 이래 대기업이 연쇄도산하고 이에

따라 이미 금융시장의 신용불안이 상존하고 있는 상태에서 외환위기와 IMF의 구조조정 요구가 가중되었다. 특히 IMF의 구조조정 요구는 금융기관과 기업에게 장기간의 자금난과 대량의 기업도산 발생을 예상토록 함으로써 금융경색을 가속화하였으며, 이러한 비판론은 빠른 속도로 외환위기를 경제위기로 발전시켰다.

경제위기의 원인을 규명하는 의의는 경제위기 극복과 위기재발을 방지할 수 있는 경제구조의 개선방향을 모색하는 데 있다. 이상에서 검토된 위기원인론으로부터 시사되는 경제위기 극복과 경제구조 개선방향은 다음과 같다.

1) 위기의 원인론에서 衝擊論이 핵심이라면, 대응정책은 구조개혁의 극대화보다는 고통의 최소화에 두어야 할 것이며, 構造論이 타당하다면 구조개혁의 극대화에 우위를 두는 것이 타당하다. 본 연구에서는 외환위기는 세 가지 원인의 복합적인 작용이며, 외환위기가 경제위기로 악화된 이유는 우리 경제의 구조적 취약성을 IMF의 과도한 금융경색과 고금리정책이 노출시켰기 때문이라고 보았다. 따라서 IMF의 정책전환도 필요하나, 구조조정의 극대화를 추구하는 정책이 단기적으로 고통을 가중하더라도 장기적으로 국민경제의 고통을 최소화할 것으로 본다.

2) 세 가지 원인론 모두 직·간접적으로 우리 경제의 구조적 문제를 원인으로 하고 내포하고 있기 때문에 거시경제·금융·기업 전반에 걸쳐 운영체제를 規模爲主로부터 競爭力爲主로 전환하는 구조개혁은 불가피하다. 구조개혁 추진에 있어 심각한 애로는 다음과 같이 정리된다. ① 세 가지 측면의 구조개혁(거시경제·금융·기업)을 동시에 추진함으로 인하여 고성장 개발체제의 거품과 비효율성을 제거하기 위한 縮小指向의 政策외는 선택의 여지가 없으며, ② 이에 따라 구조조정기간에 경제가 상당 기간 硬着陸(hard landing)의 과정을 겪을 가능성이 크다. ③ 규모를 축소하는 과정에서 경쟁력 기반 자체가 상실될 위험을 가지고 있다. ④ 정부가 추구하는 두 가지 정책목표(苦痛의 최소화와 構造改革의 극대화)는 상치관계(trade-off)를 가지고 있다. ⑤ 상치관계에 있는 두 가지 정책목표에 대하여 目標의 優先順位를 분명히 하지 않으면, 위기극복정책은 혼란에 빠질 가능성이 크다.

3) 금융개혁측면에서는 금융구조의 정상화와 금융감독의 효율화가 필요하다. 특히 은행중심 금융구조도 정착되지 않은 여건에서 양적으로만 급속하게 시장중심 금융구조로 전환됨으로써 구조적 왜곡문제를 안고 있는 금융구조를 정상화하는 것이 가장 중요한 과제라고 할 것이다. 금융구조를 정상화하고 체계적 안정성

을 확보하기 위해서는 금융기관의 특성에 따른 정보생산과 감시기능이 다원적인 계층구조를 확보하도록 제도적으로 촉진하는 것이 바람직하다. 이러한 계층구조를 확립하기 위해서는 먼저 계층구조의 기반이 되는 은행의 심사기능과 감시기능이 재구축되어야 하며, 다음으로 신용평가기관의 감시기능이 강화되어야 할 것이며, 증권분석·기관투자자의 자산운용이 체계화되어야 하며, 소액주주들의 감시권도 강화되어야 할 것이다.

V. 맺는말

1997년에 발생한 외환위기가 경제개발 이래 최대의 총체적 경제위기를 가져옴으로써 우리 경제는 개발경제로부터 선진개방경제로의 자율적인 발전과정을 이행하지 못한 채 붕괴하고 있다. 危機原因論의 의의는 이러한 붕괴의 본질을 규명함으로써 위기극복과 위기재발을 방지하기 위한 敎訓을 얻는 데 있다.

위기관인에 대한 논의의 혼란을 피하기 위해 본고는 外換危機와 이후의 經濟危機를 구분하여 그 원인을 분석하였다. 외환위기의 원인에 대한 그 동안의 논의는 衝擊論·政府失策論·構造論으로 정리될 수 있으며, 이 세 가지 요인의 복합적인 작용의 결과로 외환위기가 발생한 것으로 분석되었다.

외환위기가 총체적 경제위기로 발전한 원인은 ① 외환위기 발생이전에 이미 1993-1996년 기업의 과다차입을 원인으로 하는 대기업의 연쇄도산이 신용불안을 증대시키고 있었으며, ② 신용불안이 팽배한 여건에서 외환위기가 발생하여 금융경색을 가중시켰으며, ③ IMF 협약에 의한 고금리와 금융긴축정책이 가중됨으로써 기업의 대량도산 및 실업급증 사태가 발생하였다. 따라서 현재의 경제위기는 IMF의 충격을 계기로 하여 발생하였으나 이보다는 금융경색이 주된 요인이며, 금융경색은 기업의 과다차입과 금융구조의 왜곡 등 구조적인 요인에서 발생하였다. 이러한 이유에서 총체적 경제위기의 원인에 대해서는 構造論이 타당한 것으로 분석되었다.

위기관인론은 경제위기 극복에 대하여 다음과 같은 시사점을 제시한다. ① 고통의 최소화보다는 구조개혁의 극대화를 최우선으로 하는 정책이 바람직하다. ② 금융개혁추진에서는 금융구조의 정상화와 금융감독의 효율화가 필요하다. 특히 금융구조를 정상화하고 체계적 안정성을 확보하기 위해서는 금융기관의 특성에 따른 정보생산과 감시기능이 다원적인 계층구조를 확보하도록 제도적으로 촉진

하는 것이 바람직하며, 은행의 역할이 중시되어야 한다.

參 考 文 獻

1. 金東源, “金融危機의 原因: 金融構造論의 接近”, 韓國銀行 조사 1부 외부용역 보고서, 1997.
2. 박대근·이창용, “한국의 외환위기: 전개과정과 교훈”, 한국경제학회, 정책심포지엄 『경제위기의 원인과 전망』, 1998. 3.25.
3. 『시사저널』, 1998. 3. 19일자.
4. 李英燮·李種郁, “한국의 외환위기: 예측 가능했는가?”, 국제금융연구회(1998. 2. 14일 발표).
5. 鄭雲燦, “IMF구제금융과 거시경제정책”, 한국금융학회 심포지엄 자료, 1998. 3.20.
6. 최승노, 『1995년 30대 기업집단』, 한국경제연구원, 1996a.
7. _____, 『1996년 30대 기업집단』, 한국경제연구원 자유기업센터, 1996b.
8. _____, 『1997년 한국의 대규모기업집단』, 자유기업센터, 1997.
9. 崔昌圭, “投機的 攻擊理論과 韓國의 外換危機”, 한국은행, 『經濟分析』, 1998. II.
10. 한국금융연구원, “국가위험 지표 산출”, 『97년도 경제전망과 금융·외환시장 동향』, 1997. 3.
11. 한국은행 금융경제연구소, 『금융시장 통합과 금융안정 유지』, 『업무참고자료』, 제43호, 1997. 10.
12. _____, “IMF 대기성차관 협약의 주요 내용”, 『한은정보』, 1998. 5.
13. _____, “우리 나라 설비투자 패턴의 특징과 시사점”, 『한은정보』, 1997. 6.
14. Brown, Stephen J., William N. Goetzmann and James Park, “Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997”, *NBER Working Paper* No.6427, Feb. 1998.
15. Chirinko, Robert S., “Financial Constraint, Liquidity, and Investment Spending: Theoretical Restrictions and International Evidence”, *Journal of The Japanese and International Economics* 11, 1997.
16. Davis, E. Philips, *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Oxford,

Clarendon Press, 1995.

17. Dornbusch, Rudiger, *Financial Crisis in East Asia and the Prospects for Recovery*, Korea Institute of Finance, December 1997.
18. Eichengreen, Barry and Donald Mathieson, "Hedge Funds and Financial Dynamics", *IMF Occasional Paper* 166, May 1998.
19. Feldstein Martin, *Financial Times*. March 3, 1998.
20. *Financial Times*, "ASIA IN CRISIS"(In the forth of five reports, Jan. 15, 1998).
21. Fischer, Stanley, "REFORMING WORLD FINANCE", *The Economist*, October 3rd., 1998.
22. Grunewald, A. E. and Pollock, A. J., "Money Managers and Bank Liquidity", in *Proceedings from a Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, 1985.
23. Krugman, Paul, "What Happened to Asia?", Jan. 1998., website.
24. Nakamura, L.I., "Commercial Bank Information: Implications for the Structure of Banking", in Michael Klausner and Lawrence J. White eds., *Structural Change in Banking*, Irwin Publishing 1993.
25. Marklew, Victoria, *Cash, Crisis, and Corporate Governance*, The University of Michigan Press, 1995.
26. Mckinnon, Ronald I. and Huw Pill, "The Overborrowing Syndrome- Are East Asian Economies Different?", 1996 9., FRB, San Francisco.
27. _____, "East Asian Liberalization, Bubbles, and the Challenge from China", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, 1996.
28. Park, Yung Chul, "Financial Crisis and Macroeconomic Adjustment in Korea, 1997-98", in Park, Yung Chul ed., *Financial Liberalization and Opening in East Asia: Issues and Policy Challenges*, Korea Institute of Finance, 1998.
29. Sachs, Jeffrey, "GLOBAL CAPITALISM", *The Economist*, September 12th, 1998.
30. _____, "Power unto Itself", *Financial Times*, December 11, 1997.

31. Saunders, A. "Contation Effects in the Interbak Market", in R. Portes and A. Swoboda eds., *Threats to International Financial Instability*, Cambridge University Press, 1987.
32. Wolf, Martin, "Same old IMF Medicine", *Financial Times*, 1997. 12.9.