

# IMF 高金利處方, 왜 失敗했는가?\*

- 對內 · 外的 要因 -

李 鍾 郁\*\*

## 논 문 초 록 :

한국의 금융·외환위기를 극복하기 위한 IMF의 고금리 정책의 성공과 실패를 평가해 보면, 자본유입의 구축효과가 발생할 수 있는 대외적 여건이 유리하게 전개되지도 않고 자본유입의 구인효과가 나타날 수 있는 대내정책도 성공적이지 못하였다. IMF 고금리가 한국에 적용되어 성공했다면, 그것은 잘못 처방된 약을 먹고도 그 고통을 잘 감내해 준 한국 국민들의 노력에 있다고 보아야 한다. 이론적으로 그리고 실증적으로 살펴본 바와같이, 외채도 많고 기업 부채도 많은 경제구조에서 IMF의 고금리는 외채부담뿐 아니라 기업부도도 증가시켰다. 이러한 고금리 정책의 실패는 위험프리미엄을 더 상승시킴으로써 자본유입에 장애가 되었다. 고금리로 인해 흑자기업과 성장잠재력이 있는 기업도 도산함으로써, 한국경제의 실물기반이 흔들렸다. 또한 중장기적으로 추진해야 할 구조조정을 IMF의 요구로 단기에 추진하다 보니, 정부가 단기 목표로 내세운 민간부문의 구조조정은 외국자본 유입이 없으면 불가능하게 되었다. 이런 상황에서 빅딜과 같은 신조어는 구조조정의 본질을 흐리게 하여 외국자본을 유치하는데는 실패했고, 그나마 정책의 포퓰리즘 그리고 新관변학자의 인기를 끌어내었을 뿐이다. 외환위기 이전의 징후가 나라에 따라 다르듯이 외환위기를 극복하는 과정도 나라와 민족에 따라 다르다. 외국의 사례는 어디까지나 참고 사항이고, 한국경제의 위기 상황을 극복하는데는 한국경제의 기초여건에 대한 연구를 바탕으로 한 정책을 시행해야 한다. 서구의 정책수단을 이용하더라도 그 내용을 한국경제구조에 맞게 해석해야 한다.

핵심주제어 :

경제학문헌목록 주제분류 :

## I. 서 론

일단 외환위기는 벗어났지만, 한국의 경제정책을 구속하고 있는 IMF 프로그램

\* 본 연구는 서울여자대학교 1998 교내연구비 지원으로 이루어진 것이다. 논문을 수정하는 데 이한구 사장 및 박진근 교수의 논평에 감사한다. 이 논문을 준비하는 동안 한국금융연구원의 임준환 박사와의 토론, 분석에 필요한 자료와 자료해석에 도움을 준 한국은행의 유병하 과장, 한국은행 김현욱 박사, 무역협회 장상식, 제일은행 이원희 행원에게도 감사를 드린다.

\*\* 서울여자대학교 경제학과

의 위력은 높은 기업부도율, 실업증가, 소득감소를 통해 잘 나타나고 있다. 그 프로그램에 따를 수밖에 없는 것이 우리의 현실이지만, 협상을 통해 IMF가 한국경제에 부가한 조치를 조절할 수 있는 분기별 회의가 개최되고 있는 한, 한국의 협상팀은 지금까지와는 좀 다른 전략을 세울 필요가 있다.

한국 외환위기의 원인은 외화유동성 부족 때문이라는 판단하에, IMF는 외화유입을 통해 환율을 안정시키고 한국 기업의 과잉투자를 해결하기 위해 30%에 이르는 고금리정책을 시행하도록 하였다. 이에 따라 정부는 IMF의 고금리를 당연시하고, 외환위기를 벗어나는 정책으로 기업 및 금융의 구조조정, 장기외채의 적극적 도입, 외국인 직접투자의 적극유치, 국내기업의 해외판매, 경상수지 흑자 등을 동시적으로 추진하고 있다.

그러나 고금리와 한국 정부가 취한 정책 사이에는 서로 상반되는 부분이 적지 않다. 고금리는 부채비율이 높은 기업의 부도율을 급격히 상승시킨다. 기업부도율이 높은 상황에서, 외국투자자가 투자적격인 기업을 분별하는 것은 쉽지 않다. 또한 신용등급이 낮아, 장기외채를 도입하는 데 한국 기업에 적용되는 스프레드 수준이 국제금융시장의 정크본드에 해당할 정도로 높다. 이러한 상황에서 IMF가 시행하도록 한 고금리가 단기에 자본유입을 촉진하는 데 기여했다고 평가할 수 있을지 의문스러웠다.

대·내외적으로 IMF가 한국에서 실행한 고금리정책은 실패작이라는 비판에 대해, IMF의 경제학자들은 한국에서 고금리는 환율안정화에 있었다고 말을 바꾸고 있다. 고금리로 인한 환율안정화효과가 발생하려면, 자본유입으로 인해 환율이 하락하여야 한다. 별 자본유입 없이 환율이 안정되었다면, 고금리 이외의 경제적인 요인 및 비경제적 요인이 원인이 될 수 있다. 경제적인 요인으로서는 외채만기연장, 단기외채의 장기외채 전환 등 한국 경제의 잠재력에 대한 해외투자자들의 긍정적인 평가 등이고, 비경제적 요인으로서는 IMF와의 협상과정에서 그 기관의 고압적 자세나, 한국의 경제위기상황에서도 미국 국익을 위해 얼굴을 숨기고 IMF 협의 단 뒤에서 협정내용을 원격조정하는 미국 재무부 고위관리의 행동에서 받은 만족적 수치심일 수도 있다.

이 시점에서는 한국의 금융위기와 외환위기를 극복하기 위한 IMF의 고금리 정책이 과연 타당했는지를 분석해 볼 필요가 있다. 또한 위기상황에서 경제정책의 우선순위가 무엇이 되어야 적당했는지를 살펴볼 필요도 있다. 그 동안 외환위기의 예측·가능성(이영섭·이종욱, 1998; 박대근·이창용, 1998; 박원암·최공필,

1998), 외환위기의 원인과 대책<sup>1)</sup> 등에 대한 연구가 많은 데 비해,<sup>2)</sup> IMF 프로그램 평가에 대한 연구(김인준, 1998; 정운찬, 1998; 이종욱, 1998b)는 상대적으로 적었다. 김인준(1998)과 정운찬(1998)은 한국 경제에서 발생한 고금리의 폐해를 고금리 주장자들의 네 가지 논거를 중심으로 논의하고 있으며, 이종욱(1998b)은 고금리가 IMF 경제학자들이 주장한 효과를 가져왔는지를 중점적으로 분석하였다. 그러나 IMF가 시행한 고금리정책의 문제를 실증분석을 통해 심도 있게 분석하지 못한 것이 이전 연구들의 한계였다.

IMF의 아시아담당 국장이 1998년 2월 서울대학교에서 한 강연을 보면, IMF가 한국 경제에서 고금리를 선호하는 이유는<sup>3)</sup> 두 가지이다. 하나는 기업의 과잉투자 및 금융권의 과잉대출을 해소하는 것이며, 또 하나는 자본유입을 통해 부족한 외화를 확보하고 환율을 안정시키자는 것이다.<sup>4)</sup> 이런 목표가 과연 실현되었는가, 그렇지 않다면 그 정책의 부작용은 과연 무엇인지를 분석하는 것이 본 연구의 목적이다.

본 연구는 서론을 포함해 여섯 절로 구성하였다. 제Ⅱ절에서는 고금리하의 기업부도, 경상수지 흑자의 관계를 이론적으로 설명하고, 그 이론에 대한 실증분석을 하였다. IMF의 고금리는 자본유입에 의한 환율안정효과보다 기업부도율과 기업 채무부담률을 급격히 증가시켜 금융기관의 부실여신은 급격하게 증가했고, 그 결과 금융시장에서는 시스템릭 위험(systemic risk)이 발생할 뻔하였다. 제Ⅲ절에서는 고금리와 자본유입의 관계를 설명하고, 그에 관련된 가설을 검정해 본다. 여기서 분석할 주요 가설은 라틴아메리카의 자본유입을 분석하는 과정에서 이용된 자본유입의 구인(pull)효과와 구축(push)효과이다. 본 연구의 실증분석에 의하면, 한국의 고금리는 구인효과와 구축효과를 얻지 못함으로써 IMF 고금리정책은 실패했다. 제Ⅳ절에서는 IMF 고금리처방의 평가 및 교훈에 대해 기술한다.

1) 외환위기의 원인과 대책에 연관된 연구로 이종욱 外(1998)의 논문, 신인석(1998), 정운찬(1998), 이종욱(1998a, b), Radelet and Sachs(1998), Shin and Hahn(1998), Krugman(1998d), Corsetti *et al.* (1998) 등 적지 않다.

필자(1998b)는 한국의 외환위기 원인에 대한 미국, IMF 및 한국 경제학자들의 견해를 크게 두 가지 그룹으로 나누어, 그 차이를 간략히 도표로 정리하였다.

2) 이에 대한 더 많은 국내의 참고문헌을 원하면 이종욱 外(1998), IMF(1998), Roubini의 홈페이지 [nroubini@stern.nyu.edu](mailto:nroubini@stern.nyu.edu) 참조.

3) IMF나 미국 경제정책 담당자들(재무장관 루빈, 뉴욕연방은행 총재 맥도너 등)이 외환위기가 발생한 한국에서 왜 고금리를 선호하는가에 대한 논의는 이종욱(1998b)의 IV절 참조.

4) World Bank의 Severino and Ahmed(1998)는 고금리가 한국의 민간부문 및 금융부문의 구조조정에 있다는 것을 분명히 밝히고 있다.

제Ⅱ절과 제Ⅲ절의 실증분석결과를 토대로 IMF 고금리정책의 실패를 대내적 요인과 대외적 요인으로 나누어 분석한다. 마지막으로 본 연구의 결과를 요약해 보고, 미래 연구과제를 제시해 본다.

## Ⅱ. 금리, 채무부담과 경상수지

IMF의 고금리정책이<sup>5)</sup> 국가 및 기업의 채무부담에 어떤 충격을 주는지 간단한 모형을 이용해 분석해 보자.<sup>6)</sup>

### 1. 모 형

#### (1) 기업의 채무부담

기업의 매출과 부채비율을 식 (1)과 같이 정의할 수 있다.<sup>7)</sup> 식 (1)에서  $B$ ,  $Q$ 는 각각 기업의 부채 및 산출량을 나타낸다.

$$b = \frac{B}{Q} \quad (1)$$

이 식에 자연로그를 취하고 시간에 대해 미분하여 정리하면, 식 (2)가 된다.

$$\dot{b} = \left( \frac{\dot{B}}{B} - \frac{\dot{Q}}{Q} \right) b \quad (2)$$

식 (2)에 기업의 채무는 이자지급비용을 넘어설 수 없다는 제약, 즉  $\dot{B} = rB$ 와 기업매출의 성장률이 고정, 즉  $q$ 라는 가정을 결합해 보자.

$$\dot{b} = (r - q)b \quad (3)$$

여기서  $r$ ,  $q$ 는 각각 시중이자율, 기업매출의 성장률을 말한다.<sup>8)</sup> 기업의 부채비

5) 고금리의 자본유입에 대한 기여도평가는 본고 제Ⅲ절에서 구체적으로 기술한다.

6) 이 모형의 기본 아이디어는 김경수(1998)에서 따온 것이다. 여기서는 Cohen and Sachs (1986)에서보다 좀더 단순한 유도과정을 얻기 위해 적정 재정적자규모를 분석하는 지표를 활용하였다.

7) 여기서는 정부부채의 적정규모를 연구하기 위해 사용하는 GNP 대비 부채비율을 활용한다.

8) 미분방정식의 해를 구하면, 다음과 같다.

$$b = A + Be^{-(r-q)t}$$

이 식에 따르면, 채무가 많은 기업의 부채비율을 줄이는 정책은  $(r-q) < 0$ 이 성립하도록

율이 감소하려면, (3)식에서 기업이윤은 증가하는 부채보다 많아야 하므로 기업 이윤과 부채증가 사이에 다음 관계가 성립해야 한다. 여기서  $c$ 는 기업이윤을 나타낸다.

$$c > (r - q)b \quad (4)$$

식 (3)과 식 (4)에서 유익한 네 가지 정보를 얻을 수 있다. 첫째, 이자를 상환할 수 있을 정도의 현금흐름을 얻을 수 없다면, 기업은 기존 채무를 상환할 수 없어 부도에 직면하게 된다. 둘째, 기업차입금에 대한 이자율이 높으면 기업은 그에 상응하는 매출성장이나 현금흐름이 없을 경우 부도에 직면하게 된다. 셋째, 기업의 부채비율이 높은 경우, 불황으로 기업의 성장률이 낮으면 기업의 채무부담은 가중되어 기업은 도산할 수밖에 없다. 넷째,  $(r - q) < 0$ 이 되면, 기업의 부채비율은 중장기적으로 급속하게 감소할 수 있다. 중앙은행이 이자율을 인하하여, 이자율이 기업성장률보다 낮으면 식 (3)에서 기업부채비율이 감소하게 될 것이다. 즉, 기업의 부채비율을 인하하는 데 중앙은행의 정책도 큰 역할을 할 수 있다.

한국 기업은 산업화의 역사에서 원시적 자본축적의 기간도 없었고, 서구에 비해 단기간에 경공업에서 중공업으로 전환되어 기업의 부채비율이 높다. 이러한 상황에서 외환 및 금융위기의 타개책으로 고금리정책을 시행하게 되면, 한국 기업의 상황은 식 (3)에 의해 명확한 답을 얻을 수 있다. 즉, 기업은 더 높은 채무이자를 부담하게 되므로 도산하는 기업의 수가 증가할 수밖에 없다.

## (2) 경상수지 흑자

경상수지 흑자와 IMF가 제시하는 경제운용 프로그램을 결합해 보기 위해, 간단한 모형을 이용해 보자.<sup>9)</sup> 국민경제의 외채부담을 측정하기 위해 가장 많이 언급되는 국민소득 대비 외채규모는 식 (5)로 정의할 수 있다.

$$d = \frac{D}{Y} \quad (5)$$

여기서  $D$ ,  $Y$ 는 각각 외채, GNP를 나타낸다. 식 (5)에 로그를 취하여, 시간에

하는 것이다.

9) 여기서는 Cohen and Sachs(1986), Krugman(1985)에서보다 더 단순한 유도과정을 얻기 위해 적정재정적자규모를 분석하는 지표로 활용하였다. 김경수(1998)는 한국의 구조조정을 분석하기 위해, 이 식을 활용하고 있다.

대해 미분하면, 식 (6)을 얻는다.

$$\dot{d} = \left( \frac{\dot{D}}{D} - \frac{\dot{Y}}{Y} \right) d \quad (6)$$

식 (6)에 함축된 의미를 얻기 위해, 두 가지 가정을 한다. 첫째, 부도에 직면하지 않고 외채상환 연장이 가능하려면, 외채증가분은 每期 이자상환액을 넘어서 수 없다. 즉,

$$\dot{D} = rD \quad (7)$$

식 (7)을 식 (6)에 대입하면, 식 (8)을 얻을 수 있다.

$$\dot{d} = (r - g)d \quad (8)$$

자본이동이 실물과 독립적으로 이동하는 경우, 한 나라가 외채위기에서 벗어나려면 경상수지 흑자가 필수적이다. 한 나라의 GNP대비 경상수지 흑자규모는  $(D/Y)$ 의 증가분  $(\dot{d})$ 과 같아야 한다.

$$\left( \frac{CA}{Y} \right) = (r - g)d \quad (9)$$

여기서  $CA$ 는 경상수지를 나타낸다.

외국에서 차입하는 이자율이 상승하고 자본이동이 실물부문과 독립적으로 이동한다고 가정할 때, 외채상환능력은 경상수지 흑자규모가 증가하여야 개선된다.  $(r - g) > 0$ 이면, 식 (9)를 만족하는 경상수지 흑자는 기존 외채의 이자를 갚는 데 필요한 외자규모이며, 기존 외채규모는 감소하지 않고 더 증가하여 외환위기는 더 악화된다. 이런 상황에서 기존 외채가 감소하려면, 경상수지 흑자는 외채상환 이자보다 많아야 한다. 반면  $(r - g) < 0$ 이면, 식 (9)에서 그 나라의 외채부담이 중장기적으로 감소하게 된다.  $(r - g) < 0$ 으로 만들기 위해, 외채부담 이자율을 인하하거나 경제성장률을 올리는 것도 하나의 방법이다.<sup>10)</sup>

위와 같은 논리로 보면, 외화유동성 부족으로 발생한 외환위기에서 선진국 채권자들이 후진국에 외채원금 삭감(debt-relief), 이자율인하 등의 조치를 취하게 되는 이유를 쉽게 이해할 수 있다. 식 (8)에 의하면, IMF의 고금리정책은 높은

10) Cohen and Sachs(1986) 참조.

성장률을 유지하지 않는 경제에서는 외채상환부담을 더 가중시키게 된다. 또한 식 (9)에 의하면 IMF가 권고한 고금리를 유지하려면 필요한 경상수지 흑자규모는 더 증가해야 한다.

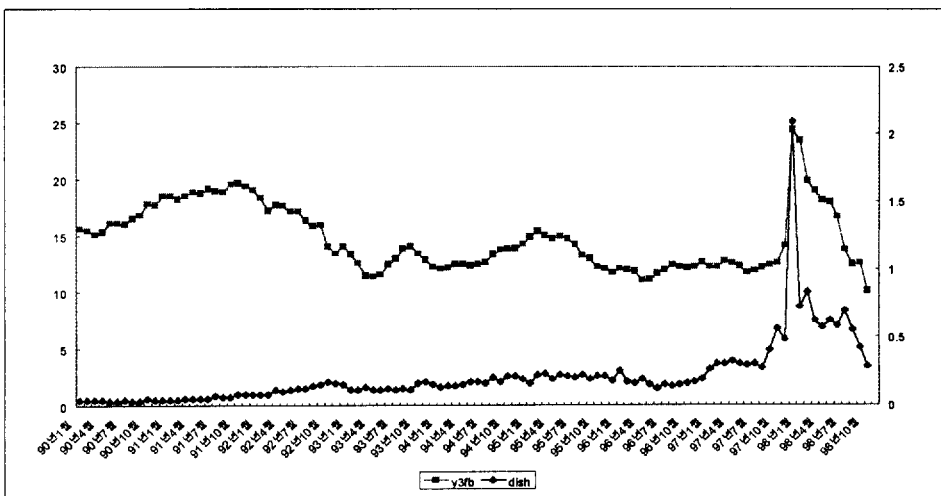
## 2. 실 제

### (1) 고금리와 부도율

금리와 부도율의 관계를 도시한 <그림 1>을 보면, IMF체제 이후 기업의 부도율은 급격히 상승하는 것을 알 수 있다. IMF식 고금리는 한국의 불황하에서 기업부도율을 단기간에 급속하게 증가시켜, 금융시장은 시스템릭 위험에 처할 수밖에 없음을 한국 기업의 취약한 재무구조를 분석해 보면 알 수 있다. 1998년 현재 공정거래위원회가 발표한 한국 30대 그룹의 부채비율을 보면, 최저 370.9에서 최고 1,784.1에 이른다.<sup>11)</sup> 한국의 기업같이 부채비율이 높은 경우, 금리를 인상하면 채무부담은 더 늘어 부도기업이 늘어나는 것은 당연하다. 특히 불황하에서 고금리정책을 시행하면, 부채비율이 높은 기업은 현금흐름이 좋지 않아 자연히 도산할 수밖에 없다.

금융 및 보험회사를 제외한 국내 30대 그룹의 빚이 1년 사이 87조 원이 늘어났고, 부채비율도 518.9%로 지난해 386.5%에 비해 크게 증가했다. 반면 자기자본

<그림 1> 고금리와 부도율



11) 대기업군의 부채비율은 공정거래위원회가 1998년 4월 15일 발표한 통계임.

비율은 20.6%에서 16.2%로 떨어져 재무구조가 더욱 악화되었다. 부채가 늘어난 가장 큰 이유는 환율급등에 따른 대규모 환차손의 발생, 외화차입금 평가액의 급증이다. 환율급등과 더불어, 연말에 이자율이 급등한 것도 또 하나의 원인이다.<sup>12)</sup>

이러한 부채구조하에서 고금리는 대기업뿐 아니라 중소기업의 도산을 증가시키므로, 금융기관의 부실채권도 당연히 급속하게 증가할 수밖에 없다. <표 1>에서 은행들의 부실채권 변동현황을 보면,<sup>13)</sup> 고금리의 충격이 기업의 부도뿐 아니라 은행의 부실채권을 급증시키는 데 중요한 요인임을 알 수 있다. 3개월 만에 '요주의 이하'가 5조 4,010억 원, '고정 이하'는 2조 3,146억 원이 증가하였다.

한국의 금융기관에서 거액대출은 정부정책이나 권력으로 이루어져, 금융기관의 대출심사 기능이 취약하고 부실채권이 많은 상황이다.<sup>14)</sup> BIS기준 충족, 금융기관의 과감한 정리 등으로 인해 한국의 금융기관은 국내금융시장에서 경쟁다운 경쟁 한 번 못해 보고 정리되어야 하는 상황에 직면해 있다.

더구나 정부가 IMF 프로그램에서 요구하지 않는 BIS기준을 자발적으로 부여함으로써, 신용경색이 더 심화되었다. 일본 정부는 일본에서 신용경색을 피하기

<표 1> 은행의 부실채권 변동현황

(단위: 억 원; 괄호 안은 총여신 대비율 %)

은행	1997년 말 현재		1998년 3월 현재	
	요주의 이하 <sup>1)</sup>	고정 이하 <sup>2)</sup>	요주의 이하	고정 이하
시중은행	184,423 (4.8)	76,645(2.0)	225,832(5.6)	94,794(2.4)
지방은행	42,004 (1.2)	24,200(0.7)	54,605(2.1)	29,197(1.0)
합 계	226,427(6.0)	100,845(2.7)	280,437(7.7)	123,991(3.4)

주: 1) '요주의 이하' 또는 무수익 여신=부실여신+담보있는 고정여신(법정관리기업여신과 6개월이상 연체여신임)

2) '고정이하' 또는 부실여신=회수의문(담보없는 고정여신)+추정손실(회수가불가능한 여신).

자료: 은행감독원

12) 구조조정을 급격히 추진하였지만 도산한 거점그룹의 경우, IMF 구제금융 합의 이후 매달 금리부담이 300억 달러에 이른 것으로 보도되고 있다. 이를 통해 금리가 상승함에 따라, 기업의 이자부담도 증가하였음을 알 수 있다.

13) 물론 부실채권은 기업의 부도로만 발생하는 것이 아니고, 은행의 파생상품, 해외증권투자 등의 손실도 포함한다. 특히 후자의 손실은 은행직원이나 경영자의 전문지식 부족에서 발생한 것이 대부분이다.

14) 한국의 권력형 부실대출에 대해서는 이종욱(1997) 참조.



위해 일본은행에 대해 BIS기준을 부가하지 않을 것이라 발표했다. 그러나 한국은 은행에 대해 BIS기준을 부가함으로써 기업의 부도율을 더 가속화시키고 있다. 또한 은행이 자기자본비율을 맞추기 위해 대출을 줄임으로써, 시중이자율이 더 높은 상태로 지속되는 기간을 연장시켜 가고 있다.

이로 인해 한국 경제의 기초는 크게 손상되었으며, 결국 고금리로 인한 부실여신의 급격한 증가는 국내금융기관의 신용경색, 국내은행의 해외신용등급 하락을 초래하였다. 또한 국제신용등급의 하락은 국내은행의 무역결제기능을 취약하게 만들고, 해외 자금조달에서도 가산금리를 상승시켜 대외거래에서 은행의 역할을 크게 위축하고 있다. 이것은 궁극적으로 고금리가 금융공황을 더 악화시키고, 외환위기의 재발 및 실물경제의 공황도 초래할 수 있음을 의미한다.

## (2) 고금리, 경상수지 그리고 외채

### 1) 고금리와 경상수지

최근 경상수지 변화를 요약한 <표 2>를 보면, 지난해 11월 이후 경상수지는 흑자로 전환되어 지금까지 계속되고 있다. 고금리는 기업부도율을 증가시켰고, 이로 인해 기업의 원자재수입이 줄어 경상수지는 흑자로 전환될 수 있었다.<sup>15)</sup> 1997년 11월의 경상수지 흑자와 함께, 급격히 증가한 오차 및 누락원인도 고금리와 연관해 분석해 볼 수 있다. 그 원인을 보면,<sup>16)</sup> 대략 두 가지로 나누어 볼 수 있

<표 2> 경상수지와 고금리효과

(단위: 백만달러)

연 도	경상수지	상품수지	오차 및 누락
1997. 10	-663.1	-407.6	-502.6
1997. 11	477.9	614.5	-2,348.3
1997. 12	3,456.5	2,852.5	-1,177.8
1998. 1	3,090.5	2,568.1	512.2
1998. 2	4,128.9	3,863.2	-639.0
1998. 3	3,630.4	3,731.3	-377.7
1998. 4	3,590.3	3,789.9	-324.0

15) 한국의 수입구조에 대한 더 자세한 논의는 이종욱(1998b) 참조.

16) 또 하나의 중요한 요인이 환율급상승으로 인한 환차손이다. 환율급등으로 인한 환차손을 줄이기 위해 기업은 수입에서 선송금후통관(leading and lagging)을 증가시켜, 수입대금의 결제시점과 물품의 통관시점이 서로 달라졌다.

다. 첫째, 고금리로 인한 불경기의 급습으로 수입업자는 창고에 두고 통관을 포기하였을 수 있다. 둘째, 국내금융기관도 신용등급이 낮아 해외차입을 할 수 없을 뿐 아니라 해외차입금에 부과되는 높은 금리로 인해 외화가 부족하여 무역여유를 매입할 수 없게 된 경우이다. 이 두 가지는 모두 외환위기로 인한 급격한 환율절하와 연관된다.

## 2) 외채와 경상수지

외환위기가 발생한 이후 1997년 12월 20일 발표한 한국의 총외채는 1,530억 달러(외채구조를 보면 단기외채 802억 달러, 장기외채 728억 달러)였고, 1997년 말에는 1,580억 달러였다. 정부가 지난해 12월에 발표한 1998년 11월 말 현재 대외채무는 1,524억 달러, 그 중 단기외채는 대외채무의 20% 수준에 이르고 있다. 경상수지 흑자를 통해 금융기관과 민간기업의 단기차입 상환 및 단기채무를 장기채무로 전환하면서, 단기외채의 비중은 크게 낮아졌다.<sup>17)</sup> 그러나 총외채규모는 지난해말 수준에 비해 57억 달러 감소했을 뿐이다. 또한 가용외환보유액은 1998년 11월 말 기준 502억 원으로 발표하고 있지만, 총외환보유고의 상당 부분이 해외차입자금임을 고려하면 발표된 금액은 상환부담이 없는 진정한 의미의 외환보유고가 아니다.

정부발표에 의하면 1998년 11월 말 순외채는 199억 달러로 내년에는 채권국이 된다고 하지만, 이것은 대외채권을 모두 받을 수 있음을 가정하고 있다. 외환위기의 고통을 겪고 있는 국민에게 “내년 순채권국이 된다”는 발표는 위안이 될 수 있을지도 모른다. 그러나 대외채권을 상환받는 것이 어렵더라도 우리 경제상황에서 채무는 반드시 갚아야 함을 고려해 보면, 상당 기간 동안 우리 경제정책의 우선과제는 외채상환능력을 향상시키는 것이다.

외환보유고 차입자금이나 현재 대외채무의 외채상환능력을 향상시키려면, 실물부문의 경쟁력을 배양하여 경상수지 흑자를 달성해야 하고 한국 경제의 구조개혁을 통해 해외직접투자를 유치해야 한다. 그러나 IMF의 고금리처방으로 실물부문에서 부도율이 높고, 이로 인해 금융기관의 부실채권이 증가하여 금융기관의 대외신용등급이 하락하고, 외국기업은 한국 수출기업이 국내은행에서 받은 보증

17) 단기외채 과중으로 인한 외화유동성 부족으로 발생한 외환위기에서 한국은 일단 단기외채 비중을 줄이면 외환위기영역을 벗어날 수 있다. 이러한 현상을 설명하는 모형의 지표로 보면, 1997년 1월에는 외환위기확정영역을 벗어나 외환위기 가능성 영역으로 이동하였다.

을 인정해 주지 않는다. 또한 높은 금융비용 부담, 은행의 BIS기준 충족을 위한 위험자산 대출축소 등으로 수출용 원자재수입이 불가능하게 되었다. 그 결과 달러에 대한 원화 가치가 크게 하락했지만, 수출은 크게 증가할 수 없었다. 한국 외환위기의 직접적인 원인은 외화유동성 부족이며, IMF의 고금리처방은 한국경제가 필요한 외화를 마련하는 방법으로 경상수지 흑자보다 기업부도 및 기업가치 하락을 통한 기업방매(fire-sale)를 재촉했을 뿐이다.<sup>18)</sup> 따라서 IMF는 그 기관의 기금 및 운영자금 최대출자국인 미국 자본의 이익을 극대화하는 데 초점을 두고 있다는 비난을 면하기 어려운 상황이다.<sup>19)</sup>

### 3. 실증분석<sup>20)</sup>

고금리와 기업부도율의 관계를 실증적으로 분석하기 위한 모형은 식 (10)과 같다.<sup>21)</sup> 여기서  $d$ ,  $r$ 는 각각 기업부도율, 회사채수익률을 나타내며,  $\mu$ 는 오차항으로 *i.i.d*조건을 만족한다.

$$d = \gamma_1 + \gamma_2 r_t + \gamma_3 r_{t-1} + \gamma_4 r_{t-2} + \mu \quad (10)$$

시계열조정을 취한 변수  $d$ ,  $r$ 는 단위근을 갖는다.<sup>22)</sup> 따라서 차분변수를 이용하여 식 (10)을 외환위기 이전과 이후로 나누어 추정하였다. 추정결과를 정리한 <표 3>을 보면, 외환위기 이전에는 이자율의 1기 시차까지만 유의적이지만, 외환

18) 미국 대통령이 한국 대기업의 구조조정을 요구하고 미국 관리의 한 마디가 자국에서도 하지 않는 빅딜을 재촉하고 있다. 내정간섭에 해당되는 발언인 데도 불구하고, 정부는 노하거나 심사숙고하기는커녕 미국의 의견이나 외신을 한국 구조조정의 헌법같이 따르고 있다.

19) IMF가 동남아시아의 외환위기에 적용하고 있는 일률적인 고금리정책은 각국 경제의 구조적 특성을 전혀 고려하지 않았다. 외환위기 이후 일련의 IMF정책 전개과정을 보면, 말레이시아 마하티르 총리의 음모설을 전면 부인하기도 어렵다. 마하티르 총리의 음모설은 외환위기 이후에 적용할 수 있을 것 같다.

20) 이 논문에서는 고금리와 경상수지의 관계에 대한 실증분석을 생략했다.

21)  $d$ 와  $r$ 가 단위근을 갖는 경우, 다음과 같은 오차수정모형을 활용할 수 있다.

$$(1-L)d = \gamma_0 + \gamma_1(1-L)r_t + \gamma_2(1-L)r_{t-1} + \gamma_3(d_{t-1} - r_{t-1}) + \mu$$

논문의 분량을 줄이기 위해, 추정결과에 대한 분석은 생략했다.

22) 단위근검정결과는 다음 참조.

단위근검정

변 수	$d$	$r$
Augmented Dickey-Fuller검정	-2.6324(-4.0530)	-1.0579(-4.0530)

주: ( )의 수치는 유의수준 1%의 임계치임.

〈표 3〉 부도율과 이자율의 관계

변 수	외환위기 이전	외환위기 이후
상수	0.0071(1.0305)	0.0094(0.9212)
DY3FB	0.0762(6.5146)*	0.1392(15.361)*
DY3FB(-1)	-0.0602(-4.9946)*	-0.1105(-11.791)*
DY3FB(-2)	0.0206(1.7107)	0.0490(5.0425)*
DY3FB(-3)	-0.0015(-0.1305)	-0.0371(-3.8784)*
DY3FB(-4)	-0.0072(-0.627)	0.0024(0.2589)
$R^2$	0.3947	0.7680
Durbin-Watson	2.8327	2.8660

주: 1) ( ) 속의 값은  $t$ 값임

2) \*는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적임을 나타냄.

위기 이후에는 3기 시차까지 유의적이다. 외환위기 발생 이후에는 부도율을 결정하는 데 이자율이 더 오랫동안 영향을 끼치고 있다. 이것은 고금리로 인한 이자 부담의 급속한 증가, 신용경색, 금융기관의 부실여신 급등 등의 파급효과가 그 이전보다 실물경제에 더 지속적인 영향을 끼치고 있음을 의미한다.

표본을 외환위기 이후까지 연장하여, 외환위기로 인해 부도율과 이자율 사이에 어떤 구조변화가 발생하였는지를 분석하였다. 여기서는 구조변화를 파악하기 위해 축차적인 계수추정방법을 활용하였다.<sup>23)</sup> 축차적인 계수추정방법에 의하면, 추정계수가 큰 변화를 보일 때 불안정 또는 구조변화의 징후가 있다고 판정하게 된다. 〈그림 2〉에서  $C(i)$ 는 방정식 (10)에서  $\gamma_i(i=1, 2, 3, 4)$ 와 같다. 외환위기로 인한 구조변화는 이자율의 시차가 1, 2, 4일 때 확연히 나타나고 있다.

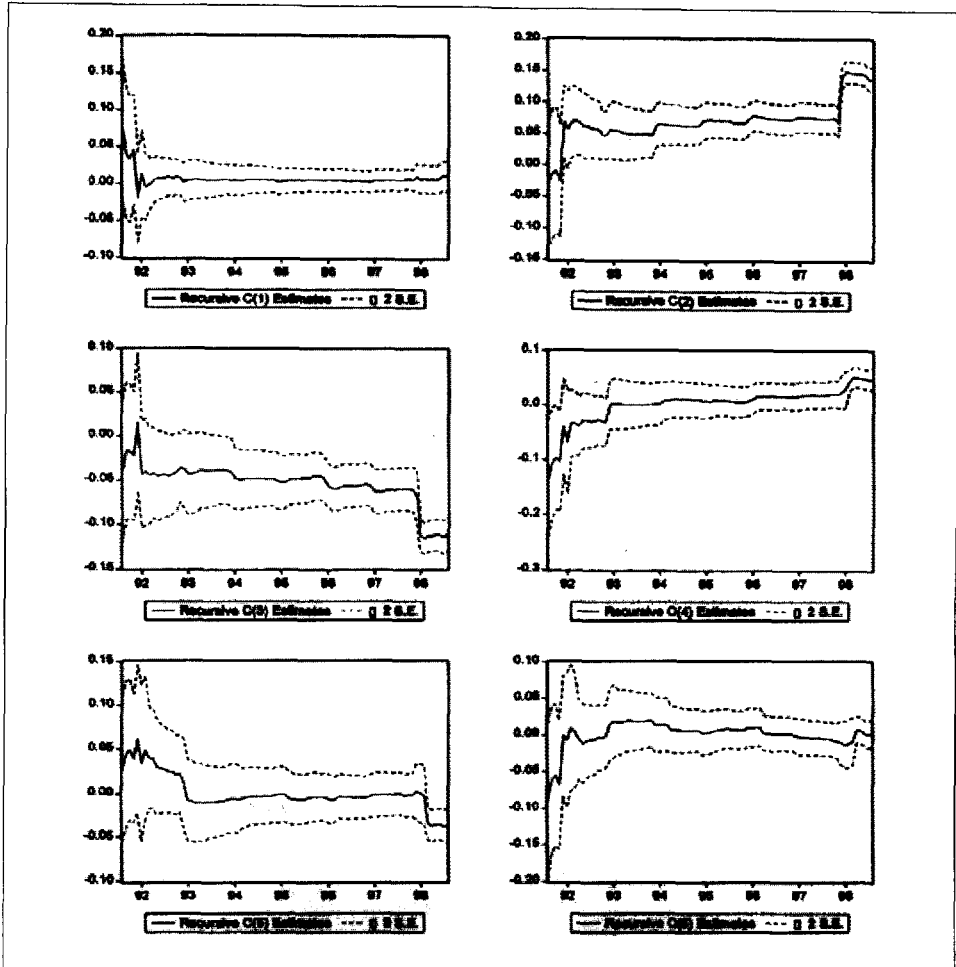
### Ⅲ. 고금리는 자본유입을 초래하는가?

고금리가 자본유입에 성공하려면, 국내구인효과와 국외구축효과가 서로 시너지 효과를 발휘할 때 성공할 수 있다.<sup>24)</sup>

23) 이에 대한 더 구체적인 설명은 EVIEWS 3 참조.

24) 자본유입이 이루어질 수 있는 pull 또는 push 요인에 대해서는 Calvo, *et al.*(1993), Chuan, *et al.*(1993), Fernandez-Arias(1994) 참조. 한국의 사례에 대한 더 구체적인 분석에 대해서는 이종욱(1998b) 참조.

〈그림 2〉 외환위기와 구조변화



## 1. 모형

자본이동이 자유로울 때, 외국에 투자하여 더 높은 수익률을 얻을 수 있는 경우 국내자본이 외국으로 이동하게 된다. 국가 간의 수익률 차이는 전통적으로 무위험차익거래와 유위험차익거래를 통해 측정한다. 무위험차익거래로는 국가 간 자본이동을 설명하지 못한다는 것은 이미 실증분석을 통해 입증되어 있으므로, 여기서는 유위험차익거래를 활용한다.

국내이자율과 외국이자율을 각각  $i$ 와  $i^*$ 로 나타내고 현재환율과 미래환율을 각각  $S$ 와  $S^e$ 로 표시하면, 식 (11)의 관계를 얻는다.

$$i - i^* = \frac{S^e - S}{S} \quad (11)$$

식 (10)이 성립하면, 국가 간 자본이동이 발생하지 않는다. 이자율 차이, 즉  $(i - i^*)$ 가 기대환율변화 $((S^e - S)/S$ , 이하  $EP$ )보다 크면 국내로 자본이 유입되고, 그 반대의 경우 국외로 자본이 유출한다. 식 (11)이 자본이동의 측정에 대한 명확한 가설을 제공하지만, 이 가설을 실증적으로 분석하려면 현시점에서 둘의 크기를 정확히 측정할 수 있어야 한다. 그러나  $S^e$ 를 알 수 없기 때문에  $EP$ 를 정확히 알 수 없다.

$EP$ 에서 측정할 수 없는 정도를 알아보기 위해  $EP$ 를 다음과 같이 다시 나타내 보자.<sup>25)</sup>

$$\frac{S^e - S}{S} = \frac{S^e - F}{S} + \frac{F - S}{S} \quad (12)$$

식 (12)에서 첫항은 위험프리미엄( $R$ ), 둘째 항은 선도할인( $fd$ )으로 정의된다. 선도할인은 선도환시장의 환율을 통해 쉽게 측정할 수 있지만, 위험프리미엄은 기대환율을 알 수 없어 정확히 측정할 수 없다. 따라서 식 (12)에서는 기대환율의 크기를 전부 측정할 수 없는 것이 아니고, 기대환율이 내포하는 위험프리미엄을 측정할 수 없는 셈이다.

투자부적격 등급을<sup>26)</sup> 받은 국가의 경우, 외국투자를 유치하려면 그에 걸맞는 위험프리미엄을 지불할 수밖에 없다. 똑같은 투자부적격 등급이라도 투자가가 받는 위험프리미엄이 크면, 해외투자가의 투자자금이 더 많이 유입될 것이다. 이러한 위험프리미엄을 크게 하는 요인을 분석하기 위해 (11)과 식 (12)를 결합하여 다시 쓰면, 식 (13)을 얻는다.

$$i - i^* - \frac{F - S}{S} = \frac{S^e - F}{S} \quad (13)$$

식 (13)에서 국내이자율이 증가하면 위험프리미엄이 증가한다. 반면, 외국이자

25) 자본이동에 따른 위험프리미엄을 다음 식으로 정의할 수도 있다.

$$\text{위험프리미엄} = (i - i^*) - (S^e - S)$$

그러나 이 식도 식 (11)을 통해 정의될 수 있다.

26) Moody's Ba 이하 및 S&P의 BB 이하 등급을 말함. 회사채의 경우, 정크본드(junk bond)에 해당된다.

율이나 선도할인이 감소하면, 위험프리미엄이 증가한다. 똑같은 투자부적격 등급일 때, 외국투자가에게 위험프리미엄을 크게 해 주는 방법은 두 가지이다. 하나는 국내통화당국이 국내이자율을 인상하는 것이고, 또 하나는 외국통화당국이 이자율을 인하하는 것이다. 전자는 해외자본을 유입시키는 구인효과를 발생시키며, 후자는 외국이 자국자본을 해외로 밀어내는 구축효과를 발생시킨다. 따라서 해외자본 유입은 구인효과와 구축효과가 함께 작용할 때 더 많아질 수 있다. 구인효과와 구축효과가 동시에 발휘될 수 있는 국가 간 정책협조도 외국자본을 유입하는 데 큰 역할을 할 수 있음을 알 수 있다.

외환위기를 겪고 있는 나라의 신용등급에서 외국자본을 유입하기 위해서는 우선 구인효과를 낼 수 있는 정책과 외국투자자를 만족시킬 수 있는 근본적인 경제 및 정치개혁이 반드시 따라야 한다(Calvo *et al*, 1993). 그러나 구인효과를 촉진하는 국내개혁만으로는 성공할 수 없고, 외부적 요인으로 인해 발생하는 구축효과가 함께 작용하여 시너지효과를 발휘할 때 외국자본 유입은 더 성공할 수 있다.

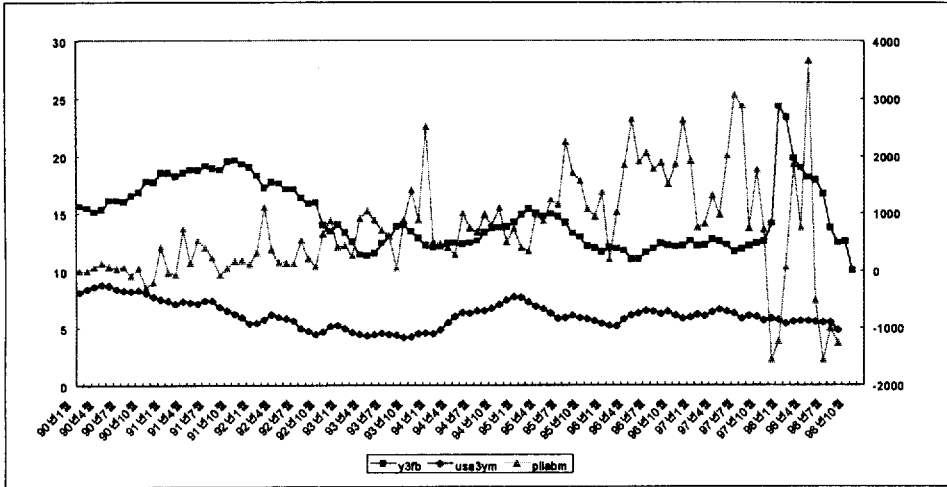
## 2. 한국 고금리하의 구인효과와 구축효과

IMF는 고금리로 인한 자본유입은 환율을 절상시키고 통화공급을 증대시켜 금리를 하락시킬 것으로 예견하였다. 그러나 이러한 이론적 전파메커니즘은 각국의 경제상황과 해외경제여건에 따라 다를 수 있다.

한국의 경우, 고금리가 자본유입에 과연 어느 정도 기여했는지를 살펴보기 위해 자본유입을 포트폴리오 투자와 직접투자로 나누어 분석한다. 한국에 투자했을 때 얻을 수 있는 수익률을 계산하는 데 식 (12)를 이용했다. 이 식에서 사용할 변수를 보면, 첫째, 이자율 차이는 한국의 회사채수익률에서 미국의 3년 만기 재무부증권의 수익률을 뺀 것이다. 이 때 위험프리미엄을 계산하기 위해 선물환율을 사용하여야 하지만, 여기서는 현물환율의 변동률을 대변수로 활용했다.<sup>27)</sup> 둘째, 주식시장만 개방되어 있는 한국의 경우, 주가변동을 통해 수익률을 계산할 수 있다.

27) 선물환율의 시계열을 월별 자료와 일치시키기 어려워, 현물환율을 대변수로 활용하였다. 1996년 이전에서는 선물환거래가 부진하여, 한 달에 선물거래가 이루어진 경우가 많다.

〈그림 3〉 포트폴리오 자본유입과 금리

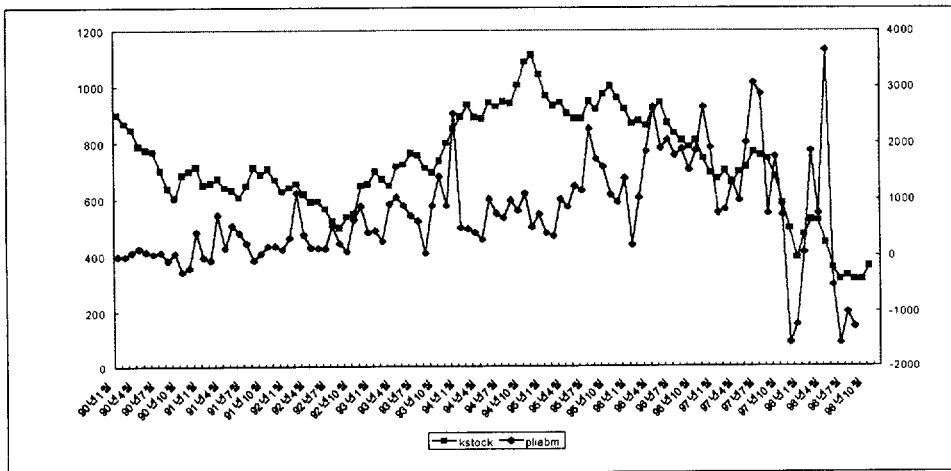


(1) 포트폴리오 투자

한국과 미국의 회사채수익률과 3년 만기 채무부증권 수익률을 비교한 것이 〈그림 3〉이다. 한국에서 외환위기가 시작된 이후, 한국의 이자율은 급격히 상승하여 외국자본의 유입을 유발할 수 있는 구인효과의 여건은 마련되었다고 볼 수 있다. 그러나 미국 이자율에는 변화가 없어, 세계금융시장에서 구축효과가 잘 나타날 수 없는 상황이다.

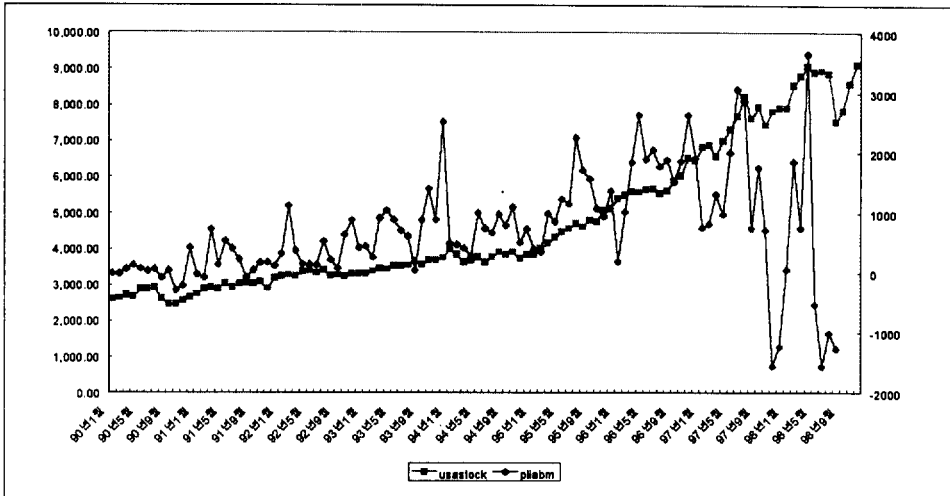
〈그림 4〉(a)에서 한국의 주가를 보면, 외환위기 직후 이자율이 대폭 상승하지만 주가는 큰 폭으로 하락하지 않는다. 외국자본의 유입과 함께 주가가 급등하다

〈그림 4〉(a) 포트폴리오 자본유입과 한국 주가





(그림 4)(b) 포트폴리오 자본유입과 미국주가



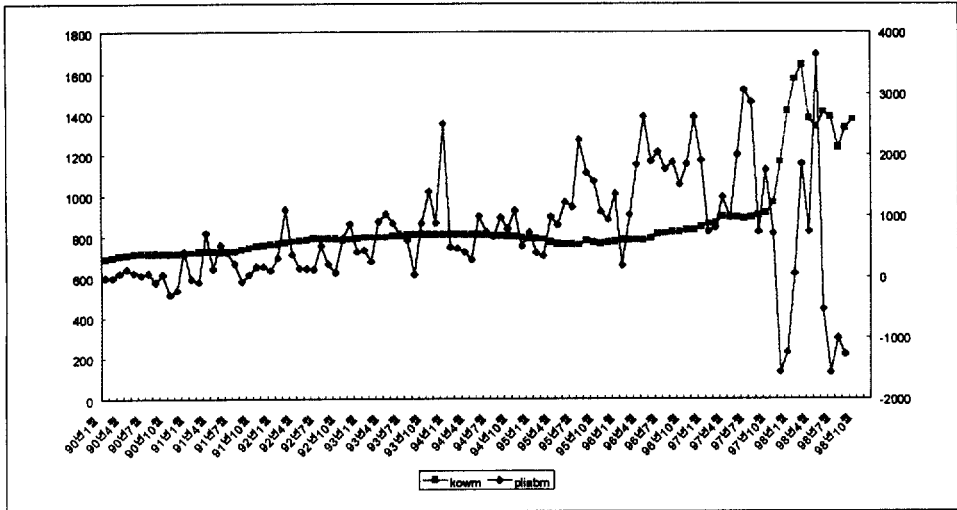
가 외국자본이 유출되면서 주가는 폭락하게 된다. 주가가 폭락하는 기간 (그림 4)(a)에서는 이자율이 하락하고 있어, 이론과 달리 주가, 이자율의 동반하락이 일어나고 있다. 이를 통해 새 정부가 외환위기에 대처하기 위해 추진해 온 구조조정방식도 유입된 자본유출을 억제하고 새로운 외국자본 유입을 촉진하는 데는 실패했다고 평가할 수 있다.

외환위기 전후로 보면, 미국과 한국 주가 사이에 호순환(procyclical)관계가 강하게 나타나고 있다. 즉, 미국 주가가 상승하면 한국 주가도 상승하여 자본유입이 증가하고, 그 반대의 경우에는 자본유출이 증가하고 있다. 외환위기 이후에 한국 주가를 결정하는 요인이 미국 주가 및 외국자본 유입임을 알 수 있다.

포트폴리오 자본유입과 환율변화의 관계를 도식한 (그림 5)에 의하면, 외환위기 직후에는 자본유입이 급감하지만 원화가치의 절하로 자본유입이 증가하다가 또다시 급감하고 있다. 주식시장만이 개방된 한국에서 외환위기 발생 이후 외국 투자자들이 환차익을 챙기려면, 유입자본을 주식시장에 투자해야 한다. 이 때 주식시장의 boom-bust cycle을<sup>28)</sup> 통해 단기차익을 실현하고 환율이 하락될 때 자본을 유출하는 방법을 이용할 수 있다. 이러한 단기적 패턴이 외환위기를 겪은 국가에서 많이 발생하고 있는데, 한국의 외환위기에서도 이런 현상은 예외 없이 나타나고 있다. 또한 (그림 5)에서 특이한 것은 외환위기 이후에는 투자수익률과

28) 금융시장에서 boom-bust cycle에 대해서는 Sachs(1998) 참조. 이를 구체적으로 설명한 한국 문헌으로 김인준(1998)을 들 수 있다.

〈그림 5〉 포트폴리오 자본유입과 환율



포트폴리오 투자유입액이 서로 반대로 움직인다는 점이다. 외환위기 이전에는 투자수익률과 포트폴리오 투자가 같은 방향으로 변하고 있다.

그래프분석을 통해 발견한 외환위기 이전 및 이후의 특징을 주식투자 자본유입, 한국의 이자율 및 주가지수, 원/달러 환율 사이의 상관계수로 계산하여 분석한 것이 〈표 4〉이다. 표본기간 전체로 보면, 외국자본 유입과 상관계수가 높은 변수는 회사채수익률, 한국 주가, 미국 주가, 미국의 3년 만기 재무부증권 수익률, 원/달러 환율순이다. 이 기간에는 회사채수익률, 원/달러 환율, 미국의 3년 만기 재무부증권 수익률은 포트폴리오 자본유입과 각각 음의 상관관계가 있다. 한국의 주가는 미국 재무부증권 수익률과 양의 상관관계가 있고, 다른 변수와는 음의 상관관계가 있다.

〈표 4〉 증권투자 자본유입 요인 간 상관계수

변수 \ 기간	1990. 1 - 1998. 8		1990. 1 - 1997. 10		1997. 11 - 1998. 8	
	PLIAB	KSTOCK	PLIAB	KSTOCK	PLIAB	KSTOCK
Y3FB	-0.4566	-0.5089	-0.6476	0.3353	0.3493	0.6335
KSTOCK	0.4301	1.0000	0.3353	1.000	0.6335	1.000
KOWN	-0.1118	-0.5728	0.4940	-0.0322	0.3907	0.2928
UASTOC	0.2399	-0.3208	0.7296	0.1542	0.3433	-0.0236
USA3Y	-0.1663	0.2506	-0.2997	0.1733	0.1417	0.5752

외환위기 이전(1990. 1-1997. 10)에 외국자본 유입과 상관계수가 높은 변수는 미국 주가, 한국 회사채수익률, 원/달러 환율, 미국 3년 만기 재무부증권 순이다. 상관계수의 부호를 보면, 한국 회사채수익률과 미국 3년 만기 재무증권 수익률이 음이고, 다른 변수들은 양이다. 이 기간 한국 주가는 미국 주가와 양의 상관관계가 있고, 다른 변수와는 음의 상관관계가 있다.

외환위기 이후(1997. 11-1998. 8)에 포트폴리오 자본유입은 모든 변수와 양의 상관관계가 있고, 상관관계가 높은 변수는 한국 주가, 원/달러 환율, 한국 회사채 수익률, 미국 주가, 미국 재무부증권 수익률 순이다. 외환위기 이후에는 포트폴리오 자본유입을 결정하는 요인의 중요도도 변하고, 상관계수의 부호도 변하였다. 특히 외환위기 이후에는 환율변화가 자본유입을 이끌어 내는 데 효과적임을 알 수 있다.

최근 한국의 주가도 아시아 및 뉴욕 주가와 동조화현상을 보이고 있고, 외국인 의 매도·매수가 주가를 좌우하는 상황이라 보도되고 있다. 또한 외환위기 이후 아시아 주가와 뉴욕 주가의 동조화현상이 강조되고 있다(왕윤종, 1998). 그러나 월별 자료의 상관계수를 구해 보면 미국 주가와 한국 주가는 외환위기 이후에는 약한 음의 상관관계를 보이지만,<sup>29)</sup> 외환위기 이전에는 약한 양의 상관관계가 나타나고 있다. 두 기간에 미국 주가와 한국 주가 간의 상관관계가 약하므로, 두 변수 사이에 무순환(acyclical)관계가 있다고 평가할 수 있다.

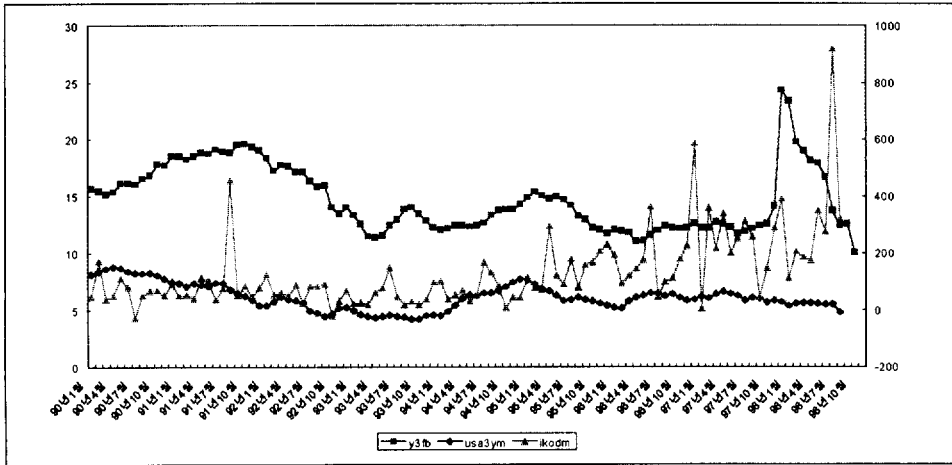
## (2) 직접투자

직접투자자로 인한 자본유입과 투자수익률의 상호관계를 도식한 것이 <그림 6>이다. 외환위기 이후 이자율이 급격하게 증가하는데, 외국인 직접투자(ikodm)는 증가하다가 하락한다. 반면 1998년 1월 이후에는 이자율이 감소하면서 외국인 직접투자자는 증가하고 있다. <그림 7>에서는 <그림 6>과 비슷한 현상이 나타나고 있지만, 외환위기 이후 외국인 직접투자자는 원/달러 환율이 급상승하면서 약간 증가하다가 하락하고, 1998년 4월경에 급격히 상승한다. 그리고 외환위기 이후 1998년 7월 원/달러 환율이 최저치를 기록할 때 외국인 직접투자자는 최고치를 달성하게 된다.

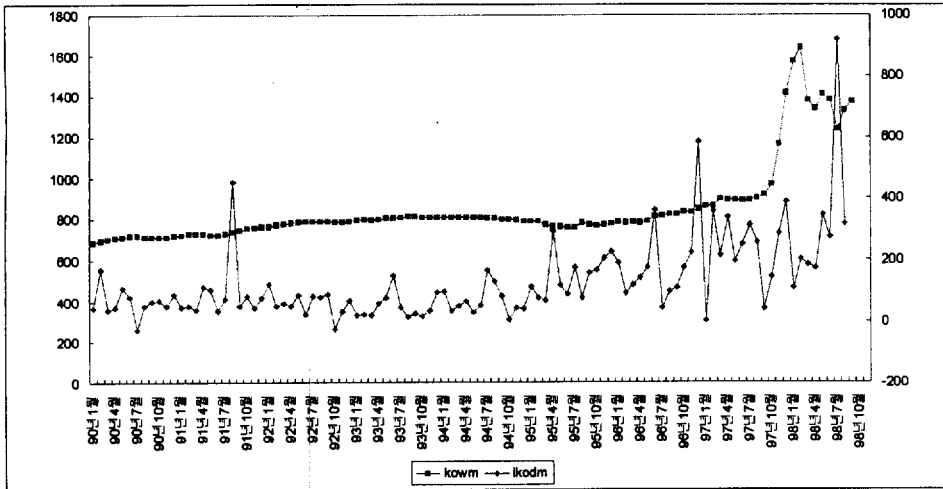
<그림 6>과 <그림 7>에 나타난 직접투자, 이자율, 환율의 상호관계를 분석한

29) 월별 자료에서 약한 음의 상관관계이므로, 일별, 주간, 월별 자료 중 어떤 자료를 사용하느냐에 따라 상관계수의 부호가 달라질 수 있다.

〈그림 6〉 외국인 직접투자와 이자율



〈그림 7〉 외국인 직접투자와 환율



내용을 요약해 보면, 경제이론과 일치하는 현상을 발견할 수 있다. 이자율이 높으면, 기업의 투자수익률은 그보다 더 높아야 하므로, 투자에 따르는 위험이 그만큼 높아진다. 그 결과 기업은 투자를 망설이게 되고, 고금리국가의 실물에 투자할 자본유입은 감소할 수밖에 없다. 또한 직접투자와 같은 장기자본의 유입은 〈그림 5〉에 나타난 포트폴리오 투자자본과 달리 환율변화에 덜 민감하게 반응함을 알 수 있다.

### (3) 요약

국내로 해외자금이 유입되기 위해서는 한국의 고금리와 저주가 또는 저금리와

고주가의 결합을 통해 외국자본을 구인하는 효과도 있어야 하지만, 해외 경제상황도 유리하게 전개되어 국제금융시장의 구축효과도 나타나야 한다. 먼저 구축효과를 보면, 한국은 자본시장만 개방하고 있어 고금리로 주가가 하락해도 자본유입은 일어나지 않는다. 외환위기 직후 고금리와 함께 주가가 하락하면서 자본유출이 일어나고 있다. 한국의 고금리는 자본이동에 미치는 효과보다 기업의 과잉 투자를 억제하거나 기업의 부도를 통해 구조조정을 촉진하는 국내총수요 억제정책으로 더 큰 역할을 하였다고 볼 수 있다.

둘째, 한국으로 자금이 유입되려면, 세계금융시장의 중심지인 뉴욕이나 런던 금융시장의 주가나 금리가 하락해야 할 것이다. 외국 금융시장에서 자금을 외부로 구축시키는 경제상황이 발생할 수 있는지를 한국과 미국의 단기금리를 비교한 <그림 3>을 통해 보면, 한국의 금리가 급등하는 동안 미국 금리도 급등하여, 단순히 이자율차만으로는 뉴욕 시장의 자금이 한국으로 이동하지 않음을 알 수 있다.

미국과 한국의 주가지수를 비교한 <그림 4>를 보면, 한국이 IMF 프로그램하에 있는 동안 미국의 주가는 사상 최고치를 경신하면서 높은 수준에 있는 반면, 한국의 주가는 바닥권에서 변동하고 있다. 이런 상황에서 해외금융시장의 구축효과가 나타날 수 없다. 반면, 멕시코의 1994년 12월 외환위기상황에서는 미국의 주가도 그다지 상승하지 않아, 국제금융시장의 구축효과가 나타나면서 고금리는 자본유입에 크게 기여하였다.

한국과 미국의 금리와 주가를 상호비교해 보면, 한국으로 외화가 유입될 수 있는 구인효과와 구축효과가 시너지효과를 발휘할 수 없는 상황이었다. 이런 상황에서 IMF의 고금리정책은 국내경제에는 큰 충격을 주었지만,<sup>30)</sup> 자본유입을 통해 환율을 안정시키고 외환유동성 부족을 만회해 주는 역할을 하지 못하였으므로 실패작이라 할 수 있다.

30) IMF의 고금리정책은 한국 기업의 과잉투자를 억제하고 기업부도를 통한 대량실업으로 소비를 감소시킴으로써 총수요를 감소시키는 데 기여하였다. 또한 기업부도는 한국의 총공급을 감소시킴으로써 축소지향의 경제를 만들어 놓았고, 그로 인해 수입원자재 수요가 감소하여 경상수지를 개선시켰다.

이와 함께 원/달러 환율의 급격한 상승으로 수입자본재, 수입소비재의 감소로 경상수지는 크게 개선되었다.

3. 실증분석<sup>31)</sup>

## (1) 단일방정식모형

이자율의 구인효과와 구축효과를 분석하기 위해, 설정한 모형은 식 (14)이다.<sup>32)</sup>

$$\Delta KA = \alpha + \beta_1 \Delta i + \beta_2 \Delta i^* + \beta_3 \Delta fd + e \quad (14)$$

여기서  $KA$ 는 증권투자 자본유입액,  $i$ 와  $i^*$ 는 각각 국내이자율과 외국 이자율,  $fd$ 와  $e$ 는 각각 선도환환인율과 오차항,  $\Delta$ 는 각 변수의 차분변수를 나타낸다.

실증분석에서는 분석기간에 다른 변수의 기간과 일치하는 선도환환율변수를 구하기 어려워, 선도환환인율의 대변수로 실제환율의 차분변수를 활용하였다. 실증분석에 이용한 변수들은 모두 단위근을 가지므로, 차분변수를 활용하였다.<sup>33)</sup>

식 (14)의 추정결과를 정리한 <표 5>을 보면, 외환위기 이전에는 한국의 회사채수익률과 미국의 주가지수만 포트폴리오 투자자본 유입을 결정하는 데 통계적으로 유의적이다. 추정식으로 부호를 보면, 한국의 금리가 상승하면 자본유입은 감소하지만 미국 주가가 상승하면 자본유입이 증가하게 된다. 반면 외환위기 이후에는 한국 주가, 미국 주가, 원/달러 환율이 통계적으로 유의적이다. 추정식의 결정계수가 낮은 단점이 있지만, 본 연구의 실증분석결과에 따르면 포트폴리오 투자의 자본유입을 결정하는 요인이 외환위기 전후로 크게 달라지고 있음을 알 수 있다.

포트폴리오 자본유입을 결정하는 요인의 추정식(13D)을 이용하여, 외환위기 발생 이후 자본유입을 결정하는 형태방정식에 구조변화가 발생하는지를 축차적인 계수추정방법으로 분석하였다. <그림 8>을 보면, 환율변화의 계수만 외환위기 이

31) 직접투자수지에 대한 실증분석은 생략한다. 왜냐하면, 직접투자를 결정하는 요인분석을 하는 데 식 (13)은 적합하지 않기 때문이다.

32) 신용등급을 이 방정식에 대입해 보는 것도 차후 연구과제라 생각된다.

33) 각 변수에 대한 단위근검정결과를 요약하면 다음과 같다.

ADF단위근 검정

	자본유입 (PLIAB)	3년만기회사채 수익률(Y3FB)	한국 주가 (KSTOCK)	3년 만기 미국 채무부증권(USA3Y)	미국 주가 (UASTOC)	원/달러 환율 (KOWN)
단위근검정	-3.1737 (-4.053)	-2.5928 (-4.053)	0.0254 (-4.053)	-1.9942 (-4.053)	-1.6030 (-4.053)	-1.0579 (-4.053)

주: ( )의 수치는 유의수준 1%의 임계치임.

후에 큰 변화를 보이고 있다. <표 5>에서 환율변화가 자본유입에 미치는 동태적 효과를 계산해 보면 3.8524이므로, 원/달러 환율이 상승해야 자본유입이 증가하게 된다. 그러나 환율변화 시차변수의 추정계수부호가 1시차 간격으로 바뀌고 있어, 이것이 자본유입으로 인한 boom-bust cycle과 어떤 관계가 있는지는 좀더 구체적으로 분석할 필요가 있다.

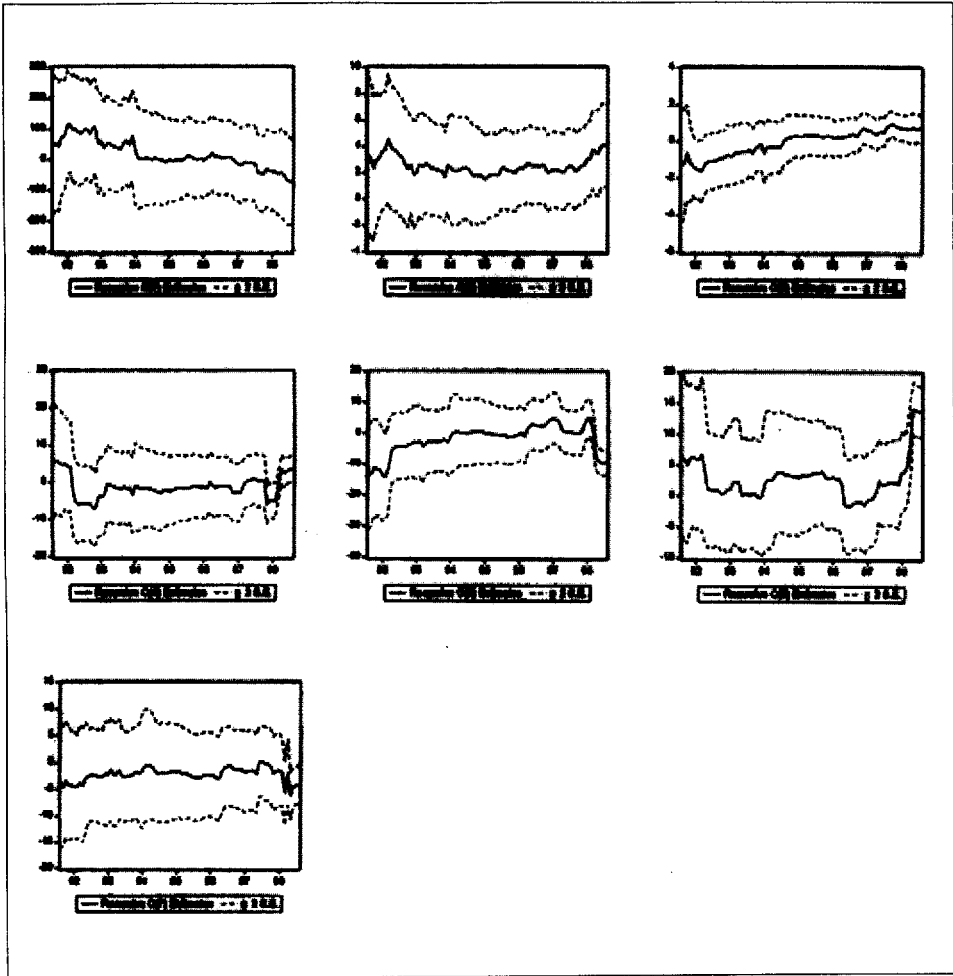
<표 5> 구인효과와 구축효과

	외환위기 이전		외환위기 이후	
	(13A)	(13B)	(13C)	(13D)
상수	-55.019 (-0.9483)	-19.388 (-0.3005)	-48.744 (-0.5943)	-71.407 (-1.0443)
DY3FB	-199.78* (-2.0445)	-220.81* (-2.3645)	-103.42 (-1.2867)	-
DY3FB(-1)	-	176.87 (1.8281)	-	-
DY3FB(-2)	-	83.497 (0.8796)	-	-
DKSTOCK	1.8299 (1.3186)	2.0627 (1.4950)	4.4422* (2.3793)	4.1130* (2.6388)
DKSTOCK(-1)	-	-0.3944 (-0.2702)	-	-
DKSTOCK(-2)	-	-1.4578 (-1.003)	-	-
DUSA3Y	-105.08 (-0.4932)	-	-286.47 (-0.9504)	-
DUASTOC	0.8850* (2.5873)	0.8494* (2.3430)	0.7404* (2.004)	0.7185* (2.2099)
DUASTOC(-1)	-	-0.1352 (-0.3819)	-	-
DUASTOC(-2)	-	-0.0828 (-0.2230)	-	-
DKOWN	2.5996 (0.8220)	-	1.4589 (0.7410)	3.6536* (2.2865)
DKOWN(-1)	-	-	-	-9.3725* (-5.0100)
DKOWN(-2)	-	-	-	13.749* (6.8625)
DKOWN(-3)	-	-	-	-4.1777* (-2.4000)
$R^2$	0.1660	0.2357	0.1278	0.4288
D-W	2.5361	2.6904	2.6493	2.5217

주: 1) ( )의 값은  $t$ -값.

2) \*는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적임을 나타냄.

〈그림 8〉 자본유입의 구조변화



## (2) 오차수정VAR모형

이자율이 자본유입에 어떤 충격을 끼치는지를 VAR모형을 통해 분석해 볼 수 있다. 식 (14)와 같은 구조모형을 분석한 이후 VAR모형을 시도하는 것에 대해서는 비판의 소지가 많지만, 여기서는 VAR모형이 갖는 두 가지 장점을 응용하여 단일방정식분석이 갖는 문제점을 보완해 보려고 한다. 첫째, VAR모형에서는 모형의 구조를 설정하는 데 이론적 요구가 최소화된다. 한 현상을 분석하는 데 이용하는 이론이 타당하다는 가정에서 구조방정식을 설정하게 되는데, 경제이론이 올바른 모형설정을 결정할 정도로 완벽하다고 볼 수 없다. 따라서 이런 상황에서 이론을 최소한으로 활용하는 VAR모형은 경제현상을 분석하는 데 유용한 수단이



될 수 있다. 둘째, 단기 및 장기에서 모형예측에 이용하는 설명변수의 상대적 중요성을 분석해 낼 수 있다. 이러한 분석결과는 구조모형의 추정에 이용한 변수에 대한 외생성 가정이 적절한지에 대해 제한적이기는 하지만 유용한 정보를 제공해 준다.

모든 변수가 단위근을 가지므로, 여기서는 오차수정VAR모형을 이용하였다. 여기서는 VAR모형을 오차수정VAR모형으로 전환하는 과정을 간략히 소개한다. 다변량  $p$ 차 VAR모형은 식 (15)로 설정한다.

$$y_t = \gamma + \phi_1 y_{t-1} + \dots + \phi_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (15)$$

여기서  $y_t$ 는 불안정적인  $I(1)$ 변수의  $1 \times k$  벡터이고,  $\phi$ 와  $\gamma$ 는 각각 계수 및 상수항의 벡터이며,  $\varepsilon$ 는 오차항이다.

Phillips(1998)는 단위근을 갖는 변수를 제약 없는 VAR(unrestricted VAR)에 적용했을 때 장기예측에서 최적예측치로 수렴하지 않는 것을 발견하였다. 그는 이를 개선하려면 오차수정VAR모형을 이용해야 한다고 제안하였다. 따라서 본 연구에서 이용하는 변수는 단위근을 가지므로, 오차수정VAR모형을 이용해야 한다. 식 (15)를 오차수정모형으로 전환하면, 식 (16)이 된다.

$$\Delta y_t = \gamma + \Pi y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (16)$$

여기서  $\Pi$ 와  $\Gamma$ 는 다음과 같이 정의한다.

$$\Pi = \sum_{i=1}^p \phi_i, \quad \Gamma_i = - \sum_{j=i+1}^p \phi_j$$

포트폴리오투자 자본유입에 이자율 및 환율 변동이 미치는 효과를 분석하기 위해 분석기간을 외환위기 이전과 외환위기를 포함한 기간으로 나누었다.

### 1) 분산분해

포트폴리오 자금유입액을 결정하는 요인에 대한 분산분해를 외환위기 이전과 외환위기를 포함하는 전체 기간으로 나누어 정리한 것이 <표 6>이다.

외환위기 이전에는 포트폴리오 자금유입을 결정하는 데 그 자체 변수와 미국의 주가가 설명력이 높다. 그러나 포트폴리오 투자자금은 10기 시차를 두면 자

체변수로 외환위기 이전과 이후에 각각 84%, 62%를 설명할 수 있어, 외생성이 아주 강하다고 할 수 있다.

## 2) 충격반응함수

포트폴리오 자본유입을 결정하는 요인들에 한 단위 표준편차 충격을 주었을 때, 외환위기 이전과 외환위기를 포함한 전 기간에 대한 충격반응함수를 도식한 것이 <그림 9>와 <그림 10>이다.

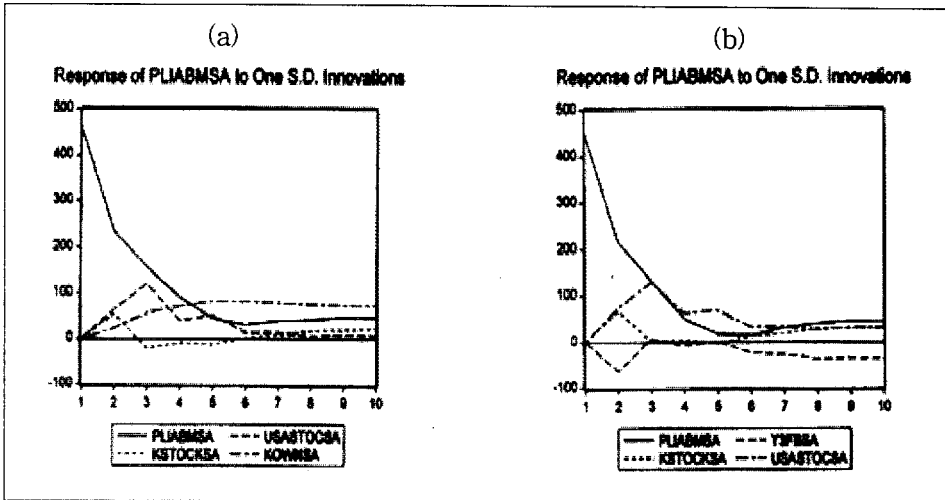
한국 주가의 충격이 자본유입에 미치는 효과를 보면, <그림 9>(a)에서 외환위기 이전에는 3개월 이내에, 그리고 <그림 10>(a)에서 외환위기 이후에는 4개월째를 제외하면 전 기간 내내 구인효과를 주고 있다. 특히 외환위기 이후에는 한국 주가의 자본유입에 미치는 효과가 증폭되고 있음을 알 수 있다.

미국 주가의 충격이 자본유입에 미치는 효과는 <그림 9>(a)에서 외환위기 이전에는 6개월 이후에 크게 감소하지만, <그림 10>(a)에서 외환위기 이후에는 5-7개월째는 사라졌다가 다시 증폭되고 있다. 미국의 주가상승이 오히려 한국으로 자본유입을 촉진시키고 있다.

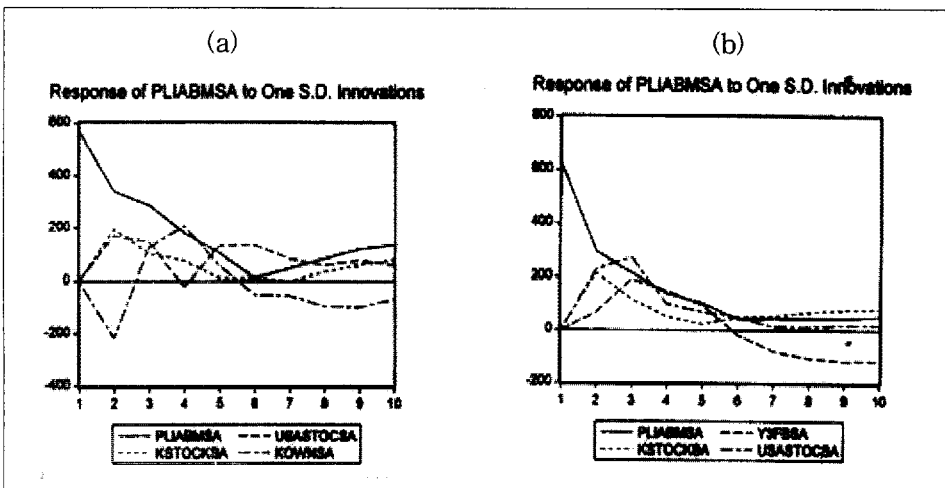
<표 6> 포트폴리오 자본유입 결정요인의 분산분해

시차	외환위기 이전				외환위기를 포함한 기간			
	pliab	y3fb	kstock	usastoc	pliab	y3fb	kstok	usastoc
1	100.00	0.0000	0.0000	0.0000	100.00	0.0000	0.0000	0.0000
2	94.5629	1.7739	1.5321	2.1310	82.3070	0.0197	8.6408	9.0324
3	89.5602	1.5868	1.3548	7.4980	69.8712	3.1710	10.1215	16.8360
4	88.4893	1.5767	1.3295	8.6043	67.6116	5.0708	10.3886	16.9289
5	87.1695	1.5518	1.3112	9.9673	66.8576	5.8012	10.3436	16.9975
6	86.6868	1.7282	1.3426	10.242	66.5095	5.8684	10.4740	17.1480
7	86.1338	1.9539	1.4256	10.486	65.8495	6.7782	10.4406	16.9315
8	85.4396	2.3870	1.6238	10.549	64.6710	8.3581	10.3828	16.5880
9	84.7146	2.7731	1.8334	10.678	63.2430	10.2138	10.3364	16.2067
10	83.9726	3.1804	2.0596	10.787	61.8927	11.9718	10.3118	15.8236

〈그림 9〉 외환위기 이전 충격반응함수



〈그림 10〉 외환위기 이후를 포함한 충격반응함수



원/달러 환율이 자본유입에 미치는 효과는 외환위기 이전에는 점진적으로 증가하지만, 외환위기 이후에는 그 충격이 급격한 변동을 보인다.

한국의 금리로 3년 만기 회사채를 이용해 그것이 포트폴리오 자본유입에 미치는 충격을 조사해 보면, 외환위기 이전 충격반응함수를 도식한 〈그림 9〉(b)에서는 금리가 상당 기간 양의 충격을 주고 있다. 그러나 외환위기 이후 충격반응함수를 도식한 〈그림 10〉(b)에서는 금리가 상당한 기간 포트폴리오 자본유입에 음의 충격을 주고 있다.

#### IV. IMF의 고금리실패 원인과 교훈

외채의 원리금부담에서 벗어나려면, 일단 외채규모를 줄이는 것이 무엇보다 중요하다. 외채연장협상에서 고이자율을 약속한만큼 미래의 외채상환부담은 더 커진다. 그러나 IMF 프로그램하에서 상환부담을 줄이기 위한 높은 성장은 당장 실현될 수 없다. 이러한 상황에서 한국의 정책당국자나 IMF가 한국 경제의 특징을 좀더 냉정하게 관찰할 수 있도록, 우선 IMF 프로그램하의 고금리정책효과를 평가해 보자. 제Ⅲ절의 실증분석에 의하면 한국에서 고금리는 자본유입을 통한 환율안정화를 달성하는 데 실패하였다. 그렇다면 그 원인을 대내·외적 요인으로 나누어 분석해 보자.

##### 1. 대외적 요인

###### (1) IMF와 세계은행의 고금리 목표

한국에 고금리를 강요한 IMF의 실책에 대한 저명학자들의 비판강도가 높아지면서 IMF는 그 타당성의 논리로 환율안정화를 들고 있다. 그러나 세계은행의 아시아담당 책임자인 세베리노(Jean-Michel Severino)의 기자회견내용을 보면, IMF, 한국의 정책당국자나 새 정부도 고금리의 원래목표를 민간부문의 구조조정에 두었음을 알 수 있다.<sup>34)</sup> 그는 한국의 정책당국자나 새정부가 고금리가 민간부문 및 금융부문의 구조조정수단임을 잘 이해하고 있다고 논평하고 있다. 제Ⅱ절의 자료가 예시해 주는 바와 같이, 당시 한국의 경제구조하에서 고금리는 부도를 급격히 증가시키고 그 결과 금융부문의 부실여신을 급격히 증가시켰다. 이로 미루어 보면, 경제정책을 결정할 권한을 가진 정책당국자나 신정부도 고금리는 금융 및 실물부문을 모두 피폐화시킬 수밖에 없다는 경제구조를 이해하지 못하고 있었던 것 같다.

선진국의 기업에 비해 한국 기업의 부채비율은 너무 높아, 한국에서의 고금리는 재정적자가 많은 라틴아메리카나 스칸디나비아 국가와 다른 결과를 가져올 수 있다. 그러나 IMF의 구제금융을 받아 내는 것이 최우선 과제이고 보니, 미국의 조정을 받는 IMF라는 것을 누구보다 더 잘 알고 있던 재경원으로서 그 동안

34) Severino and Ahmed(1998), p.13 참조.

한국의 자본시장개방 협상에서 이슈가 되었던 것을 한번에 다 수용하는 IMF와의 협정서를 작성하였다. 고금리로 초래될 결과에 대해 깊이 생각하지 못한 셈이다.

### (2) 고금리와 외국투자자의 높은 위험프리미엄 요구

제Ⅱ절과 제Ⅲ절의 분석에 나타난 바와 같이 한국에서 외환위기가 발생한 이후 고금리를 통한 자본유입의 구인효과와 구축효과가 거의 나타나지 않았다. 단지 외환위기를 이용하여 환차익을 챙기려는 단기자본 유입만 일어나고 있다.

본 연구에서 엄밀하게 분석한 것은 아니지만, 고금리로도 자본유입을 이끌어내지 못하는 이유로 고금리와 높은 위험프리미엄의 관계를 들 수 있다. 고금리는 높은 부도율, 실업증가, 신용경색의 심화를 초래함으로써 위험프리미엄을 더 증가시켰다. 고금리를 그로 인해 발생하는 높은 위험프리미엄으로 조정해 보면, 기대수익은 아주 낮다. 고금리하에서는 외국투자자의 기대수익률은 크게 하락하게 되므로, 그 나라로 자본유입은 오히려 감소할 수 있다.

이러한 고금리정책이 그 나라의 정치적 불안과 결합하는 경우, 경기침체를 가속하는 정책들은 위험프리미엄을 더 증가시킨다. 경제정책에서 경제적 논리를 강조한다 하더라도, 그 정책에 정치적 요소들을 무시할 수 없다. 후진국이나 중진국의 경우, 정치적 논리가 경제적 논리보다 더 큰 비중을 차지할 수 있다. 경험적으로도 경기침체와 정치적 불안 사이에는 높은 상관관계가 나타나고 있어, 정치적 교란요인들이 커지게 되면 그 나라 경제에 대한 신뢰성은 더 약화된다. 이로 인한 정치적 위험프리미엄 비중은 더 증가하게 되어, 기대투자수익률은 더 감소한다. 따라서 고금리로 인한 경기침체가 정치적 불안과 연계되면 외국인의 포트폴리오 투자자본 유입은 더 큰 폭으로 감소할 수밖에 없다.

고금리와 국내정책의 신뢰성 저하로 발생한 높은 위험프리미엄으로 외국투자자는 한국에 투자를 주저하였을지도 모른다.

### (3) 외국사례에 대한 연구부족

Dornbusch(1997)<sup>35)</sup>는 한국의 경기활성화를 위해 저금리정책을 제시하면서 다음과 같이 멕시코와 스칸디나비아 사례를 설명하고 있다.

“환율을 방어하기 위해 금리를 올리는 것은 현명한 방법이 아니다. 멕시코와 스칸디나비아가 잠시 동안 이 방법을 쓰다가 전 금융시스템과 실물경제를 망가뜨린 경험이 있다. 硬貨주의자(원화강세를 주장하는 사람들)들은 지난 80년

35) 송대희·김주훈(1997)을 참조.

대 세계경제에 막대한 손실을 가져왔다.”(Dornbush, 1997)

또한 Artis and Healey는 ERM의 위기를 분석하여 자본통제에 대한 철폐가 없는 상황에서 특정 통화에 대한 투기가 시작되면 이자율 상승을 통해 환율을 유지한다는 생각은 무모하다는 점을 깨닫게 되었다고 결론짓고 있다.<sup>36)</sup>

경제활성화를 위해 저금리가 필요하다던 한국 경제에 이와는 반대로 IMF는 자본유입, 환율안정화, 외환보유고 증액 등을 목표로 고금리정책을 시행하였다. 외환위기를 겪고 있는 한국 경제에서 고금리는 Dornbusch가 예측한 바와 같이 기업의 부도와 은행의 부실채권 증가로 금융시스템과 실물경제에 동시에 큰 충격을 주었다.

## 2. 대내적 요인

환율안정, 외환보유고 확충을 위해 외화확보가 최우선과제였다면, 정부 정책도 이에 집중해야 한다. 그러나 정부가 취한 정책을 보면, 정책목표 및 우선순위가 분명하지 않았다.<sup>37)</sup> IMF 고금리정책이 자본유입에 실패한 중요한 이유 중 하나가 바로 정부의 정책대응실패이다.

### (1) 장기자본 도입전략의 부재

외환위기의 직접적 원인은 외화유동성 부족이다. 그 원인이 과도한 단기외화자금 차입이라면, 안정적인 외화유동성을 확보하는 방법은 장기외화자금 도입이 될 것이다. 국제금융시장에서 장기자금의 공급자는 연금기금, 상호기금, 보험회사 등이다. 장기자금을 도입하려면, 이러한 기관투자자들을 초빙하여 뉴욕 외채협상에서 제시한 수준의 이자율을 제시한다거나 정부보증의 확정부 이자를 제시하는 일에 더 많은 시간과 노력을 투자하여야 했다. 그러나 외화자금을 도입하기 위해

36) EMS위기와 아시아 경제위기에 대한 시사점을 분석한 박명호(1998)에서 간접인용함.

37) 외환위기가 발생한 원인을 보면, 외화유동성 부족이 무엇보다 가장 큰 원인이다. 외화유동성을 확보하는 방법은 두 가지로, 하나는 제품의 경쟁력 우위를 통해 실현되는 경상수지 흑자이고, 또 하나는 외국자본의 차입이다. 한국의 외환위기 발단이 과도한 단기외채라면, 외환위기와 무관한 외화유동성 확보방법은 바로 경상수지 흑자이다. 외환위기를 넘기기 위해 장기외채를 활용할 수 있지만, 외채는 궁극적으로 갚아야 하는 것이므로, 외화유동성 확보의 가장 건전한 방법은 경상수지 흑자이다. 따라서 외환위기를 벗어나기 위한 구조조정목표는 한국 기업의 경쟁력확보를 통한 지속적인 경상수지 흑자정착이라고 볼 수 있다.

한국 경제의 구조에 비추어 외환위기를 극복하기 위한 정책의 우선순위에 대한 더 구체적인 논의는 이종욱(1998b) 참조.

정부가 취한 일련의 조치를 보면, 단기자금을 투자하는 소로스의 초빙, 단기외화자금의 차환(roll-over)을 위한 뉴욕 외채협상에 치중되어 있었다.

앞에서 제시한 실증분석이나 기술적 지표를 보면, 고금리정책은 자본유입을 자극하는 데 크게 성공하지 못하였다. 즉, 고금리만으로 자본유입이 자동적으로 일어나는 것이 아니다. 이미 투자부적격 등급을 받은 나라의 경우, 외국 투자가의 투자를 유치하기 위해 어느 정도의 위험프리미엄을 지불해야 하는가? 이에 대한 정답은 없다. 협상과정에서 외국투자가의 요구수준에 맞는 신뢰할 수 있는 자료를 제출하거나 그들이 요구하는 개혁수용에 대한 구체적 이행과정을 제시함으로써 투자위험도를 낮추어 주어야 한다. 이를 통해 투자부적격 국가나 기업에 투자해도 안전하다는 신뢰를 주게 되어, 투자수익률에 포함된 위험프리미엄은 낮아지게 된다. 이런 노력을 통해 외국투자가의 장기투자를 위한 자본유입은 더 증가하게 된다.

따라서 외환위기를 투기적 공격이론만으로 대비한 것뿐 아니라 국제금융시장의 참가자에 대한 기본적인 정보가 없었던 것도 외환위기 극복과정에서 장기자본도입에 실패한 중요한 이유라 할 수 있다.

## (2) 구조조정정책의 포폴리즘과 자본유입

### 1) 포폴리즘과 빅딜

자본유입형태가 포트폴리오 투자거나 직접투자거나, 외국자본을 유치하려면 경제의 구조조정 및 정치개혁은 필수적이다. 그 동안 대기업의 문제점으로 지적된 ‘정경유착’, ‘방만한 경영’, ‘편법적인 2세 증여’, ‘소액주주의 권익무시’ 등은 간과할 수 없는 문제이다. 또한 범세계화를 추진하면서도, 기업의 부채비율이 높은 차입경영형태의 위험성을 간과해 온 것도 지탄받지 않을 수 없는 대목이다. 자유로운 차입경영을 누려 왔으면 오래 그에 대한 책임을 지는 것이 시장경제의 생존논리이다. 범세계화시대에 대기업은 높은 부채비율을 낮추어야 하고, 투자에 비해 현금흐름이 낮은 과잉투자, 경쟁을 제한하는 가족보주기 계열기업의 확대를 축소해야 한다. 이것이 한국 경제 구조조정의 핵심이다.<sup>38)</sup>

대기업에 자금을 대부해 준 은행으로서는 대기업이 부실해지는 경우 부실대출로 인해 큰 타격을 받을 수 있다. 이미 우리는 한보사건을 통해, 제일은행이 자

38) 현대그룹이 분가하고, 삼성그룹이 분가했던 방식이 경제구조조정의 핵심이 아니다. 그러한 과정이 얼마나 투명하게 법의 테두리 속에서 정당하게 이루어지고, 그 결과 공정한 경쟁이 얼마나 더 촉진될 수 있느냐가 정부 경제구조조정 정책의 최종목표이다.

력으로 회복할 수 없을 정도로 부실해지는 것을 체험하였다. 그러므로 대기업의 부채비율을 낮추는 것이 금융시스템에서 시스템릭 위험을 줄이는 길이다. IMF의 고금리처방으로 기업의 부도는 심해지고 투자가 급감하였으며, 대량실업으로 소비수요가 크게 줄어든 상황에서 대기업은 부채비율을 단기간에 줄이라는 압박을 받고 있다. 현시점에서 단기적으로 부채비율을 줄이라는 정부 및 정치권의 전방위 압박은 기업의 방매(fire-sale)를 부추기고 비효율적인 사업교환을 강요하는 결과만 낳게 된다.<sup>39)</sup> 그러나 대기업의 높은 부채비율을 해결하는 더 현명한 방법은 명확한 이행계획서를 가지고 단계적으로 단호하게 진행해 나가는 것이다.<sup>40)</sup>

정부가 주도하고 있는 기업구조조정 정책내용을 보면, 대기업에 대한 많은 국민들의 피상적인 불만을 해소하면서 대중적 인기에 부합하는 포퓰리즘의 측면이 적지 않다. 대기업이 계열회사를 판매하고, 대기업 회장들이 압박을 받는 데서 대중들은 만족을 느끼고 정부정책에 지지를 보낼 수 있다. 또한 이러한 전방위 압박은 한국의 개발연대 정부주도정책을 주도했던 관료들에게는 익숙하고 경쟁력있는 정책수단이다.

또한 빅딜<sup>41)</sup>이란 신조어가 바로 한국 기업 구조조정의 전부인양 대중에게 인식되어 가고 있다.<sup>42)</sup> 대기업 간 사업교환을 주축으로 하는 빅딜은 사실 치열한 경쟁시장을 조성해 줌으로써 자연히 해소할 수 있는 문제이다. 경쟁구조를 통해 해결할 수 있는 문제보다 시장경쟁을 통해 해결할 수 없는 구조적 취약점을 개선하는 것이 구조조정정책의 핵심이 되어야 한다. 그러나 현재 진행하고 있는 구조조정 프로그램에는 그런 내용은 없고 사유재산침해의 비난 여지가 높은 사례만 돌보이고 있다. 이러한 구조조정은 과거정권의 기업구조조정 실패사례를 그대로 따라가고 있는 셈이다.<sup>43)</sup>

39) Krugman(1998b)은 동남아시아 국가가 외환위기를 극복하기 위해 외국인 직접투자를 유치하는 과정에서 기업을 외국인에게 방매하는 이유를 명확히 분석해야 한다고 지적하고 있다.

40) 깨끗한 관료, 대통령, 국회가 아니면 이 방법이 훨씬 더 어려울 수 있다.

41) 대규모 사업교환을 의미하는 빅딜은 학술적으로 보면 기업 간 사업교환(corporate swap deal)이 더 정확한 용어이고, 이 방식은 기업 간 경쟁력 향상을 위해 또는 기업의 파산정리과정에서도 활용할 수 있다.

42) 한국을 방문한 미국 대통령도 대기업의 구조조정을 요구하고 나서지만 그것은 내정간섭 같고, 한국 대기업 구조조정의 핵심은 한국 경제의 경쟁력 제고측면에서 추진되어야 한다.

43) 정부가 강력하게 추진하고 있는 빅딜은 1969-1971년 기업합리화조치, 1970년 8·3조치와 산업합리화 조치, 1970년대 중화학공업 육성정책이 1980년대 정권이 바뀌면서 권력에 의해 일방적으로 이루어진 중화학공업의 통폐합과정과 아주 유사하다. 그것이 기업의 부채비율을 개선하고, 대기업의 단점을 개선하면서 기업의 경쟁력을 향상시키는 데 얼마나 기



더구나 현재 추진하고 있는 빅딜의 전개 과정은 정부가 자랑스럽게 내놓은 ‘민주주의와 시장경제의 병행발전’에서 강조한 시장경제의 정신과도 배치된다. 이 정책과제는 제도를 마련하고, 경제주체들이 이런 이념을 이해해 가야만 성공할 수 있는 장기적 과제이다. 따라서 정부는 임기동안 이를 위한 제도를 잘 정비하여 이 과제를 지속적으로 추진하지 않으면 안되는 비가역적인 사업으로 만들어 놓는데 중점을 두어야 한다. 이러한 비가역성은 범세계화시대에 한국경제의 경쟁력을 향상시킬 수 있는 효율적인 제도를 마련해감으로 이루어질 수 있다. 그것이 바로 외국자본유입을 촉진하는 길이다.

## 2) IMF 고금리 정책에 고무된 정부

IMF가 동남아시아 외환위기 상황에서 취한 정책에 대해 많은 비난을 받는데도 불구하고, 한국은 아시아적 가치관을 부정하고 서구의 기준을 따름으로써 이를 적극적으로 수용하고 있다. 또한 현재 정부의 구조조정정책은 IMF식 고금리 처방이 처음 기대한 것과는 달리 대외적 효과보다 대내적 효과를 내는데 크게 성공했다는 것에 고무되어 있다. 그 결과 자본유입과 환율안정화를 위해 취한 정책수단을 구조조정정책의 수단으로 활용하려는 偶를 범하고 있다.

자본주의 경제체제를 가진 국가에서는 사안에 따라 같은 정책이라도 내용을 달리해야 한다는 것을 역사는 보여 주고 있다. 그렇다면 정부는 기업의 구조조정을 자본주의 체제 내에서 어떻게 진행할 수 있는지를 생각해야 한다. 고금리로 인한 높은 부도율과 과잉투자라는 비난을 받는 경제구조를 시장메커니즘으로 단기에 다 해결할 수는 없다. 정부는 자본주의의 기본원리인 사유재산권과 선택의 자유를 보장하면서도 시장실패부문을 보완하는 구조조정이 이루어질 수 있도록 시장친화적인 구조조정정책을 시행해 나가야 한다.<sup>44)</sup>

---

여했는지에 대한 객관적이고 엄밀한 평가가 없다. 제도보다 권력에 의해 통치가 계속되는 상황에서, 과거와 같은 기업의 통폐합이 재연될 수밖에 없다. 그러나 과거의 실패역사를 깊이 반성해 보지 않는다면 빅딜도 실패로 끝날 것이다.

우리는 어떤 정책에서 실패했는지를 반성해 보고, 기업구조조정의 이정표를 설정해야 한다. 실패한 이유 중 하나로 강력한 권력을 가진 정부가 자본주의 원칙을 무시하였다는 것을 들 수 있을 것이다.

과거사에 대한 더 구체적 논의는 김정렬(1991), 이장규(1991) 참조.

44) 이에 대한 하이에크(1973)의 견해를 보자.

경쟁과 계획화는 경쟁을 위한 계획화에 의해서만 결합될 수 있는 것이지 경쟁을 배격하는 계획화에 의해서는 결합될 수 없다. 우리들의 모든 비판이 집중되고 있는 계획화는 다만 경쟁을 배격하는 계획화, 즉 경쟁을 대체하려고 하는 계획화라는 것을 독자들에게 명심시키는 것이 이 책의 가장 중요한 논의이다.

외환위기가 발생한 이후의 정책목표는 외국투자자들의 자본유출을 막을 수 있는 시장신뢰성을 회복하는 것이다. 외환시장의 참여자인 외국투자가, 국내투자가 및 투기자들은 정부정책에 대해 서로 다른 방식으로 반응하게 된다. 자본시장이 완전자유화되지 않은 상태에서, 외환위기를 진정시키기 위해서는 자본유입을 촉진하고 자본유출을 억제할 수 있는 외국투자자들의 신뢰를 회복하는 것이 급선무이다. 외국투자자들의 경제적 사고는 시장원리가 작용할 수 있는 경쟁이 보장되어 있다는 가정에 기초를 두고 있다. 그들의 신뢰는 그들이 교육받은 시장경제의 원리가 작용하는 것을 확인하는 데서 시작된다. 따라서 정부가 건전한 감독 이외에 지나치게 시장에 개입하게 되면 오히려 그들의 신뢰는 더 하락하게 된다.

### (3) 구조조정목표의 부재와 제도화

아시아 외환위기의 원인으로 미국의 경제학자나 IMF 및 IBRD는 정부의 과잉 개입으로 인한 정실자본주의(crony capitalism)를 들고 있다. 정실자본주의가 외환위기의 원인으로 작용한 것에 대해 Krugman(1998b)은 국내대출에서 발생한 도덕적 해이를 지적하고 있다. 금융기관의 부채를 정부가 보장하므로 주인 없는 은행은 정치권이나 금융감독 당국이 요구하는 대출을 할 수밖에 없고,<sup>45)</sup> 따라서 금융기관에게는 그 대출자금을 투자하는 사업의 위험도를 감독할 유인이 없다.

이러한 비난은 한국 경제에서는 시장경제원리가 작용할 수 있는 제도가 발달하지 못했음을 의미한다.<sup>46)</sup> 따라서 시장경제원리가 작용하는 경제를 구축하려면, 그런 시장제도를 만들어야 한다. 시장경제원리가 정착하려면, 사회가 사유재산제도, 선택자유를 잘 지킬 수 있는 책임과 의무를 길러야 하고, 남에게 피해를 주지 않으며, 경쟁의 과실을 인정해 주는 가치관을 가져야 한다. 이를 실현하기 위해서는 도전에 의한 실험적 지식을 통해 사회를 개혁해 나가는 과정도 중요하지만, 서구사회에서 시장경제원리가 정착하는 역사의 교훈을 체계적으로 교육하는 것이 훨씬 더 중요하다. 이러한 지식을 체계적으로 교육해, 사회를 이끌어 갈 구성원들의 중요한 가치관으로 자리잡게 하는 데는 상당한 시간이 소요될 것이다. 그러나 최고통치자, 국회, 정책당국자들은 시장경제제도를 정착하는 데 긴 시간

45) 기아, 한보사태에서 나타난 권력형 부실대출과 금융기관의 도덕적 해이를 분석해 보면, 현 한국 상황에서는 은행소유를 인정하는 것에 대한 비용과 편익분석이 시급하다(이종욱, 1997).

46) North and Thomas는 서구 경제가 발달한 원동력을 시장경제원리가 잘 발휘될 수 있는 효율적인 제도를 잘 정비한 것으로 설명하고 있다.

이 소요됨을 알지 못하고 있다.

따라서 기업의 구조조정과정에서는 정부의 실패를 최소화하고 시장친화적인 정책이 성공할 수 있는 제도화를 추진해야 한다. 첫째, 대기업이 세계적 경쟁력을 가진 기업집단으로 성장할 수 있도록, 최적의 관련다각화 또는 전문화를 유도해 나가야 한다. 정부가 단계적으로 무역자유화·자본자유화 일정을 명시함으로써, 외국기업의 국내시장 진입을 개방해 간다면 기업은 자연스럽게 변하지 않을 수 없다.

둘째, 기업의 부채비율을 선진국 수준으로 낮추는 것은 금융시스템에서 시스템 위험을 감소시키기 위해 반드시 필요한 조치이다. 선진국 기업의 부채비율이 낮은 것을 모르는 기업가는 많지 않을 것이지만, 자본주의 발전역사의 차이로 인해 단기에 그 목표를 실현하는 것은 불가능하다. 자본주의 역사의 차이, 그리고 개발도상국으로서 중화학 공업에 대한 투자가 많았던 우리 나라의 공업구조를 보면, 기업의 부채비율도 3-5년의 시한을 정하고 반기별 시행일정을 점검함으로써 점진적으로 추진하면 된다.

단기간에 기업의 부채비율을 낮추라고 하니 지금 한국은 기업의 할인판매장이 된 상황이다. 할인판매장에서 방매해야 하는 기업가의 심정을 한번 생각해 볼 필요가 있다. 해외에 기업을 팔려고 많은 기업이 세일즈를 하다 보면, 값은 더 내려간다. 그러나 현시점에서는 원/달러 환율의 안정이 무엇보다 중요하다. 대부분의 기업은 재무구조를 개선할 수 있는 해외자본을 유치하기 위해 경쟁적으로 노력하고 있어 외자유치로 인한 자본유입은 더 증가할 전망이다. 그러한 외환유입은 원/달러 가치를 절상시킴으로써 한국 기업의 경쟁력을 더 악화시킬 것이다.

셋째, 빅딜은 M&A가 아니다. M&A는 시장경제하에서 나타나지만, 빅딜은 시장경제의 실패를 보완하려는 대책이 아니라 강한 권력과 오도된 지식을 가진 전문가집단이 만들어 낸 부자연스러운 개념이다. 정부가 추진하고 있는 자동차, 반도체 빅딜에서 반도체를 보면, 정부관리가 기업보다 미래를 더 잘 알고 있다는 확신을 가지고 있는 것 같다.<sup>47)</sup> 반도체의 경우, 메모리 반도체의 경쟁력이 약화되면 주문형 반도체에서 현대반도체와 LG반도체가 가는 방향이 서로 다를 것이

47) 이를테면, 한국에는 기업이 파산할 경우 경제적 충격이 큰 기업의 파산절차가 투명하게 확립되어 있지 않아, 5공화국부터 그러한 기업의 구조조정에는 통치권자의 의사가 절대적인 힘으로 작용해 왔다. 그 결과, 정권이 바뀌면 말도 많은 것이 지금까지 한국의 구조조정인데 이 정부에서도 그러한 전철을 밟아 가고 있다.

다.<sup>48)</sup> 미래 자동차의 주요 부품이 반도체이고 보면, 현대반도체는 자동차용 반도체가 전체 매출액에서 상당한 비중을 차지할 수 있다. 그리고 LG반도체는 전자산업에 필요한 주문형 반도체로 나갈 것이다. 반도체산업의 미래는 기업에 맡기면 되고, 정부는 단지 반도체산업에서 공정한 경쟁이 이루어지도록 하면 된다. 이를테면, 각 기업이 정부가 제시한 부채비율을 만족시키기 위해 노력해 가고 있는가, 기업의 재무구조를 정확히 공시하고 있는가, 그룹 내의 불공정거래가 없는가 등을 감시하여, 정해진 개선지표를 충족시키지 못하면 그에 상응하는 조치를 취하면 된다. 반도체사업에 대부해 준 자금을 회수하거나 더 투자하거나, 그러한 판단은 신용을 제공하는 금융기관의 소관이다. 금융기관의 오판은 금융기관의 부도로 연결될 수 있다. 이러한 위험을 인지하고 있는 금융기관은 국제적으로 제시된 BIS기준을 충족해야 하므로 알아서 대출연장 및 추가여신 여부를 결정하게 될 것이다.

넷째, 한국 정부가 작성하여 IMF인가를 받았을 것으로 추정되는 IMF와의 국제금융협약서에서 구조조정안의 최종목표가 무엇인지 알 수 없다.<sup>49)</sup> IMF가 강요한 고금리가 외국자본 유입을 이끌어 내는 데 실패했다면, IMF와 합의한 구조조정목표도 재검토하여 외국자본 유입을 촉진할 수 있도록 변화시켜야 한다.

#### (4) 대기업 조직의 경쟁력과 자본유입

지금까지 대기업의 구조조정이 미흡했던 것은 일관된 공정거래 정책을 지속적으로 추진할 수 없었던 깨끗하지 못한 정부 및 국회의 책임도 크다. 현재 추진하

48) 자본시장이 완전개방상태에 와 있어, 이러한 변신에 성공하지 못하는 기업은 국제적 기업 사냥꾼의 사냥감이 될 것이다. 미국의 페어 차일드사는 메모리 반도체 생산의 경쟁력이 취약해지면서, 일본 히타치에 매각되었다. 물론 일본 히타치도 경쟁력을 살릴 수 없어 이 공장을 폐쇄하였다.

외국에서 경쟁력이 없는 반도체 기업이 매각되는 것을 보아 온 한국 기업도 경쟁력 없는 자신의 기업운명이 어떤 것인지를 잘 알고 있을 것이다. 기업의 재무성과가 대출금융기관에 보고되면, 대출금회수 여부는 그 금융기관이 결정하게 될 것이다. 은행산업에서 대출의 도덕적 해이가 사라지게 되면, 금융기관의 대출기업에 대한 감시는 이전에 생각지도 못했을 정도로 철저하게 진행될 것이다. 이런 상황에서 정부는 유연한 노동시장을 조성하고 건전한 사회안전망만 잘 구축해 나가면 된다.

49) IMF와의 협정초안을 초단기간에 누가 작성했는가? IMF의 협정초안을 작성한 한국측 대표들에게도 문제가 많았다. 외환위기가 발생한 상황에서 IMF의 긴급지원을 받아야 하는 것은 무엇보다 긴급하였다는 것은 인정되지만, 한국 경제구조를 모르고 협상단에 있었다는 것에 대해서는 반드시 반성해 볼 필요가 있다. 긴급하게 작성된 것을 보면, 한국 정부측에서 IMF와 미국을 만족시킬 수 있는 내용을 담기 위한 노력의 흔적을 볼 수 있다. 그러나 한국 경제구조의 취약성으로 외환위기가 발생했다면, 어떤 정책이 이 취약한 구조를 더 악화시킬 것인지에 대해서는 명확히 설명할 수 있었어야 했다.

는 빅딜정책은 정책당국의 정책실효성 상실을 자본주의의 원리인 사유재산권에 대한 침해로 만회하려는 하나의 실례라 볼 수 있다. 이러한 구조조정정책은 기업의 경쟁력을 개선시킬 수 없을 뿐 아니라 위험프리미엄을 더 상승시켜 자본유입을 감소시킬 것이다.

글로벌시대에 기업의 경쟁력을 향상시키려면, 그 동안 한국 기업이 무엇을 잘 해 왔으며 문제점이 무엇인지를 분명히 해야 한다. 그러나 한국 대기업의 특성은 대부분 미국의 단기투자가, 미국 기업의 조정을 받는 미국의 관리 및 정치인, 또한 미국의 조정을 받는 세계은행 및 IMF의 견해로만 진단해 왔고, 한국 대기업이 그 동안 한국경제의 발전에 기여해 온 과정에서 발생한 장점은 무시한 채 단점만 강조했다.<sup>50)</sup> 이 점들은 외환위기 이후 정부가 추진한 구조조정정책에 그대로 반영되어, 그 정책의 목표와 외환위기 극복의 관계가 명확하게 설정되지 못하고 있다.

미국 정치를 움직이는 미국 기업이 한국 대기업의 장점에 대해 갖는 위기의식은 앤드류 그로브<sup>51)</sup>의 일본 반도체기업의 경쟁력 배양과정에 대한 묘사에서 쉽게 발견할 수 있다.

“사실, 일본이 만든 메모리 칩의 품질 수준은 우리가 가능하다고 생각한 것 이상이었다. 우리의 첫 반응은 그것을 부정하는 것이었다……. 그러나 우리는 분명 뒤처졌다…….

더욱이 일본 회사는 자본에서도 유리했다. 그들은 자금을 무한히 얻을 수 있었다. 그들 정부로부터? 자회사 간의 지원금을 통해 모기업으로부터?…… 1980년대 들어 일본 생산업체들은 우리의 시각으로는 무시무시한 생산능력을 갖춘, 크고 현대적인 공장을 계속 지었다.

우리는 열심히 싸웠다. 우리는 제품의 질을 높였고 원가를 낮추었다. 그들의 주무기는 놀랄 만큼 낮은 가격에 높은 품질의 유용성이었다. “10% 법칙을 갖고 이겨라……. AMD와 인텔의 칩을 사용하는 회사를 찾아라…… 10% 낮은 가격을 불러라…… 그들이 더 낮은 가격을 부르거든, 그보다 10% 더 낮은 가격

50) 한국 기업의 기술수준, 대학의 연구수준, 정치인의 의식수준, 국민의 지식수준을 보면, 한국의 경쟁력 원천은 미국의 경쟁력 원천과 달라야 한다. 한국의 문화적 특징을 잘 살릴 수 있는 경쟁력 원천을 발전시켜 나갈 때, 외국투자자들이 한국에 더 큰 관심을 가질 것이다.

51) 앤드류 그로브(1998), pp.126-133.

을 불러라…… 그만 두지 말아라, 이길 때까지!”(A Grove, 1998)

빅딜을 하지 않고, 기업 간 경쟁이 정당하게 이루어지도록 한다면 경쟁력이 없는 기업은 자연히 도태하게 될 것이다. 이를테면, 자동차산업의 경우 자동차 4社가 치열하게 공정히 경쟁하게 했다면 시장에서 자연히 퇴출이나 인수합병이 이루어졌을 것이다. 이를 통한 구조조정비용과 빅딜에 의한 비용을 상호비교해 보면, 어느 정책이 더 효율적일까? 시장경쟁에 의한 퇴출이 더 타당한 방법이다. 이러한 접근방법은 정부가 자랑스럽게 내놓은 ‘민주주의와 시장경제의 병행발전’에서 강조한 시장경제의 정신과도 일치한다.

한국 정부가 추진하는 재벌개혁을 보면, 재벌은 나쁘고 경쟁력이 없는 조직으로 인식하고 있다. 그러나 국가 이미지가 제품의 경쟁력 향상에 결정적인 역할을 하는 시대에서 경상수지 흑자를 실현하기 위해서는 세계적으로 경쟁력 있는 조직구조는 단점을 개선하면서 살려야 한다.<sup>52)</sup> 경쟁력 있는 기업은 수익률도 높고 안정적이라, 외국투자가로서도 그런 기업이 투자가치가 높다. 그런 기업이 있으면, 외국자본 유입은 더 쉬워진다.

### 3. 교훈

한국은 IMF의 구제금융을 받으면서, 한국 경제가 어떤 상황인지를 IMF에 정확히 인지시키지 못하였다. 그결과 고금리로 인해 발생할 문제에 대한 대책을 수립할 수도 없었다.<sup>53)</sup> 이러한 고금리정책의 실패는 위험프리미엄을 더 상승시킴으로써 자본유입에 장애가 되었다.

이론적으로 그리고 실증적으로 살펴본 바와 같이, 외채도 많고 기업부채도 많은 경제구조에서 IMF의 고금리는 외채부담뿐 아니라 기업부도도 증가시켰다. 흑자기업과 성장잠재력이 있는 기업도 도산함으로써,<sup>54)</sup> 한국 경제의 실물기반이 혼

52) 기업의 어떤 조직이 범세계화 속에서 경쟁력이 있는지에 대해서는 해답이 없다. 기업의 지배구조에 대한 서구이론을 정리한 정광선(1994)에서도, 어떤 기업관리조직이 가장 좋은지에 대해서는 해답이 없다. 또한 찰스 헨디(1998)는 『미래의 조직』에서 “확실히 새로운 조직은 예측할 수 없으며, 측정할 수 없으며, 전통적인 원리에 익숙하지 않다”라고 단언하고 있다. 그러나 한국의 빅딜에서는 기업조직에 확실한 해답이 있는 것으로 가정하고 있다.

53) 고금리하에의 한국 선택에 대해서는 이종욱(1998b)과 그에 대한 논평 참조.

54) 한국 기업평가에 따르면 지난해 부도를 낸 317개 기업 중 64%인 203개사가 극심한 자금난과 금융비용의 증가로 흑자도산했다.

들렸다. 또한 중장기적으로 추진해야 할 구조조정을 IMF의 요구로 단기에 추진하다 보니, 정부가 단기목표로 내세운 민간부문의 구조조정은 외국자본 유입이 없으면 불가능하게 되었다. 이런 상황에서 빅딜과 같은 신조어는 구조조정의 본질을 흐리게 하여 외국자본을 유치하는 데는 실패했고, 그나마 新판변학자 및 대중의 인기를 끌어 냈을 뿐이다.

IMF 고금리정책의 성공과 실패를 평가해 보면, 자본유입의 구축효과가 작용할 수 있는 대외적 여건이 유리하게 전개되지도 않았고 자본유입의 구인효과가 작용할 수 있는 대내정책도 성공적이지 못하였다. 경제이론으로 잘 설명되지 않지만, 한국은 외환위기를 벗어나고 있다. 이러한 일련의 전개과정은 비경제적 요인으로 보완하여 설명할 수 있다. IMF 고금리가 한국에 적용되어 성공했다면, 그것은 잘못 처방된 약을 먹고도 그 고통을 잘 감내해 준 한국 국민들의 노력에 있다고 보아야 한다. 한국이 IMF의 회원국이지만, IMF의 긴급융자를 받는 과정을 보면 IMF 협상단과 같이 움직이면서도 얼굴을 감추는 미국 재무부의 고위관리가 협상내용에 깊이 개입한 것을 볼 수 있었다. IMF를 이용하여 뒤에서 자국 국익을 위해 IMF와 한국 간 긴급융자 협상내용을 조정하는 것을 보면서, 일제강점기를 거친 일반국민은<sup>55)</sup> 이것이 정말 국치라는 것을 실감했다고 생각된다. IMF체제를 단축시켜 이러한 국치를 벗어나려는 대중들의 의지는 금모아 수출하기를 통해 달러를 벌어들인데서 가장 잘 나타난다.

외환위기 이전의 징후가 나라에 따라 다르듯이 외환위기를 극복하는 과정도 나라와 민족에 따라 다르다. 외국의 사례는 어디까지나 참고사항이고, 한국 경제의 위기상황을 극복하는 데는 한국 경제의 기초여건에 대한 연구를 바탕으로 한 정책을 시행해야 한다. 서구의 정책수단을 이용하더라도 그 내용을 한국 경제구조에 맞게 해석해야 한다.

## V. 결론과 제언

본 연구는 외환위기가 발생한 이후 IMF가 취한 고금리정책의 문제점을 이론과 실증분석을 통해 평가하고, 고금리정책은 자본유입을 이끌어 올 수 있는 구인효과와 구축효과를 발휘하지 못하였다는 것을 보였다. 이러한 분석결과를 토대로,

55) 미국의 힘과 문화를 이용해 한국 사회를 발전시키기보다 변질시킨 일부 선각자, 정치인, 지식인들에게는 수용되기 어려운 사실일 수도 있다.

IMF 고금리정책이 실패한 원인을 분석해 보면 대내적 및 대외적 요인으로 나눌 수 있다. 대외적 요인으로 IMF와 IBRD의 고금리목표는 한국 실물경제의 구조조정이라는 점, 고금리가 외국투자자들에게 높은 위험프리미엄을 요구하게 하였다는 것, 외국의 외환위기 사례에 대한 기존 연구결과가 한국에 적용되지 않았다는 점을 들었다. 그리고 대내적 요인으로 장기자본도입전략의 부재, 구조조정정책의 포폴리즘, 구조조정정책의 목표부재, 민주주의 발전과 시장제도의 발전을 위한 제도화의 부족, 한국 대기업조직의 글로벌 경쟁력에 대한 장단점 분석부족 등이다. 본 연구의 접근방법이나 결과에는 더 연구할 과제가 많다. 먼저 고금리, 자본이동 그리고 기업부도를 일반균형을 통해 분석해야 함에도 불구하고 부분균형의 모형을 이용하고 있다. 또한 주식시장만 개방되어 있는 상황에서 자본이동을 결정하는 요인에 대한 이론모형을 발전시킬 필요가 있다. 둘째, 선도환환율이나 국가 신용등급의 변화를 이용하면 위험프리미엄을 더 정확하게 측정할 수 있을 것이다. 특히 자본이동을 결정하는 요인으로 신용등급의 변수를 고려하면, 더 나은 결과를 얻을 수 있을 것이다. 셋째, 포트폴리오 투자자금 유입의 결정요인을 분석하기 위한 추정결과를 보면, 결정계수가 낮다. 이 문제를 해결하기 위해, 한국의 포트폴리오 투자자금 유입의 결정요인에 대해 더 많은 실증분석이 필요하다. 넷째, 외환위기 이전뿐 아니라 외환위기 이후의 공통현상에 대한 국제적 비교연구를 통해, 한국이 외환위기를 극복하는 과정에서 직면하게 될 국가특성(country-specific) 요인을 분석해 보아야 할 것이다. 다섯째, 고금리와 결합될 수 있는 구조조정정책에 대해 더 많은 연구가 필요하다.

### 參 考 文 獻

1. 강철준, “외환위기와 정부정책 실패요인 분석”, 이종욱 外 편, 『한국의 금융·외환위기와 IMF』, 경문사, 1998.
2. 김경수, “한국 금융·외환위기의 구조적 대처방안”, 이종욱 外 편, 『한국의 금융·외환위기와 IMF』, 경문사, 1998.
3. 김인준, “금융·외환위기의 특징과 IMF”, 이종욱 外 편, 『한국의 금융·외환위기와 IMF』, 경문사, 1998.
4. 김정렬, 『한국 경제정책 30년사』, 중앙일보, 1991.
5. 김태준·유재원, “한국의 경제위기와 정책대응: 평가와 전망”, 국제금융연구



- 회 1999년 1월 심포지엄, 삼성경제연구소 후원, 1999년 1월.
6. 박대근·이창용, “한국의 외환위기: 전개과정과 교훈”, 한양대학교 경제연구소, *Working Paper Series* #98-2.
  7. 박명호, “EMS위기와 아시아 경제위기에 대한 시사점”, EU 학회, 1998년 12월.
  8. 박원암·최공필, “한국 외환위기의 원인에 관한 실증분석”, 한국금융연구원, 1998년 7월.
  9. 송대희·김주훈 편, 『밖에서 본 한국 경제』, 한국개발연구원부설 국민경제 교육연구소, 1997년 9월.
  10. 신인석, “한국의 외환위기: 발생메카니즘에 관한 일고”, 국제금융연구회 11월 월례토론회, 1998.
  11. 왕윤종, “국제금융환경의 변화와 한국의 대응과제”, 『99년도 대외경제정책 방향과 과제』, 정책세미나자료, 1998년 12월 18일.
  12. 이영섭·이종욱, “한국의 외환위기 과연 예측가능했는가?”, 이종욱 外 편, 『한국의 금융·외환위기와 IMF』, 경문사, 1998.
  13. 이장규, 『경제는 당신이 대통령이야』, 중앙일보, 1991.
  14. 이종욱, “부실대출의 원인과 대책”, 『자유와 개혁』, 자유기업센터, 10, 1997.
  15. \_\_\_\_\_, “외환 날벼락 피할 길 있다”, 『뉴스 플러스』, 동아일보사, 1998. 3. 5.
  16. \_\_\_\_\_, “자기실현적 기대의 외환위기와 적정외채비율”, 아태경제학회 춘계학술대회, 1998a년 5월.
  17. \_\_\_\_\_, “경제위기 극복을 위한 구조조정방안”, 자유기업센터 정책포럼, 1998b년 5월.
  18. 이종욱 外 편, 『한국의 금융·외환위기와 IMF』, 경문사, 1998.
  19. 임준환, “외환위기의 발생과 대응과정”, 이종욱 外 편, 『한국의 금융·외환위기와 IMF』, 경문사, 1998.
  20. 정광선, 『기업경쟁력과 지배구조』, 한국금융연구원 연구보고서 No.4, 1994.
  21. 정운찬, “IMF 구제금융과 거시경제정책”, 『한은정보』, 1998년 4월.
  22. 최창규, “투기적 공격이론과 한국의 외환위기”, 국제금융연구회, 5월 월례세미나, 1998.
  23. 한국은행, “미국 경제, 왜 강한가?”, 『한은정보』, 1997년 4월, pp.63-73.
  24. \_\_\_\_\_, “시장실패에 대한 새로운 해석”, 『주간 해외경제』, 1996년 2.14-

2.18.

25. 앤드류 그로브(유영수 譯), 『편집광만이 살아남는다』, 한국경제신문사, 1998.
26. 찰스 헨디, “상상하지 못했던 미래”, 피터 드러크 외(이재규 譯), 『미래의 조직』, 한국경제신문사, 1998.
27. 하이에크, 폰(정도영 역), 『예종예의 길』, 삼성문화문고, 1973.
28. Calomiris, Charles W. and Gary Gorton, “The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation”, in R. Glenn Hubbard, *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, 1991.
29. Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M.Reinhart, “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America”, *IMF Staff Papers*, Vol. 40, March 1993, pp.108-151.
30. \_\_\_\_\_, “The Capital Inflows Problems: Concepts and Issues”, *Contemporary Economic Policy* 12, July 1994, pp.54-66.
31. \_\_\_\_\_, “Inflows of Capital to Developing Countries: Concepts and Issues”, *Journal of Economic Perspectives* 10, 1996, 123-39.
32. Chuhan, Punam, Stijn Claessens, and Nlan Mamingi, “Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors”, *Policy Research Working Papers* 1160, World Bank, July 1993.
33. Cohen, D. and J. Sachs, “Growth and External Debt Under Risk of Debt Repudiation”, *European Economic Review* 30, 1986, pp.529-560.
34. Corsetti, Giancarlo, Pesenti Paolo, and Roubini, Nouriel, “What Caused The Asian Currency and Financial Crisis?”, *mimeo*, March 1998.
35. Dooley, M.P, Fernandez-Arias, E., and Kletzer, K.M., “Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?”, *NBER Working Paper* #4792, May 1994.
36. Fernandez-Arias, Eduardo, “The New Wave of Private Capital Inflows Push or pull?”, *World Bank Working Paper*, 1994.
37. IMF, *World Economic Outlook*, May 1998.

38. Krugman, Paul, "Is the Strong Dollar Sustainable?", *NBER Working Paper*, No. 1644, June 1985.
39. \_\_\_\_\_, "Will Asia Bounce Back?", *mimeo*, March 1998a.
40. \_\_\_\_\_, "Fire-Sale FDI", *mimeo*, 1998b.
41. \_\_\_\_\_, "Asia: What Went Wrong", *Fortune*, March 2, 1998c.
42. \_\_\_\_\_, "Currency Crises", *mimeo*, 1998d.
43. North, Douglass C. and Robert P. Thomas, *The Rise of the Western World*, Cambridge University Press, 1973.
44. Radelet, S. and Sachs Jeffrey, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *mimeo*, April 1998.
45. Sachs, Jeffrey D., "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets", 미국 캔사스시티 연방준비은행 주최 국제심포지엄 발표논문, 한국은행 금융경제연구소, 1998. 1.
46. Severino, Jean-Michel and Ahmed, Masood, "Responding to the Crisis: Backing East Asia's Social and Financial Reforms", *World Bank Press Conference*, January 27, 1998.
47. Shin, Inseok and Hahm, Joon-Ho, "The Korean Crisis-Causes and Resolution", *Korea Development Institute Working Paper*, July 1998.
48. Stiglitz, J., "The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy", World Bank Group, Feb. 27, 1998.
49. van Wijbergen, S., "The Mexican Debt Deal", *Economic Policy*, April 1991, pp.14-56.
50. Warshawsky, Mark J., "Is There a Corporate Debt Crisis? Another Look", in R. Glenn Hubbard, *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, 1991.