

國內 文獻에 나타난 外換危機 原因에 대한 批判的 考察*

鄭 淵 丞**

논 문 초 록 이 논문은 외환위기 원인에 관한 국내 문헌을 검토하고 문제점을 지적한다. 국내 문헌이 외환위기의 원인을 주로 국내 경제의 구조적 요인에서 찾으려는 반면에 외국 문헌은 주로 외화유동성의 부족에서 외환위기의 원인을 찾고 있다. 위기의 전개 과정과 경제의 빠른 회복은 한국의 외환위기가 구조적 요인보다는 유동성 부족에 의한 위기라는 결론에 도달하게 한다.

김대중 정권의 성격, IMF의 견해, 신자유주의 이데올로기, 국내경제 개혁에 대한 열망 등이 국내에서 구조적 원인설이 더 설득력이 있게 한 것으로 보인다.

IMF 위기로부터 얻어야 할 교훈은 시장이 기능을 제대로 발휘하려면 시장의 제도와 기반이 잘 갖추어 져야 한다는 것이다. 최근의 신용카드회사 문제가 잘 들어내 듯이 자유로운 금융시장이 반드시 효율적인 결과를 가져오지 못한다.

핵심 주제어: 동아시아 위기, 구조적 원인, 외화유동성 부족

경제학문헌목록 주제분류: O1, F4, L2

* 이 논문은 2003년 2월에 연세대학교 경제학 공동학술대회에서 “외환위기의 원인에 관한 국내 문헌의 비평적 고찰”이라는 제목으로 발표한 논문을 개정한 것으로 학술대회에서 논평을 하여 주신 장세진, 전성인교수와 유익한 논평을 하여 주신 두 분의 학술지 심사위원, 한국은행 금융연구원의 세미나 참석자 여러분, 그리고 상의에 기꺼이 응하여주신 최갑식, 배형, 장하준 교수와 이윤재대표께 감사드립니다. 아직 남아있는 잘못은 전적으로 저자의 책임임을 밝혀둔다.

** 중소기업연구원 선임연구위원, e-mail: yschung@kosbi.re.kr

I. 들어가는 글

이제 한국에서 외환위기가 발생한 지가 6년이 지났다. 위기가 일어났을 당시 위기로 인하여 한국 경제가 긴 고통의 시간을 보내야 하지 않을까 걱정을 하였으나 다행히 빠르게 회복하였다.¹⁾ 빠르게 회복하였다고는 하나 1960년대에 경제발전을 시작한 이래 한국으로서는 최고의 비경제활동인구와 실업자의 증가(1998년 중 각각 70여 만 명과 90여 만 명 증대)를 경험하였다.

태국에서 시작하여 말레이시아, 필리핀, 인도네시아를 거쳐 한국으로 동아시아의 외환위기는 전염되어 왔는데 태국을 제외하고는 위기 발생을 예견하지 못하였다. 우리나라 경제에 불안을 느낀 외국 은행들이 한국 금융기관에 대출한 자금의 만기 상환 연장을 일시에 거부하여 외환위기가 발생하였다. 우리나라는 결국 IMF에 구제금융을 신청하여 위기를 넘길 수밖에 없었다.

IMF는 그 당시 구제 금융을 신청하는 나라들은 모두 경제에 근원적인 문제가 있다고 간주하고 있었다. 그러나 곧 동아시아의 외환 내지 통화위기는 유동성의 문제라는 주장이 중남미 국가와 구소련의 거시경제 안정을 위하여 자문을 하였던 전문가에 의하여 제기되었다(Radelet & Sachs, 1998). 이어서 Furman & Stiglitz는 동아시아 국가들의 외환위기는 이들 나라의 실책이기보다는 준비 없이 자본시장을 개방하도록 한 IMF와 그 뒤에 있는 미국 재무성의 불찰이라고 주장하는 동시에 IMF 처방에 대하여 이의를 제기하였다.

동아시아의 위기가 동아시아 경제 자체의 구조적 문제에 의한 것인지 또는 준비 없이 자본시장을 개방하여 발생한 것인지를 구별하는 것은 매우 중요한 일이다. 정책적 함의가 아주 달라지기 때문이다.

흥미로운 것은 지난 6년 여 간에 벌어진 동아시아의 위기 발생 원인에 대한 논의를 보면 해외에서 열린 국제학술회의에서는 위기의 원인이 자본시장의 준비 없는 개방에 있다는 견해가 우위를 점하는 반면에 국내에서는 한국 경제 자체의 구조적 문제에 의하여 위기가 발생하였다는 견해가 더 크게 들린다는 것이다.

이 논문에서는 먼저 IMF 위기가 어떻게 일어난 것인가에 대하여 지금까지 국내외 연구를 종합하여 나름대로의 판정을 내리려고 한다. 다음에 국내 문헌을 검토

1) 1996-2003년까지의 한국의 GDP 성장률은 7.0, 4.7, -6.9, 9.5, 8.5, 3.8, 7.0, 3.1(잠정)%임.

하고 국내 문헌의 편향된 견해를 들어내고자 한다. 그리고 국내 학계의 경향에 대하여 그 원인을 알아본다. 끝으로 IMF 위기에서 한국 경제가 얻어야 할 교훈이 무엇인가를 생각해 본다.

II. IMF 외환위기의 원인

한국 경제 자체의 문제에 의하여 외환위기가 일어난 것인지 또는 자본시장의 개방을 충분한 준비 없이 한 데에 문제가 있는지 두 가설의 주장을 펼치고 평가를 해 본다.

1. 구조적 원인

한국 경제의 구조적 문제를 생각해 보면 고성장을 추구하다 보니 경상수지 적자가 계속되는 문제가 있었고, 기업들 역시 고성장을 추구하다 보니 투자를 많이 하게 되어 부채비율이 높고 수익성이 낮았다. 권위주의적 국가 체제하에서 성과 위주의 경제발전을 추구한 까닭에 사회 전반에 투명성 부족이 나아지지 않은 것이나, 정부가 금융을 통하여 재벌을 지원하고 통제하여 생기는 여러 부작용도 한국 경제의 구조적 문제점으로 지적되고 있다.

보다 구체적으로 경상수지 적자와 관련된 원화의 고평가, 기업과 금융기관의 부실과 관련된 과잉투자, 기업의 지배구조, 금융기관의 취약성과 투명성과 관련된 정실자본주의(crony capitalism)라는 한국 경제의 구조적 특징이 위기 발생에 어떠한 역할을 하였는가를 논의해 본다.

(1) 구조적 원인설

① 과잉투자, 기업의 지배구조, 취약한 금융기관

기업의 과잉투자는 취약한 기업지배구조와 건실하지 못한 금융기관과 서로 연결되어 주장되어진다. 기업지배구조가 취약한 관계로 과잉투자가 일어나고, 과잉투자의 결과 기업의 수익성이 낮아진다. 이것은 금융기관의 부실채권을 늘어나게 하며, 쌓이면 금융기관의 부실을 가져오는데 이는 경제 전체의 위기를 가져올 수 있다. 금융기관이 부실화되는 이유는 금융기관의 지배구조가 제대로 되어있지 않기

때문이고, 또한 금융기관에 대한 정부의 규제와 감독이 제대로 되어있지 않기 때문이다.

i) 과잉투자가 있었나?

과잉투자 주장의 주요 실증적 근거는 우리나라 제조업체의 수익성이 외국에 비하여 낮고<표 1>, 부채비율이 높은 데 있다<표 2>. 그러나 <표 1,2>에서 알 수 있듯이 과거 실적과 비교할 때 위기 전에 급격히 나빠지지 않았다. 1996년에 제조업 수익률이 조금 하락한 정도이다.

<표 1> 제조업 수익률의 국제비교

(단위: %)

	한국 제조업 전체		미국 제조업 전체		일본 제조업 전체		대만 제조업 전체	
	자산 수익률	자본 수익률	자산 수익률	자본 수익률	자산 수익률	자본 수익률	자산 수익률	자본 수익률
1990	2.43	9.14	6.22	15.47	5.20	16.90	4.27	7.94
1991	1.78	7.08	3.79	9.37	4.00	13.10	3.99	7.87
1992	1.45	5.97	1.40	3.75	2.80	9.00	2.89	5.54
1993	1.59	6.44	4.19	11.50	2.00	6.50	2.50	4.76
1994	2.64	10.53	8.12	21.64	2.50	7.70	-	-
1995	3.59	14.00	8.72	22.65	3.10	9.60	-	-
1996	0.93	3.74	9.10	23.07	3.70	10.80	-	-
1997	-0.30	-1.38	9.16	23.26	3.50	10.20	-	-
1998	-1.52	-6.72	8.20	21.23	2.30	6.40	-	-
1999	1.38	4.96	8.61	22.76	2.90	8.00	-	-
2000	1.24	3.79	8.36	21.52	4.00	10.50	-	-
2001	0.35	1.01	1.81	4.69	2.60	7.00	-	-
2002	5.08	12.97	4.33	11.57	3.10	8.00	-	-
2003	5.15	11.70	-	-	-	-	-	-

자료: Krueger & Yoo의 <부표 6, 7>에 최근 자료 보완, 한국은행 『기업경영분석』

<표 2> 제조업 부채-자본 비율의 국제비교

(단위: 배수)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
한국	3.07	3.19	2.95	3.03	2.87	3.17	3.96	3.03	2.15	2.11	1.82	1.35
미국	1.47	1.68	1.75	1.67	1.60	1.54	1.54	1.59	1.64	1.57	1.59	1.67
일본	2.21	2.16	2.13	2.10	2.07	1.93	1.87	1.73	1.74	1.60	1.63	1.56
대만	0.98	0.93	0.88	-	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: Krueger & Yoo의 <부표 5>에 최근 자료 보완, 한국은행 『기업경영분석』

이론적인 면을 보면 먼저 과잉투자에 대한 정확한 정의가 쉽지 않다. 우리나라의 부채-자본 비율을 근거로 우리나라에 과잉투자가 있었다고 하는데 그렇지 않다. 첫째, Chang & Shin이 인용한 세계은행의 조사(Demiguc-Kunt & Makimovic, 1996)에 의하면 1980-1991년간에 기업의 부채-자본 비율은 일본(369%), 프랑스(361%), 이태리(307%)가 한국(366%)과 비슷하고, 스웨덴(555%), 노르웨이(538%), 핀란드(492%)는 더 높다. 둘째, 우리나라 기업들의 부채비율이 다른 나라에 비하여 높다고 하더라도 이는 급속한 실물성장을 뒷받침하기 위한 금융 쪽의 비용이라는 점이다. 기업이 사내유보 이상의 투자를 하려면 증권을 발행하든지 금융기관에서 자금을 조달하여야 한다. 그러나 직접자본시장은 정보의 비대칭 문제로 직접자본시장을 육성하는데 시간이 걸린다. 엄격한 법적 체제와 투자자를 보호하는 장치가 잘 되어있어야 직접자본시장을 발전시킬 수 있다. 현재 국민들이 광범위하게 주식을 보유하는 나라는 미국, 영국, 일본에 불과하다고 한다(Stiglitz, 2002). 따라서 한국 기업이 사업을 확대하는데 간접금융을 많이 이용한 것은 어쩔 수 없는 일이고 부채비율도 높다.²⁾

과잉투자 주장의 다른 근거는 우리나라 기업의 수익성이 낮다는 것이다.³⁾ <표 1>에서 보이듯이 위기 전에 수익성이 낮은 해는 1996년에 불과하다. 그러나 1996년은 경기수축기에 해당한다. 1996년이 경기확장기인 1993-1995년에 비하여 수익률이 낮은 것은 당연하다. 경기수축기에 해당하는 1992년의 자산수익률인 1.45%에 비하여 1996년은 0.93%를 보여 0.5%의 수익률 차이를 보일 뿐이다.

우리나라 기업의 수익률이 전반적으로 선진국보다 낮은 이유도 있다. 우리나라 기업은 수익성보다는 시장 점유율 확대에 목표를 두는 경향이 있었는데 여기에는 나름대로의 이유가 있다. 한국 기업이 속한 산업은 대체로 성장기에 있는 산업이고 성장기 산업에서는 시장점유율을 높이는 것이 장기적인 이윤극대화 방법이다. 시장이 성숙기에 들어가면 기업들의 시장점유율이 잘 변하지 않는 경향이 있기 때문이다. 일본 기업도 시장점유율 극대화를 추구하였는데(Itoh *et al.* 1991) 한국 기업도

2) 앞에 언급한 것들 이외에 한국 기업의 부채비율이 높은 다른 이유로는 첫째, 인플레이션이 높고 감가상각률을 정책적으로 높게 책정하여 자산이 저평가되었다는 것(Wade)과 둘째, 정부가 해외직접투자를 막고 한국기업이 기술을 수입하여 직접 제조하게 한 것을 들 수 있다.

3) Shin & Chang에 의하면 한국 기업의 자산 수익률로 측정한 기업이윤율은 낮지만 우리나라 기업의 영업이윤(금융비용과 외환평가차손 등을 차감하기 전의 이윤)은 1988-97년간에 미국, 일본, 대만보다 더 높았다고 한다.

일본 기업과 같은 발전 경로를 따라가는 경향이 있었다.

우리나라 기업의 수익성이 다른 개발도상국보다 낮은 이유로는 우리나라가 선진국 기업과 직접 경쟁하는 기업을 육성하는 발전전략을 택한 것을 들 수 있다. 선진국 기업들이 이미 진출하고 있는 시장에 진출하여 경쟁을 할 때 초기에 우리나라 기업의 수익성이 좋기 어렵다. 최근예야 자동차, 반도체 등에서 한국 기업의 수익이 높게 나타나고 있다. 반면에 대만과 싱가포르 등은 선진국 기업 제품에 보완이 되는 제품을 개발하는 발전 전략을 택하였다(Wade, Shin & Chang). 그리고 외국의 다국적기업의 직접투자도 많이 받아들였다. 그래서 수익률이 높았을 가능성이 크다. 그러나 어떤 발전전략이 장기적으로 더 유익할 지는 아직 모를 일이다.⁴⁾

투자는 장기적인 관점에서 할 수 있기 때문에 현재의 수익성이 낮다고 하여도 잘못된 투자라 할 수 없다. 수익이 제대로 나기 전에 외환위기가 발생하였는지 모른다. 1980년대 후반부터 OECD가입, WTO체제로의 이행, EU통합 등으로 대외경쟁의 격화가 예상되는 상황에서 국내 기업은 많은 선행적인 투자를 하고 있었다. 특히 1994-6년간 많은 투자가 있었다(Haggard & Mo). 외환위기의 발생 유무를 알 수 없는 시점(사전적 의미)에서 보았을 때 기업들이 투자를 많이 한 것이 잘못된지 아닌지 판정하기 어렵다. 우리나라가 다른 나라에 비하여 외환위기에서 빠르게 회복할 수 있었던 이유 중의 하나로 외환위기 전에 국내 기업들이 투자를 많이 한 것을 들고 있다(Park & Lee, 2002).

과잉투자를 주장하기 위해서는 수익성과 부채-자본 비율과 같은 재무지표를 검토하는 것만으로는 부족하다. 우리나라와 같은 건전한 거시경제를 가진 나라에서 이윤을 극대화하는 기업이 어떻게 과잉투자를 하게 되었나를 설명하여야 한다. 다시 말하여 우리 경제에 어떤 비정상적인 여건이나 관행이 있는지를 찾아내어야 과잉투자를 주장할 수 있다.

자본시장을 개방할 때 해외 자본의 급격한 유입으로 국내 통화가 증발하고 국내 신용이 증가할 수 있다. 그러나 이것은 통계에 나타나지 않고 있다(Shin & Hahm, 김중수, 김태준과 유재원). 따라서 자본시장의 개방으로 인하여 직접적으로 발생한 과잉투자는 없다고 하겠다.

4) 대만, 인도 등의 기업이나 학자들이 자체 브랜드를 가지고 세계시장에서 고수익을 올리는 기업이 한국과 달리 그들에게 없는 문제점을 직접 또는 간접적으로 표현하는 것을 신문이나 학회에서 듣게 된다.

정부가 경제자유화를 하는 도중에 정부의 통제는 사라진 반면 기업은 자유화로 인한 책임을 인식하지 못하여 위기가 발생하였다는 주장이 있다. 경제자유화 이전에 정부는 기업의 중복 내지 과잉투자를 막기 위하여 기업의 투자를 조절하였으나, 경제의 자유화에 의하여 정부가 더 이상 기업의 투자행위에 간여할 명분도 없고 제재할 수단도 없어지자 과잉투자가 생겼다는 것이다(Lee, 2001). 위기 발생 후 금융기관의 인수, 합병은 많이 있었지만 제조업체 간의 빅딜 정책에도 불구하고 한국의 주력 제조업인 전자, 자동차, 조선, 철강산업 등에서 시설과잉의 문제는 별로 없었다. 설사 과잉투자가 있었다고 하더라도 이것을 한국 경제의 구조적인 문제라고는 할 수 없을 것 같다. 즉 한국 경제의 과거 제도나 정책에 어떤 근본적인 문제가 있는 것이 아니라, 선진경제로 가던 길에 생긴 일과성 사건일 뿐이라는 것이다.⁵⁾ 도덕적 해이로 인한 과잉투자의 가능성은 다음에 언급한다.

ii) 기업의 지배구조는 취약하였는가?

한국에서 기업의 지배구조가 취약하여 과잉투자가 일어났다는 주장은 조금 복잡하게 주어진다. 영미식 자본주의에 있어서 기업의 지배구조 문제는 기업의 경영진이 주주의 이익에 맞추어 기업을 경영하느냐 하는 문제다. 선진국의 경우 전문적인 경영진이 회사를 경영하는 관계로 주주와 경영진 사이에 대리인 문제가 발생한다. 그러나 우리나라는 자본주의 역사가 짧아서 창업자나 그 자손이 직접 회사 경영을 하고 있기에 선진국에서 흔히 문제가 되는 지배구조의 문제는 별로 없어 보인다.⁶⁾

한국의 기업지배구조의 중요 문제는 투명성의 부족 이외는 대주주와 소주주의 문제이다. 대주주가 주식의 대종을 소유하고 있는 소주주의 이익에 반하여 기업을 운

5) 끝으로 동아시아의 경제발전이 단순히 생산요소의 빠른 증가에 의한 것이고 생산성 증가는 평범하다는 Young과 Krugman의 주장이 있다. 그러나 동아시아 국가들이 선진국보다 많은 자본과 노동을 투입하면서 상당한 수준의 총요소생산성을 유지하였다는 것은 이들 지역의 투자가 많았음에도 효율적이었던 것을 의미한다(Pack, Lal & Myint).

6) 개발도상국의 경우 평등한 경제를 구현하기 위하여 정부가 직접 경영하거나 주인이 없는 기업을 운영할 수 있는데 이는 대리인 문제를 가져와서 비효율적인 기업을 만들 가능성이 많다. Lal & Myint는 한국의 동태적 비교우위가 노동집약적인 경공업에서 자본집약적인 중화학공업으로 넘어갈 때 재벌이 기업의 소유권을 확실히 장악하게 함으로써 경영의 대리인 문제를 없애서 효율적인 기업을 만들게 한 반면에, 대만은 철강, 조선, 화학공업 분야에 공기업을 유지하여서 이들 부문에서 국제경쟁력이 떨어진다는 평가를 내리고 있다. 싱가포르의 외국 기업에게 소유권을 넘겨주어 기업지배구조 문제를 해결하였다.

영한다는 것이다(Joh, 2001). 대주주와 소주주의 이해 충돌은 규모가 크고 다각화를 이룬 재벌에서 가장 뚜렷이 나타난다. 우리나라 재벌 기업의 재무구조를 보면 자본금 대비 부채의 비율이 높고 자본금 중에도 재벌 총수와 그 가족의 자본지분이 작다. 따라서 재벌 총수는 다른 사람의 자금으로 투자를 하므로 과잉투자를 하게 된다는 것이다. 그러나 투자가 잘못되면 재벌총수는 재벌의 지배권을 잃을 수 있음으로 자기 자금 비중이 작다고 할지라도 투자를 함부로 한다고 보기는 어렵다.⁷⁾

Shin & Chang에도 같은 관찰이 적혀 있다. 다만 회사의 이윤을 대주주와 소주주 간에 배분하는데 있어서 대주주가 적은 소유 지분에도 불구하고 경영권을 악용하여 소주주의 이윤을 빼앗아 갔을 소지는 충분히 있다. 그러나 이것은 효율보다는 배분이 증가 되는 문제이다.⁸⁾

기업의 지배구조와 관련하여 퇴출하는 길이 합리적으로 되어있지 않아서 기업이 방만한 경영을 하였다는 주장이 있다. 그러나 기업이 잘못될 경우에 기업이 퇴출되지 않더라도 경영진이 물러나야 한다면 경영에 상당한 규율이 있다고 하겠다.

우리나라와 같이 의욕적으로 불확실성이 높은 신규 사업 내지 산업에 기업을 진출시키려는 나라는 type 1 error(능력이 있는 기업가를 퇴출시키는 경우)를 type 2 error(능력이 없는 기업인을 용인하는 경우)보다 적게 하는 것이 적절한 전략으로 생각된다.

iii) 금융기관은 기능을 제대로 발휘하였는가?

은행을 비롯한 우리나라 금융기관이 잘못된 기업에 대출을 주로 하였는가를 생각해 보면 대체로 그렇지 않다는 것을 우리는 쉽게 대답할 수 있을 것이다. 경제발전을 하면서 자금의 배분이 크게 잘못되었다면 지난 40년간 한국 경제가 계속하여 고 성장을 할 수 없었을 것이기 때문이다. Hellmann *et al.*은 한국의 은행들이 자금을

7) 한국에서 기업이 잘못되어 정부가 구제를 해야 하는 경우에 정부로서는 경영진의 책임을 묻지 않고 국민이 결국 부담하게 되는 자금을 지원하기 어려웠다.

8) 우리나라 기업지배구조의 특징은 소유경영체제로 볼릴 수 있는데 장점으로는 환경변화에 대한 신속한 대응, 장기적이고 일관성 있는 책임경영, 사내이익축적에 의한 자본조달, 일사분란한 지도체계 등이 있고, 단점으로는 전문성부족, 기업회계와 소유주 가계의 중복으로 인한 기업자금의 유용, 독선적이고 폐쇄적인 지도체제를 들 수 있다(신유근). 다시 말하여 우리나라 기업지배구조는 장기적인 안목으로 일관성 있게 투자를 하게 하나 재벌 총수의 전횡으로 기업이 급격히 쇠락할 수도 있는 구조이다.

잘 배분할 수 있었던 것은 정부가 정책적으로 신규 은행의 진입을 제한하고 수신 금리와 여신 금리를 낮춘데 있다고 한다. 그 결과 여신수요가 여신공급(수신자금)을 초과하여서 금융기관이 보다 나은 기업을 선별하여 대출할 수 있었다.⁹⁾

그러나 금융자유화가 진행되어 신규 은행의 진입으로 은행의 'franchise value'가 떨어져서 위기에 임박하여 국내 은행의 건전성이 떨어졌을 수 있다. 그러나 <표 3>에 있듯이 은행의 공식적이거나 잠재적인 부실채권이 위기 이전에 갑자기 많아지지 않았다. 경기위축기인 1992년과 1996년의 부실채권이 전체 대출금에 차지하는 비중이 매우 비슷하다. 따라서 1996년의 부실채권이 큰 문제라고 보는 것은 통계숫자와 일치하지 않는 해석이다. 사실 경기후퇴기의 적절한 신용정책은 어느 정도 부실징후가 있는 기업에게도 대출을 연장하는 것이다. 경기침체를 완화하기 위해서다. 1996년이 경기침체기인 것을 감안하고도 은행의 대출이 과도하다고 주장하기 어렵다.

은행은 제대로 되었더라도 그 외의 금융기관이 잘못될 수 있다. 은행은 그런대로 규제를 잘 하였으나 은행 이외의 금융기관에 대한 규제와 감독이 금융자유화의 물결을 타고 상대적으로 느슨하였다는 것이다. 한국에서 외환위기가 종합금융회사가 외채를 갚지 못하는 데서 시작된 것은 잘 알려진 일이다. 외국에서 달러화로 단기 차입하여 국내 기업에게 장기 대출을 하였는데 국내 기업의 도산이 종합금융회사로 하여금 해외차입을 상환하지 못하게 하였다. 그러나 종합금융회사의 보다 근본적인 문제는 자본시장의 자유화를 하였다는데 있다. 자본시장의 개방과 자유화는 금융기관이 부실화될 수 있는 중요한 통로를 만들어 준 것이다(DeLong & Eichengreen).

우리나라의 자본시장 개방은 우리나라가 OECD에 가입하려고 한데서 생긴 것이지만 미국 재무성과 IMF의 압력도 있었다(Stiglitz, 2002).¹⁰⁾

금융기관이 부실하여도 중앙은행의 존재는 예금자들의 일시적인 지불요청(bank run)이 쉽게 일어나지 않게 한다. 1997년 10월에 중앙은행이 많은 외환을 가지고 있었다면 투자자들의 공황 심리를 막을 수 있었을 것이다.

9) 금융자유화 이전에는 정부가 숙박업소 등 비제조업에 대한 대출을 심히 억제하였는데 이런 규제가 유효하였는지도 모른다. 그러나 한편 낮은 금리는 부동산을 선호하게 하여 국민 경제에 여러 문제점을 만든 것도 사실이다.

10) 미국정부가 경제협력개발기구(OECD) 가입을 독려한 목적이 한국의 자본시장 개방에 있었다는 의견이 최근에 한국에서도 제기되었다(조선일보 2004. 7.3. 이태복 인터뷰 기사)

<표 3> 일반은행경영 지표

(단위: %)

	자산수익률		자본수익률		부실채권비율	
	국내은행	외국은행 국내지점	국내은행	외국은행 국내지점	공식	잠재
1992	0.56	-	6.69	-	7.1	22
1993	0.45	-	5.90	-	7.4	26
1994	0.42	1.32	6.09	10.96	5.8	19
1995	0.32	1.17	4.19	10.28	5.2	17
1996	0.26	1.52	3.80	12.51	4.1	22
1997	-0.93	3.89	-14.18	34.79	6.0	26
1998	-3.25	-	52.53	-	7.4	32
1999	-1.3	-	-23.1	-	8.3	-
2000	-0.6	-	-11.9	-	6.6	-
2001	0.8	-	15.9	-	2.9	-
2002	0.6	-	11.7	-	1.9	-
2003	0.1	-	2.7	-	2.2	-

주 : 잠재 부실채권 비율은 기업의 영업이익이 차입비용보다 적은 기업의 대출금을 부실채권으로 간주하여 구한 수치임.

자료: Hahm and Mishikin (1999), Lee (2001)의 <표 4.3> 재인용, 최근 숫자 보완, 금융감독원, 은행경영통계

② 정부의 재벌기업에 대한 암묵적 지원으로 인한 도덕적 해이

외환위기가 발생한 1997년에 들어 30대 재벌에 드는 그룹들인 한보, 삼미, 진로, 기아, 해태, 뉴코아의 부도가 줄줄이 이어졌다. 정부의 금융지원으로 방만한 운영을 하던 재벌들이 드디어 쓰러진 것이다. 이들 재벌의 부도로 이들에게 대출을 한 금융기관에 부실채권이 늘어나게 되었다. 한국에서 은행을 비롯한 여러 금융기관에 대하여 정부가 대주주로 있었던 관계로 이들 금융기관에 대하여 정부가 궁극적인 책임을 지어야 했다. 재벌의 부도는 결국 국가 신용에 악영향을 미치게 된다.

Krueger & Yoo는 한국의 위기발생 원인으로 재벌의 수익성이 낮은데도 불구하고 정부의 압력에 의하여 은행이 계속하여 대출을 한 것을 들고 있다. 은행의 부실채권이 수치상으로 높지 않은 것은 은행이 기존 대출 원리금을 갚도록 기업에게 계속하여 빌려준 때문이라는 것이다. 기업의 수익성이 낮은 데도 불구하고 기업의 자산 증가율이 높은 것과 외환위기가 터졌을 때 일시에 부실채권이 증가한 것을 증거

로 든다. 결론적으로 한국 경제는 재난이 나기를 기다리는 형국이라고 한다. 그러나 기업의 자산수익률의 하락<표 1>과 은행의 잠재 부실채권 비율의 증가가 과거 수치와 차이가 큰 것이 아니다<표 3>. 또한 정부가 위기 이전에도 은행에 영향력을 행사하였을 것이므로 Krueger & Yoo는 1980년 위기 이후 IMF 위기까지 어떻게 한국에 위기가 없었던 지를 설명하여야 할 것 같다. 한국 경제에 외환위기 이전에 위기가 적은 이유가 한국 경제의 취약점이 자본시장 개방 이전에는 통제될 수 있는 것들이었지만 자본시장 개방 이후에는 통제될 수 없는 것들이 되었기 때문이라면, 자본시장 개방이 위기의 원인이 된다. 자본시장이 개방되기 전에는 기업의 부실을 한국은행이 시중은행을 지원하고 시중은행이 기업을 지원하면 해결될 수 있었다.

이에 더하여 위기 이후 대량의 부실채권이 발생한 것의 일부 책임은 적어도 IMF의 경기수축적인 처방으로 알려지고 있다.¹¹⁾ 또한 1997년 들어 재벌기업의 부도가 계속된 것은 정부의 재벌정책이 개선된 것을 의미한다. 과거에는 대기업이 부도를 내면 파급효과를 염려하여 다른 재벌그룹에 이를 인수시키고 그 대가로 특별융자를 제공하는 것이 대기업 부도에 관한 정부정책이었다. 그러나 재벌그룹을 부도처리한 정부 방침은 시장원칙을 강조한 것으로 Moody's와 같은 외국 신용평가회사에 금융기관에게 자율성과 책임을 부여하는 개혁의지로 해석되었다(이창용과 박대근).

정부의 암묵적 지원에 의하여 재벌 기업의 투자에 도덕적 해이가 있었다는 주장이 간과한 것이 있다. 일본과 우리나라의 산업정책이 성공할 수 있었던 이유는 정부가 한시적으로 국내시장을 보호하고 예정된 계획에 의하여 시장개방의 약속을 지킨 데 있다(Itoh et al., 1991). 시간을 조금 길게 놓고 보면 투자를 잘못하는 기업은 도태되었다.

우리나라 정부가 기업의 투자에 대한 위험부담을 사회적으로 분산시키는 정책을 취한 까닭에 도덕적 해이가 생길 여지를 분명히 만들었지만 그로 인한 이점이 부작용보다 훨씬 크다는 평가가 옳바르다고 하겠다(Chang, 2000). 맥킨지는 한국이 고성장한 이유 중의 하나로 재벌의 육성을 들고 있다. 재벌이라는 조직이 위험을 무

11) IMF는 한국의 자금지원 요청에 대하여 지원의 조건으로 경기긴축적인 금융과 재정정책을 한국에 주문하였다. 1998년 10월 이후 금리인하를 단행하기 시작하였는데 만일 1998년 상반기에 금리인하를 보다 적극적으로 단행하였으면 경기침체의 폭을 다소 완화할 수 있었을 것이라는 주장이 있다. 1998년 2월에 외채협상이 성공적으로 타결된 이후에는 외환시장의 많이 안정되었다. Furman & Stiglitz, 김중수, Cho 참조.

롭쓰고 새로운 산업에 진출하고 선진 기술을 받아들이는데 효율적이었다는 것이다.¹²⁾

③ 투명성 부족

다른 구조적 원인으로 제기되는 것으로 투명성의 부족이 있다. 우리나라가 선진국에 비하여 투명성이 낮은 것은 사실이지만 국제투명성기구(Transparency International)의 발표에 의하면 우리나라를 위시한 동남아국가의 투명성은 개선되고 있었다. 더구나 투명성이 높은 스웨덴과 같이 북유럽의 나라들에도 외환위기가 있었다는 것을 감안할 때 투명성의 부족이 위기의 원인이라고 하기는 어렵다. 다만 위기가 발생한 이후 감추어진 문제들이 알려지면서 한국 정부가 신임을 더 잃게 되어 경기회복을 느리게 하였을 가능성은 크다. Furman & Stiglitz는 투명성의 부족을 위기의 원인으로 거론하는 것은 한국에 투자한 외국의 금융기관과 IMF 등이 대출자로서의 그들의 잘못을 호도하고 모든 잘못을 한국에 돌리려는 의도가 숨어있는 것이라고 맹비난을 하였다.

투명성의 부족과 관련이 있는 것으로 정실자본주의가 있다. 한국에서의 정실자본주의를 정부와 재벌의 유착관계로 보는 경향이 있다(Krueger & Yoo). 한국에서 정치자금이 필요한 정치인이 기업에 이권을 주고 정치자금을 기업에서 얻은 일이 많았다. 그러나 위기를 일으켰다고 비난받는 김영삼 정권이 들어선 이후에 금융실명제의 실시, 선거법 개정 등을 통하여 정치자금의 수요가 줄었으며 불법적인 정치자금을 모으면 발각되기 쉬워졌다.

④ 원화의 과대평가

원화가 과대하게 평가되었는가에 대한 조사를 여러 논문에서 찾을 수 있다. 이들 조사를 종합해 볼 때 원화의 대외가치가 적정 수준에서 유지되었거나 원화가 조금 과평가된 것으로 나타났다(Radelet & Sachs, 1998; Furman & Stiglitz, 1998; Hahn & Mishikin, 2000; Lee, 2001). 1996년에 경상수지가 확대되었으나 그것은

12) 1963년에 발간된 고 박정희 대통령의 저서 '국가와 혁명과 나'에 규모의 경제를 실현하기 위하여 대규모의 기업을 허락하여야 하고, 대신에 정부가 대기업을 감독하여야 한다는 내용의 글이 나온다. 재벌은 국민의 호감을 별로 얻지 못하였고 한국 정부는 대체로 박정희 정권 이래 재벌을 견제하였다고 평가된다.

반도체 가격의 하락으로 인한 교역조건의 악화로 발생한 일시적인 경상수지 적자라고 판단된다. 위기 전에 미국 달러화에 대한 일본 엔화의 약세로 달러화에 연동된 동남아 국가들의 화폐가 고평가 되었으나 우리나라는 원화 환율을 잘 조정하였다.

(2) 구조적 원인설에 대한 계량적 평가

태국을 제외한 동아시아 외환위기의 특징 중에 하나는 거의 예측을 못하였다는 것이다. 예측을 못하였다는 것은 외환위기가 개별 경제 자체 내의 문제에 의하여 발생하지 않았거나 잘못된 경제구조의 기제를 잘 이해하지 못한 것으로 해석된다.

여러 경제학자들이 회귀분석을 하였다. 이들 분석을 Furman & Stiglitz가 종합적으로 잘 평가해 놓고 있는데 계량적인 방법으로 위기 예측이 매우 힘들다는 것이다. 동아시아 위기 이후에 위기 발생 예측에 자주 사용되는 설명변수인 단기외채액은 동아시아 외환위기 이전 자료에서는 위기 예측력이 없었다.

위기를 예측하기 어려운 데에는 보다 근본적인 이유가 있다. 외환위기가 발생한 나라들을 살펴보면 외환위기의 원인이 매우 다양하다. 동아시아 경제위기도 예측 못할 만큼 과거의 위기와 다른 모습을 보여주고 있다. 또한 외환위기에는 다중균형이 가능하다. 사람들이 평가절하가 있을 것으로 예상하고 해당 화폐를 투매하면 실제로 평가절하가 이루어질 수 있다. 즉 자기실현적인 균형이 현실로서 나타날 수 있는 것이다. 우리는 아직 투자자의 심리가 어떻게 변하는지를 잘 알지 못하고 있다. 또한 위기 상황에서 정부가 어떻게 대응하는가에 따라 결과(균형)가 달라진다.

2. 유동성 원인

외국은행들이 한국의 외환보유고가 부족하다는 소식을 듣고 한꺼번에 대출금의 상환 연장을 거부한데서 외환위기가 발생하였다는 것이 유동성에 의한 외환위기 발생설이다. 이 가설은 외국 금융기관이 한국 경제가 외채를 갚을 능력이 없다고 판단해서 외채를 인출한 경우와 구별된다. 위기 당시의 한국 경제가 성장을 지속하는데 별 문제를 가지고 있지 않다는 것을 이 가설은 내포하고 있다. 만일 외환보유고가 충분하였다면 외환위기는 없었을 것이라는 Feldstein의 의견이나(McHale), 1996년 중반에 환율을 20% 정도 평가절하 하였더라면 위기를 피할 수 있었을 것이라는 의견(Sachs, 2002)은 유동성 원인 설에 바탕을 둔 것이다.

외환유동성 부족에 의하여 위기가 발생하였다는 증거는 외환유동성의 흐름과 경기의 흐름에서 찾을 수 있다. 1997년 11월에 해외자본이 대규모로 국외로 빠져나가면서 대외지급불능 직전에 갔던 우리나라는 1997년 12월 IMF의 지원결정과 1998년 2월에 있었던 주요 외국 금융기관들의 한국 채권 만기연장 합의로 외국자본의 유출이 정지되면서 경제가 빠른 V자형의 회복을 보였는데 이것이 유동성 원인설의 강력한 증거가 된다.

유동성 위기를 맞은 근본적인 원인은 한국이 외환보유액을 단기외채보다 작게 유지한데 있다. 1997년 9월 말에 한국의 단기대외채무는 804억 달러에 달하고 외환보유액은 304억 달러에 불과하였다<표 4>. 1997년 10월 23일에 홍콩 달러에 대한 통화 공격이 있었고 10월 24일에는 국제신용평가기관인 Standard & Poor's사가 1997년 1월부터 유지하고 있던 한국의 국가신용등급을 AA-에서 A+로 강등 조정하였다. 11월 초에는 International Herald Tribune지가 한국의 외환보유고(중앙은행이 가용할 수 있는 의미의)는 150억 달러에 달하는 반면 1100억 달러에 이르는 총외채 중에 단기외채가 최대 800억 달러에 이를 수 있다는 보도를 하였다. 10월 말 내지 11월부터 외국금융기관들이 한국의 은행들의 외채에 대한 만기연장을 급격히 거부하기 시작하였다. 그 당시 주요 시중은행인 조흥, 상업, 제일, 한일, 서울, 외환, 신한은행의 종합적인 단기차입금 만기연장률이 10월의 86.5%에서 11월에는 58.8%, 12월에는 32.2%로 급락하였다(이충렬). 1997년 9월 말에 비하여 12월 말에 단기외채는 170억 달러가 줄었고 외환보유고는 100억 달러가 줄었다<표 4>. 11월 21일 외환수요를 감당할 수 없었던 한국 정부는 IMF에 구제금융신청을 한 것을 공표하게 된다.

12월 3일 한국 정부가 IMF와 구제금융의 협정에 서명하였음에도 불구하고 대미 환율은 계속 상승하였다. 구제 금융이 한국에 들어오는 대로 해외채권금융기관들이 자금을 회수하여 위기가 지속되었다. 문제의 심각성을 깨달은 미국을 비롯한 외국 정부가 나서서 해외채권금융기관들을 설득하여 12월 24일 해외채권금융기관들이 자금을 회수하지 않는다는 조건으로 IMF 및 주요 선진국이 100억 달러 조기 지원 약속을 하면서 환율 상승이 멈추기 시작하였다(DeLong & Eichengreen). 1998년 2월에 IMF와 해외채권금융기관 사이에 정식으로 협정이 맺어졌다. 대미평균환율은 1998년 1월이 1706.8원으로 가장 높았으며 그 이후 계속 하락하여 7월에는 1300.77원이 된다<표 4>. 다시 말하여 외국금융기관들이 외채를 환수하는 것을 멈

추가 환율이 안정을 되찾기 시작한 것이다. 1998년 1분기의 단기대외채무는 이전 분기에 비하여 93억 달러 감소하였지만 외환보유액은 93억 달러 증가하였다. 환율이 안정을 찾자 금리도 안정세를 보이기 시작한다.

<표 4> 위기 전후의 환율, 금리, 대외채무와 외환보유액 변화

(원, %, 백만 달러)

	대미달러 증가환율	대미달러 평균환율	무담보 콜금리 (1일물)	CD유통 수익률 (91일)	단기대외채무 액	외환보유액
1997. 9	914.4	909.53	13.17	13.39	80,469	30,426
10	964.6	921.85	13.56	13.79		
11	1170	1025.58	14.00	14.47		
12	1695	1484.08	21.29	18.55	63,757	20,405
1998. 1	1525	1706.80	25.34	23.10		
2	1633	1623.06	23.43	22.46		
3	1383	1505.28	22.47	22.61	54,408	29,748
4	1336	1391.97	21.31	20.26		
5	1407	1394.62	18.63	18.28		
6	1373	1397.18	16.32	16.93	43,519	40,900
7	1230	1300.97	12.73	13.95		
8	1350	1303.22	9.52	11.19		
9	1391	1370.80	8.45	10.38	39,853	46,977

자료: 한국은행, 경제통계시스템, 한국은행 Web site

IMF가 요구한 긴축재정과 통화정책으로 우리나라는 1998년 상반기에는 경기가 살아나는데 어려움이 있었다. 하지만 러시아의 국가부도로 세계적인 금융위기의 가능성이 증대하면서 미국이 1998년 8월 말에 경기확장적인 거시정책을 채택하였고 우리나라의 금융, 재정정책도 경기 진작 쪽으로 바뀌면서 경기가 상승세로 돌아섰다(DeLong & Eichengreen). 통계청에 의하면 우리나라는 1998년 8월부터 경기회복기에 들어서서 2002년 8월까지 경기확대를 지속한다. 세계 경제의 상승, 원화의 평가절하와 금융기관의 조기 정상화, 경기 확장적인 재정과 금융정책이 경기상승을 조기에 이루게 한 것이다(Park & Lee, 2002). 만일 구조적 원인에 의하여 위기가 발생하였다면 경기 회복에 시간이 많이 걸렸을 것이다.

외환유동성이 부족하게 된 원인은 자본시장의 개방에 있다. 과거에 자본시장을

개방한 나라들 중에 외환위기를 겪은 나라가 많았다. 국제단기금융자금은 경기가 좋으면 밀물처럼 들어왔다가 경기가 나쁘면 썰물처럼 나간다. 이때 외환부족 사태가 발생한다. 우리나라도 외화표시 단기부채의 증가에 따른 시스템 리스크를 이해하지 못하였다.

그런데 한국은 외환위기를 당한 반면에 싱가포르, 홍콩, 대만에는 외환위기가 발생하지 않은 이유는 무엇인가? 이들 국가들은 한국과는 달리 막대한 외화보유고와 한국보다 건실한 금융기관과 제도를 가지고 있었다. 그럼에도 불구하고 이들 경제들도 동아시아 위기로 상당한 어려움을 겪었다. 홍콩 은행의 총대출금 중 부실채권 비율이 1.5-3%에 불과하였고 은행의 총자산 대비 자본비율도 15-21%로 동아시아 지역에서 가장 높은 수준을 유지하였지만 태국에서 위기가 발생한 1997년 7월 이후 환율을 미국 달러에 고정시키고 있는 결과 세 차례(1997. 10. 23; 1998 1-3월; 1998 8월)의 통화 공격을 받았다.¹³⁾ 대만도 1997년 6월에서 변동환율제로 바꾼 10월 사이에 외화보유고가 70억 달러가 감소하였고, 태국의 바트화가 폭락하기 전날인 1997년 7월 1일부터 1998년 1월 12일 사이에 대만 달러화가 24.1% 하락하였다. 싱가포르도 1996년 말에 비하여 1997년에 외화보유고가 56억불 감소하였고 1997년 7월 1일부터 1998년 1월 7일까지 싱가포르 달러가 18.3% 하락하였다(Yu & Xu). 싱가포르, 홍콩, 대만은 건전한 금융제도를 가지고 있었지만 외환보유고가 충분하지 않았으면 외환위기를 겪었을 것이다.

3. 구조설과 유동성설의 평가

한국의 외환위기가 외환유동성 부족으로 촉발된 사실은 분명하다. 그러나 위기 발생은 외환유동성 부족으로 촉발되었지만 금융기관이 이미 매우 부실한 상태여서 외환위기가 발생할 충분한 토양이 이루어져 있었다면 이는 구조설에 해당된다. 그러므로 국내 금융기관이 외국금융기관의 자금회수에 쉽게 무너진 이유를 보는 것이 중요하다. 앞의 외환위기 전개과정을 보면 외국 금융기관들이 국내 금융기관의 건전성이 문제가 되어 자금을 회수한 것이 아니라 외채에 비하여 외환보유고가 작은

13) 홍콩은 Currency Board 제도를 채택하고 있는데 이 제도는 고정된 환율에서 통화(홍콩달러)의 수요가 충분히 생기도록 이자율을 자동적으로 조정되도록 하는 기제(mechanism)를 가지고 있어서 환율이 고정된다.

것을 인지하고 자금을 회수한 것을 알 수 있었다. 잠재부실채권 규모가 과도하다고 판단하여 외국 금융기관들이 떠난 것으로 생각되지 않는다. 1997년 들어 여러 재벌 기업이 도산하였지만 한국의 중앙은행이 도울 준비가 되어 있다는 것도 과거의 경험으로 알고 있었을 것이다.

외채가 GDP에 비하여 40%가 되지 않았고 외국기관의 자금회수가 10월 말 이후 갑자기 집중적으로 이루어졌다. 그리고 한 달이 되지 않아서 한국의 외환보유고가 바닥을 들어냈다. 특히 외국의 금융기관이 국내은행의 해외지점에 대한 외화표시 대출의 만기연장을 거부한 것으로 들어났다(김중수, 이충렬). 국내은행 해외지점에 외환이 부족하면 한국의 본점에서 외환을 해외지점으로 보내야 하고 이것은 다시 중앙은행인 한국은행의 가용 외환보유고를 줄이게 된다. 외환위기가 이런 형태로 벌어질 수 있다는 것을 우리나라 정책당국자들이 모르고 있었다.

커다란 재정적자나 재정적자를 보전하기 위한 통화팽창, 금융기관의 과대한 신용 창출과 그로 인한 환율의 고평가가 없었던 우리나라에서 기업이 과잉투자를 할 유인을 찾기 어렵다. 많은 나라가 산업정책을 실시하여 실패하였으나 한국은 예외적으로 산업정책을 성공으로 이끈 나라이다(Yusuf). 한국은 산업정책의 문제점을 잘 극복하고 장점을 살릴 수 있는 능력이 있었으며, 그 결과 위기 전에 한국은 3-40년 간에 걸쳐 고성장을 하였다. 도덕적 해이를 비롯한 구조적 원인에 의한 위기설은 이러한 역사적 사실과 일치하지 않는다. 한국 기업의 수익성이 낮고 부채비율이 높은 것은 오랫동안 계속되어 온 현상이다. 이러한 현상들은 한국 기업의 어떤 근원적인 문제라기보다는, 한국 기업이 선진국 기업과 경쟁하기 위하여 감수하지 않으면 안 되는 통관 절차와도 같은 측면이 있다.

동아시아 위기가 발생했을 때 미국 재무장관으로 있던 Rubin은 2000년 12월 12일자 뉴욕타임지에 금융규제와 감독이 충분하게 이루어지지 않은 아시아 국가들에 자본시장 개방을 유도한 것을 후회하는 글을 실었다. IMF도 동아시아 외환위기는 재정불균형보다 유동성문제에서 비롯되었다고 인정하고 단기자본이동의 변동성으로 노출된 은행부문과 기업부문에 심각한 취약성이 있으니 구조개혁이 필요하다고 하였다.¹⁴⁾ 현재 IMF는 개발도상국이 해외 자본을 규제하고 흡수할 수 있을 제도와

14) IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment, 1999. 이 말을 뒤집어 보면 자본시장 개방이 없었으면 기업과 금융기관이 해외단기자금의 변동에 노출되지 않으니 구조개선이 필요하지 않다는 말이 된다.

감독구조가 되어있지 않으면 자본시장 개방을 만류하고 있다.¹⁵⁾

III. 한국 문헌에 대한 검토¹⁶⁾

위기가 발생한 직후 국내 학자들에 의한 논문은 대체로 한국이 무엇을 잘못하여 일어났는가를 규명하려는데 초점이 맞추어져 있다. 1998년 3월에 박대근과 이창용(1998)은 Frankel & Rose의 모형에 근거하여 한국의 위기 발생확률을 추정하였는데 발생확률이 높지 않게 나타났다. 이들은 또한 홍콩과 싱가포르의 원-달러 역의 선물환시장에서 1997년 11월초에 이르러서야 선물환 프리미엄이 급격히 증가한 것을 보고 투자자들도 외환위기를 예측하지 못한 것으로 풀이하였다.

이영섭과 이종욱(1998)은 국제금융시장에서 한국 채권에 부과하는 가산금리나 외환선물시장에서의 선물환 프리미엄의 변화를 볼 때 한국의 외환위기가 사전에 예측하기 어려웠다고 보았다. 그러나 위기가 발생한 근본 이유는 한국 경제구조가 부실하고 취약한데 있다고 하였다.

신인석(1998)은 KDI의 정책연구에 발표한 논문에서 한국의 외환위기가 원화에 대한 투기적 공격에 의한 것이 아니라 국제채권은행들이 국내외 한국계 은행에 대한 채권인출사태(banking panic)로 인한 것으로 밝혔다. 이것은 외환 유동성 부족에 의하여 위기가 발생한 것을 내포하는 것이다.

홍기석과 유덕현은 KDI의 정책연구 1999년 1월 호에서 Frankel & Rose 모형을 원용하여 회귀분석을 한 결과 한국의 외환위기가 기초여건(fundamental)의 악화와 유동성부족 모두에 기인한다고 주장한다. 국내 기초여건을 나타내는 변수로 경제성장률, 교역조건 등을 사용하고 유동성 변수로 단기외채 등을 사용한다. 이들은 교역조건과 단기외채 변수를 통계적으로 유의한 설명변수로 찾아냈다. 그러나 1996년에 반도체 가격의 하락으로 우리나라의 교역조건이 악화된 만큼 이를 가지고 기초경제여건의 악화로 외환위기가 있었다고 해석하는 것은 문제가 있어 보인다.

재벌의 과잉투자에 의하여 외환위기가 발생하였음을 함축하는, 즉 외환위기가 구

15) The IMF's Role in Asia: Part of the Problem or Part of the Solution? Remarks by Thomas Dawson, Director, External Relations Department, IMF, 2002. 7. 10.

16) 국내 문헌을 다 조사하지 못하였다. 그러나 본 논문의 내용과 관련하여 빠진 문헌으로 인하여 본 논문의 내용이 크게 달라질 것은 없을 것으로 생각된다.

조적 요인에 의하여 발생하였다는 쪽의 논문으로 한진희(1999)의 “재벌기업의 과잉 투자 및 그 원인에 관한 실증분석”이 있다. 저자는 정부의 암묵적인 투자손실보전으로 인하여 상위 재벌기업이 위험이 큰 사업에 과다하게 투자하였는가를 실증적으로 규명하려고 한다. 그는 5대 재벌기업과 독립기업 간에 통상적인 투자 결정요인으로 설명될 수 없는 높은 투자수준의 차이를 발견하고, 이것을 정부가 5대 재벌기업에게 암묵적으로 투자손실을 보전하기 때문에 생긴 것으로 해석한다. 그러나 저자는 논문의 실증분석 결과가 상위 재벌기업의 과잉투자 가설과 일맥상통한다는 것이지, 반드시 정부의 암묵적 손실보전에 의한 것이 아니라는 것을 시인하고 있다.

1999년 4월에 박대근은 한국은행의 『경제분석』 제5권 1호에서 한국의 외환위기에서 외채의 역할을 검토하고 한국의 외환위기가 부도위기보다는 유동성위기일 가능성이 높다는 결론을 내린다.

KDI는 1999년 11월에 “Korean Crisis: Before & After”라는 주제 하에 국제학술 회의를 열었다. 다음의 4편의 논문은 그곳에서 발표된 것들이다. Cho Dongchul & Hong Kiseok은 “Currency Crisis of Korea: Internal Weakness or External Interdependence?”에서 Frank & Rose의 모형을 이용하여 어느 변수가 위기의 발생확률을 높이는 가를 보았다. 그들은 기초경제 변수이외에 전염변수를 추가하면 발생확률이 상당히 올라가는 것을 보고 한국의 위기발생은 동남아국가와 한국이 같은 동아시아 국가라는 사실(contagion effects)에 기인하는 바가 크다는 것을 발견한다.

Hahm & Mishikin은 한국의 회계 기준이 너무 느슨하므로 은행의 부실채권을 정확히 계산하기 위해서 기업의 재무제표를 보고 잠재적 부실채권을 구하였다. 그들은 1996년에 부실채권이 많이 증가한 것이 위기의 원인으로 보았다. 적절한 규제와 감독이 없이 금융자유화가 된 것이 부실채권을 많이 증가시켰다. 그러나 잠재 부실채권이 1996-97년에 증가하였지만 <표 2>에 나타난 것과 같이 1992-93년 수준으로 돌아간 정도에 불과하다.

Dooley & Shin은 금융자유화로 기존 은행들이 기득권이 줄어들자 은행들이 보다 위험이 많으나 고수익이 기대되는 사업을 추구하게 되고 이에 불안을 느낀 외국 투자자들이 외화대출을 회수하는 과정에서 외환위기가 발생하였다고 한다. 이들의 논문은 마치 국내 은행들에 민간인 소유주가 있는 것으로 보고 은행들이 고수익을 올리기 위하여 위험한 대출을 한 것으로 가정하는데, 한국의 은행의 대주주는

정부였고 전문경영진이 은행을 경영하고 있었는데 은행이 높은 이윤을 위하여 그렇게 위험한 대출을 할 유인이 있었는지 의심스럽다.

이제민은 'From Crisis to Recovery: East Asia Rising Again?'에서 한국의 외환 위기가 유동성의 부족보다는 금융부문의 부실채권에 의한 파산 때문이라고 결론짓고 있다. 그 증거로 은행의 자산수익률과 자본수익률이 낮고 부실채권이 많은 것을 들고 있다. 부실채권이 많은 이유는 기업의 재무구조가 취약하고 이윤율이 낮기 때문이라고 한다. 그는 한국 정부가 기업을 지원하여 공격적인 투자를 하게 하면서도 본격적인 경제 자유화 이전에는 정부가 기업들의 과잉투자를 막았으나 자유화 이후 기업들의 과당 경쟁으로 위기가 발생하였다는 것이다. 위기가 경제가 자유화로 가는 과정에서 실수로 생긴 것이다.

한국 경제의 구조적 원인에 위기의 원인이 있다는 색다른 견해로 박종규와 조운제의 “한국 경제의 구조적 문제점: 위기 이전과 이후”라는 논문이 있다. 이 논문에서 저자들은 높은 토지 가격이 높은 임금을 유발하고 이것이 기업 이윤을 낮추어 경제를 허약하게 하고 외환위기를 일으켰다는 주장을 한다. 기업들이 고임금, 고금리, 고임대료로 영업활동에서 손해를 보았으나 공장이나 건물 등의 부동산 가격 상승은 이들 자산의 담보능력을 증대시켜 더 많은 은행대출이 가능하게 하여 사업을 유지할 수 있게 한다는 것이다. 그 결과 자산수익률이 떨어지고 경제의 불균형상태가 심화되어 가고 외환위기 전과 같이 엄청난 부실자산이 발생하게 된다는 것이다. 그러나 부동산가격이 상승한다는 것은 경제가 좋아야 가능하다. 만일 대부분의 기업이 고임금, 고금리, 고임대료로 영업에 손실이 있다면 부동산가격은 하락할 것이다. 즉 저자들이 생각하는 모형은 내적 일치성이 결여되어 있다.

박원암은 “한국의 경제위기는 자기실현적 패닉에 의한 것이었는가?”라는 제목의 논문에서 Kaminsky, Lizondo & Reinhart의 방법을 이용하여 한국의 위기를 예측하였다. 그는 1997년 11월에 위기가 일어날 수 있음을 그의 모형으로 포착한다. 그는 또한 마르코프 전환 모형을 이용하여 투자자의 심리전환을 계산한 결과 투자자의 심리가 1997년 11월이 되어서야 변화한 것을 발견한다. 투자자의 패닉(공황심리 상태)에 의하여 위기가 발생하였다는 것을 의미하는 증거이다. 그러나 그는 굳이 이것을 시장이 비효율적이라 환율, 금리, 주가가 변하지 않아서 투자자의 심리가 늦게 변한 것으로 해석한다.

보다 근자에 출간된 논문에도 외환위기가 유동성 부족에 의한 것이라는 국내 논

문이 있다. 그러나 간단히 언급되는 정도이고 위기의 원인이 유동성에 의한 것일 때의 정책적인 함축에 대한 분석이 없다. Park & Lee(2001)는 한국 경제의 장기 전망을 하면서 동아시아의 위기가 유동성 부족에 의하여 발생하였고 취약한 기업과 은행의 재무구조로 위기가 확대되었다고 한다. 경기가 가파르게 하락하고 또 경기가 가파르게 상승한 것을 볼 때 투자자의 공황심리에 의한 유동성 위기라는 것이다. 다른 논문에서 Park & Lee(2002)는 동아시아의 위기를 경험한 국가 중에 한국이 빠르게 회복할 수 있었던 이유로 1998년 2월말에 한국 정부가 외국 채권자들과 상환연장을 하고 나서부터 한국의 은행들이 비록 높은 이자율이지만 외국에서 자금을 들여올 수 있었던 것을 들고 있다. 1998년 2월말이면 외환위기가 발생한지 3달밖에 되지 않는데 구조적 원인에 의하여 위기가 발생하였다면 가능하지 않았을 것이다.

Suh Jeong-Hee는 비선형 모형을 이용하여 한국의 외환위기가 유동성에 의한 것인지 구조적 요인에 의한 것인지를 조사하였다. 그의 실증 분석에 의하면 1997년 10월부터 1998년 3월까지 다중균형이 가능한 것으로 나타나 이 기간에 자기실현적(self-fulfilling) 균형이 가능하였음을 확인하였다. 경제의 기초여건의 변화만으로는 위기를 설명할 수 없음도 발견하였다.

2003년에 출간된 한국경제학회 창립 50주년을 기념하는 경제학연구에는 한국의 외환위기를 보다 균형감 있게 보는 논문이 여럿 실려 있다. 정갑영은 “기업 구조조정의 평가와 과제”에서 외환위기의 원인에 대한 체계적인 분석 이전에 이미 위기가 재벌의 과도한 차입과 무분별한 사업 확장으로 인하여 비롯하였다는 인식이 널리 확산되어 기업의 구조개혁이 시작되었다고 한다. 김중수는 “한국경제 반세기 경제 정책에 대한 역사적 고찰”에서 외환위기는 채권금융기관이 부실채권 분류에 따른 대손충당금 적립을 피하기 위하여 부실징후가 나타나는 기업들을 부도 처리하지 않고 빚을 갚도록 대출을 확대하는 구조적 문제점이 축적하여 발생한 것으로 보고 있다. 이정우는 “한국의 경제발전 50년”에서 동아시아 경제 성장이 국가의 적절한 개입에 의하여왔다고 생각하는 학자들은 초국적 투기자본의 번덕에 의한 것으로 보는 반면에, 동아시아의 발전이 시장의 활용에 있다는 입장에서는 아시아 위기가 정부의 지나친 개입에 의하여 일어난 것으로 본다고 하면서 양쪽의 견해를 소개하고 있다.

IV. 한국 문헌에 대한 비판적 고찰

IMF 위기에 대한 한국 문헌을 보면 위기 발생 후 초기에 한국의 외환위기가 유동성위기라는 논문이 여럿 발표되었으나 그 이후 구조적 원인에 의하여 일어났다고 하는 주장이 강하게 일어났다. 위기의 교훈을 찾고자 하는 노력으로 보인다. 반면에 외국에서는 처음에 IMF와 미국 재무성을 중심으로 구조적 원인설이 주장되었으나 곧 유동성위기설이 지배적인 설명으로 정착된 것으로 보인다.

구조설을 주장하는 국내 문헌은 앞에서 검토한 것과 같이 한국 경제의 취약점은 지적하고 있지만, 이 취약점이 어떻게 위기로 발전하였는지를 보여주지 못하고 있다. 기업과 은행의 수익률이 낮고 부채비율과 부실채권이 많은 것이 어제 오늘의 일이 아니고, 경기변동 순환상 수축기에 해당하던 1996년과 1997년에 이들 지표가 악화되었지만 이것으로 외국투자자들이 한국을 떠난 것으로 나타나고 있지 않다.¹⁷⁾ 단기외채가 외환보유고보다 크다는 연결고리가 필요하다. 이 연결고리는 자본시장의 개방으로 생긴 것이다.

위기의 엄청난 충격은 경제전문가들로 하여금 한국 경제에 무언가 큰 잘못이 있다고 생각하기 쉽게 만든 것 같다. 한국 경제가 눈부시게 발전한 사실은 갑자기 잊혀졌다. 구조적 원인설에 동조하는 논문들의 가장 큰 문제는 그들의 주장이 위기 이전과 이후의 한국 경제를 일관성 있게 설명하지 못한다는 것이다. 위기를 일으킨 제도가 바로 과거에 경제를 발전시키는데 중요한 역할을 한 것을 잊고 있다. 어떻게 과거의 유익한 제도가 유해한 제도로 바뀌었는지를 설명하여야 한다. 과거의 정책이 크게 잘못되었다고 보는 것은 역사적 사실과 배치된다. 과거의 정책 시스템 전체로서 잘 작동을 하고 있었는데 일부의 어떤 제도를 바꾸었더니 시스템에 문제가 생겼다고 접근하는 방법을 생각하지 못하고 있다.¹⁸⁾¹⁹⁾ 이렇게 봤을 때 자본시

17) 외환위기가 주식시장에서 외국투자자들의 이탈은 작았다. 1997년에도 주식시장에서 외국인에 의한 총유입액이 대외송금액을 초과하였다(이충열).

18) 한국에서 살다보면 자칫 한국의 높은 경제성장을 간과하게 된다. 또한 정치적인 오해를 받기 싫어서 한국의 경제적인 업적을 언급하지 않는 사람도 있는 것 같다.

19) 한국의 외환위기의 원인을 통합, 조정의 실패로 보고 이해하려고 한 논문으로 정연승이 있다. 자본시장을 개방하면서 중앙은행이 최후의 대출자로서 역할을 할 수 없게 된 것을 깨닫지 못하였다. 외환보유고가 충분하여야 자본시장 개방 하에서 중앙은행이 최후의 대출자 역할을 할 수 있게 된다.

장의 개방을 철저한 준비 없이 서둘러 한 것이 위기의 원인이 된다.

위기의 원인에 관한 한국 문헌의 다른 일반적인 문제는 한국이 처한 상황을 충분히 고려하지 못하고 있다는 것이다. 위기 전에 한국에 과잉투자가 있었다면서 한국의 잘못된 기업지배구조나 금융기관의 대출심사 결함에 의한 것이라는 주장은 많았지만, 충분히 발달하지 않은 국내 금융기관과 제도가 기업 금융에 미치는 영향이나, 또는 WTO 체제의 출발, EU의 출현으로 대외경쟁이 심하여지는 상황이 국내 기업에 미치는 영향에 대하여 고려한 것을 별로 보지 못하였다. 우리 기업이 처한 상황을 객관적으로 보지 못하고 있다. 선진국 경제를 염두에 두고 개발된 경제학을 공부하다 보면 그 뒤에 숨어있는 선진국 경제 여건과 제도가 한국과 다른 것을 간과하기 쉽다.

시장경제를 위한 제도와 기반을 갖추는 것이 시장기능을 원활하게 하는데 꼭 필요하다는 것을 사람들이 충분히 인식하지 못하고 있다(Sen). 시장경제를 위한 제도와 기반을 만드는 데는 시간이 걸린다. 계획경제에서 시장주의로 경제체제를 급격히 바꾸려던 러시아는 체제전환에 큰 어려움을 겪었고, 점진적으로 시장경제로 바꾸고 있는 중국은 경제적으로 큰 성과를 얻었다.²⁰⁾ 경제 발전 단계에 따라 그 경제에 맞는 제도가 서로 다르다는 것을 인식하는 것이 중요하다. 동아시아의 위기는 자본시장의 개방이 금융의 제도와 기관이 충분히 발달하지 못한 개발도상국에 어떠한 영향을 주는지 잘 이해하지 못한 무지의 결과로 발생하였다고 보는 것이 타당하다.²¹⁾

Radelet & Sachs(1998)는 그들의 논문 첫머리에 채권자의 입장에서 동아시아 위기를 볼 것이 아니라 채무자의 입장에서 보아야 한다고 하였다. 여기에 더하여 위기를 선진국의 관점에서 볼 것이 아니라 개발도상국의 입장에서 보아야 한다고 생각한다.²²⁾

20) 러시아가 IMF의 자문을 받고 체제를 전환한 1990-1999년 사이에 러시아의 산업생산은 60%가 줄었고 GDP도 54%가 감소하였다.

21) 2003년 4월 26일자 Economist지에 의하면 1990년대에 라틴아메리카 국가들의 경제성장이 부진한 가장 큰 이유는 IMF가 라틴아메리카 국가들에게 모든 자본통제를 완전히 없애도록 요구하여 실행시킨 것이라고 한다.

22) 유승민은 “해외의 언론이나 채권단들이 한국의 금융구조조정을 성공이라고 말하는 이면에는 한국 납세자들의 돈으로 자신의 이익을 보호하려는 동기가 숨어있으며, 재벌구조조정이 성공적이지 못하다고 말하는 이면에는 재벌의 해체로 자산의 헐값 매각을 기대하는 심리가 있음을

경제전문가나 비전문가를 막론하고 한국에 있는 많은 사람들은 외환위기가 외환 유동성의 부족보다는 주로 한국경제의 구조적 문제 내지는 정책적 잘못으로 위기가 발생하였다고 알고 있는 것 같다. 왜 이런 일이 벌어지고 있을까? 왜 한국 문헌이나 언론에 유동성에 의하여 IMF 위기가 발생한 사실에 대하여 적극적인 주장이 나타나지 않는가?²³⁾

먼저 지난 김대중 정권의 성격과 관련이 있다고 생각된다. IMF 위기가 발생한 직후 우리나라는 대통령 선거가 있었고 최초로 여당에서 야당으로 정권이 바뀌는 일이 생겼다. 새로운 정부는 IMF 위기를 일시적 외환유동성 위기나 금융위기로 인식하지 않았고, 지난 30여 년간의 정부 주도에 의한 압축성장 과정에서 시장경제체제가 왜곡되어서 발생한 총체적인 경제시스템의 위기로 인식하였다(강봉균). 따라서 우리나라 경제연구에 중요한 역할을 하는 국책연구소의 연구의 초점이 어디에 있었을까를 쉽게 상상할 수 있다.

또한 지적할 것이 그 당시 IMF의 견해를 들어내 놓고 반대하기 어려웠다는 것이다. 만일 IMF가 우리나라에 대하여 나쁜 평가를 하고 자금을 지원하지 않으면 World Bank와 같은 다른 국제기구는 물론이고 일본을 위시한 다른 국가들도 돕기 어려운 처지에 있었기 때문이다(Stiglitz, 2002). 적어도 우리나라가 IMF의 자금을 사용할 때까지는 IMF의 견해에 동조할 수밖에 없었다고 하겠다.

보다 중요한 이유는 선진국의 신자유주의 경제사상이 한국 경제학계에 미친 영향을 들 수 있다.²⁴⁾ 많은 국내 경제 전문가들은 선진국의 시장 경제와 여러 가지 다른 모습을 하고 있는 한국 경제에 문제가 있는 것으로 생각하고 있었고, 위기가 발

간과해서는 안 된다”고 그의 책에서 쓰고 있다.

23) 흥미로운 것은 한국 학자들이 국외 회의에서 위기가 유동성에 의하여 발생하였다고 명백히 주장하는 경우를 보게 된다. NBER에서 개최한 한국의 위기를 주제로 한 회의에서 특히 박영철은 미국과 IMF가 한국의 자본시장을 개방하도록 압력을 가한 것을 비난하고 외환위기가 유동성 부족에 의한 것이라고 강변하였다(McHale).

24) Thatcherism과 Reagonomics로 상징되는 새로운 우파정책인 신자유주의(neo-liberalism)는 자유민주주의와 함께 미국과 IMF 등이 지지하는 ‘Washington Consensus’의 이데올로기를 이룬다. 신자유주의의 입장은 “Washington Consensus”에 의하여 잘 대변된다고 볼 수 있다. 신자유주의는 1980년대 이래 점차 한국의 학계, 정부, 언론계의 주류 사상으로 자리를 잡으면서 그 이전의 한국 경제발전의 중심 사상이었던 발전국가론(Developmental State)을 대체하게 된다(Woo-Cumings, Dent). 이 주제는 이 논문의 범위를 넘어서는 것이며 이와 관련하여 적지 않은 문헌이 있다.

생하자 올 것이 왔다는 생각에 쉽게 한국 경제구조 자체의 결함에 의하여 위기가 발생하였다는 IMF의 견해를 받아들였다. Sachs, Feldstein, Stiglitz와 같은 저명한 해외 경제학자들이 한국의 위기가 유동성에 의한 것으로 지적한 것을 알고도 국내 경제학자들은 반신반의 하였던 것으로 보인다. 경제발전론에 익숙한 사람들이 아니라면 이들의 주장을 선뜻 받아들이기 어려웠던 것 같다. 현재 경제발전론에서는 제도의 중요성이 강조되고 있다. 개발도상국 각 나라의 처지에 맞는 제도를 갖추는 것이 발전에 중요하다는 것이다(Crafts). 좋은 제도가 행하는 기능과 제도의 형태사이에 독특한(unique) 관계가 성립하는 것이 아니다. 다시 말하여 정책담당자는 그 나라의 기회와 제약을 고려하여 제도를 디자인하여야 한다는 것이다. 선진국의 권고(Washington Consensus와 같은)를 전적으로 받아들여 시장화, 민영화, 탈규제화를 실행한 남미의 경제는 어려움을 많이 겪고 있고, 반면에 자국의 실정에 맞는 제도와 정책을 취한 중국과 인도는 고도의 경제 성장을 실현하고 있다(Rodrik, 2003).

끝으로 위기가 외환유동성의 부족에 의한 것이라고 하더라도 IMF의 처방에 의하여 한국 경제의 자유화와 대외개방이 더욱 진전되었기에, 거기에 맞추어 한국 경제 시스템을 바꾸는 개혁이 경제의 당면 과제가 되었기 때문이다. 외환위기가 주로 외부의 잘못으로 인한 것이라고 주장하는 것은 IMF 위기 이후 시장개혁을 하여야 하는 시대의 흐름에 잘 맞지 않았다. 한국의 외환위기를 유동성 위기라고 주장하는 논문도 결론 부분에서 흔히 한국 경제의 구조적 결함을 언급하는 것을 볼 수 있다.

V. 마치는 글

외환위기 당시 전개된 상황과 국내외 문헌을 살펴본 결과 본 논문은 위기가 단기 해외자금의 갑작스러운 유출에 의하여 발생한 것을 확인할 수 있었다. 다만 한국 기업의 부채비율이 높고 금융기관에 부실채권이 적지 아니 쌓여 있어서 위기가 확대된 측면이 있다.

한국의 외환위기가 주로 시장의 실패에 의한 것인데 정부의 실패로 알고 있는 것은 잘못이다. 위기 당시 한국 경제에서 균형을 잃은 부분을 찾으려고 한다면 기업의 낮은 수익률, 과다 차입과 금융기관의 과다 부실채권을 들 수 있을 것이다. 그러나 이들 부문이 과다한 정도가 과거의 경기가 나쁠 때 수치와 비교하여 결코 더

나쁜 것이 아니다. 다시 말하여 경기변동의 문제를 경제구조의 문제로 오인하고 있다.

건전한 거시경제 환경 아래서 기업이 주체가 되어 일으키는 투자를 과다하다고 하기 어렵다. 한국 정부는 경제개발 초기에 강력한 산업정책을 추진하였지만 1980년대 이래 점진적으로 시장의 자유화와 개방화를 단행하여 왔다. 정부가 구원하여 줄 것을 믿고 기업이 과잉투자를 하였다는 주장은 설득력이 떨어진다. 이런 도덕적 해이가 위기의 중요 요인이라면 훨씬 이전에 외환위기가 있었어야 한다.

자본시장이 개방되기 전의 한국 경제시스템이 시스템 전체로서 위험한 체제였다고 생각되지 않는다. 기업의 부채비율이 높다고 판단될 때 정부에게 부채비율을 낮출 수 있는 조세, 금융정책 등의 정책 수단이 충분히 경제시스템 내에 존재하고 있었다. 직접금융 대신 간접금융체제를 가지는 것은 문제가 되지 않는다.²⁵⁾

외환위기의 원인을 따지자면 자본시장 개방을 결정하면서 외환보유고를 늘릴 생각을 하지 못한 것이 위기의 원인이 된다. 그러나 국내외 전문가들이 자본시장 개방이 가져올 위험을 잘 모르고 있었다.

IMF 위기로부터 얻어야 할 중요 교훈 중의 하나는 시장경제는 하루 아침에 만들어지는 것이 아니라 우리가 하나씩 쌓아가야 하는 시스템이라는 것이다. 시장의 제도와 기반이 잘 갖추어지지 않으면 시장의 역기능이 순기능 보다 클 수가 있다. 시장이 안정적으로 운영되도록 하는 정부의 역할이 계속하여 필요하다.

외환위기 이후 시장에 모든 것을 맡기자는 인식이 팽배해지고 정부의 역할에 대한 부정적인 견해가 더 심해진 느낌이다. 최근 크게 문제가 되고 있는 신용카드사의 부실 문제도 문제의 근원에 시장에 맡기면 된다는 생각을 지적하지 않을 수 없다. 금융시장은 적절한 규제와 감독이 필요하다는 IMF 위기의 교훈을 제대로 알지 못한 결과다. 신용카드 회사의 문제는 단순히 신용카드 회사의 문제로 그치는 것이 아니다. 신용불량자를 만들어 내는 보다 중요한 문제를 포함한다. 빚을 갚는 일이나 신용불량자라는 낙인을 벗어내는 일은 시간을 요하는 일이다.

25) 실제로 있어서 직접금융에 의지하는 나라는 미국, 영국 등 소수국가에 불과하고, 많은 유럽 국가들은 간접금융에 의지하며 이들 나라의 기업의 부채비율도 높다. 최근 10년간 미국과 Euro화폐를 사용하는 국가간 소득격차가 줄어들지 않는 이유는 유로지역 국가의 노동시간이 적은 것이 주요 요인이라고 한다(Economist, Blanchard). 미국과 유로 사용 지역 국가들의 경제시스템 중에 어느 시스템이 더 나은지 또는 우리나라에 맞는지 우리는 아직 알지 못한다.

동아시아의 외환위기는 세계 경제사에 하나의 큰 사건이다. 이 사건은 처음에 동아시아 경제의 발전 방식에 어떤 큰 문제가 있는 것이 아닌가 하는 의구심을 가지게 하였다. 그러나 지금의 평가는 이 사건은 기본적으로 건전한 경제에도 국제투기자금은 분란을 일으킬 수 있다는 것과 정부의 적절한 개입이 경제발전에 큰 역할을 하는 동아시아의 발전 모형이 유효하다는 것이다. 중국과 인도의 최근 발전이 동아시아 발전 모형에 힘을 더 실어 주고 있다(Hausmann & Rodrik, 2002, Rodrik & Subramanian, 2004). 이 사건은 또한 Washington Consensus로 대변되는 신자유주의의 퇴조를 가져오는 중대 사건으로 IMF의 개혁과 미국을 위시한 선진국의 좁은 이익 추구에 대한 자성의 계기가 되었다. Stiglitz의 2002년 저서가 이를 웅변한다.

현재 한국에서 한국의 성장 잠재력이 떨어진다는 우려의 목소리가 높다. 그러나 우리가 성장 최우선 정책에서 안정과 함께 하는 성장정책을 택하였다는 것을 기억하여야 한다. IMF 위기 이후 경제의 개방화와 자유화가 더욱 진행되어 경제의 시스템 위험이 늘어난 상황에서 이것은 올바른 선택이다. 국민들은 정부가 경제를 고도화된 시장경제로 가도록 인도하는 동시에 그 과정에서 안정되게 운용하기를 원하고 있다. 우리나라 경제성장률을 평가할 때 과거보다 안정적인 환경을 유지하면서 성취한 것이라는 점을 평가하여야 한다.²⁶⁾

한국의 외환위기의 원인에 대한 견해의 차이는 한국 경제를 보는 차이에 많이 기인하는 것 같다. 외국의 학자들은 한국의 발전이 다른 나라에 비하여 탁월한 것을 보고 한국의 어떤 요인들이 한국의 발전에 중요하였는가를 알아내려고 하는 반면에, 한국의 학자들은 한국이 선진국에 비하여 뒤떨어진 현실을 보고 어떻게 한국을 개선하여야 할 것인가에 관심의 초점을 맞추는 경향이 있다. 그리하여 외국학자들은 정부가 주도한 한국의 독특한 경제발전 전략과 제도를 높이 평가하는 반면에 한국의 학자들은 선진국과 다른 한국의 제도를 폄하하는 경향이 있다.

이와 관련하여 한국 경제전문가나 한국 언론에서 중국을 보는 관점이 시사하는 바가 크다. 만일 중국을 우리가 한국경제를 평가하듯이 보면 중국은 더 이상 최고의 경제발전을 구가하고 있는 나라가 아니다. 중국은 빈부격차가 크고, 지역발전이 불균형적이고, 외국의 기술과 자본에 의존하고, 값싼 노동력에 의한 저급품 중심이

26) 안전한 경제를 추구하다가 활력이 없는 경제가 되는 우를 피해야 함은 물론이다.

고, 사회 전반의 투명성이 떨어지는 등의 문제투성이 경제로 평가될 것이다. 여기서 우리는 한 나라의 경제를 주인의 입장이냐 혹은 경쟁자의 입장이냐에 따라 매우 다른 모습을 그릴 수 있다는 것을 본다. 제3자적인 시각에서 볼 때 한 나라의 경제를 올바르게 평가 내릴 수 있는 것 같다. 자국에 대한 욕심이나 감정을 배제할 수 있기 때문이다. 한국을 객관적으로 보고 있다고 자부할 수 있는 국내 전문가는 많지 않을 것으로 생각된다. 한국을 객관적으로 보려는 노력이 필요하다. 그래야 올바른 처방을 낼 수 있기 때문이다.

■ 참 고 문 헌

1. 강봉균, 『구조조정과 정보화 시대의 한국 경제 발전전략』, 박영사, 2001.
2. 김중수, “한국경제 반세기 경제정책에 대한 역사적 고찰,” 『경제학연구』, 한국경제학회창립 50주년 기념호, 2003.
3. 김태준·유재원, “한국의 자본자유화 정책: 평가 및 과제,” 2003 경제학 공동학술대회 전체회의 발표 논문, 2003.
4. 맥킨지 금융팀, 『맥킨지 금융보고서』, 한국경제신문, 1999.
5. 박대근, “한국의 외환위기와 외채,” 『경제분석』, 제5권 제1호, 1999.
6. 박대근·이창용, “한국의 외환위기: 전개과정과 교훈,” 한국계량경제학회 학술세미나, 1998.
7. 박종규·조운제, “한국경제의 구조적 문제점: 위기 이전과 이후,” mimeo, 2002.
8. 신유근, 『한국의 경영』, 박영사, 1993.
9. 신인석, “한국의 외환위기: 발생 메카니즘에 관한 일고,” 『KDI 정책연구』, 1998. III·IV.
10. 유승민, 『재벌, 과연 위기의 주범인가』, 비봉출판사, 2000.
11. 이영섭·이종욱, “한국의 외환위기 예측가능했는가?,” 『한국의 금융·외환위기와 IMF』, 이종욱 외 공저, 경문사, 1998.
12. 이정우, “한국의 경제발전 50년,” 『경제학연구』, 한국경제학회 창립 50주년 기념호, 2003.
13. 이충열, 『한국 통화위기의 성격과 발생 원인에 대한 연구』, 한국금융연구원, 2003.
14. 장하준, 『사다리 건너차기』, 부·키, 2004.
15. 정갑영, “기업 구조조정의 평가와 과제,” 『경제학연구』, 한국경제학회 창립 50주년 기념호, 2002.
16. 정연승, “통합·조정 실패로서의 한국외환위기,” 한국국제경제학회 동계학술대회, 2003.

17. 최두열, 『아시아 외환위기의 발생과정과 원인』, 한국경제연구원, 1998.
18. 한진희, “재벌기업의 과잉투자 및 그 원인에 관한 실증분석,” 『KDI 정책연구』, 1998.
19. 홍기석·유덕현, “한국외환위기의 발생원인에 관한 실증분석,” 『KDI 정책연구』, 1999.
20. Amsden, A., *Asia's Next Giant*, Oxford University Press, New York, 1989.
21. Aoki, Masahiko, Hyung-Ki Kim and Masahiro Okuno-Fujiwara(eds), *The Role of Government in East Asian Development*, Clarendon Press, 1997.
22. Blanchard, O., “The Economic Future of Europe,” *NBER Working Paper*, No. 10310, 2004.
23. Chang, Ha-Joon, *The Political Economy of Industrial Policy*, Macmillan Press Ltd., 1996.
24. Chang, Ha-Joon, “The Hazard of Moral Hazard: Untangling the Asian Crisis,” *World Development*, Vol. 28, No. 4, 2000.
25. Chang, Ha-Joon and Jang-Sup Shin, “Restructuring ‘Korea Inc.’—Evaluating the Post-Crisis Corporate Restructuring in Korea,” Prepared for the 10th *Seoul Journal of Economics*, International Symposium on “The Socio-Economic Roles of Firms and Chaebols,” Seoul National University, Seoul, Korea, 2002.
26. Cho, Dong Chul, “The Monetary Policy Response to the Crisis,” *The Korea Economy Beyond*, B. Eichengreen and D. Chung (eds.), Edward Elgar Press, forthcoming, 2004.
27. Cho, D. and K. Seok, “Currency Crisis of Korea: Internal Weakness or External Interdependence?” in I. Shin(ed), *The Korean Crisis: Before and After*, KDI, 2000.
28. Crafts, N., “East Asian Growth Before and After the Crisis,” *IMF Staff Papers*, Vol. 46, No. 2, 1998, pp.139-66.
29. DeLong, J.B. and B. Eichengreen, “Between Meltdown and Moral Hazard: The International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration,” Prepared for the conference on the Economic Policies of the Clinton Administration, Kennedy School of Government, 26-29 June, 2001.
30. Demirguc-Kunt, A. and E. Detragiache, “Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Approach with an Application to the 1996-97 Banking Crisis,” Unpublished Paper, World Bank and IMF, 1998.
31. Dent, C., *The Foreign Economic Policies of Singapore, South Korea and Taiwan*, Edward Elgar, MA, USA, 2002.
32. Dooley M. and I. Shin, “Private Inflows When Crisis Are Anticipated: A Case Study of Korea,” in I. Shin(ed), *The Korean Crisis: Before and After*, KDI, 2000.
33. Economist, “Mirror, Mirror on the Wall,” *The Economist*, 2004, June 19th-25th.
34. Feldstein, M., “Financial and Currency Crises in Emerging Market Economies: An Introduction,” *Economic and Financial Crises in Emerging Market Countries*, Chicago, University of Chicago Press, 2002.
35. Frankel, J. and A. Rose, “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment,” *Journal of International Economics*, No. 41, 1996, pp.351-366.
36. Furlan, J. and J. Stiglitz, “Economic Crises: Evidence and Insight from East Asia,” *Brooking Papers on Economic Activity*, No. 2, 1998, pp.1-135.

37. Haggard, S. and J. Mo, "The Political Economy of the Korean Financial Crisis," *Review of International Political Economy*, Vol. 7, No.2, Summer 2000, pp.197-218.
38. Hahm, J. and F. Mishikin, "Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy," in I. Shin(ed), *The Korean Crisis: Before and After*, KDI, 2000.
39. Hausmann, R. and D. Rodrik, "Economic Development As Self-Discovery," mimeo, 2002.
40. Hellmann, T., K. Murdock and J. Stiglitz, "Financial Restraint: Toward A New Paradigm," in M. Aoki, H. Kim & M. Okuno-Fujiwara(eds), *The Role of Government in East Asian Economic Development*, Oxford University Press, 1997.
41. IMF, IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment, 1999.
42. Joh, S., "Does Shareholder Conflict Reduce Profitability?: Evidence from Korea," in I. Shin(ed), *The Korean Crisis: Before and After*, KDI, 2000.
43. Joh, S., "Korean Economic Crisis and Corporate Governance System," The 12th Annual NBER Seminar on the East Asian Economics, 2001.
44. Kaminsky, G., S. Lizondo and C. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crises," *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1, 1998, pp.1-48.
45. Kaminsky, G. and C. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," International Finance Discussion Papers 544, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1998.
46. Krugman, P., "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs*, 1994. 12. pp.62-78.
47. Krugman, P., "What Happened to Asia?" *Chulalongkorn Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, 1998, pp.69-87.
48. Krueger, A. and J. Yoo, "Chaebol Capitalism and the Currency-Financial Crisis in Korea," *Korea NBER Conference*, 2001.
49. Lee, J., "Korea Financial Crisis: The Crisis of A Development Model?" in *From Crisis to Recovery* ed. by Tzong-shian Yu and Dianqing Xu, World Scientific, 2001.
50. McHale, J., The Korean Currency Crisis: A Report on the Third Country Meeting of the NBER Project on Exchange Rate Crisis in Emerging Market Countries, 2000.
51. Pack, H., "Technological Change and Growth in East Asia: Macro versus Micro Perspectives," in *Rethinking the East Asian Miracle* ed. by J. Stiglitz and S. Yusuf, 2001.
52. Park, Y. and J. Lee, "Recovery and Sustainability in East Asia," Working Paper, 8373, NBER, 2001.
53. Park, Y. and J. Lee, "Financial Crisis and Recovery: Patterns of Adjustment in East Asia, 1996-99," *ADB Institute Research Paper*, No. 45, 2002.
54. Radelet, S. and J. Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brooking Papers on Economic Activity*, No. 1, 1998, pp.1-90.
55. Radelet, S. and J. Sachs, "What Have We Learned so far from the Asian Financial Crisis?," mimeo, 1999.
56. Rodrik, D., "Growth Strategies," in the forthcoming *Handbook of Economic Growth*, 2003.

57. Rodrik, D. and A. Subramanian, "From 'Hindo Growth' to Productivity Surge: The Mystery of the Indian Growth Transition," mimeo. 2004.
58. Sachs, J., Comment in the Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Countries, Chicago, University of Chicago Press, 2002.
59. Sen, A., "Beyond the Crisis: Development Strategies in Korea," Lectures at the Conference on the Second Intellectual Dialogue on "Building Asia's Tomorrow: Promoting Sustainable Development and Human Security," Singapore, 1999.
60. Shin, J. and H. Chang, *Restructuring Korea Inc.*, Routledge Curzon, 2003.
61. Shin, I., and J. Hahm, "The Korean Crisis-Causes and Resolution," Korea Development Institute Working Paper, No. 9805, 1998.
62. Stiglitz, J., "From Miracle to Crisis to Recovery: Lessons from Four Decades of East Asian Experience," in J. Stiglitz and S. Yusuf(eds), *Rethinking the East Asian Miracle*, 2001.
63. Stiglitz, J., *Globalization and its Discontents*, W.W. Norton & Company, New York London, 2002.
64. Woo-Cumings, M., *Race to the Swift*, Columbia University Press, New York, 1991.
65. World Bank, *The East Asian Miracle*, Oxford, 1993.
66. Young, A., "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience," *Quarterly Journal of Economics*, No. 110, 1995, pp.641-680.
67. Yusuf, S., "The East Asian Miracle at the Millenium," in J. Stiglitz and S. Yusuf (eds), *Rethinking the East Asian Miracle*, 2001.



A Critical Review of the Domestic Literature on the Causes of Korean Foreign Exchange Crisis

Yeonseung Chung*

Abstract

This paper reviews two contrasting views on the causes of Korean foreign exchange crisis in the Korean literature; structure vs liquidity. It is concluded here that a shortage of foreign exchange (liquidity) is the main cause of the Korean Crisis. The Korean Economy had weaknesses as it tried to grow fast. But the whole system of the Korean Economy worked without much trouble before it opened capital market.

This paper also investigates why many Korean economists took the view that the crisis was caused by structural reasons.

The most important lesson from this crisis is that we need to have a proper law and institution to have a well functioning market.

Key Words: foreign exchange crisis, structural causes, liquidity shortage

* Senior Research Fellow, Korea Small Business Institute