

# 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인\*

## —기업금융 규제를 중심으로—

최 두 열\*\*

한국의 외환위기가 발생한 1997년 대기업군들의 연쇄부도 원인은 당시 단기자본 조달비중이 커서 파산위험이 높게 구성된 자본구조가 중요한 원인이 되고 있다. 이처럼 대기업군들에게 있어서 파산위험이 높은 자본구조가 형성된 이면에는, 기업의 자금수요가 증가되는 상황에서 1990년대 초반부터 외환위기 발생 전까지 대기업군들의 자본조달을 둘러싼 금융시스템의 제도적 환경이 자금의 수요와 공급 양쪽 측면에서 대기업군들로 하여금 은행여신, 회사채 발행, 유상증자 등 장기적이고 안정적인 자본보다는, 기업어음 발행 등에 의한 불안정하고 단기적인 자본으로 대체하도록 대기업집단에 선별적으로 적용되는 장단기 자본조달 관련 규제조치들이 비대칭적으로 강화되었기 때문인 것으로 나타났다. 파산위험이 높게 구성된 자본구조에 더하여 단기자본 조달수단으로 사용한 기업어음 시장의 불투명성은 태국 외환위기 발생 이후 나타난 일부 기업으로 인한 금융시장의 불안을 증폭시켜 금융권의 돌발적인 여신회수를 촉발시킴에 따라 대기업군들의 연쇄부도가 발생하게 되었으며, 이는 역으로 금융권의 부실을 초래함으로써 한국 외환위기 발생의 중요한 원인을 제공하였다.

핵심주제어: 외환위기, 연쇄부도, 기업금융규제, 재벌(대규모 기업집단), 기업어음 (CP)

경제학문헌목록 주제분류: F3, G2

## I. 서 론

1997년 아시아 외환위기의 와중에서 한국에서도 외환위기가 발생한 지 상당

\* 2006년도 경제학공동학술대회에서 본 논문에 대한 토론자로서 유익한 논평을 해 주신 경상대 김홍범 교수님께 진심으로 감사드립니다. 아울러 본 논문의 보완과정에서 좋은 지적을 하여 주신 익명의 심사자분들께도 감사드립니다.

\*\* 한국기술교육대 산업경영학부 교수, 전화: (041) 560-1435, 팩스: (041) 560-1439, E-mail: dychoi@kut.ac.kr

논문투고일: 2005. 10. 18 수정일: 2005. 11. 10 게재확정일: 2005. 11. 30

## 6 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

한 시간이 경과되었다. 1960년대 이후 1990년대 중반까지 지속적 고도성장을 해 왔고 외환위기 발생 직전까지 경제의 근본변수들이 건실하다고 신뢰되어 왔던 한국에서 왜 외환위기가 발생하였는가에 대해서는 그 동안의 많은 연구가 진행되어 왔다.

기존의 연구를 간략하게 보면, 크게 국제자본의 움직임과 국제금융시스템의 결합에서 원인을 찾는 외부책임론과 국내경제의 구조적 결합에서 외환위기 발생의 원인을 찾는 내부책임론으로 구분될 수 있다. 내부책임론은 그 책임의 주된 소재에 따라 편의상 굳이 이름을 붙이자면 기업책임론, 금융기관책임론, 정부책임론 등으로 나눌 수 있다.

대부분의 연구는 이러한 견해들의 다양한 조합형태이며 어느 하나의 견해만을 주장하는 경우보다는 하나의 주장에서 여러 가지의 견해가 혼합되어 나타나 되 강조하는 부분에 있어서 차이가 나고 있다.

먼저 한국 외환위기의 원인을 동남아 외환위기로 인한 외생적 충격과 이로 인한 외화 유동성의 유출에서 파악하는 외부책임론의 입장에서 파악하는 연구들이 있다. 외부책임론의 입장에서 있는 연구들로서는 외부 충격을 중요시하는 이영섭·이종욱(1998)이 있고, 자기실현적·투기적 공격을 강조하는 최창규(1998)와 외국자본의 철수로 발생한 일시적 유동성 부족의 문제라고 파악하는 Sachs(1997) 등이 있다.

이에 대해 한국 외환위기의 원인을 국내의 구조적 요인에서 파악하는 연구들이 있다. 이러한 연구들로서는 그 동안 누적되어 온 구조적인 요인 때문에 발생한 것이라고 파악하는 정운찬(1998)과 대규모 계열기업군들의 방만한 차입과 과잉투자가 원인이라고 주장하는 이제민·어운선(2000) 등이 있다.<sup>1)</sup>

다음으로 정부책임론의 입장에서 박대근·이창용(1998)은 동남아 외환위기 과정에서 정부가 미숙하게 대응하였기 때문이라고 주장하며, 금융기관책임론의 입장에서 박원암·최공필(1999)은 실질환율의 절상과 금융기관의 방만한 대출을, Krugman(1988)은 아시아 금융기관들의 도덕적 해이와 이로 인한 과도한 위험을 그 원인이라고 주장한다.

한편, 단기자본비중이 높은 자본구조가 외환위기에서 중요한 원인이라고 지적하는 연구들이 있다. 우선 김동원(1997)은 한국 외환위기의 원인은 1994년부

1) 이러한 재벌책임론에 대해서 유승민(2000)은 재벌은 한국 외환위기의 주범이 아니며 기껏해야 중범에 불과하며 금융기관이나 재벌보다는 정부가 외환위기의 주범이라는 정부책임론을 주장한다.

터 1996년 사이 금융구조가 단기금융시장 중심으로 변화해 온 데 있다고 주장한다. 또한 조운제(1999)는 1990년대 한국의 금융자유화에 있어서 단기금융시장에 대한 자본자유화가 장기금융시장보다 우선적으로 진행되는 등 금융자유화가 불균형하게 진행되었고, 그 결과 금융시장의 구조가 단기화되어 금융시장의 자금흐름이 왜곡되고 기업의 재무구조가 악화됨에 따라 기업부도와 금융부실이 가속화되었기 때문이라고 분석한다.

끝으로 한국 외환위기의 성격을 한국 경제의 내생적 균형이 파괴됨에 따라 발생한 것이라는 관점에서 파악하고 균형이 파괴된 원인을 금융시장의 구조변화에서 찾는 연구가 있다. 대표적인 연구로서 오상근(1998)이 있는데 오상근(1998)은 한국 경제의 내생적 균형이 파괴된 원인을 자본자유화 때문이라고 파악하고 외환위기에 대한 자본자유화 책임론을 주장한다.<sup>2)</sup>

이상 여러 시각을 가진 연구문헌에서 살펴본 바와 같이 한국의 외환위기는 대단히 많은 여러 요인들이 복합되어 발생한 것으로서, 외환위기 발생원인으로 어느 일면에 대한 강조는 한국의 외환위기에 대한 전체적 요인을 간과하게 할 우려가 있다.

다만 외형상으로 보면 한국의 1997년 외환위기 발생은 한보(10위), 삼미(26위), 진로(19위), 대농그룹(44위), 한신공영(58위), 기아(8위), 쌍방울(55위), 태영정밀(81위), 해태(24위), 뉴코아(27위), 한라(13위) 등 대기업군들에서 연쇄적으로 부도가 발생하면서 전개되었다.

이와 같은 대규모 기업집단들의 부도는 국내금융기관들이 부실화와 서로 상승작용을 일으키면서 국제금융시장에서 국내금융기관들의 대외 지급능력에 대한 불신을 고조시키면서 외환 당국의 경직적 환율관리 등 여러 요인들과 복합되면서 한국에 외환위기를 발생시키게 된다. 따라서 대기업군들의 연쇄부도의 원인을 연구하는 것은 한국에서 외환위기가 발생하게 된 수많은 원인에 대한 규명작업 중에서 매우 중요한 부분을 차지할 수도 있다.

그러면 국내외에 대마불사를 자랑하던 국내 유수의 대기업집단들에 있어서 그토록 짧은 기간 동안 연쇄적으로 부도가 발생하게 된 원인은 무엇일까? 이 점은 한국 외환위기를 연구하는 많은 연구자들이 궁금하게 생각하면서도 그 실제적 원인은 제대로 밝혀져 있지 않다.

2) 그 밖의 연구들로서 김창진·남광희·이종욱(2000)은 실증분석 결과 한국의 외환위기 이전에 기업의 과잉투자가 있었던 것은 아니며 그보다는 과잉소비가 있었다고 분석한다. 박대근·최준혁(2000)은 외환위기 이전에 원화가 15% 정도 고평가되었다고 분석한다.

## 8 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

본 연구는 한국에서 외환위기가 발생하게 된 수많은 원인 중의 하나인 대기업군 부도의 원인에 대해서 기업금융규제 차원에서 논의하고자 하였다. 그리고 당시 대기업군 연쇄부도의 원인 중의 하나로 1990년대 한국의 대규모 기업집단의 재무구조는 자본조달의 단기화가 진행되었으며, 자본조달의 단기화 수단으로 사용된 기업어음의 불투명성이 밀접한 관련이 있다는 점을 주목하였다. 자본조달구조의 단기화와 기업어음으로 인한 금융시장의 불안정이 1997년 대규모 기업집단의 연쇄적 도산과 밀접한 관련이 있다는 점에 주목하고 그러한 현상을 초래한 제도적 요인에 대한 분석을 시도하고자 하였다.

제도적 요인을 중심으로 분석한 이유는, 기업은 기업환경을 설정하기보다는 기업환경에 적응하는 조직으로서 기업의 파산위험이 높게 구성된 자본구조의 이면에는 이를 배태한 제도가 있다는 인식에서였다. 또한 모든 경제현상의 이면에는 이를 규율하는 제도와 시스템이 있으며, 경제현상의 분석에서는 그 이면의 제도와 시스템에 대한 분석이 병행되어야 실체적 요인을 파악할 수 있다는 인식에서였다.

이러한 인식 아래 분석한 결과 1990년대 이래 외환위기 발생 직전까지 대기업군들은 자본조달구조 측면에서 단기자본 조달비중이 커서 파산위험이 높은 자본구조가 형성되고 있던 것으로 나타났다. 또한 대기업군의 파산위험이 높은 자본구조는 기업어음시장의 불투명성과 결부되어 외부의 충격이 발생하자 금융권의 급작스런 여신회수라는 과정을 거쳐서 대기업군들의 연쇄부도를 초래한 것으로 분석되었다.

그러면 대기업군들의 자본조달구조가 파산위험이 높게 형성된 원인은 무엇일까? 이러한 현상의 이면에는 기업의 자금수요가 증가되는 상황에서 1990년대 초반부터 외환위기 발생 전까지 대기업군들의 자본조달을 둘러싼 금융시스템의 제도적 환경이 자금의 수요와 공급 양쪽 측면에서 대기업군들로 하여금 은행여신, 회사채 발행, 유상증자 등 장기적이고 안정적인 자본보다는, 기업어음 발행 등에 의한 불안정하고 단기적인 자본으로 대체하도록 대기업집단에 선별적으로 적용되는 장단기 자본조달 관련 규제조치들이 비대칭적으로 강화되었기 때문인 것으로 나타났다.

또한 기업어음은 대기업군 연쇄부도에 어떠한 영향을 미쳤던 것일까? 분석결과 파산위험이 높게 구성된 자본구조에 더하여 단기자본 조달수단으로 사용한 기업어음시장의 불투명성은 태국 외환위기 발생 이후, 일부 기업으로 인한 금융시장의 불안을 증폭시켜 금융권의 돌발적인 여신회수를 촉발시킴에 따라 대

기업군들의 연쇄부도가 발생하게 되었으며, 이는 역으로 금융권의 부실을 초래함으로써 한국 외환위기 발생의 중요한 원인을 제공하였던 것으로 나타났다.

모든 규제의 이면에는 그러한 규제를 초래하게 한 당시의 정치·경제·사회적 상황이 반영되어 있다. 그러나 본 연구에서는 이러한 규제체계를 초래한 당시 상황에서 정책의 당위성 여부에 대한 논의는 제외하였으며, 정책 당국의 규제 체계가 어떻게 기업의 자금조달과 공급의 구조를 왜곡하고 불안정한 금융환경을 조성하였는가에 대해서만 분석하고자 하였다.

본 연구는 이러한 내용을 중심으로 제Ⅱ절에서는 기업의 전체적 자금수요의 증가에 대한 분석을 하고, 제Ⅲ절에서는 이러한 기업자금조달의 단기화를 초래한 기업자금 수요면에 대한 제도적 환경분석을 하였다. 그리고 제Ⅳ절에서는 자금의 공급면에서 자금공급의 단기화를 초래한 제도적 환경분석을 시도하였으며, 제Ⅴ절에서 기업어음시장의 불투명성과 이러한 불투명성이 금융시장의 불안정을 어떻게 증폭시키는가 하는 과정을 분석하였고, 마지막 제Ⅵ절에서 간단한 결론을 맺었다.

## II. 외환위기 발생 전 기업의 자금수요

### 1. 기업의 자금수요 분석

1990년대의 기업자금을 대한 수요와 조달 동향을 한국은행 자금순환 분석을 통하여 보면 저축과 투자의 갭, 즉 기업투자가 기업의 저축(당기순이익과 감가상각충당금으로 구성)을 초과하여 기업의 자금부족현상이 심하게 나타나고 있는 것을 볼 수 있다.

〈표 1〉에서 기업의 저축과 투자의 갭 대비 국민소득의 비율로 나타나는 기업의 자금부족률을 보면 1988년까지 10% 미만이었으나, 1989년에는 12.5%로, 1990년에는 16.5%로 증가하고 외환위기가 발생하기 직전인 1996년에 17.9%로 상승하고 있는 것을 볼 수 있다. 즉, 1980년대 말부터 외환위기가 발생하기 전 1990년대 전반에 걸쳐 기업의 저축과 투자의 갭이 벌어지고 이에 따라 기업의 자금수요가 확대되었던 것이다.

이처럼 1980년대 말부터 1990년대 전반에 걸쳐 기업의 투자가 저축을 초과하는 현상이 심화되는 현상은 같은 표에서 GDP 대비 설비투자율을 통하여 보다

10 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

〈표 1〉 기업부문의 자금부족률 추이

(단위: 조 원, %)

연 도	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
기업자금 부족액	7.8	6.8	7.2	8.8	17.6	29.3	32.2	31.0	36.0	49.1	59.0	68.9	63.6
기업자금 부족률	9.9	7.5	6.8	7.0	12.5	16.5	15.0	13.0	13.5	16.2	16.9	17.9	13.0
GDP 대비 설비투자율	10.8	11.9	12.7	12.8	13.8	15.0	15.4	14.5	13.7	15.6	16.6	16.8	14.1

주: 기업자금부족률(%)=기업자금부족/경상GNP.

자료: 한국은행, 『자금순환』, 각 호.

구체적으로 볼 수 있다. 〈표 1〉에 의하면 제조업의 설비투자가 1980년대 후반 GDP 대비 12~13% 수준에서 1990년대 전반기 15~16%로 지속적으로 높아지고 있으며, 1996년도에 16.78%로 정점에 달하고 있다.

이와 같이 1980년대 후반과 1990년대에 걸쳐 기업의 설비투자가 증가하기 시작한 원인을 최두열(1998)은 설비투자의 증가원인으로, 1988년 UR협상 타결 이후 1995년 WTO체제 출범에 대비하여 국내경제의 보호막을 걷어 들이는 과정에서 우선 그 동안 독과점 상태로 유지되어 왔던 자동차·반도체·철강·항공·석유화학 등 새로운 업종에 대한 진입이 허용됨에 따라 이들 분야에 신규로 진입하고자 하던 기업집단들의 시설투자와 당시의 심한 노사분규와, 실질임금인상률의 빠른 인상으로 인하여 노동을 자본으로 대체하고자 하는 유인, 그리고 이를 더욱 가속시켰던 요인으로서 원화절상으로 인한 시설재의 가격하락 등에서 찾고 있다.<sup>3)</sup>

## 2. 기업의 자금조달 구조분석

이상 논의한 기업의 저축과 투자의 갭을 메우기 위하여 기업부문은 외부 자금조달을 확대하게 되었는데, 1990년부터 외환위기 발생 직전인 1996년까지 기업부문의 신규 외부 자금조달 추이를 〈표 2〉에서 보면 기업의 신규 외부자금조달 양태에서 몇 가지 변화가 나타나는 것을 볼 수 있다.

우선 대출의 형태로 나타나는 기업부문의 신규자금조달 중에서 간접금융의 비중은 1990년에 예금은행을 통한 자금조달비중이 15.8%, 은행신탁 등 비은행

3) 보다 자세한 내용은 최두열(1998), pp. 191~193 참조.

〈표 2〉 기업부문의 자금조달구조 추이(증감액 기준)

(단위: 조 원, %)

연도	자금 조달액	간접금융		직접금융			해외차입	기 타
		예금은행	비은행 금융기관	기업어음	주 식	회 사 채		
1990	50.75	15.8	22.6	3.7	14.2	21.5	6.4	12.8
1991	58.18	19.8	22.0	-3.8	16.3	24.2	4.1	16.1
1992	54.89	16.0	22.2	7.9	15.9	12.5	6.8	17.4
1993	64.98	13.7	19.0	14.7	14.0	15.0	-2.1	16.0
1994	89.04	20.7	23.8	4.9	14.8	14.2	4.9	12.4
1995	100.02	14.9	17.0	16.1	14.4	15.3	8.4	11.7
1996	118.77	14.1	13.9	17.5	10.9	17.9	10.4	14.3
1997	118.02	12.9	23.9	3.7	7.6	23.3	5.5	20.3
1998	27.67	0.9	-59.8	-42.2	48.9	165.9	-35.5	13.9

주: 1) 기업부문: 공기업과 민간기업으로 구성.

2) 비은행금융기관: 증권, 은행신탁, 보험 등으로부터의 차입으로 구성.

3) 해외차입: 무역신용도입, 외국인 직접투자, 해외채권 발행 등에 의한 자금조달로 구성.

4) 기타: 기업신용, 정부차입, 미지급금 등으로 구성.

자료: 한국은행, 『자금순환동향』, 각 호.

금융기관을 통한 자금조달이 22.6%, 합계 38.4%였던 것이 1996년에는 예금은행 14.1%, 비은행금융기관 13.9%, 합계 28.0%로 대폭 낮아지는 경향을 볼 수 있다.

또한 직접금융면에서는 가장 주목할 만한 추이로서 1990년대 초반부터 1990년대 중반에 걸쳐 주식과 회사채 발행에 의한 신규자금조달 비중이 줄어드는 한편, 기업어음 발행을 통한 신규자금조달 비중이 증가하고 있다는 점이다.

〈표 2〉에서 회사채 발행에 의한 신규자금조달 비중은 1990년 21.5%에서 1996년 17.9%로 낮아지고 있으며, 주식발행에 의한 자금조달 비중도 1990년 14.2%로부터 1996년에는 10.9%로 하락하고 있다.

이처럼 1990년대 전반기를 통하여 회사채 및 주식 발행에 의한 자금조달비중이 하락하는 반면, 기업어음 발행에 의한 자금조달비중은 점차 상승하여 1990년에는 3.7%에 불과하던 기업어음에 의한 자금조달비중이 1995년에는 16.1%, 1996년에는 17.5% 수준으로 확대되고 있다.

이러한 기업들의 기업어음에 의한 자금조달비중이 증대됨에 따라 기업어음 발행잔액이 증가하게 된다. 〈표 3〉에서 보는 바와 같이 기업어음 발행잔액은

12 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

〈표 3〉 기업어음 발행잔액 추이(기말 발행잔액 기준)

(단위: 10억 원)

연 도	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
발행잔액	3,368	12,740	10,529	14,712	23,729	28,133	44,230	64,920	68,999	57,320

자료: 한국은행, 『자금순환통계』, 기업부문의 금융부채잔액 중 기업어음 발행잔액.

〈표 4〉 30대 기업집단의 차입금 구성 연도별 추이

(단위: 10억 원, %)

연도	단기차입금			장기차입금	회사채	차입금 총액수
	어음차입금	유동성 장기부채				
1990	9.99	11.58	48.96	31.90	19.15	54,596
1991	10.99	13.69	51.65	27.77	20.57	70,001
1992	12.05	16.30	58.08	24.94	16.98	84,798
1993	14.82	14.52	57.00	23.92	19.08	92,413
1994	14.51	13.81	55.54	23.50	20.96	105,338
1995	16.74	14.66	57.48	21.16	21.36	129,870
1996	17.56	14.01	55.68	22.02	22.31	166,112
1997	8.72	13.89	55.58	22.78	21.64	228,851
1998	6.89	16.77	48.21	18.41	33.38	240,882

자료: 한국신용평가 KIS-LINE.

1990년에 12조 7,000억 원이던 것이 기하급수적으로 증대하여 1996년에는 64조 9,000억 원으로 5배 이상 증가하고 있다.

또한 30대 기업집단의 외부자금 조달구조 중 차입금 조달구조를 〈표 4〉에서 살펴보면, 30개 그룹의 전체 차입금 중 주로 은행대출로 구성되어 있는 장기차입금이 차지하는 비중은 1990년의 31.90%로부터 1996년의 22.02%로 지속적으로 감소하고 있었던 반면, 실질적으로 단기차입금인 유동성 장기부채를 포함한 단기차입금은 같은 기간 동안 48.96%로부터 55.68%로 증가하고 있다.<sup>4)</sup>

여기에서 30대 기업집단의 전체 차입금 중 어음차입금이 차지하는 비중을 주목하여 보면, 1990년의 9.99%에서 1996년의 17.56%로 지속적으로 증가하고 있는 것을 볼 수 있다. 즉, 30대 그룹의 경우 전체 차입금 중 단기차입금 비중이 증가하고 있으며 단기차입금 중에서도 기업어음 등에 의한 차입금 조달비중이 점차 늘고 있다는 점이다.

이상의 〈표 1〉에서 〈표 4〉까지 살펴본 것을 다음과 같이 정리할 수 있다. 1980년대 말부터 외환위기 발생 전까지 기업의 저축과 투자의 갭이 확대되어

4) 유동성 장기부채란 대차대조표일로부터 1년 이내로 상환하여야 하는 장기부채를 의미한다.



기업은 그 부족자금을 외부에서 조달하였다. 이 과정에서 기업은 은행여신이나 주식발행 및 회사채 발행보다는 기업어음 발행을 통하여 조달하는 비중을 높이고 있었다.

이처럼 기업이 장기자금이라고 볼 수 있는 은행여신, 회사채 및 주식 발행에 의해서 자금을 조달하는 것보다 단기자금 조달수단인 어음발행에 의하여 자금을 조달하는 비중을 높이게 되었다는 것은 조달된 자금의 안정성이 낮아지고 자본구조의 파산위험이 높아졌다는 것을 의미한다.

### Ⅲ. 기업의 장기자금 조달경로별 규제강화

외환위기가 발생하기 전까지 대기업군들에 대해서는 경제력 집중억제정책의 일환으로 은행여신, 회사채 발행, 유상증자, 상업차관 등 자금조달 경로별로 대기업군에 대하여 배타적으로 적용되는 금융규제들이 시행된다.

대기업군들에 대한 경제력 집중억제규제는 주로 정치적 변화기에 강화되는 것이 관찰되는데, 이는 선거과정에서 정치세력들이 표를 의식하여 분배와 형평을 강조하고 기업집단에 대한 비판적 분위기를 조성함에 따라 강화되는 것으로 보인다.

특히, 1993년 출범한 김영삼 정권에서는 최초의 문민정부라는 정치적 슬로건을 부각시키는 과정에서 정치면에서는 민주화와 함께 경제면에서는 대기업군의 경제력 집중을 억제하는 것을 민주화로 표방함에 따라, 경제력 집중억제에 대한 정책이 과거와는 달리 근본적으로 질적인 변화를 일으키는 것을 볼 수 있다.

#### 1. 은행여신에 대한 규제강화

은행여신을 통한 자금조달부문에서 외환위기 발생 전까지 기업집단들로 하여금 자금조달을 은행여신보다는 기업어음을 통하여 자금조달을 하도록 촉진하였던 제도적 요인으로서, 기존의 「Basket 여신관리제」 이외에 1995년 4월과 1997년 8월에 각각 「거액여신 총액한도제」와 「동일계열 기업군 여신한도제」를 추가하여 은행의 기업집단에 대한 여신한도관리를 강화하였던 제도적 변화를 들 수 있다.<sup>5)</sup>

5) 재벌에 해당되는 용어로서 독점규제 및 공정거래법과 그 하위규정에서는 대규모 기업집단

14 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

은행여신관련 정책 추이를 간략히 살펴 보면, 정책 당국은 「Basket 여신관리제」에 의하여 1990년대 초반까지 동일한 기업집단에 대한 여신규제를 하여 왔다. 「Basket 여신관리제」는 각 은행별로 총여신 중에서 대출금 기준으로 5대 및 30대 계열에 대한 여신이 차지하는 비율을 각각 일정 비율(기준비율) 이내로 제한하는 것을 핵심적인 내용으로 하는 규제하는 시스템으로서 규제의 기본이 되는 지표는 은행 총여신이였다.

그러다가 정책 당국은 1994년 12월 제8차 은행법 개정시 「거액여신 총액한도제」를 도입할 수 있는 법적 근거를 마련하고,<sup>6)</sup> 이에 근거한 1995년 4월 여신관리제도의 개편에 의해서 「거액여신 총액한도제」를 도입한다.<sup>7)</sup>

1995년 4월 실시된 「거액여신 총액한도제」에서 ‘거액여신’이란 동일인 또는 동일 기업집단에 대하여 은행자기자본의 15%를 초과하여 여신(대출 및 지급보증)이 공급된 경우, 당해 여신 전액을 의미하며 ‘거액여신 총액’은 은행별로 ‘거액여신’을 합계한 금액을 의미하였다.<sup>8)</sup> 당시의 「거액여신 총액한도제」는 거액여신의 총액한도를 은행자기자본의 5배로 설정하였다.

종전의 「Basket 여신관리제」가 기업집단에 대한 여신규제에서 그 기준을 개별 은행의 총여신에 설정하였음에 비하여, 「거액여신 총액한도제」는 기업집단에 대한 여신의 기준을 개별 은행의 자기자본으로 설정하였다. 즉, 「거액여신 총액한도제」의 핵심은 은행의 대출금 기준으로 30대 대기업군들에 대한 여신의 한도를 총여신액에서 대기업군들에 대한 여신이 차지하는 점유율에 두는 것이

이라는 용어를 사용하고 있으며, 은행법과 그 하위규정에서는 ‘동일계열 기업군’이라는 용어를 사용하고 있다.

6) 은행법 제30조의2 제③항 참조.

7) 금융기관 여신관리업무 시행세칙 제8조부터 제12조 참조 및 금융기관 여신감독규정 제33조 참조.

8) 예를 들어, 甲은행의 자기자본이 1,000억 원으로서 여신현황이 아래 표와 같다면, ‘거액여신’의 기준금액은 자기자본 1,000억 원의 15%인 150억 원이 되며 150억 원을 초과한 여신의 총액인 1,300억 원이 ‘거액여신 총액’이 된다. 따라서 甲은행의 현재 거액여신은 자기자본의 1.3배가 된다.

	은행여신	거액여신
A(개인)	10억 원	—
B사	150억 원	—
C사	200억 원	200억 원
D계열	550억 원	550억 원
E계열	550억 원	550억 원
	1,460억 원	1,300억 원

아니라, 은행의 자기자본을 기준으로 일정 비율 이내로 제한하는 데 있었다.

「거액여신 총액한도제」에 덧붙여 1997년 8월 1일부터 정책 당국은 「동일계열 기업군 여신한도제」라는 개인에 있어서 동일인 여신한도와 유사한 제도를 도입하게 된다.<sup>9)</sup> 「거액여신 총액한도제」와 「동일계열 기업군 여신한도제」는 은행여신에 대한 규제와 기본이 되는 지표를 은행 총여신에 두었던 「Basket 여신관리제」와는 달리, 규제의 기본이 되는 지표를 은행의 자기자본에 두어 은행의 기업집단에 대한 여신증가를 은행자기자본의 증가율 이내로 억제하는 강력한 메커니즘을 가지고 있었다. 다시 말하여, 이들 시스템은 모두 은행의 자기자본이 증대되지 않은 한 기업집단들에 대한 여신을 늘일 수 없게 하는 메커니즘을 가지고 있는 강력한 여신억제시스템이었다.

국제적으로 비교해 보았을 때 대단히 왜소한 우리 나라 은행의 자기자본은 1990년대 중반 정부의 금융기업 유상증자 억제정책에 따라 은행의 과소자본 상태가 더욱 심화되는 과정을 거치게 된다.<sup>10)</sup> 국제적으로 실물부문에 비하여 금융부문이 매우 왜소한 상황에서 1990년대 은행의 자기자본 증가율을 살펴보면 은행의 자기자본 증가속도가 그나마 실물경제의 증가속도를 따라가지 못하는 형편이었다.

구체적으로 <표 5>에서 1990년대 은행의 자기자본의 증가속도와 GDP의 증가속도를 비교하여 보면, 1990년대 일반은행의 자기자본 대비 명목GDP에 있어서 일반은행의 자기자본이 감당해야 할 GDP의 규모가 1990년에 1,596%에서 1996년에 2,082%로 1990년대에 계속적으로 증가하고 있음을 볼 수 있다. 이는 은행자기자본의 증가속도가 GDP성장률을 따라가지 못하였다는 것을 의미하는 것으로서 은행의 과소자본 상태가 1990년대 동안 해소되지 않고 악화되었다는 것을 의미한다.

9) 「동일계열 기업군 여신한도제」는 외환위기 발생 직전인 1997년 8월 1일에 도입되었으므로 외환위기 발생에서 그 효과를 분석하기에는 정책의 실행기간이 지나치게 짧아 분석에서 제외하기로 한다. 「동일계열 기업군 여신한도제」의 구체적인 내용은 도산위험을 공유하는 동일계열 기업군에 대한 개별 은행의 여신취급액이 당해 은행자기자본의 일정 비율(45%)을 넘지 못하도록 제한하는 것이었다. 이는 개인에 있어서 동일인 여신한도와 유사한 제도로서 한국의 동일기업집단에 대한 여신한도 관리가 은행의 자기자본 대비 동일기업집단에 대한 총여신 단위로 이루어지게 될 것을 의미한다.

10) 은행의 유상증자는 1990년 이후 증시가 침체됨에 따라 정책 당국이 증시 안정화를 위해 금융기업의 신규공개와 유상증자를 전면 금지시키는 주식공급 제한정책을 실시함에 따라, 1990년 5월 8일 이후 1993년 11월까지 3년동안 은행을 포함한 금융기업의 유상증자가 이루어지지 못하였다. 그러다가 증시가 회복된 1994년부터 은행의 유상증자가 재개된 바 있다. 보다 자세한 내용은 강효석(1996. 12), p. 38을 참조할 것.

16 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

〈표 5〉 일반은행 자기자본 대비 명목GDP

(단위: 조 원, %)

연 도	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
명목GDP(A)	178.8	216.5	245.7	277.5	323.4	377.3	418.5	453.3	444.4
일반은행 자기자본(B)	11.2	12.5	13.3	14.3	16.8	19.0	20.1	18.1	16.0
A/B	1,596	1,732	1,847	1,940	1,925	1,985	2,082	2,504	2,777

자료: 금융감독원, 『은행경영통계』, 각 호; 한국은행.

〈표 6〉 30대 기업집단의 은행대출금 비중 추이(1990년부터 1996년 6월까지)

(단위: 10억 원, %)

연 도	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996년 6월
30대 총대출금(A)	21,076	26,789	30,372	29,938	32,483	35,690	39,589
은행 총대출금(B)	111,188	137,407	159,787	180,019	218,700	246,587	278,291
A/B	19.0	19.5	19.0	16.6	14.9	14.5	14.2

자료: 은행감독원, 1990년부터 1995년까지의 자료는 유승민(1996), p. 104, 〈표 13〉으로부터 재인용; 1996년 6월 자료는 김인수(1997), p. 29 〈표 3-4〉로부터 재인용.

이러한 상황에서 기업집단에 대한 은행여신 증가를 실질적으로 은행의 자본 증가율 이내의 범위로 제한하는 「거액여신 총액한도제」에 의한 대기업군에 대한 은행의 여신관리제도가 도입되었던 것이다. 즉, 「거액여신 총액한도제」에 의하여 기업집단들에 대한 여신증가를 은행의 자기자본 증가속도 이내로 제한하였던 것은, 그만큼 기업집단들로 하여금 은행여신을 통하여 자금을 조달하기 어렵게 만들었으며 안정적인 은행여신 사용 기회를 축소시키는 제도였다고 평가할 수 있다.

〈표 4〉에서 실제 자료를 보면, 30대 기업집단의 경우 전체 차입금에서 은행여신이 많은 비중을 차지하는 장기차입금이 차지하는 비중이 1990년 31.09%이던 것이 점차 하락하여 1996년에는 22.02%까지 하락하고 있다.

또한 〈표 6〉에서 통계 파악이 가능한 1996년 6월까지의 자료를 통해서 보면, 1990년대 전반을 통하여 은행 총대출금에서 30대 기업집단에 대한 대출이 차지하는 비율은 점차 낮아지고 있다. 역시 〈표 6〉에서 「거액여신 총액한도제」가 도입되기 전인 1994년 14.9%이던 30대 기업집단에 대한 은행대출금의 비율이 도입된 이후인 1995년에 14.5%로 1996년 6월에 14.2%로 낮아지고 있는 것을 볼 수 있다.<sup>11)</sup>

11) 30대 재벌에 대한 은행여신 통계는 1996년 6월까지만 발표되고 그 이후에는 발표되지 않

이상에서 볼 때 1990년대 「거액여신 총액한도제」의 실시는, 당시 자금에 대한 수요가 증가하고 있던 대기업군들에 대한 안정적인 자금공급을 유상증자도 제대로 허용되지 않던 은행의 자기자본 증가율 이내로 규제함으로써 대기업군의 자금조달을 은행으로부터 강제 구축(驅逐)하는 제도상의 요인이 되었다고 평가할 수 있다.

## 2. 기업 간 채무보증에 대한 규제강화

기업집단 내의 계열기업 간 채무보증은 한국의 낙후된 금융환경 아래에서 자금조달을 위하여 생성된 관행으로 일종의 내부적 자금조달 방법의 하나이다. 1990년대 들어 외환위기 발생 전까지 기업집단들의 자금조달을 제한하는 규제로서 주목해야 할 것은 독점규제 및 공정거래법(이하 「공정거래법」이라 약칭하기로 함)에 의한 「대규모 기업집단 내 계열회사 간 채무보증제한」이 있다.

「대규모 기업집단 내 계열회사 간 채무보증제한」은 김영삼 정부의 출범 직후인 1993년 4월 1일부터 실시되었다. 이 제도는 대규모 기업집단 소속 회사는 같은 기업집단 계열회사에 대하여 채무보증을 할 때 자기자본의 200% 이상의 채무보증을 할 수 없도록 제한하였다.<sup>12)</sup> 그리고 채무보증한도를 초과하는 기업은 경과기간 3년 이내인 1996년 3월 1일까지 자기자본 200%의 보증한도 이내로 채무보증규모를 축소하도록 법에 규정하였다.

이 제도는 빠른 속도로 강화되는데 1997년 4월 1일 공정거래법 개정시에는 200%의 채무보증제한을 1998년 3월 31일까지 100% 이내로 축소하도록 하여, 기업집단 내의 계열기업에 대한 채무보증을 단기간 내에 해소할 것을 기업들에게 주문하였다.<sup>13)</sup>

또한 계열회사 간 채무보증제한 규제가 적용되는 금융기관의 범위에 대하여 흥미해 볼 필요가 있다. 채무보증제한 규제가 적용되는 국내금융기관을 살펴보면 은행, 보험회사, 투자금융회사, 증권회사, 종합금융회사 등 은행과 제2금융권 거의 모두를 포함하고 있다.

당시까지의 은행권과 제2금융권의 기업여신 행태를 비교해 보면 은행에 비하

고 있다.

- 12) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제10조의 2(계열회사에 대한 채무보증의 제한) 참조.  
 13) 그 이후 1998년 2월에는 공정거래법을 개정하여 1998년 4월 1일 이후부터는 대규모 기업집단 내 계열회사 간에 신규채무보증을 전면 금지하였으며, 기존 채무보증은 원칙적으로 2000년 3월 말까지 해소하도록 하였다.

18 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

〈표 7〉 여신 대비 채무보증현황(1997년 4월 1일 현재)

(단위: 조 원)

구 분	여신금액(A)	채무보증금액(B)	A/B(%)
은 행	12.1	20.1	165
제2금융권	10.5	13.5	129
합 계	22.6	33.6	149

자료: 공정거래위원회, 『1998년판 공정거래백서』, p. 145.

여 제2금융권은 담보나 지급보증을 요구하는 정도가 적었으며, 따라서 기업들로서는 은행보다는 용이하게 여신을 받을 수 있는 경로였다.

구체적으로 〈표 7〉에서 1997년 4월 1일 현재 30대 기업집단에 대한 여신금액과 채무보증금액의 비율을 살펴보면, 은행 및 제2금융권을 합친 금융권은 30대 기업집단에 대하여 22조 6,000억 원의 여신을 함에 있어서 33조 6,000억 원의 채무보증을 요구하여(여신 대비 149%의 채무보증을 요구) 여신금액에 비하여 과다한 채무보증을 요구하고 있었다. 그런데 여신 대비 채무보증요구는 은행권이 165%를 요구하고 있는데 비하여, 제2금융권은 129%를 요구하여 은행권이 제2금융권보다 더욱 많은 채무보증을 요구하였던 것을 볼 수 있다. 이는 제2금융권의 여신이 주로 단기고금리이며 많은 경우 어음인수의 형태로 이루어지기 때문에 동일한 규모의 여신에 대해 은행권보다 보증의 필요가 적었기 때문으로 볼 수 있다.

앞서 살펴본 바와 같이 기업집단 여신에 대해서는 여신관리가 강화되어 은행을 통한 추가 자금조달이 어려워진 상황이었다. 이런 상황에서 제2금융권까지 포함하여 대기업집단 내에서의 지급보증을 제한한다는 것은, 대기업집단들로 하여금 금융시스템 내에서 간접금융을 통하여 추가자금을 조달하는 것을 사실상 봉쇄하는 정책이었다고 평가할 수 있다.

이러한 기업집단 내 계열사 간의 채무보증제한은 담보 및 보증을 바탕으로 하는 금융관행이 개선되어야 함을 전제로 하는 것이었다. 그러나 문제는 금융기관의 담보 및 보증 위주의 여신 관행이 단시간 내에 개선되지 않고 유상증자 요건 등 다른 여타 자금조달 방법에 대한 규제가 완화되지 않은 상태에서 장기간 기업의 자금조달 수단으로 활용되어 왔던 채무보증을 지나치게 단시간 내에 행정권에 의하여 해소하려고 하였다는 점이다.

1993년 4월 제도 도입 당시 제한대상이 되는 채무보증금액은 〈표 8〉에서 보는 바와 같이 120조 6,000억 원으로서 자기자본 대비 342.4%였다. 그런데 한도

〈표 8〉 대규모 기업집단의 채무보증 변동현황

(단위: 조 원)

연 도	자기자본(A)	채무보증금액			자기자본 대비 비율	
		계(B)	제한대상(C)	제외대상	B/A	C/A
1993	35.2	165.5	120.6	44.9	469.8	342.4
1994	42.8	110.7	72.5	38.2	258.1	169.1
1995	50.7	82.1	48.3	33.8	161.9	95.2
1996	62.9	67.5	35.2	32.3	107.3	55.9
1997	70.5	64.9	33.6	31.3	91.3	47.7
1998	68.1	63.5	26.9	36.6	93.2	39.5
1999	100.4	22.4	9.7	12.6	22.3	9.7

주: 자료의 수치는 각 연도 4월 기준임.

자료: 공정거래위원회.

〈표 9〉 일반은행의 물적 담보여신 비율

(단위: %)

연 도	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
물적 담보여신 비율	42.7	41.0	40.31	39.19	38.38	37.56	31.99	33.36	35.43

주: 물적 담보로는 부동산, 동산, 국공채, 주식, 사채 및 예금 등을 포함한다.

자료: 『은행경영통계』.

를 초과한 채무보증의 해소과정을 보면, 1993년 4월 제도 도입 당시부터 1996년 4월 1일까지 3년 사이에 제한대상 채무보증금액이 120조 6,000억 원에서 1996년 4월 1일 35조 2,000억 원으로 무려 85조 4,000억 원이 감소한 것으로 나타나고 있다.

금융기관의 대출액 중 순수한 자기신용에 의하여 신용대출의 비중 추이를 나타내는 지표는 없으나 금융기관의 담보 및 보증을 바탕으로 하는 금융관행의 변화를 간접적으로 추정하는 하나의 방법으로서, 일반은행의 여신 중 부동산 및 동산을 담보로 하여 대출하는 물적 담보대출 비율을 지표로 사용할 수 있다.

그런데 〈표 9〉에서 일반은행의 여신 중 부동산 및 동산을 담보로 하여 대출하는 물적 담보대출 비율을 보면, 1990년대에 완만한 감소세를 보이고 있을 뿐 대규모 기업집단이 3년 만에 지급보증을 85조 4,000억 원을 해소할 수 있을 만큼의 빠른 감소세는 아니다.<sup>14)</sup>

14) 정부투자기관인 산업은행의 경우만 하여도 1997년까지도 기업에 대한 대출시 기업의 신용도를 고려하지 않고 대출금액에 대하여 유효담보를 100% 제공할 것과 근거당을 130% 설정할 것을 요구하는 실정이었다. 전국경제인연합회 조사부(1997.5), p. 27 참조.

계열사 간 채무보증제한을 제도 실시 이후 불과 3년의 경과기간 내에 자기자본의 342.4%에서 200% 이내로 축소하고 그 이후로 2년 이내에 100% 이내로 축소하고자 한 일정은, 금융관행의 개선이 대단히 완만히 진행되었음에 비하여 지나치게 촉박한 것이었다고 평가할 수 있다.

1993년 4월부터 1996년 3월까지의 기업집단 내의 채무보증 해소방법에 대한 공정거래위원회의 자체 분석결과를 보면, 여신상환(41.6%), 입보대체(25.5%), 중복과다보증축소(23.2%) 등에 의하여 해소한 것으로 분석하고 있으며, 그 밖의 요인으로는 같은 기간 동안 기업들의 자기자본이 35조 2,000억 원에서 62조 9,000억 원으로 27조 7,000억 원 증가하여 채무보증한도가 55조 4,000억 원 증가하였기 때문으로 분석하고 있다.<sup>15)</sup> 이러한 결과를 공정거래위원회는 금융기관으로 하여금 담보나 보증에 의한 대출관행을 억제하고 신용에 의한 대출관행을 정착시키는 데 기여한 것으로 스스로 평가하고 있다. 그러나 채무보증해소에 대한 통계를 다시 해석하여 보면 채무보증 해소과정이 지나치게 무리한 일정이었음을 확인할 수 있다.

입보대체(25.5%)는 채무보증을 서 주는 주체를 채무보증한도를 넘어선 기업으로부터 다른 기업 또는 개인으로 변경하는 경우를 말하며 단순히 서류상으로 채무보증을 해 주는 주체의 변경에 불과하다.<sup>16)</sup> 또한 중복과다보증축소(23.2%) 부분은 이제까지 금융기관들이 과다한 보증 또는 중복보증에 대해서 서류상 정리한 것에 불과하며 이도 역시 신용대출에 의한 관행 정착과는 거리가 멀다.

그런데 여신상환(41.6%) 항목을 보면 여신상환에 의한 채무보증해소가 41.6%로서 전체 제한대상 채무보증금액 120조 6,000억 원 중에서 35조 5,000억 원 정도를 여신상환으로 해소하였다는 것이다. 이미 앞에서 논의한 바와 같이 1993년부터 1996년 기간중에는 국내기업들의 저축과 투자의 갭이 심하게 벌어졌던 시기로서 기업들의 자금수요가 많았던 때이다. 이러한 상황에서 30대 대기업군들이 여신을 35조 5,000억 원을 상환하였다면 상환한 부분은 과연 어떠한 자금을 조달하여 상환하였겠는가 하는 의문이 남는다.

이 점에 대해 본 연구는 당시 상환된 여신의 많은 부분이 기업들이 지급보증과 담보가 필요 없는 기업어음 발행에 의하여 자금조달을 하게 됨으로써 대체한 것이라고 추정한다. 대기업군에 대한 은행여신 규제가 대폭 강화되고 후술

15) 공정거래위원회(1997.9), pp. 162~163 참조.

16) 채무보증한도를 넘어서지 않기 위한 입보대체는 많은 경우에 기업주 또는 대표이사 임원 등 개인의 立保로 대체되었다.



하는 바와 같이 유상증자와 회사채 발행에 대한 규제가 강화되는 상황에서 대기업군이 자금조달을 할 수 있는 통로는 기업어음 밖에 없었던 것이다.

1993년 4월부터 1996년 4월까지 35조 5,000억 원의 여신을 상환하기 위하여 발행한 기업어음의 규모가 정확하게 어느 정도 되겠는가 추정하는 것은 통계자료의 부족으로 정확하게 알 수는 없다. 다만 <표 3>에서 보는 바와 같이, 기업어음 발행잔액이 제도가 시행되기 전인 1992년 14조 7,120억 원에서 1996년 64조 9,200억 원으로 무려 50조 2,800억 원이나 증가하였던 점에서, 상당 부분의 기업어음이 채무보증해소를 위한 여신상환을 위하여 발행되었던 것으로 간접적으로 추정할 수 있다.

또한 <표 4>에서 보면 유동성 장기부채의 비중이 1990년 11.58%에서 점차 상승하여 1996년 14.01%로 상승하고 있다. 유동성 장기부채가 상승한다는 것은 주로 3년 만기로 이루어지는 금융권의 장기여신이 다시 연장 갱신되지 않았다는 것을 의미하는 것이다. 금융권의 기업에 대한 장기여신이 다시 연장되지 않은 현상의 원인은 기업집단들이 한도를 초과하는 지급보증을 해소하는 과정에서 여신을 상환해야 했거나 만기 연장을 하지 못하였기 때문이라고 추론할 수 있다.

결론적으로 자금조달에 대한 금융권의 관행이 개선되지 않은 상태에서 은행권뿐만 아니라 비은행금융권까지 포함하여 금융권 여신에 있어서 기업들의 채무보증을 단기간 내에 해소하고자 하였던 제도적 변화는, 외환위기 발생 전까지 기업집단들로 하여금 자금조달에서 채무보증요구가 없는 기업어음 발행에 의하여 자금조달을 늘리도록 하는 하나의 제도적 요인이 되었던 것으로 볼 수 있다.

### 3. 회사채 발행에 대한 규제강화

외환위기 발생 전까지 기업의 자금조달에 적용되었던 규제 중 직접금융에 있어서 중요한 규제의 하나로서 상법상 회사채 발행한도에 대한 규제가 있었다. 상법은 회사채 발행한도에 대한 규제로서 회사채는 발행잔액이 회사순자산 가치의 4배를 초과하지 못하도록 규제되고 있었다.<sup>17)</sup> 이러한 규제는 회사채 투자자 보호를 위한 것인데 회사의 현존 자력 이상의 채무부담을 억제하려는 것이

17) 상법 제470조 제1항 참조. 이 조항은 일본 상법의 경우에 있었다가 일본은 조기에 삭제하였으나 한국은 없애지 않았고 2005년 현재까지도 존치시키고 있다.

지만 시대착오적인 규제라고 하겠다.

우선 투자자 보호 측면에서 회사채를 발행한 후에 회사가 담보부로 차입하는 경우에 회사가 도산한 때에는 담보부 채무의 변제가 우선하므로 발행한도를 억제하는 것만으로는 투자자를 보호할 수 없다. 또한 회사채에 대한 원리금 상환은 기업의 순자산보다는 기업의 현금흐름 창출 능력에 달려 있는 것이므로 투자자를 보호한다는 측면에서는 무의미한 규제이지만, 한편 회사의 입장에서는 불필요하게 회사의 안정적인 자금조달을 억제하는 규제라고 하겠다.<sup>18)</sup>

상법에 의하여 기본적으로 제한되어 있는 회사채 발행한도 외에 회사채 발행을 통한 안정적 자금조달에 대하여 제약과 불확실성을 가중시켰던 제도로 1990년대 초반부터 실시된 「회사채 발행물량 조정제」가 있다.

당초 「회사채 발행물량 조정제」는 재무부가 단기적인 회사채 수급불균형에 의하여 시중 실세금리가 상승하는 것을 막고 한정된 자금을 합리적으로 배분한다는 명목으로, 1990년부터 근거규정 없이 비공식적으로 창구지도 형식으로 실시하여 왔다. 그러다가 1992년 3월에 채권 발행물량 조정에 있어서 기체조정협의회가 적용할 「회사채 발행물량 조정기준」이 제정되는 것을 기점으로 공식적으로 제도화되었으며, 1997년 10월 폐지되는 과정을 거쳤다.

「회사채 발행물량 조정제」의 기본 구조는, 증권업협회 산하의 민간조직인 기체조정협의회에서 월별로 회사채 발행물량을 결정하고, 월별 발행한도 내에서 회사채 발행을 신청한 기업별로 「회사채 발행물량 조정기준」에 의하여 종합 평점을 산출하고, 종합 평점에 따라 개별 기업의 발행한도를 결정한다는 것이었으나, 실질적으로는 정부가 회사채의 발행물량을 물리적으로 조정하는 제도였다.

즉, 「회사채 발행물량 조정제」 운용의 핵심적 요소는 정책 당국이 회사채 발행에서 월별 발행물량을 정한다는 점과 정해진 발행한도 내에서 정책 당국이 자금배분 우선순위를 평점화하고 평점에 따라 기업별로 회사채 발행가능 여부를 허용한다는 점이다.

「회사채 발행물량 조정제」의 가장 큰 문제점은, 회사채 발행에서 물량의 제한이 있다는 점과 당국이 자유재량에 의해 회사채 발행신고를 재량적으로 선별적으로 수리함에 따라 회사채 발행가능 여부를 기업이 예측할 수 없다는 점에 있다. 또한 이 시스템은 대규모 기업집단 소속 계열사의 경우 대기업으로 지정하여 평점을 낮게 부여하도록 하여 대규모 기업집단에 배정되는 회사채 물량을 감소시켰다.

18) 정동윤(2000), p. 544 참조.

〈표 10〉 회사채 발행 신청 및 허용 현황

(단위: 억 원)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997. 1~9	합계
신청액	200,444	184,336	204,290	194,563	198,745	261,747	325,076	271,581	1,840,782
허용액	122,482	131,084	145,391	140,239	178,724	203,748	283,496	251,771	1,456,935

자료: 증권업협회.

실제로 기업들의 회사채 발행을 통한 신규자금조달 규모의 비중을 〈표 2〉에서 보면, 회사채 발행을 통한 신규자금조달 규모는 1991년 전체의 24.2%였으나 회사채 발행물량 규제가 본격적으로 시행되기 시작한 1992년부터는 12.5%로 축소되었으며, 1996년까지 15% 내외에서 등락을 하고 있는 것을 볼 수 있다.

〈표 10〉에서 보는 바와 같이 회사채는 발행신청 물량에 비하여 허용 물량이 발행신청 물량에 비하여 늘 초과수요 상태를 나타내고 있다. 정책 당국은 1990년부터 1997년 9월까지 회사채 발행물량 조정으로 38조 3,847억 원의 회사채(공모채 기준) 발행을 불허용한 바 있다.<sup>19)</sup>

이러한 물량면에서의 규제 외에 기업의 회사채 발행에서 발행비용상의 문제점으로서 회사채 발행은 상법, 증권거래법, 유가증권 상장규정 등을 통하여 절차상 많은 규제와 제한이 있었고 발행절차가 복잡하였다. 이에 따라 회사채 발행은 이사회 결의에서 사채 원부작성까지 통상 20일 내지 40일이나 소요되는 등 많은 시간이 소요되었다.<sup>20)</sup>

또한 회사채를 발행하기 위하여 증권감독원에 제출하여야 하는 유가증권발행신고서(registration statement) 작성은 기업으로 하여금 많은 행정부담을 요구하였으며, 유가증권발행신고서 제출에서 일괄등록제(shelf registration)가 활성화되지 않아 회사채 발행에서 기업들의 행정부담을 가중시켰다. 이처럼 기업의 회사채 발행에서 소요되는 많은 시간과 행정부담은 기업의 회사채 발행을 통한 자금조달비용을 상승시킴으로써 회사채 발행을 통한 안정적인 자금조달을 기피하게 하는 요인으로 작용하였다.

회사채에 비하여 기업어음은 기업이 상거래와 관계없이 단기자금조달을 목적으로 자기신용에 입각하여 발행하는 만기 1년 이내의 유통어음으로서 자금조달이라는 측면에서만 보면 자금조달기간이 단기라는 점을 제외하고는 회사채와

19) 대기업에 대하여는 「회사채 발행물량 조정기준」에서 사모사채 발행잔액을 상법에서 정하는 사채 발행한도의 15% 이내로 제한하고 있기 때문에 대부분 공모채라고 보아도 무방하다.

20) 전국경제인연합회 조사부(1997.2), p. 40 참조.

유사한 성격을 가지고 있었다.

그런데 기업어음 발행을 통한 자금조달의 경우에는 발행 기업의 입장에서 그 한도가 없었을 뿐만 아니라 협회나 행정관청에 대한 별도의 신고절차가 없었다. 따라서 기업어음에 의한 자금조달은 발행에서부터 자금조달시까지 기간이 매우 짧아 다른 자금조달 방법에 비하여 대단히 용이하였고, 따라서 시장참가자가 아닌 자에 의하여 자금조달 계획에 차질이 생기는 일이 없었다.

이처럼 회사채 발행에는 물량제한 및 여러 가지 규제로 발행비용이 높았던 반면, 기업어음에 의한 자금조달에는 그러한 규제가 없었다. 이에 따라 기체조정협의회에서 회사채 발행물량을 배정받지 못하고 탈락하게 된 기업들은 자금조달을 기업어음 발행에 의존하게 되었고, 심지어는 장기설비투자를 위한 자금조달까지도 기업어음 발행에 의하여 조달하게 되었다.

「회사채 발행물량 조정제」 도입의 당초의 취지는 단기적인 회사채 수급불균형에 의하여 시중 실세금리가 상승하는 것을 막고 한정된 자금을 합리적으로 배분하기 위한 것이었다고 한다.

그러나 결과적으로 보았을 때 「회사채 발행물량 조정제」는 기업들로 하여금 자금조달의 불확실성과 비용이 높은 회사채 발행을 기피하게 하고, 회사채 물량조정에서 탈락된 기업들로 하여금 발행절차가 간단한 기업어음 발행을 통해 단기차입을 늘리게 함으로써, 시중금리를 더욱 상승시켜 기업의 금융비용을 증가시키고 고금리 유동성 부채를 증가시킴으로써 기업의 재무구조를 악화시키게 하는 결과를 초래하게 된 것이라고 평가할 수 있다.

#### 4. 유상증자에 대한 규제강화

기업의 유상증자를 비롯한 증권발행에 대한 규제정책은 기업으로 하여금 기업정보에 관한 내용을 철저히 공개하게 하는 한편, 투자 여부는 투자자의 자유로운 판단과 책임하에 맡기도록 하는 발행자 공시주의 방식(disclosure philosophy)으로 운용하는 것이 세계적인 추세이다.<sup>21)</sup>

1990년도 초부터 외환위기 발생 전까지 1990년대全般에 걸쳐 증권시장에서 상장기업의 유상증자에 대한 관련 규제체계는 회사채 발행에 대한 물량조정제

21) 이는 증권시장에서 기업의 정보에 관하여 진실한 내용이 공시되면, 기업의 재무구조와 실적이 주가에 반영되고 이에 따라 투자자들이 자기 스스로를 보호하기 때문에 기업이 유상증자를 할 수 있는 실적 요건을 규제 당국이 엄격하게 규제해야 할 필요가 없기 때문이다.

도와 유사한 구조로 이루어져 있었다.

즉, 증권감독원과 상장회사협의회 등 증권 유관기관이 상장기업의 유상증자 물량을 조정하고 유상증자를 하고자 하는 기업의 내용과 유상증자 시기를 심사하여, 영업실적이 좋은 적격 기업들에 한하여 이들만이 유상증자를 할 수 있도록 하는 이른바 규제주의(regulatory philosophy)에 입각하여 유상증자에 대한 규제를 시행하였다.

당시의 규제내용을 보면, 「유상증자 물량조정제도」에 의해서 유상증자 물량을 정책 당국이 조정하였다. 이는 주식공급 물량의 수급조절을 통한 증시안정과 투자자 보호라는 명목으로 형식상으로는 증권거래소에 상장된 상장회사들의 협의체인 민간조직인 한국상장회사협의회 산하 ‘상장회사 유상증자 조정위원회’에서 유상증자 물량을 조정하는 것이었으나,<sup>22)</sup> 실질적으로는 정책 당국이 상장회사의 유상증자 물량을 조정하는 제도였다.

또한 상장회사가 증자를 하기 위해서는 배당금 요건, 증자금액 한도, 연간증자횟수기업의 유상증자 등에서 엄격한 요건을 충족시키도록 하였다.

세부적 규제내용을 보면 우선 상장회사의 유상증자 한도는 1990년대 초반부터 1995년 1월까지 2,000억 원 이내로 제한하였고, 유상증자 비율은 납입자본금의 50% 이내로 증자실시 횟수는 연 1회로 제한하였다. 또한 유상증자를 실시하고자 하는 기업은 납입자본 경상이익률 및 납입자본 순이익률이 5% 이상이어야 할 것을 요구하였다.<sup>23)</sup>

이러한 유상증자에 대한 규제는 1995년 1월 이후 1996년 8월까지의 기간 동안에는 유상증자 한도가 2,000억 원으로부터 3,000억 원 이내로 증가되었고, 기업의 유상증자를 위한 재무요건이 최근 사업연도에 당기순이익이 있을 것으로 완화되어 일시적으로 규제가 완화되었다.

그런데 1996년 9월 1일부터는 10대 기업집단에 대한 유상증자 요건이 새로이 도입되고 상장기업의 유상증자를 위한 배당금 요건이 신설되어 상장기업의 유상증자에 대한 규제가 1995년 1월 이전보다 다시 강화되는 과정을 거치게 된다.<sup>24)</sup>

강화된 규제내용을 보면 재무요건이 최근 3년간 1주당 평균배당금이 400원 이상(중소기업은 300원)이어야 유상증자를 할 수 있도록 하였으며,<sup>25)</sup> 전년도 배

22) 증권거래법에 의한 「상장법인재무관리규정」 제16조의2 제②항.

23) 한국상장사협회, 「상장회사 유상증자 기본요건 및 조정기준」.

24) 한국상장회사협의회가 1996년 8월 30일 제정한 「상장회사 유상증자에 관한 기준」.

25) 3년간 1주당 평균배당금이 400원 이상이어야 한다는 배당금 요건은 액면을 5,000원 기준

## 26 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

당 성향이 업종별 평균배당 성향인 기준배당 성향 이상이어야 유상증자를 할 수 있도록 강화되었다. 또한 유상증자 한도금액은 3,000억 원에서 1,000억 원으로 다시 감소되었다.

그리고 상장기업의 유상증자에서의 이러한 일반적인 규제들 외에 10대 기업 집단에 대해서는 경제력 집중억제라는 명목으로 「10대 계열기업군에 대한 유상증자 한도제한」 규제가 추가되었다. 이 규제는 은행여신 관리제도와 마찬가지로 기업집단 단위로 유상증자의 한도를 설정하고자 하는 것으로서 10대 기업집단이 유상증자를 하고자 하는 경우, 계열사 상장시가 총액의 4% 또는 1,000억 원 중 큰 금액 이내로 유상증자 규모를 제한하되 최대 5,000억 원까지만 가능하도록 한다는 것이었다.

즉, 1996년도 하반기 이후 외환위기 발생 전까지의 상장기업의 유상증자에 대한 규제의 기본 구조는 같은 업종에서 평균 이상의 배당을 한 영업실적이 좋은 기업으로서 3년간 일정액 이상 배당을 해 온 기업만이 연 1회에 납입자본금의 50% 이내에서 유상증자를 할 수 있게 한다는 대단히 엄격한 것이었다.<sup>26)</sup>

또한 이러한 유상증자 요건에 대한 규제는 업종별 경기의 호·불황과 주식시장에서의 주가수준 차이를 고려하지 않고 획일적으로 적용되었는데, 경기부진 업종과 저가주 업체의 경우 사실상 증권시장의 활용기회를 제한하는 역할을 하였다.

〈표 11〉을 보면 1996년 8월 말 현재 종전의 유상증자 요건에 의해서는 증권거래소 상장회사 724개 사 중 84.3%인 610개 사가 유상증자 요건을 충족시키고 있으나, 1996년 9월 1일부터 변경된 새로운 유상증자 요건에 의해서는 상장회사의 35.6%인 258개 사만이 배당금 요건을 충족시키고 있어 변경된 유상증자 요건이 유상증자를 할 수 있는 회사의 수를 대폭 감소시키는 것을 볼 수 있다.

또한 배당금 요건에 대한 규제는 기업들로 하여금 사내 유보를 줄이게 하여 기업의 재무구조를 악화시키는 역할을 하였으며,<sup>27)</sup> 새로이 실시된 「10대 계열기업군에 대한 유상증자 한도제한」 제도는 10대 기업집단의 자기자본 비율 제

으로 하였을 때 3년간 연평균 8%의 고율배당을 해 온 경우에만 유상증자를 할 수 있다는 것을 의미하는 것으로서, 1995년 1월 이전의 유상증자를 위한 재무요건보다 더욱 증가요건이 엄격해진 것을 의미한다.

26) 이러한 유상증자의 규제는 외환위기가 발생하고 난 다음인 1998. 4. 1 모두 삭제되었다.

27) 1996년 12월 결산법인의 경우 당기순익은 1995년 대비 66.2%나 감소하였으나 배당 성향은 오히려 1995년의 19.4%에서 1996년의 56.1%로 증가하였는데, 이는 증가요건을 충족하기 위한 것으로 보이며 이에 따라 기업의 사내 유보가 감소되어 재무구조를 악화시키는 요인으로 작용하였다. 공정거래위원회(1998. 12), p. 12 참조.

〈표 11〉 유상증자 요건 변경에 따른 증자가능 회사수 변동

(단위: 개 사, %)

대상회사	변경 전 요건	변경 후 요건	증 감	증 감 륜
724(대상회사 대비 %)	610(84.3)	258(35.6)	- 352	- 57.7

자료: 한국상장회사협의회(1996. 8), p. 58로부터 인용.

고를 어렵게 만드는 제도적 요인이 되었다.

결론적으로 1990년대 초반부터 외환위기 발생 전까지의 상장회사 유상증자에 대한 규제체계는 수익성이 좋은 기업들만이 유상증자를 할 수 있도록 하였고, 영업실적이 좋지 않은 기업들로 하여금 부채를 늘리지 않고 자본을 조달할 수 있는 기회를 봉쇄하는 것이었다. 또한 이러한 유상증자 요건에 대한 규제체계는 1997년 외환위기에 가까워 올수록 강화되어 상장기업들로 하여금 증시를 통한 자금조달을 어렵게 만들었다.

당시 대기업군의 자금조달시스템이라는 측면에서 볼 때, 간접금융 중 기업의 은행으로부터의 여신증가폭을 「거액여신 총액한도제」와 「동일계열 기업군 여신 한도제」 등을 도입하여 은행의 자본금 증가율 이내로 제한하고, 「대규모 기업 집단 내 계열회사 간 채무보증제한」을 도입하여 상호 채무보증에 의한 자금조달을 사실상 차단하면서 「회사채 발행물량 조정제」를 통하여 기업의 회사채 발행을 자금조달 수단으로서 제대로 사용할 수 없게 했다. 이런 상황에서 기업의 증시를 통한 자금조달마저도 유상증자 요건을 강화하여 직접 자금조달 경로를 실질적으로 봉쇄해 버렸다는 것은, 이러한 규제와 물량제한이 없는 기업어음 발행을 제외하고는 대기업군의 직접 및 간접 자금조달 경로를 모두 봉쇄하는 정책이었다고 평가할 수 있다.

### 5. 상업차관 도입에 대한 규제

1990년대 전반과 중반 금융시장에서 기업환경 변화 중에 중요한 부분의 하나는 자본자유화이다. 1990년대 전반과 중반 한국의 자본자유화 과정을 살펴보면 자본유입에 대한 규제가 비대칭적으로 이루어졌음을 볼 수 있다. 자본유입에 대한 규제의 비대칭성은 두 가지 면에서 두드러지게 나타나는데, 첫째는 정부가 기업보다는 금융기관을 통하여 자본을 유입시켰던 점과, 둘째는 정부가 해외에서 실질적으로 국제금융시장에서 기체 능력이 있는 대기업의 상업차관 도입을 극도로 제한하였다는 점이다.

〈표 12〉 상업차관 도입에 대한 규제

주체	중소기업, 제1종시설사업자, 사회간접자본 관련 공공기업, 외국인 투자비율 50% 이상인 외국인 투자기업, 고도기술수반 외국인 투자기업, 일반대기업, 외채조기상환기업
용도	해외시설채 수입, 국산시설채 구입, 외채조기상환, 민자유치 제1종사업자의 사회간접자본 공사비, 지방자치단체의 사회간접시설사업비
비율	대기업: 소요자금의 70%, 중소기업, 공공기관, 외채조기상환기업: 100%
한도	재경원 장관은 국민경제여건, 외환수급상황 등을 감안하여 차관도입 한도를 설정할 수 있음(*실질적으로 차관도입 수요초과로 자기자본 비율, 국내금융기관 차입의존도, 차입규모에 따라 차관도입예정자를 선정하는 바, 1996년 6억 달러, 1997년 25억 달러의 상업차관 총액한도를 설정함).

자료: 상업차관도입인가지침(재경원고시 1997-9호).

1990년대 초반부터 외환위기 발생 전까지의 자본도입에 대한 규제실태를 보게 되면, 자본도입에 대해서는 기본적으로 자본유입에 있어서 금융기관에 대하여 자본도입에 대한 일종의 독점권을 부여하여, 자본도입은 주로 금융기관을 통하여 도입하되 기업은 금융기관이 도입한 외화를 다시 배분받는 간접금융의 형태를 취하였다. 자본자유화의 장점은 자본유입에 따른 부작용에도 불구하고 외국 장기자본을 저렴하게 이용할 수 있다는 데에 있다. 그러나 이러한 비대칭적 규제에 따라 자본자유화의 혜택에서 기업은 소외되고 금융기관만이 자본자유화의 수혜자로 나타나게 되었다.

기업의 장기자금 도입의 경우 민간기업의 상업차관 도입은 거의 억제되어 왔다. 민간기업의 외자도입은 원칙적 금지를 바탕으로 허용된 것만을 나열하는 포지티브시스템의 원칙 아래 도입물량과 도입금리에 있어서 엄격한 기준을 정하였으며, 필요시마다 일부 규제를 완화하는 방식으로 규제되어 왔다.<sup>28)</sup>

우선 기업의 상업차관 도입물량에 대한 규제를 〈표 12〉에서 보면 상업차관을 도입하는 데에는 연간 도입할 수 있는 명시적 총액한도를 설정하는 동시에 기업별 한도를 설정하였다. 또한 정책 당국은 이러한 명시적인 물량에 대한 규제 외에 도입주체·도입용도·허용비율·도입한도 등에서 엄격한 제한을 가하였다.<sup>29)</sup>

상업차관을 도입할 수 있는 기업으로는 중소기업, 사회간접자본기업, 고도기술수반 외국인 투자기업, 외채조기상환 기업만이 허용되었다.<sup>30)</sup> 대기업에 대해

28) OECD 회원국 중 상업차관에 규제를 가하고 있는 나라는 아이슬란드와 멕시코 등 2개국 뿐이었다.

29) 기업의 상업차관 도입에 대한 규제의 근거규정은 재경원의 상업차관도입인가지침(재경원고시 1997-9호)이다.



〈표 13〉 증장기 외화차입 추이

(단위: 억 달러)

연 도	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
금융기관차입	24.9	24.9	35.8	72.1	98.2	93.7	21.2
정부투자기관 및 지방자치단체차입	19.2	38.7	32.9	40.7	45.2	59.9	24.2
민간차입	1.5	—	—	0.4	0.5	13	29.5
합 계	45.5	63.6	68.7	113.2	143.9	166.6	74.9

자료: 한국은행, 『외환통계연보』, 각 호.

서는 1997. 1. 1 개정에 의해서 첨단시설재 도입용으로 도입하는 경우에 한하여 허용되었으며, 그 후 1997. 2. 5, 1997. 10. 31 등 수차의 개정을 하였으나 근본적인 규제의 틀은 변하지 않았다.

상업차관 도입에 대한 이러한 비대칭적 규제에 따라 기업부문의 장기상업차관 도입은 1986년 이후 한전, 포철 등 정부투자기관에 대해서만 허용되었으며 민간기업의 상업차관 도입은 금융부문의 외자도입에 비하여 대단히 소규모였다.

〈표 13〉을 보면 1996년의 경우 금융기관 및 정부투자기관까지 포함한 전체 도입액 143억 9,000만 달러 중 민간기업이 차입한 외자는 불과 5,000만 달러로서 전체의 0.34%에 지나지 않았으며 금융기관차입액 98억 2,000만 달러의 0.5%에 불과하였다.

정책 당국이 민간기업의 상업차관 도입을 억제해 왔던 표면적인 이유는, 우선 국내외 금리차가 많은 상황에서 해외부문을 통한 통화증발을 억제하고자 하는 통화관리상의 목적 때문이라는 점과, 두 번째 금융기관에 비하여 기업들의 신용도가 낮기 때문에 상대적으로 높은 신용도를 가진 금융기관이 국제금융시장에서 차입하는 것이 보다 낮은 금리로 차입이 용이하기 때문이라는 점 등이었다.

여기에서 통화관리상의 목적이라는 주장은 기업이 상업차관을 도입한다고 하여 금융기관이 상업차관을 도입하는 것보다 통화관리상의 부담을 더 크게 한다고 볼 수 없으므로 논리적 타당성이 없다.

다음으로 금융기관이 국제금융시장에서 차입하는 것이 보다 낮은 금리로 차입할 수 있다는 주장도, 1990년대에 기업 스스로 차관을 도입할 수 있는 능력

30) 중소기업에 대한 상업차관도입 허용은 사실상 유명무실하였는데 상업차관은 금리 및 부대비용 등을 감안하면 대외 공신력이 있는 기업이 500만 달러 이상을 조달할 때 차관도입의 이점을 살릴 수 있으나, 중소기업의 외화자금 수요는 대부분 100만 달러 이하이고 대외신용도가 떨어져서 중소기업에 의한 상업차관 도입은 실질적으로는 거의 이루어지지 않았다. 전국경제인연합회 조사부(1997. 5), p. 11 참조.

이 되고 더욱이 우량기업이 국제금융시장에서 금융기관보다 더 낮은 금리로 외화를 차입할 수 있는 상황에서는 그 논리적 근거를 갖지 못한다.<sup>31)</sup> 사실상 정부부처 내에서도 산업을 담당하는 통상산업부의 경우에는 기업들의 자금조달을 원활하게 하기 위하여 기업의 외자도입 및 현금차관을 허용해야 한다는 입장을 주장해 왔다.<sup>32)</sup> 그럼에도 불구하고 정부가 기업의 상업차관 도입을 극도로 제한하였던 이유는 대기업집단의 경제력 집중억제정책의 일환 때문으로 볼 수 있다.

#### IV. 금융권 장기자금의 단기화

이상에서 논의한 바와 같이 기업측으로부터의 단기자금조달 수요가 증대되는 한편, 금융시스템의 자금공급 능력의 측면에서는 전체적으로 장기자금공급 능력은 축소되는 반면, 단기자금공급 능력이 확대되는 현상이 나타난다. 금융권의 장기자금의 단기자금화 현상은 주로 비은행금융권 중 단기자금공급부문의 비대화를 통해서 나타나게 된다.

##### 1. 비은행금융권의 비대화

국내 금융시스템의 자금공급 측면을 살펴보면, 외환위기 발생 전까지 장기적으로 안정된 자금을 공급할 수 있는 은행권이 위축되고 주로 단기자금을 공급하는 비은행권이 지나치게 비대화되는 현상이 지속적으로 진행되었다.

그 배경에는 은행권에 비하여 비은행권에게 유리한 규제조치를 부과하는 양 금융권 간의 비대칭적 규제가 놓여 있는데, 그러한 비대칭적 규제의 내용을 세부적으로 보게 되면 다음과 같다.

31) 1995년 상반기 은행들의 해외 기체시 LIBOR 가산금리는 0.6을 상회하고 있으나(서울은행 0.6, 외환리스 0.7, 한솔종금 0.66, 경남종금 0.74), 반면 기업들은 거의 0.5 이하(삼성전자 0.49, 유공 0.4, 현대건설 0.48, LG전자 0.52)로 나타났다. 매일경제신문, 1996년 8월 26일자, 김동원, 「국내 금융 산업의 경쟁력 현황 평가와 과제」; 전국경제인연합회 한국금융구조의 재편과제 세미나, 1996. 11. 26 참조.

32) 당시 통상산업부의 한덕수 차관은 기업들이 쉽게 자금을 조달할 수 있도록 현금차관 도입을 조속히 허용해야 한다고 주장했다. 한 차관은 “국내금리가 높기 때문에 현금차관 도입을 허용할 수 없다는 논리는 성립되지 않는다”며, “앞서 자본자유화를 실시했던 나라들에 비추어 볼 때도 이런 논리는 옳지 않다”고 주장한 바 있다. 경향신문, 「현금차관 도입 조속 허용을」, 1999. 7. 25, p. 9로부터 인용.

첫째, 가격에 대한 규제 측면에서 1970년대와 1980년대 은행권의 금리는 인위적으로 시장 실세금리보다 낮은 저금리로 규제되었으나 비은행금융권에게는 은행권보다 시장 실세금리에 가까운 금리가 허용되어 비은행금융권에 대해서는 은행금리보다 높은 금리를 허용하였다. 또한 1990년대 들어 추진된 금리자유화 과정에서 비은행금융권의 금리가 은행권보다 더 빠른 속도로 자유화되어 은행의 수신금리 자유화 비율이 비은행금융권에 비해 낮은 추이를 지속하였다.<sup>33)</sup>

둘째, 업무영역에 대한 규제에서는 비은행금융권에 대해서는 은행수신 상품과 유사한 상품의 취급이 허용되어 온 반면, 은행권에 대해서는 비은행금융권 상품의 특성을 반영한 금융상품의 취급이 엄격히 규제되어 은행권에 대해서는 비은행금융권의 업무영역에 대한 신규진입을 제한하여 왔다.

셋째, 영업활동에 대한 규제에서는 자금운용에 있어서도 은행이 정책금융, 지시금융, 규제금융 등을 주도적으로 담당해야 했던 반면, 비은행금융권은 은행에 부과되고 있던 지급준비 의무도 부과되지 않았다.<sup>34)</sup>

이러한 장기간에 걸친 은행권과 비은행권 간의 비대칭적인 규제에 따라 비은행권은 은행권보다 그 규모가 비대화되어 1980년대 중반에는 비은행권의 수신 및 여신 비중이 은행권을 상회하기 시작하였으며, 비은행금융권의 빠른 성장 추세는 1990년대에도 지속되었다.

〈표 14〉에서 보는 바와 같이 1990년부터 외환위기가 발생하기 직전인 1996년까지 7년간 은행권의 자산규모는 185조 원에서 451조 원으로 244% 증가하였음에 비하여, 비은행금융권의 자산규모는 216조 원에서 761조 원으로 352% 증가하여 비은행금융권의 자산규모가 은행권에 비하여 1990년에 약 117%에서 169%로 대단히 빠른 속도로 성장하는 현상을 볼 수 있다.

또한 〈표 14〉에서 1990년 말부터 1996년 말까지의 비은행금융권 자산의 금융기관별 구성비중의 변화를 보면, 비은행금융권 자산이 단기자금공급 능력을 중심으로 성장하였음을 볼 수 있다. 〈표 14〉에서 개발기관의 구성비중은 15%대에서 12%대로, 투자신탁의 비중은 14%에서 12%대로 낮아지고 있다. 또한 종금사의 경우에는 대체로 20%대를 지속하고 있으며 은행신탁의 구성비중은 14%대에서 25%대로 급속히 증가하고 있다.

개발기관은 산업은행 한국수출입은행 등을 포함하고 있으며 이들은 주로 장기자금을 공급하여 왔다. 그런데 비은행금융기관 중 개발기관의 구성비중이 낮

33) 보다 자세한 내용은 조윤제(1999)를 참조할 것.

34) 장광수(1997), pp. 4~15 참조.

〈표 14〉 비은행금융기관 자산증가 추이

(단위: 10억 원, %)

연도	비은행금융기관						은행
	개발기관	종금사	투자신탁	은행신탁	기 타	합 계	
1990	33,074 (15.3)	48,308 (22.3)	30,674 (14.2)	31,503 (14.6)	72,585 (33.6)	216,144 (100)	184,553
1991	44,178 (16.5)	54,721 (20.4)	34,164 (12.8)	39,812 (14.9)	94,954 (35.5)	267,828 (100)	220,389
1992	47,646 (14.6)	61,590 (18.9)	42,546 (13.0)	57,632 (17.7)	116,717 (35.8)	326,131 (100)	251,321
1993	54,518 (13.3)	75,262 (18.4)	59,147 (14.4)	83,705 (20.4)	137,329 (33.5)	409,961 (100)	275,690
1994	64,898 (12.9)	88,973 (17.6)	66,588 (13.2)	118,459 (23.5)	165,735 (32.8)	504,653 (100)	322,956
1995	79,554 (12.5)	123,879 (19.5)	76,051 (12.0)	161,374 (25.4)	195,512 (30.7)	636,370 (100)	379,517
1996	95,893 (12.6)	155,910 (20.5)	82,272 (10.8)	194,259 (25.5)	232,858 (30.6)	761,191 (100)	451,180
1997	168,038 (18.3)	166,771 (18.2)	102,497 (11.2)	218,180 (23.8)	262,690 (28.6)	918,177 (100)	573,696
1998 <sup>1)</sup>	192,643 (20.6)	88,022 (9.4)	201,763 (21.6)	173,349 (18.6)	278,064 (29.8)	933,840 (100)	564,994

주: 1) 1998년 자료는 1998년 10월 말 기준임.

2) 괄호 안의 수치는 %임.

자료: 한국은행(1998. 12).

아졌다는 것은 장기자금공급 능력이 비은행금융기관의 성장속도를 따라가지 못하였다는 것을 의미한다.

한편, 종금사의 경우에는 공급자금이 기본적으로 단기자금이므로 비은행금융기관의 빠른 성장속도와 유사한 속도로 단기자금의 공급능력이 증가하였다고 볼 수 있다. 〈표 14〉에서 보면 외환위기 발생 직전인 1996년에 종금사들의 자산규모가 155조 9,100억 원으로서 1990년 일반은행 자산규모의 17% 수준에서 1996년에는 35% 수준까지 증가하고 있는 것을 볼 수 있다.

종금사들의 단기자금공급 능력은 자산규모의 확대 외에도 종금사들에 대한 취약한 금융감독을 통하여서도 확대되었다. 대표적인 예로서 외환위기 발생 전 종금사들이 기업어음 매출을 통한 여신을 할 때에 취약한 금융감독을 이용하여

규정에는 위배되는 편법적인 지급보증을 확대함으로써 자금공급 능력을 확대시켰던 것을 들 수 있다. 편법적인 지급보증액수를 통해 판매한 기업어음 액수가 얼마인지 분명한 통계는 없으나 강철준(1998)은 1996년 말 종금사들의 이면보증액수가 약 52조 원에 달한다고 주장한다.<sup>35)</sup>

종금사 외에 비은행금융권 중 가장 빠른 성장속도를 보이는 것은 은행신탁계정의 경우이다. <표 14>에서 은행신탁계정의 성장속도를 보면 은행신탁계정은 1990년 말 총자산액이 31조 5,000억 원으로부터 외환위기 발생 전인 1996년 말에는 194조 2,600억 원으로 7년간 616% 이상 비약적으로 증가하고 있음을 볼 수 있다. 여기에서 은행신탁계정의 빠른 성장속도와 그 운용에 대하여 분석할 필요가 있다.

## 2. 은행신탁계정 자금운용의 단기화

은행신탁계정이 비약적으로 증대되고 있는 가운데 <표 15>에서 은행신탁계정 자산의 운용내역을 보면 자금공급이 단기화되고 있음을 볼 수 있다. <표 15>에서 신탁자산의 대출을 통한 운용비중을 보면 1990년 38%에서 1996년에는 29.0%로 점차 감소하고 있다. 반면, 신탁자산의 유가증권 운용비중은 1990년 53%에서 1996년에는 64.8%로 지속적으로 증가하고 있으며, 특히 유가증권 운용에 있어서 CP 등 매입어음의 운용비중은 1990년의 5.6%에서 1996년에 26.6%로 대폭 증가하고 있다.

이러한 현상이 시사하는 바는 은행신탁 자금운용이 1990년대 들어 외환위기

35) 외환위기 발생 전에 종금사들은 자기자본에 정하여진 채무의 부담한도를 넘어서 어음을 매출하고자 하는 경우나 지급보증 없이는 기업어음 매출이 불가능할 경우에 이른바 편법적인 이면보증을 하였다. 이면보증이란 종금사들이 기업어음 등을 은행 등에게 매출함에 있어서 종금사와 어음매입자 간에 종금사가 매출어음에 대하여 지급보증을 한다는 비밀 계약을 하여 매출하는 것을 의미한다. 이면보증은 종금사가 보증한 액수가 대차대조표상에 전혀 드러나지 않기 때문에 종금사가 실제로 부담하고 있는 채무보증액이 얼마인지에 대한 정보가 공시되지 않아 이면보증에 따른 채무부담은 급속도로 성장하였다. 이러한 이면보증은 은행의 금융기관에서까지 요구하는 등 당시에 만연되어 있던 업무행태였다. 은행들이 근본적으로 신용심사 능력이 근본적으로 부족한 종금사들에 대하여 이면보증을 요구하는 행태는, 은행들이 기업어음에 대한 대규모 수요자로서의 지위를 남용하여 대출 대상기업의 신용분석에 따르는 비용과 위험을 이면보증을 통하여 종금사들에게 전가하고자 하는 '우월적 지위남용 행위'라고 하겠으며, 이는 은행으로서 금융중개의 기본 의무인 신용심사기능을 무시한 행태라고 하겠다. 기업어음 매출에서 이런 행태가 만연한 것은 종금사의 어음매출과 지급보증에 관한 규제 of 실효성을 확보하기 위한 사후적 감독이 취약했기 때문이다.

〈표 15〉 은행신탁계정의 자금운용구성 추이

(단위: 10억 원)

연도	예치금	유가증권		대출금	콜론	기타	총자산
			매입어음				
1990	206 (0.7)	16,692 (53.0)	1,756 (5.6)	12,134 (38.5)	1,642 (5.2)	829 (2.6)	31,503
1991	84 (0.2)	18,739 (47.1)	2,241 (5.6)	16,716 (42.0)	3,037 (7.6)	1,235 (3.1)	39,812
1992	1,144 (2.0)	25,820 (44.8)	5,258 (9.1)	25,191 (43.7)	2,771 (4.8)	2,706 (4.7)	57,632
1993	2,813 (3.4)	46,579 (55.6)	11,984 (14.3)	27,762 (33.2)	2,743 (3.3)	3,808 (4.5)	83,705
1994	2,105 (1.8)	69,965 (59.1)	22,276 (18.8)	38,666 (32.6)	2,090 (1.8)	5,633 (4.8)	118,459
1995	1,462 (0.9)	102,495 (63.5)	37,835 (23.4)	45,844 (28.4)	3,596 (2.2)	7,978 (4.9)	161,374
1996	460 (0.2)	125,922 (64.8)	51,743 (26.6)	56,418 (29.0)	2,097 (1.1)	9,363 (4.8)	194,259
1997	675 (0.3)	141,952 (65.1)	62,313 (28.6)	63,641 (29.2)	2,887 (1.3)	9,026 (4.1)	218,180
1998 <sup>1)</sup>	4,206 (2.4)	106,625 (61.5)	35,145 (20.3)	57,029 (32.9)	2,131 (1.2)	3,357 (1.9)	173,349

주: 1) 1998년 자료는 1998년 10월 말 기준 수치임.

2) 괄호 안의 수치는 총자산 대비 %.

자료: 한국은행(1998. 12), p. 146으로부터 가공.

발생 전까지 지속적으로 대출 등의 장기적 운용보다는 매입어음 등으로 단기화되고 있었다는 것을 의미한다.

은행신탁계정 자금은 기본적으로 장기로 운용하는 것이 신탁의 본래 목적에 적합하다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 이처럼 은행신탁 자금이 대출 등 장기자금보다는 어음매입 등 단기로 운용되는 비중이 증대된 것은 신탁계정 자금운용의 단기화를 조장하는 일련의 중요한 제도적 변화가 있었기 때문이다.

1990년대 은행신탁계정의 자금운용의 단기화를 초래한 중요한 제도적 변화로서 우선 1992년 12월 1일부터 대출금에 대한 의무대출 비율을 폐지하였던 것을 들 수 있다.<sup>36)</sup>

36) 한국은행, 비은행금융기관업무 해설, 한국은행업무참고자료 1994-2, 1994, pp. 131~136

종전에는 은행신탁계정 자금운용에 대한 규제에서 기업에 대한 자금공급 확대를 위하여 은행신탁계정 자금 중 불특정금전신탁 운용자산의 60% 이상을 대출금으로 운용하도록 되어 있었다. 그러나 1992년 12월 불특정금전신탁 운용자산에 있어서 이러한 의무대출 비율이 폐지되었다. 이로써 은행신탁계정 자금은 단기로 운용되는 비은행권 금융상품에 대한 수요기반으로 변질되는 제도적 기반이 마련되었다.

그 후 정책 당국은 1993년 3월 26일에 취한 일련의 신탁자금 운용에 대한 규제완화 조치에서 투자신탁회사가 발행하는 수익증권과 종금사가 단순 중개하는 어음까지도 은행신탁계정에서 유가증권으로 운용할 수 있도록 허용하였으며, 금전신탁에서 신탁계정의 보증어음 매입한도를 금전신탁 총수탁금액의 10%에서 20%로 확대하였다.<sup>37)</sup>

장기로 운용되어야 할 신탁자금에 대하여 대부분 만기가 90일에서 180일인 기업어음에 대해서 신탁자금에 대한 운용을 할 수 있도록 규제를 완화한 것은, 신탁자금의 단기운용을 허용한 것으로서 이들의 조치는 모두 종금사가 취급하는 기업어음 등에 자금을 운용할 수 있도록 수요기반을 대폭 확대시켜, 다시 단기자금을 공급하는 종금사 등의 비대화를 초래하는 정책이었다.

이처럼 은행권에 비하여 단기자금을 공급하는 비은행권이 비대화되어, 은행권의 자금을 비은행금융권으로 이동시키면서 은행권을 통한 안정적 장기자금공급 능력을 축소시키고 종금사 등이 공급하는 기업어음을 통한 단기자금공급 능력이 확대되는 현상의 이면에는, 당시 시장참가자들의 이해관계가 상당 부분 일치하였다는 점을 볼 수 있다.

즉, 대기업군의 입장에서는 이제까지 논의한 바와 같이 자금조달 경로별로 모두 규제가 대폭 강화되어 가는 상황에서 기업어음에 의한 자본조달이 규제가 없는 유일한 자금조달 창구였으며, 기업어음을 중개하는 종금사의 입장에서는 대기업군들의 기업어음에 의한 자금조달 증가가 중개수수료 수익을 높일 수 있는 방안이었다.

또한 기업어음에 대한 최대의 수요처였던 은행신탁계정에서는 그 당시 통상적으로 사용되던 종금사들의 이면보증을 통하여 은행 스스로 해야 할 신용분석 업무에 따르는 비용과 위험 없이 편리하게 고수익을 올릴 수 있는 입장이었고, 은행신탁에 대한 투자자들 역시 신탁의 운용수단이 기업어음으로 대폭 확대되

참조.

37) 재경원 은행과, 「신탁업무운용요강개정」, 『재정금융통계』, 1993. 4, p. 39 참조.

는 데 따르는 고수익을 얻을 수 있었다.

또한 통화 당국은 대기업군들의 증가되는 자금수요로부터 오는 통화량 증가 압박을 기업어음으로 완화할 수 있었다. 마지막으로 당시의 재경부 등 감독 당국은 종금사 등에 대한 감독권이 자신들에게 있는 상황에서 기업어음 매출확대를 통한 산하 종금사들의 규모확대는 금융관료의 이익에 부합되는 일이었으며,<sup>38)</sup> 은행신탁규정에 대한 규제 완화가 금융자유화라는 대의명분과도 일치하였기 때문에 대기업군들의 기업어음을 통한 자금조달 규제에 강한 의지를 가질 이유가 별로 없었다.

즉, 기업자금조달 생태계 참여자들의 서로의 이해관계가 상당 부분 일치하였기 때문에 기업자금조달의 단기화가 심화되는 방향으로 진행되었던 것으로 보인다.

## V. 기업어음의 불투명성과 연쇄부도

이상에서 논의한 바와 같이 기업들의 장기자금조달이 구축(驅逐)되고 단기자금으로 대체 조달되는 과정에서 기업들의 단기자금조달 사용경로로 이용되었던 것이 기업어음이었다.

기업어음(Commercial Paper: CP)은 기업의 자금조달에서 회사채와 대단히 유사한 성격을 가지지만, 기업어음은 법적으로는 약속어음으로서 어음·수표법의 적용을 받으며 회사법의 적용을 받는 회사채와는 구분된다.

원래 기업어음은 신용상태가 양호한 기업이 자금의 일시적 불균형 해소 등 긴급 단기자금을 조달할 목적으로 상거래와 관계 없이 자기신용에 입각하여 발행하는 만기 1년 이내의 유통어음으로서 무담보거래가 원칙인 만큼 대외적으로 지명도가 있는 대기업들만이 발행할 수 있었다.<sup>39)</sup>

기업어음이 기업의 단기자금 조달수단으로서 무엇보다도 중요한 점은 기업의 입장에서 발행한도에 대한 규제가 없었다는 점이다. 앞서 논의한 바와 같이 은

38) 종금사들의 규모가 계속 확대됨에 따라 외환위기 직전 종금협회장은 감독 당국의 차관 출신이 퇴임 후 취임하는 등 중요한 직책으로 격상되었다.

39) 기업어음의 증가는 외환위기 발생 전까지 종금사가 독점하였다. 기업어음은 1991년 11월 제1단계 금리자유화 실시 때부터 발행금리가 자유화되어 금융상품 중 금리자유화가 가장 빨리 시행되었다. 또한 1995년 7월에 최단 만기 및 최저 발행금액이 인하 조정되는 등 기업어음 발행에 대한 규제는 지속적으로 완화되었다.



행여신은 「거액여신 총액한도제」에 의해서 증가되기 어려운 상황이었으며, 회사채는 발행잔액이 회사순자산 가치의 4배를 초과하지 못하도록 규제되고 있었다. 또한 회사채의 발행을 위해서는 상법·증권거래법 등에 의해 이사회 의결, 금융감독원에 발행기업등록, 유가증권신고서의 제출 등 복잡한 절차가 요구되었다. 유상증자의 경우에도 「유상증자 물량조정제도」와 그 밖의 규제에 의해 제약되고 있었다.

그러나 기업어음은 발행한도가 없었다. 발행절차 또한 어음법상의 요건만 충족하면 사모로 직접 발행할 수 있고 행정관청에 대한 신고 등이 없었으며 자금조달 수단에 비하여 규제가 거의 없었다.<sup>40)</sup> 대기업군의 입장에서는 자금조달 경로별로 가해지는 각종 규제를 회피할 수 있는 규제회피수단의 역할을 할 수 있었다.

이에 따라 기업의 기업어음 발행은 급증하게 되는데 기업어음 발행잔액은 <표 3>에서 본 바와 같이 1990년에 12조 7,000억 원이던 발행잔액이 1996년에는 64조 9,000억 원으로 기하급수적으로 증가하고 있다.

이처럼 발행규모가 대규모임에도 불구하고 기업어음 관련 정보는 주식·채권과 달리 체계적 관리체계가 없었고 발행공시에 대한 규제장치가 없었다. 따라서 시장참여자들이 개별 기업들의 발행과 상환에 대한 정보를 알 수 없었으며,<sup>41)</sup> 오직 기업어음 발행기업만이 발행 및 상환 등에 대한 정보를 가지고 있을 뿐인 대단히 불투명하고 투자자와 발행자 간 정보의 비대칭이 극심한 시장이었다. 그리고 기업어음은 무담보 기업어음이었다.

공시장치가 없음에 따라 금융감독기관을 비롯한 각 금융기관들의 입장에서는 어떤 기업이 유동성에 문제가 있다는 풍문이 돌면 해당 기업에 대하여 추가적 신용 여부를 신속하고 정확하게 판단할 수 있는 수단이 없었다.

따라서 금융감독기관의 입장에서는 해당 기업 및 계열의 유동성 위기시 정확한 여신규모의 파악을 조기에 할 수 없어 시장의 불안에 적절하게 대응할 수가 없었으며, 종금사 등 금융기관의 입장에서는 기업어음이 담보에 바탕을 두지 않는 특성상 기업에 이상 징후가 발생하거나 금융시장이 불안정할 경우 즉각적

40) 한국은행(2001. 12), p. 89 참조.

41) 기업어음에 대한 정보공시가 추진되기 시작한 것은 2004년부터였다. 기업어음시장의 투명성을 확보하기 위한 방안으로, 상장법인에 대하여 CP발행 정보를 공시하도록 하고 금융기관을 통해 기업의 CP발행 정보를 은행연합회에 제공하도록 하는 시스템을 구축한다는 것이다. 보다 자세한 내용은 금융감독원, 「기업어음관련 정보 공시 및 관리 강화방안 추진」, 금융감독원 증권감독국, 정례브리핑자료, 2003. 12. 23.

인 여신회수에 돌입할 수밖에 없었다. 물론 기업어음 발행기업의 입장에서조차 자금이 부족할 것이라는 풍문만으로도 유동성 위기에 직면하게 되었다.

이처럼 발행과 상환이 공시되지 않고 투명성이 낮은 기업어음 할인에 의한 자금조달의 증가는 기업어음에 의한 자금조달이 단기일 뿐만 아니라 여신회수가 즉각적이라는 점에서, 1997년 초반부터 발생한 대기업군의 연쇄적 도산에 있어서 중요한 원인이라고 하겠다. 외환위기 이후에도 기업어음은 금융불안이 발생하면 가장 큰 영향을 받음으로써 금융시장의 불안을 증폭시키는 원인을 제공하여 온 바 있다.<sup>42)</sup>

1997년 초반부터 연쇄도산한 대기업군을 보게 되면, 1월에 한보그룹(10위)이 그리고 4월에는 삼미그룹(26위)이 부도를 냈고, 진로그룹(19위)에 부도유예협약이 적용되었다. 5월에는 대농그룹(44위)에 부도유예협약이 적용되었고, 태화백화점과 한신공영그룹(58위)이 부도처리되어 법정관리를 신청했다. 7월에는 기아그룹(8위)에 부도유예협약이 적용되었으며, 10월에는 쌍방울그룹(55위)이 화의를 신청했고, 태영정밀그룹(81위)에 부도유예협약이 적용되었다. 11월에는 해태그룹(24위)과 뉴코아그룹(27위)이 화의를 신청했으며, 12월에는 한라그룹(13위)이 부도처리되어 화의를 신청한 바 있다.<sup>43)</sup>

이처럼 1997년에는 초반부터 연말까지 기업집단들이 연쇄부도를 일으키고 있는데 이러한 연쇄부도에는 다음과 같은 공통적인 패턴이 되풀이 되었다.

우선 금융시장이 불안정한 상황에서 어느 특정 기업에서 부실징후가 나타나거나 금융시장에서 악성 소문이 퍼지게 되면, 중금사 등의 비은행금융기관들은 해당 기업으로부터 급작스럽게 여신을 회수하였다. 이러한 비은행금융기관들의 급작스런 여신회수는 기업의 자금순환에 악순환을 일으켜 실제로 기업의 부도를 초래하여 자기실현(self fulfilling)을 하였다. 또한 계열기업군에 있어서 한 기업의 부도는 상호 지급보증 등 기업군 내의 기업들을 서로 연결하고 있는 고리를 통하여 계열기업 전체를 부도로 몰고 갔다. 대기업군이 부도를 발생시킴에 여신을 모두 회수하지 못한 비은행금융권은 동반부실하게 되었다.

기업어음제도 자체가 가지는 불투명성에 더하여 1997년도 기업의 연쇄도산을 촉진한 중요한 제도로서 1997년 4월 18일 정부가 주도하여 만든 부도유예협약이 있다.

42) 기업어음이 금융시장 불안의 핵이었던 사례는 외환위기 이후에도 대우사태와 신용카드사들의 유동성 위기 때 또다시 재연된 바 있다.

43) 괄호 안의 숫자는 1996년도 금융보험업을 제외한 기업집단의 자산 총액을 기준으로한 대기업군들의 서열을 의미한다.

부도유예협약의 핵심은 금융기관들이 자율적 약속에 의하여 자금압박하의 기업에 대한 대출만기를 연장해 준다는 것으로서, 가장 중요한 내용은 금융기관들이 해당 기업이 부도를 내더라도 당좌거래를 정지시키지 않도록 함으로써 해당 기업의 채무를 일시적으로 유예해 준다는 것이었다.

부도유예협약은 결과론적으로 보았을 때 금융시장의 안정보다는 금융시장의 불안정을 증폭시키는 시스템으로 작용한 것으로 평가할 수 있다.<sup>44)</sup> 이는 1997년 10월 말 부도유예협약의 적용을 받았던 업체의 92%가 정상화되지 못하고 회사정리나 화의신청을 하게 되었던 반면,<sup>45)</sup> 부도유예협약의 구조가 한계기업으로부터 비은행금융권의 여신회수를 오히려 촉진시키는 측면이 있어 금융시장의 불안정을 촉진시켰기 때문이었다.

부도유예협약이 금융시장의 불안을 가중시켜 제2금융권에 대한 의존도가 높은 한계기업의 도산을 촉진하는 시스템으로 작용하였던 메커니즘을 보면 다음과 같다.

우선 기업이 부도유예협약 적용대상으로 지정되면 부도유예협약에 참여한 채권금융기관들은 2개월간 채권행사를 할 수 없게 된다. 은행여신은 대부분 담보나 지급보증을 바탕으로 제공되었다. 그러나 종금사를 비롯한 비은행금융기관들의 여신은 대부분이 기업어음의 할인과 인수의 형태로서 담보가 없는 신용위주의 단기여신이었으며, 비은행금융기관의 입장에서도 여신에 소요되는 자금 역시 대부분 단기로 조달한 자금들이었다.

이러한 상황에서 종금사를 비롯한 비은행금융기관들은 대출해 준 기업이 부도유예협약 적용대상이 되면, 채권행사가 2개월간 묶이게 되고 그 이후로도 기업이 부도가 발생하면 담보가 없음에 따라 대출금을 회수할 길이 없어지게 되어 자신의 존립 자체가 위협받게 되었다.

따라서 종금사를 비롯한 비은행금융기관들은 단기조달 무담보 단기운용하는 업무 성격상 기업에서 부실징후가 나타나면, 해당 기업이 부도유예협약 대상으로 선정되어 채권행사가 불가능해지기 전에 해당 기업으로부터 필사적으로 채권을 회수하고자 할 수밖에 없었다.

44) 부도유예협약의 적용을 받아 왔던 진로, 대농, 기아, 태일정밀그룹 등의 기업군은 모두 자력으로 회생하지 못하고 결국 화의나 법정관리되었다. 진로는 화의, 대농그룹은 미도파를 제외하고는 법정관리나 화의, 기아그룹도 법정관리, 태일정밀그룹도 화의에 들어갔던 것이다. 결국 기업채무의 일시 유예를 통한 기업회생이라는 측면에서 부도유예협약은 실효성이 거의 없었다.

45) 최도성·지현열(1998), p. 208.

#### 40 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

기업어음 발행에 대한 정보가 부족하고 발행에 대한 담보가 없이 발행되는 기업어음을 보유한 증권사 등의 비은행금융기관들에 있어서 부도유예협약의 실행은, 이들로 하여금 부실징후 또는 악성 소문이 나타나는 한계기업들로부터 여신회수에 총력을 기울이게 하여 금융시장을 더욱 불안정하게 만드는 제도적 요인이 되었던 것이다.

〈표 4〉에서 30대 기업집단의 차입금 구성비중을 보면, 1996년에 어음차입금의 비중이 전체 차입금의 17.56%로서 29조 1,620억 원이었던 것이 1997년에는 8.72%로 하락하여 19조 9,490억 원으로 30대 기업집단의 경우 한 해 동안 어음차입금이 무려 9조 2,130억 원이 감소하는 것을 볼 수 있는데, 이러한 기업집단의 어음차입금의 감소과정이 바로 1997년 외환위기 중 기업집단의 연쇄부도 과정을 의미한다.

〈표 16〉은 1997년중 도산한 주요 기업집단의 1996년 말과 1997년 말의 차입금 현황을 비교한 것이다. 도산한 8개 기업집단의 차입금 현황을 보면 대부분 단기차입금의 비중이 전체 차입금의 50%에 달하고 있는 것을 볼 수 있다. 또한 단기차입금 중에서도 어음차입금의 비중을 보면, 〈표 4〉의 30대 기업집단의 어음차입금 비중이 1996년의 경우 17.56%인데 부도기업집단은 모두 평균치 이상의 어음차입금 비중을 보이고 있다.

또한 1996년 말 평균치 이상으로 대단히 높던 어음차입금의 비중이 1997년 말에는 대폭 감소하는 것을 볼 수 있는데, 어음차입금의 감소과정이 당시 금융시장의 불안에 따라 증권사 등 비은행금융권이 급작스럽게 여신을 회수하고 이에 따라 이들 기업집단이 부도를 발생시키게 되는 과정이다.

한보그룹(10위)의 경우, 부도발생하기 전인 1996년 말 단기차입의 비중은 39.8%인 것으로 나타난다.

삼미그룹(26위)의 경우, 1996년 말 어음차입금이 6,430억 원으로서 전체 차입금의 38.4%를 차지하고 있는데 1997년 말 어음차입금은 250억 원으로 감소되고 있어 한 해 동안 어음차입금이 무려 6,180억 원 감소하고 있는 것을 볼 수 있다.

진로그룹(19위)의 경우, 1996년 말 어음차입금이 1조 2,710억 원(전체 차입금의 42.7%)을 차지하고 있는데 어음차입금이 1997년 말 1,340억 원으로 감소하여 1997년 중에만 1조 1,370억 원의 어음차입금이 감소하였던 것을 볼 수 있다. 진로그룹은 한보, 삼미그룹의 부도사태 이후 1997년 3월과 4월 사이에만 비은행금융권이 4,000억 원의 여신회수를 하여 간 것이 부도의 직접적인 원인이 되

〈표 16〉 부도 대규모 기업군의 차입금 현황

(단위: 10억 원, 괄호 안은 구성비율 %)

기업명	연도	단기차입금				유동성 장기부채	회사채	장기 차입금	차입금 합계	차입금 의존도
		어음	당좌차월	기타	합계					
한보	1996		122 (2.7)	1,661 (36.1)	1,831 (39.8)	320 (7.0)	473 (10.3)	1,973 (42.9)	4,597 (100.0)	0.56
	1997			173 (3.8)	858 (18.7)	53 (1.2)	674 (14.7)	3,005 (65.5)	4,591 (100.0)	0.59
삼미	1996	643 (38.4)	44 (2.6)	237 (14.2)	924 (55.2)	164 (9.8)	466 (27.9)	119 (7.1)	1,672 (100.0)	0.58
	1997	25 (1.6)	7 (0.5)	260 (16.8)	799 (51.5)	0.2 (0.0)	398 (26.7)	61 (3.95)	1,551 (100.0)	0.88
진로	1996	1,271 (42.7)	79 (2.6)	487 (18.8)	1,837 (61.6)	402 (13.5)	419 (14.1)	322 (10.8)	2,980 (100.0)	0.65
	1997	565 (16.6)	104 (3.1)	1,121 (35.3)	1,870 (54.9)	374 (11.0)	376 (11.0)	785 (23.0)	3,404 (100.0)	0.67
대농	1996	339 (24.6)	4 (0.3)	240 (17.4)	584 (42.3)	242 (17.5)	297 (21.5)	256 (18.6)	1,380 (100.0)	0.66
	1997	143 (9.0)	17 (1.1)	504 (31.9)	665 (42.0)	112 (7.1)	343 (21.7)	462 (29.2)	1,582 (100.0)	0.85
기아	1996	1,348 (17.6)	69 (0.9)	1,294 (16.9)	2,714 (35.5)	1,724 (22.5)	1,656 (21.7)	1,551 (20.3)	7,647 (100.0)	0.38
	1997									
해태	1996	647 (30.8)	21 (1.0)	162 (7.7)	831 (39.6)	280 (13.3)	493 (23.5)	495 (23.6)	2,100 (100.0)	0.52
	1997	465 (17.7)	3 (0.1)	780 (30.7)	1,271 (48.4)	486 (18.5)	415 (15.9)	449 (17.1)	2,622 (100.0)	0.52
뉴코아	1996	201 (12.8)	79 (5.0)	524 (33.5)	803 (51.4)	195 (12.5)	203 (13.0)	362 (23.2)	1,564 (100.0)	0.49
	1997	— (0.0)	86 (7.4)	526 (45.4)	614 (52.9)	245 (21.2)	102 (8.9)	197 (17.1)	1,156 (100.0)	0.39
한라	1996	2,009 (48.1)	55 (1.3)	676 (16.2)	2,740 (65.6)	327 (7.8)	466 (11.2)	645 (15.4)	4,179 (100.0)	0.55
	1997	1,397 (22.3)	101 (1.6)	2,887 (46.0)	4,385 (70.0)	335 (5.4)	724 (11.6)	822 (13.1)	6,267 (100.0)	0.71
30대 기업 집단 전체	1996	29,169 (17.6)	2,929 (1.7)	37,119 (22.4)	69,217 (41.7)	23,265 (14.0)	40,660 (24.5)	36,575 (22.0)	166,112 (100.0)	0.50
	1997	19,955 (8.7)	2,952 (1.3)	72,490 (31.7)	95,397 (41.7)	31,792 (13.9)	53,420 (23.3)	52,132 (22.8)	228,851 (100.0)	0.55

자료: 한국신용평가 KIS-LINE.

#### 42 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

어 부도방지유예협약의 첫 번째 적용대상이 되었다.

대농그룹(44위)의 경우, 1996년 말 어음차입금은 3,390억 원으로서 전체 차입금의 24.6%를 차지하고 있는데 이는 주로 은행여신인 장기차입금 2,560억 원(18.6%)보다 많은 규모였다. 대농그룹은 진로그룹에 이어 부도방지협약의 두 번째 적용대상이 된 바 있다.

기아그룹(8위)의 경우, 1996년 말 어음차입금이 1조 3,480억 원(전체 차입금의 17.6%)으로서 단기차입금의 비중이 35.5%였다. 기아그룹은 계열회사인 기아특수강의 자금사정이 심화되자 종금사들이 1997년 6월부터 집중적으로 여신을 회수함에 따라 1997년 7월 15일 그룹 전체가 부도유예협약 대상이 되었으며, 1997년 9월 30일 부도유예협약 종료 후 하루 만에 부도처리되는 과정을 거치게 된다.

해태그룹(24위)의 경우, 1996년 말 어음차입금이 6,470억 원(전체 차입금의 30.8%)으로서 어음차입금을 포함한 단기차입금의 비중은 39.6%였다. 해태그룹은 사실상 금융권의 회수로 인한 흑자부도의 성격을 가지고 있다. 해태그룹이 부도를 맞이하게 된 직접적인 원인은 종금사들이 해태그룹으로부터 여신을 회수하는 것을 자제하기로 합의하였음에도 불구하고, 종금사들이 1997년 7월부터 1997년 9월까지 해태그룹으로부터 1,900억 원의 여신을 집중적으로 회수하였기 때문이었다.

뉴코아그룹(27위)의 경우에는, 1996년 말 어음차입금 2,010억 원(전체 차입금의 12.8%)을 비롯한 단기차입금의 비중이 51.4%였다.

한라그룹(13위)의 경우, 1996년 말 어음차입금이 무려 2조 90억 원으로서 전체 차입금 중 48.1%를 차지하고 있었는데 1997년중 금융시장 불안에 따라 어음이 회수됨에 따라 부도처리되었다.

그 밖에 쌍방울그룹(55위) 부도의 경우도 유사하다. 쌍방울그룹은 1996년 말 기준 매출액이 8,122억 원인데 부채가 9,000억 원을 넘어서고 있다. 이 중 은행여신은 1,630억 원에 불과하고 종금사 부채가 5,500억 원에 달하였다. 이렇게 종금사 차입이 늘어난 것은 1996년 총 3,808억 원이 들어간 동계 유니버시아드 대회 시설을 건설하면서 2,873억 원의 종금사 차입을 통하여 시설투자를 하였기 때문이다. 쌍방울그룹도 금융시장 불안에 따라 종금사들이 여신을 회수하면서 부도처리되는 과정을 맞게 되었다.

## VI. 결 론

한국의 외환위기는 표면상 관찰하기에는 대기업군들의 연쇄부도가 발생하고 이에 동반하여 금융기관이 부실화하면서 시작된다. 그 이면에는 외환위기 발생 전 1990년대에 대기업군들의 자금조달이 은행대출, 회사채 발행, 유상증자 상업차관 등 장기적이고 안정적인 자금조달보다는 기업어음에 의한 조달로 조달된 자금이 단기화되고 불안정해지는 현상이 나타난다.

본 연구는 이처럼 외환위기 발생 전까지 기업자금조달이 단기화되고 불안정화된 원인에 대해서 제도적으로 분석한 결과, 금융시스템 전체적으로 금융규제 체계가 대기업군의 자금의 수요와 공급 양면에서 조달자금의 단기화를 조장하는 방향으로 강화되었던 것으로 분석하였다.

우선 대기업군의 자금수요면에서 보면, 1980년대 말부터 1990년대 중반에 걸쳐 기업의 저축과 투자의 갭이 확대되어 기업부문의 외부 자금조달 규모가 확대되어 기업의 저축과 투자의 갭을 메우는 과정에서 금융시스템의 규제체계가 제도적으로 대기업군의 자금의 수요와 공급 양면에서 조달자금의 단기화를 조장하는 방향으로 강화되었던 것으로 분석되었다.

1990년대 들어서면서 외환위기 발생 전까지 기업의 자금조달시스템 관련 규제와 제도의 전체적인 방향은 은행여신, 지급보증, 회사채 발행, 유상증자, 상업차관 도입 등 장기자금조달 경로별로 대기업군에 대해서만 배타적으로 적용되는 규제가 1990년대에 잇달아 도입되었다. 반면, 대기업군의 기업어음 등을 통한 단기자금조달 경로에 대해서는 규제가 거의 없어 자금조달면에서 대기업군들로 하여금 장기자금조달보다는 단기자금을 조달하도록 조장하는 장단기 자금조달 간에 규제의 극심한 비대칭적인 환경이 조성된다.

그러한 규제조치들로서 은행여신에서는 계열기업군에 대한 여신을 은행자기 자본의 일정 비율로 규제하는 시스템인 「거액여신 총액한도제」와 「대규모 기업 집단 내 계열회사 간 채무보증제한」 등이 도입되었다. 직접금융에서는 회사채 발행에 있어서 「회사채 발행물량 조정제도」, 기업의 유상증자에 의한 자금조달 경로에 대해서는 배당금 요건, 증자금액 한도, 연간증자 횟수 등에서 엄격한 요건을 충족시키도록 하였고, 10대 계열기업군에 대해서는 1996년 9월 이후 「10대 계열기업군에 대한 유상증자 한도제한」 규제가 도입되었다. 그리고 자본자유화 과정에서도 대기업군들의 상업차관 도입을 사실상 억제하였다.

#### 44 외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인

이처럼 대기업군의 장기자금조달에서는 장기자금조달 경로별로 규제가 강화되어 장기자금조달 비용이 상승하게 되자, 대기업군들은 자연 규제가 별로 없는 기업어음 등에 의한 단기자금으로 자본조달비중을 높이게 되어 자본의 수요 측면에서 자본조달구조를 단기화하게 하는 제도적 원인이 되었던 것이다.

한편, 금융시스템의 자금공급면에서 보면 금융시스템의 장기자금공급 능력이 상대적으로 감소되고 그 대신 단기자금공급 능력이 이를 대체하는 현상이 나타나게 되는데 그 이면에는 장단기 자금공급체계 간에 비대칭적인 규제가 놓여 있다.

자금의 공급면에서의 장단기 공급시스템 간의 비대칭적 규제체계를 보면, 정책 당국은 우선 은행권에 비하여 제2금융권에 대해서 영업활동의 여러 측면에서 규제의 정도를 완화시키는 비대칭적 규제를 장기간 실시함에 따라 제2금융권이 은행권에 비하여 빠른 속도로 비대칭화하였으며, 이렇게 비대칭화한 제2금융권으로서 종금사와 은행신탁계정이 있다.

당시 종금사는 기업의 단기자금조달 수단인 기업어음을 중개하고, 은행신탁계정은 1990년대 일련의 은행신탁계정 자금운용에 대한 규제 완화를 통하여 그동안 은행신탁계정을 통하여 공급되는 장기자금을 종금사 등이 중개하는 기업어음에 대한 수요기반으로 전락시킴으로써, 금융시스템 전체적으로 보았을 때 장기자금공급을 단기자금공급으로 대체시키는 결과를 초래하였다.

이러한 조치 등에 따라 종금사를 비롯한 비은행금융권이 이상 비대칭화하게 되어 은행권이 위축되면서 은행을 통한 장기의 안정적인 자금공급 능력보다는 비은행금융권을 통한 불안정한 자금의 공급 능력이 증대되는 결과를 초래하였다.

이상에서 논의한 바와 같이 정책 당국은 기업의 장단기 자금의 수요와 공급 양면에서 단기자금을 대한 수요와 공급 능력을 확대시키는 비대칭적 규제를 실시하였다.

이러한 비대칭적 규제는 대기업군들로 하여금 장기자본의 자본비용을 상승시키는 동시에 단기자본에 대한 자본비용을 과다하게 낮추는 역할을 하였다. 여기에 금융권을 포함하여 당시 사회 일반적으로 암묵적으로 받아들여지고 있던 대기업군들에 대한 대마불사의 신화는 시장참여자들 모두에게 단기자본 사용증가에 따른 파산위험을 과소평가하게 하였다. 이처럼 단기자본의 자본비용을 과다하게 낮추고 파산위험을 과소평가하게 하는 제도적 환경은, 대기업군들로 하여금 자본비용이 낮은 단기자본을 과다하게 사용하게 함에 따라 기업들의 최적자본구조를 왜곡시키는 역할을 하여 대기업군 자본구조의 파산위험을 높이는



역할을 하였다.

다음으로 파산위험이 높아진 자본구조에 대기업군들이 장기자본을 대체하는 단기자본조달 수단으로 사용한 기업어음은 규제가 거의 없어 발행한도가 없었으며, 발행정보에 대한 공시규제체계가 없어 발행에 대한 정보가 불투명하였고 담보가 없이 발행되었다. 따라서 기업의 유동성에 문제가 있을 경우, 발행정보가 부족하고 담보를 확보하지 못한 금융기관들의 즉각적인 여신회수를 촉발시킬 수밖에 없었고, 이는 금융시장의 불안을 증폭시키는 메커니즘을 내포하고 있었다.

1997년 외환위기 당시 한국 기업집단의 연쇄부도는 일부 기업집단의 유동성이 문제되자 파산위험이 높은 대기업군들의 재무구조가 기업어음이 가지고 있는 불투명성과 결합되어 금융시장의 불안을 증폭시킴에 따라 대기업군들의 연쇄부도가 현실화함에 따라 발생한 것이며, 그 이면에는 장단기 자금조달에 대한 비대칭적 규제가 놓여 있다고 하겠다.

외환위기 발생 전 자금의 수요 측면에서 기업의 장기자금조달 경로별로 규제가 강화되었던 배경에는 대기업군들에 의한 경제력 집중을 자금조달 경로를 직접적으로 봉쇄함으로써 단기간 내에 달성하겠다고 하는 조급함이 놓여져 있음을 볼 수 있다.

경제력 집중문제 해결을 시장 친화적인 정책을 개발함이 없이 대기업군들의 자금조달 경로를 직접적으로 봉쇄하고 대기업집단에게만 배타적으로 적용되는 규제강화를 통하여 경제력 집중을 해결하고자 했던 정책은, 결과적으로 기업의 자본구조를 취약하게 만드는 원인의 하나로 작용하게 되었다고 평가할 수 있다.

아울러 기업어음의 불투명성은 해결되지 않고 있다가 그 이후로도 대우사태와 LG카드를 비롯한 카드사 문제 때 또다시 국민경제를 충격으로 몰아넣은 바 있다. 여기에서 우리는 시스템이 개선되지 않는 한 이름만 달리한 현상이 되풀이 되어 나타난다는 평범한 진리를 확인할 수 있다.

끝으로 본 논문이 살펴본 바와 같이 금융의 각 부문에 대한 규제 정도가 서로 상이한 상황에서 금융 어느 한 부문에 대한 규제강화는 규제를 회피하기 위한 경제주체들의 적응에 따라 경제주체들로 하여금 규제가 약한 부문을 이용하도록 조장하는 역할을 하게 된다. 이처럼 규제를 회피하기 위한 경제주체들의 일탈행동은 정책 당국이 전혀 기대하지 않은 결과를 배태할 수 있다.

따라서 정책담당자들은 정책이 시행되는 시스템을 부분균형이 아니라 일반균형론적인 입장에서 파악하여야 하며, 시행하고자 하는 정책이 비록 부분적으로

합리성을 가지고 있는 정책이라고 할지라도 일반균형론적인 입장에서는 균형을 상실하게 하는 정책일 수가 있으므로 정책담당자들은 보다 일반균형론적인 관점에서 정책을 입안하여야 한다는 점을 시사한다고 하겠다.

## 참 고 문 헌

- 강성운, 「CP 시장 현황 및 제도개선 방안」, 『금융시스템 리뷰』 제10호, 한국은행, 2004. 1.
- 강철준, 『경제위기의 원인분석과 향후 정책방향』 중 정부정책부문, 한국경제연구원, 정책보고서 98-04, 1998. 6, 69~111.
- 강효석, 『은행의 위험가중자본규제와 유상증자』, 한국금융연구원, 연구보고서, 1996. 12.
- 공정거래위원회, 『1997년판 공정거래백서』, 1997. 9, 162~163.
- 공정거래위원회 규제개혁작업단, 『경제규제개혁추진실적』, 1998. 12.
- 규제개혁추진회의, 『규제개혁백서』, 1998. 1.
- 금융감독위원회, 보도자료, 각 호.
- 김동원, 「경제위기의 원인과 금융구조분석」, 『경제학연구』 제46집 제4호, 한국경제학회, 1998. 12, 391~422.
- 김인수, 「한국의 여신관리와 주거대출제도: 역사, 분석, 그리고 전망」, 경상대학교 대학원 박사학위논문, 1997. 2.
- 김창진·남광희·이종욱, Korean Currency Crisis and Overinvestment in the Perspective of Long-Run Equilibrium, 한국경제연구원, 2000.
- 박대근·이창용, 「한국의 외환위기: 전개과정과 교훈」, 『경제학연구』 제46집 제4호, 한국경제학회, 1998. 12, 351~389.
- 박대근·최준혁, 「외환위기 이전에 원화는 고평가되었는가?」, 『금융학회지』 제5권 제1호, 2000. 6, 43~65.
- 박원암·최공필, 「한국 외환위기의 원인에 관한 실증분석」, 『국제경제연구』 제5권 제3호, 국제경제학회, 1999. 12, 1~26.
- 오상근, 『민간기업의 초과차입비율 결정요인에 대한 실증분석』, mimeo, 1998. 4.
- 월간조선, 『대한민국은 왜 쓰러졌는가? 외환위기백서』, 1999. 10 별책부록.
- 유승민, 『나누면서 커간다—재벌정책』, 미래미디어, 1996.

- \_\_\_\_\_, 『재벌, 과연 위기의 주범인가?』, 비봉출판사, 2000. 6.
- 이병기, 『한국 기업집단의 채무보증』, 한국경제연구원, 1998. 2.
- 이영섭·이종욱, 『한국의 외환위기: 예측 가능했는가?』, 국제금융연구회 주최  
심포지움, 1998. 2. 14.
- 이제민·어운선, 「경제위기와 재벌도산」, 『경제발전연구』 제6권 제1호, 한국경  
제발전학회, 2000. 6.
- 장광수, 「은행 및 제2금융권간 비대칭적 규제의 추이와 영향」, 『금융경제연구』  
제90호, 한국은행, 1997. 8, 4~15.
- 재정경제원, 『재정금융통계』, 각 호.
- 전국경제인연합회 조사부, 『여신관리제도의 개편방향』, 전경련조사 1992-11,  
1992. 11.
- \_\_\_\_\_, 『기업입장에서 본 금융개혁의 핵심과제』, 조사자료 97-1, 1997. 2.
- \_\_\_\_\_, 『'97년 기업금융 규제완화 과제』, 조사자료 97-2, 1997. 5.
- 전국투자금융협회, 『투자금융협회 10년사』, 1990. 4.
- 정동윤, 『회사법』 제6판, 법문사, 2000. 7.
- 정운찬, 「IMF 규제금융과 거시경제정책」, 한국금융학회 심포지움 『향후 금융재  
정정책 운용과 금융산업의 구조조정 방향』 발표논문, 1998. 3. 20.
- 정찬형, 『상법강의』 제5판, 박영사, 2001.
- 조운제, 「1990년대 한국의 금융자유화 방식과 금융위기에 대한 분석」, 『한국경  
제연구』 제2권, 한국경제연구학회, 1999. 9.
- 최도성·지현열, 『회사정리제도』, 서울대학교 출판부, 1998. 8.
- 최두열, 『아시아 외환위기의 발생과정과 원인』, 한국경제연구원, 1998. 12.
- 최두열·이연호, 「금융감독과 외환위기: 종합금융회사에 대한 제도적 접근」,  
『한국경제연구』 제8권, 한국경제연구학회, 2002. 6.
- 최창규, 「투기적 공격이론과 한국의 외환위기」, 『경제분석』, 한국은행, 1998.
- 한국상장사협의회, 『상장』, 각 호.
- 한국은행, 『자금순환』, 각 호.
- \_\_\_\_\_, 『통화금융』, 1998. 12.
- \_\_\_\_\_, 『우리나라의 금융시장』, 2001. 12.
- 각종 법령집.
- 국내 일간지, 각 호.
- Corsetti, G., P. Pesenti, and N. Roubini, What Caused the Asian Currency and

Financial Crisis?, *Japan and the World Economy*, Vol. 11, 305~373, 1999.

Krugman, Paul, What Happened to Asia, mimeo, 1998.

Radelet, Steven and Jeffrey Sachs, *The Onset of the East Asian Financial Crisis*,  
Harvard Institute for International Development, 1998. 3.

[Abstract]

## The Causes of Chain-reacting Bankruptcies of *Chaebols* and Korea's 1997 Currency Crisis

Doo-Yull Choi

This paper studies into causes of the chain-reacting bankruptcies of *Chaebols* before the outbreak of Korea's 1997 currency crisis. The main result of this study shows that while corporate demand for money had been steadily increasing from the early 1990's, corporate financial regulation system had been asymmetrically aggravated from both of demand and supply side of money toward the direction that forced the *Chaebols* to meet their money demands by short term and unstable financing instead of long term and stable financing, leading their capital structure vulnerable to bankruptcy. Combined thus formed fragile capital structure of *Chaebols*, the opacity of CP market which had no official announcement system in their issuance had aggravated the financial market instability, resulting the chain bankruptcies of *Chaebols* and finally leading to the outbreak of Korea's currency crisis.

Keywords: Currency Crisis, Chain Bankruptcies, Corporate Financial Regulation,  
*Chaebol*, Commercial Paper

JEL Classification: F3, G2