

IMF와 리스크 관리

1. IMF 체제의 원인
2. 리스크의 개념
3. 리스크 관리의 중요성

1. IMF 체제의 원인

97년말 우리나라는 외환위기 극복을 위해 IMF 구제금융을 신청하였고, 8개월째 IMF 경제구조 개혁이 진행되고 있다. 이러한 위기의 원인에 대하여 그동안 많은 지적이 있었는데, 한마디로 말하면 한국경제가 구조적인 문제점을 지니고 있었고, 그러한 문제점이 외환위기를 기폭제로 하여 터져나온 것이라고 할 수 있다.

한국경제의 구조적인 문제점으로는 우선 1960년대 이후 30년간 개발경제 체제하에서 경제 전체적으로 저축률 이상의 투자가 이루어짐으로써 만성적인 자본부족과 외채부담이 커질 수 밖에 없었다는 점을 들 수 있다. 기업들도 자기자본 이상의 과도한 투자에 몰두하였고, 눈덩이처럼 커진 채무부담이 성장의 걸림돌로 작용하는 한계상황이 막친 것이다.

다음으로 기업과 금융부문에서는 과잉투자(overcapacity)로 고금리 상태가 지속되었음에도 불구하고 “장기 저리의 안정적인 산업자금의 공급”이라는 정부 정책 목표하에 금융시스템은 낙후될 수 밖에 없었다. 따라서 금리의 가격 기능은 마비되었고, 금융기관들은 “대마불사(Too big to fail)”라는 잘못된 인식하에 신용평가 기능이 제대로 자리잡지 못한 것이다.

이러한 상태에서 경영상태가 부실한 기업이나 금융기관의 시장퇴출 또한 시장 내에서 자유스럽게 이루지지 않아, 또다른 부실이나 부채를 양산하는 악순환이 계속되었다.

그러나 이러한 문제점들은 모두 사후적으로 나타난 결과의 해석일 수 있다. 보다 깊이 근본적인 뿌리를 찾아보면 경제 전체적으로 위험(Risk)을 관리하는 시스템 자체가 없었다는 점이 나타난다.

정부 차원에서 “수출 목표 달성”이라는 대명제 아래 모든 자원을 수출기업에 집중하여 투입함으로써 경제 전반의 위험을 키운 꼴이 되었다. 예를 들어 100억 달러어치를 수출하는 것이 목표인데 이 목표가 달성되지 않았을 경우 경제에의 쇼크를 계산하고 이에 대한 어떤 준비를 했어야 함에도 불구하고 이는 등안시 한

채, 오로지 수출 드라이브만을 밀어부친 셈이다. 기업들 역시 '위험'이라는 개념을 도외시 한채, "규모의 경제 효과" 만을 중요시하여 외부차입에 의한 덩치 부풀리기에 주력하였다. 투자에 따르는 수익률만 고려의 대상이었지, 실패할 경우의 리스크는 고려하지 않았다. IMF 체제 1년전인 1996년 하반기의 상황을 돌이켜 보면 보다 쉽게 원인들을 해석할 수 있다.

당시 OECD 가입을 앞두고, 세계화 및 자유화라는 추세하에서 국내금리가 국제금리보다 높았기 때문에 기업이나 금융기관 등 경제주체들은 원화 가치의 절상을 예상하고 달러화에 대해 1년이내의 단기 차입에 나서기 시작했다. 국내에서 원화차입을 아무리 늘리더라도 자신의 신용등급에는 아무런 영향이 없었다는 것을 경험한 대기업들로서는 세계시장에서도 달러 차입을 그것도 단기에 대폭 늘린 것이다. 만약 원화 가치가 자신의 예상과 달리 절하될 가능성에 대해서는 아무도 대비하지 않은 것이다. 금융기관들은 단기로 차입한 달러를 동남아 국가 등에 1년 이상 장기로 운용함으로써, '만기불일치' 라는 리스크까지 떠안게 되었다. 결국 국가 전체적으로 단기차입 달러에 대한 상환 부담이 가중됨으로써¹ 국제신인도 하락에 결정적 원인을 제공하게 되었다.

더구나 1996년까지 비교적 무난했던 경기가 1996년말을 고비로 점차 후퇴국면(trough)으로 진입하기 시작하자, 곧바로 과다차입 대기업군들의(한보, 기아 등) 부도가 발생하기 시작하였다. 부도가 난 대기업들의 공통된 특징은 90년대 들어 무리한 사업확장을 해 온 기업들이라는 점이다. 경기순환이라는 경제내 가장 기본적인 특성을 고려하지도 않고, 장기적인 사업성의 검토없이 이루어진 투자가 합리적일 수 없다. 경기가 조금이라도 위축되거나, 금리가 조금이라도 상승하는 등 경제내 충격이 오면 이를 견딜만한 사전의 준비를 전혀 하지 않은 것이다. 여기에서 예기치 못한 충격이 올 가능성이 바로 리스크인 것이다.

결국 한국 경제 전체적으로 30년 개발경제의 흐름속에서 오로지 성장과 확장이라는 전략하에서, 앞만 보고 달린 경제주체들이 자신의 목표가 빗나갈 가능성에 대해서는 한번도 계산해 보지 않은 것이 오늘날 IMF 사태를 가져온 가장 큰 이유라고 할 수 있다. 따라서 여기에서는 리스크의 기초적인 개념과 측정 방법, 그리고 우리나라에서 리스크에 대한 관리가 미진했던 이유를 지적하고, 리스크 관리의 중요성을 지적하고자 한다.

¹ 97년 10월 당시 외환보유고는 305억달러였으며, 총외채는 잠정치로 1,197억달러였고, 이중 단기외채 비중은 54.8%로 추정됨.

2. 리스크의 개념

1) 리스크의 정의

일반적으로 리스크는 육체적, 물질적, 정신적으로 손해를 볼 가능성과 그 정도라고 할 수 있다. 예를 들어 육체적인 리스크는 병이 들 가능성이라든지, 교통사고를 당할 위험을 말하며, 물질적인 리스크는 주식에 투자했다가 손해를 볼 가능성 등 경제적 손실에 대한 리스크이다. 그리고 정신적인 리스크는 정신적인 타격을 받을 수 있는 위험으로 육체적, 물질적 손실이 커져 정신적인 리스크로 연결되는 경우도 상정할 수 있다.

그러나 경제학이나 경영학적 의미에서 리스크는 물질적인 리스크이며, 돈에 관계된 개념으로 “기대한 수익률 또는 기대한 비용에서 일탈할 가능성과 그 범위”라고 정의할 수 있다. 즉, 얼마만큼의 수익을 기대하고 일정한 돈을 투자한 경우, 예기치 못한 상황으로 인해 기대했던 수익이 덜 발생하거나, 또는 더 많이 발생할 가능성이 리스크이다. 또, 기대했던 수익을 달성하는 데 필요로 하는 비용이 당초 생각했던 비용을 초과하거나 미달할 가능성도 리스크이다.

재무이론가들은 이러한 리스크를 불확실성(Uncertainty)의 개념에서 찾으려고 한다. 불확실성의 세계는 확률(Stochastic)의 세계이다. 경제내 모든 자산(특히 금융자산)은 속성상 항상 가격변동이라는 불확실성을 지니고 있기 때문에 투자손실을 유발할 가능성을 내포하고 있다. 따라서 이러한 불확실성의 정도 또는 범위를 재는 척도가 요구되며, 불확실성을 계측 가능하도록 체계화한 것이 소위 포트폴리오 이론에서 정의하는 리스크이다.

2) 리스크의 측정

수치적으로 리스크는 통계적 모멘트를 이용하여 정의되는데 포트폴리오이론에서 리스크는 표준편차(standard deviation, σ)를 말한다.² 따라서 금융자산의 가격이 확률과정을 따를 때, 그 수익률의 리스크란 실제수익률이 기대값에서 벗어나는 정도를 의미한다.

어느 특정조건하에서 통계적 의미의 리스크를 산출하는 것은 어렵지 않다. 간단히 표준편차를 계산하기만 하면 된다. 그러나 여기에는 전제가 필요하다. 표본데

² 표준편차는 보통 시그마, 또는 변동성(volatility)이라고 불리기도 한다.

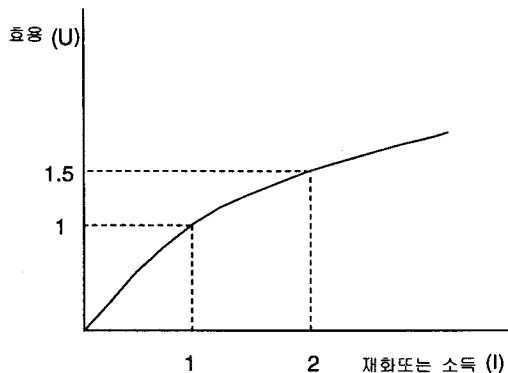
이타의 확률과정의 안정성 여부, 그리고 확률분포의 정규성 등이 전제되어야 한다. 확률분포가 정규적이지 못한 경우 즉, 비대칭적인 모양인 경우에는 얼마나 비대칭적인가를 나타내는 3차 적률(3rd moment)과 왜도(skewness)의 개념이 필요하다.

특히 최근 국내 금융기관과 외국계 금융기관과의 분쟁의 이슈가 되고 있는 파생상품 거래에서 리스크의 척도는 단순한 표준편차보다 왜도의 개념이 더욱 유용하다. 왜냐하면 대부분의 파생상품 거래에서 수익률의 확률분포는 정규분포가 아니기 때문이다. 당시 파생상품거래에 참가한 국내 금융기관의 경우 과연 그러한 거래로부터의 수익률의 확률분포에 대해 사전에 숙지하고 거래에 따르는 리스크를 정확하게 측정, 파악했는지는 의문이다. 그리고 리스크를 정확하게 측정하였다면, 그 리스크에 합당한 자신의 기대수익률을 알 수 있어야 하고, 거래 상대방이 그러한 기대수익률보다 더욱 큰 수익률을 제시하였다면, 그것은 거래의 이면에 무언가 다른 더 큰 리스크가 있는 것으로 추정하여야 한다. 일반적으로 제시되는 기대수익률이 클 때는 큰 위험도 따르기 때문이다.

3) 합리적인 리스크에 대한 태도(Rational Risk Taker)

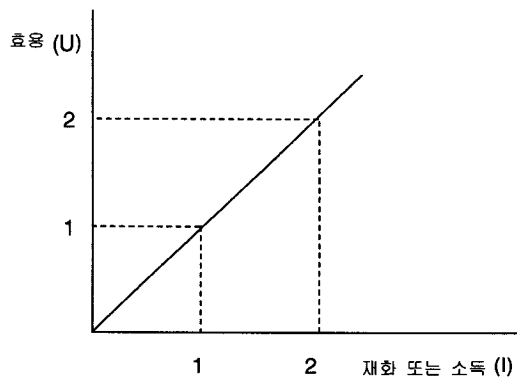
앞서 지적한 대로 리스크가 클수록 기대수익률도 크고, 높은 기대수익률에는 큰 리스크가 따른다는 것은 리스크와 기대수익률간에 정(+)의 관계가 있다는 것을 말한다. 이는 대부분의 경제주체가 위험회피형(Risk averter)임을 암묵적으로 가정하는 것이다.

(그림 1) 한계효용이 체감하는 경우

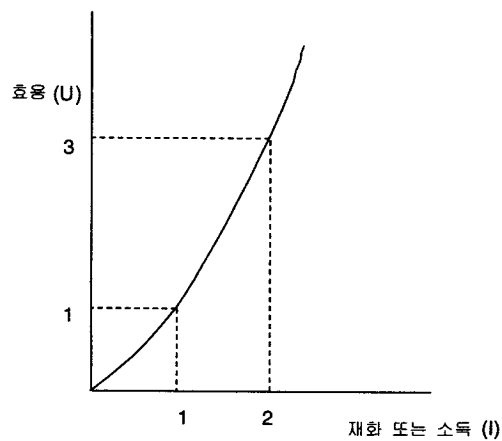


경제학적인 한계효용의 개념을 가지고 경제주체의 위험에 대한 태도를 분류해 보자. 한계효용이란 재화 한단위의 소비를 늘림에 따라 증가하는 효용의 양을 말한다. 그리고 재화의 양이 늘어남에 따라 총효용은 늘어나더라도 한계효용은 체감한다. 이를 한계효용 체감의 법칙이라고 한다.(그림 1) 소비되는 재화를 1 단위 늘릴 때마다 일정하게 효용이 증가하는 경우는 한계효용이 불변인 경우로 (그림 2)에 나타나 있다. 마지막으로 재화의 소비를 한단위 증가시킬 때마다 효용이 체증하는 경우가 있다.(그림 3)

(그림 2) 한계효용이 불변인 경우



(그림 3) 한계효용이 체증하는 경우



여기에서 한계효용이 체증하는 경우가 위험선호형(Risk lover)에 해당하며, 한계효용이 불변인 경우가 위험중립형이다. 일반적으로 경제학에서 경제행위에 대한 보편적인 가정은 한계효용이 체감하는 세계이고 위험회피형인 경우가 합리적인 리스크에 대한 태도(Rational Risk Taker)이다.

예를 들어 설명해보자. (그림 1)에서 재화 1 단위를 가진 사람이 이것을 걸고 동전던지기 게임을 하여 앞면이 나오면 재화 1 단위를 받아 2개가 되고, 반대로 뒷면이 나오면 내기에 걸 재화 1 단위를 잃어 0이 된다고 하자. 이 내기의 결과를 숫자로 표시하면 1 ± 1 이 된다. 이 경우 기대되는 효용은 다음과 같다.

$$U(l=2) \times 1/2 + U(l=0) \times 1/2 = 1.5 \times 1/2 + 0 \times 1/2 = 0.75$$

사람은 효용을 늘리는 쪽으로 행동하기 때문에 합리적인 Risk Taker는 확실한 1의 효용과 불확실한 0.75 ± 0.75 의 기대효용을 바꾸지 않을 것이기 때문에 이 내기에 응하지 않을 것이다. 똑같은 내기를 (그림 3)의 리스크 선호자에게 적용하면, 1.5 ± 1.5 의 효용을 기대할 수 있기 때문에, 이 내기에 응할 것이다. 이처럼 한계효용이 체증하는 경우는 신분의 상승이 기대되는 등 추가되는 재화에 대한 효용이 엄청나게 큰 경우라고 할 수 있으며, 이는 매우 무리한 사업확장과 같은 경우에 해당한다.

또하나의 다른 예를 들어보자. 기대수익률이 10%로 똑같은 두개의 금융상품 A와 B가 있다고 하자. 그리고 A의 표준편차는 연 20%이고 B의 표준편차는 연 10%로 A의 위험이 B보다 크다고 하자. 합리적인 위험 태도를 지닌 위험회피자의 경우 당연히 금융자산 B를 택한다. 즉, 위험회피자의 경우 A처럼 상대적인 위험이 크다면 더 높은 수익률을 요구하게 된다. 그러나 위험선호자의 경우는 금융자산 A를 선택한다. 왜냐하면 10%라는 기대수익률은 평균을 의미하는 것이고, 미래에 실현될 수익률은 표준편차가 크다는 점을 고려할 때, B보다 더 높은 수익률을 기대할 수 있기 때문이다. 즉, 표준편차가 크면 클수록 평균 10%에서 크게 벗어날 가능성이 크고 벗어나는 범위도 크기 때문에 위험선호자는 같은 기대수익률이라면 표준편차(위험)가 큰 A를 선택하여 보다 큰 수익을 구현하려고 하는 것이다. 물론 크게 손해 볼 가능성도 감수해야 한다.

한편 위험중립형은 A나 B의 기대수익률이 같기 때문에 둘 중 어느 것을 선택해도 무차별하다. 동전던지기 게임에서도 무차별하다. 왜냐하면 위험은 위험중립자의 의사 결정에 어떠한 영향도 미치지 못하며, 단지 기대수익률만이 위험중립자의 의사결정에 영향을 준다. 결국 위험중립자는 위험이 얼마인가에 관계없이 항상 기대수익률이 높은 쪽을 선택한다.

그동안 우리가 경험한 경제상황에서 위의 예를 조금 바꾸어 보자. 만약 A와 B의 금융상품에 대해 정부가 미래에 어떠한 상황이 오더라도 평균수익률인 10%를 보증해준다고 하면 어떨까? 위 세가지 유형중 위험선호자의 경우가 오히려 가장 합리적인 선택을 한 셈이 될 것이다. 그리고 손해볼 가능성에 대해서는 고려하지 않게 된다. 즉, 리스크에 대해 제대로 이해할 필요도, 측정할 필요도 없게 된다. 그동안 한국경제는 이러한 논리로서 밀쳐야 본전이라는 식의 차입 경영으로 성장해 왔다고 해도 과언이 아니다. 작년말 외환위기 역시 이러한 맥락에서 결국 터질 것이 터진 것이며, 일시적인 것이 아닌 구조적인 것이라는 인식도 바로 이 같은 점을 바탕으로 하고 있다. 98년 5월말 기준 외환보유고가 400억달러 가까이 확충되었음에도 불구하고 환율이 예전수준으로 회복되지 못하고 위기가 지속되고 있다는 점도 이를 지지하고 있다.

따라서 리스크에 대한 정확한 이해와 그동안 우리가 리스크관리를 소홀히 했던 이유를 살펴보고, 합리적인 관리 방안을 생각해 보는 것도 IMF 위기의 해결방안의 하나가 될 것이다.

4) 리스크의 분류

리스크의 개념과 계량적인 추정 방법에 대해서는 앞서 살펴보았다. 보다 정확하게 리스크를 이해하기 위해서는 우리가 속한 세상에서 리스크를 분류해 보는 것도 좋은 방법이 될 것이다. 다음은 맥킨지사의 자료를 중심으로 금융기관의 입장에서 리스크의 종류를 살펴 본 것이다.³

돈을 다루는 금융기관의 입장에서 직면하게 되는 리스크는 크게 신용리스크(Credit risk), 시장리스크(Market risk), 운영리스크(Operation risk), 직무리스크(Behavioral risk), 환경리스크(Environmental risk) 등 다섯가지로 구분된다.

먼저 신용리스크란 전통적인 의미에서 은행의 대출업무에 수반되는 리스크로서 차입자가 이자, 원금을 상환하지 못하고 결국 파산하여 은행이 대출금을 회수하지 못하는 경우에 해당한다. 그러나 최근에는 국제금융시장에서 은행들의 신용공여가 활발한 상황에서 금융거래의 형태가 복잡해지고, 참여하는 거래자도 다양해짐으로써 거래상대방의 신용도가 점차 중요해지고 있다.

시장리스크는 시장에서 가격 형성이 자산 등의 가격변화로 인한 리스크로서 매우 다양한 형태로 발생한다. 가장 기본적인 형태가 증권가치의 변화로부터 발생

³ Mckinsey & Company, "Facing up to the risks", 1989 참조

하는 손실 발생 가능성이다. 예를 들어 채권을 매입한 후 금리가 상승하여 채권가격이 하락하여 손실이 발생하는 경우 이는 금리리스크에 따른 손실이라고 할 수 있다. 또 달러자산을 많이 가지고 있는데, 원화의 절상으로 달러가치가 하락하여 입는 손실은 환리스크로부터 발생한 것이다. 이외에도 시장리스크에는 주가 변동 리스크, 유동성리스크, 조기상환리스크(Prepayment risk), 베이스(Basis)리스크 등이 있다.

운영리스크란 금융기관의 기본적인 운영메카니즘이 정지하거나 혼란에 빠져 손실을 초래하는 경우를 말한다. 예를 들어 전산시스템의 잘못으로 거래가 잘못된 방향으로 진행되었다든가, 시스템 운영센타에 화재가 발생하여 필요한 시점에 정보가 제대로 전달되지 못한다든가 하는 경우가 이에 해당한다.

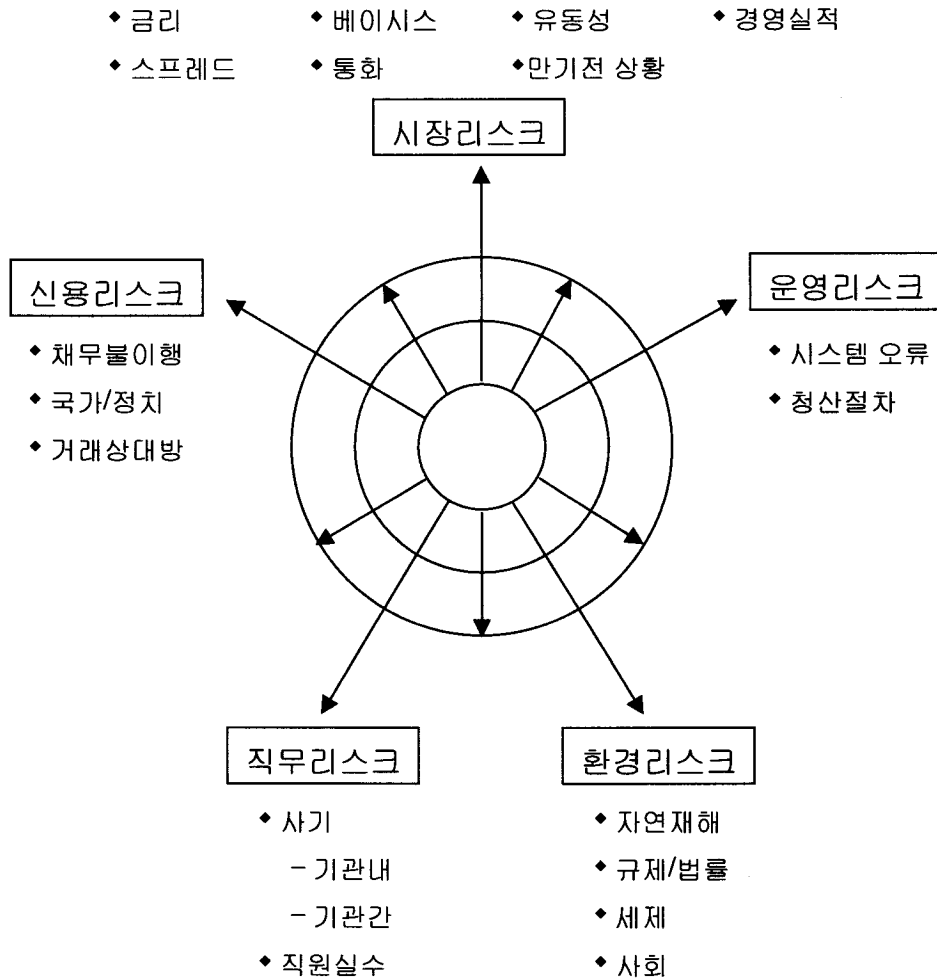
환경리스크는 금융기관을 둘러싸고 있는 모든 자연적, 법률적, 정치적, 사회적, 경제적 환경 등에서 비롯되는 리스크를 말한다. 예를 들어 미국에서는 은행이 채무 변제를 위해 담보부동산을 압류하였는데, 그 부동산이 오염되어 있는 경우 은행이 환경과징금까지도 부담해야하는 경우가 있다. 또 금융기관의 업무와 직접 또는 간접적으로 관련된 법률 및 규제 등의 변경도 환경리스크이다.

마지막으로 직무리스크란 크게 운영리스크의 범주에 속하는 것으로서 금융기관 종사자에 의해 발생하는 리스크를 말한다. 예를 들어 직원들이 서로 공모하여 사기나 불법을 행하는 경우나 고의적이지 않지만 컴퓨터를 잘못 조작하는 실수에 의해 금융기관이 손실을 볼 가능성 등이 여기에 해당된다.

이상에서 금융기관이 직면하는 리스크는 크게 5가지로 분류하였지만, 오늘날 세계적인 금융규제 완화 추세하에서 금융산업 및 금융기관 상호간의 연관성이 높아지고, 이에 따라 위의 5가지 리스크들도 서로 밀접하게 결합되고 있다. 예를 들어 한국의 은행이 미국의 주식에 투자하는 경우 위의 모든 리스크가 관련된다. 우선 주식가격이 하락하거나, 원/달러 환율 변동에 따른 시장리스크가 있고, 미국 내 거래종개자의 신용리스크, 국제간 증권결제에 수반하는 운영리스크, 국내 또는 미국에서의 조세 정책의 변화 등 환경리스크, 마지막으로 직원의 사기행위나 복잡한 거래로부터 유래되는 단순과오 등 직무리스크에 처하게 된다.

이처럼 금융기관이 하나의 단순한 거래를 하는데 수많은 리스크를 안고 있는 것처럼 경제주체별로 경제활동의 형태에 따라 다양하고 복잡한 리스크가 따를 수밖에 없다. 그럼에도 불구하고 우리는 리스크에 대한 관리는 소홀한 편이었다. 향후에는 각 경제주체별로 리스크를 잘 이해하고 측정하여 관리하는 것이 현재의 위기를 극복하는 데 중요한 열쇠가 될 것이다.

(그림 4) 리스크의 종류 - 금융기관의 경우



자료: Mckinsey & Company, "Facing up to the risks", 1989

3. 리스크 관리의 중요성

앞서 지적한 것처럼 그동안 한국경제의 성장과정에서 경제활동에 대한 의사결정의 주도권은 정부가 쥐고 있었다. 그리고 정부 정책에 따른 결과에 대한 책임은 면제되었기 때문에 경제주체들이 정부의 정책방향에 적극적으로 따랐다. 경제개발 초기 자본의 부족으로 인하여 투자결정의 주체가 되어야 할 기업들이 투자에 필요한 돈을 정부로부터 조달하였기 때문에 정부의 의도대로 투자하였고, 투자에 따르는 수익률과 리스크에 대한 관리는 소홀할 수 밖에 없었다.

그러나 보다 기본적인 이유를 찾아보면 우리의 동양적, 유교적 사고 방식에서 리스크 관리가 부족했던 이유를 찾을 수 있다. 정서적으로 합리적이기 보다는 감성적인 면이 강하기 때문에 계산적인 사고방식은 자리를 잡지 못했다. 따라서 합리적 사고를 요하는 확률과 통계에는 약했던 것이다.

예를 들어 일정한 게임의 룰을 만들어 게임을 하는 경우 앵글로-색슨 계통(Anglo-Saxon)의 서구인들은 게임에 응하기 전에 룰에 대한 철저한 분석과 전문가의 조력을 통한 훈련을 한다, 그리고 자신이 이길 확률, 가능성에 대한 분석을 하고 질 경우에 대한 대책도 마련한다. 그러나 우리는 대충 게임에 응하고, 게임에 지면 억지를 부려 게임의 룰이 자신에게 불리했다든지 하며, 룰을 바꾸려고 한다. 그리고 이러한 억지가 통하는 것이 한국사회다. “억지가 사촌보다 낫다” 는 옛말이 이를 대변한다. 게임에 지더라도 억지를 부리면 룰을 바꿀 수 있고, 감성적인 이긴 자도 그 억지를 받아 들인다. 즉, 게임에 지더라도 진자에게 어느 정도 여유가 있기 마련이며, 이런 점 때문에 게임의 룰은 게임 당사자에게 그다지 중요한 필수적인 요소가 아니다. 그렇기 때문에 룰에 대한 철저한 분석의 정도가 앵글로-색슨계통보다 약할 수 밖에 없는 것이다.

그러나 앵글로 색슨계에게 억지는 통하지 않는다. 게임에 지면 모든 것을 잃기 때문에 아예 게임에 응하지 말든가 아니면 게임에서 질 확률을 계산하고 질 경우의 손실에 대비하는 것이 바람직하다. 그들은 철저하게 계산과 통계학에 밝은 사람들이다.

현대의 전쟁은 경제전쟁이고, 우리가 오늘날 비싼 비용을 치루며 IMF 체제를 맞이한 것도 바로 이러한 경제전쟁에서 졌기 때문에 배상금을 지불하고 있는 셈이다. 경제전쟁은 돈을 가지고 하는 게임(Money game)이다. 머니 게임의 대표격인 파생상품의 딜(Deal) 구조를 보면 손익의 규모와 확률을 따지고, 또 자신의 리스크를 다른 3 자에게 전가하는 정보의 비대칭성이 존재하는 게임이라는 것을 알 수 있다. 이러한 싸움에서 이기기 위해서는 당연히 리스크에 대한 합리적 관리가

필수적이다.⁴ 리스크는 잘 관리한다면 오히려 수익 창출의 기회가 된다.

진정한 의미의 리스크란 시장에서 어떠한 변화가 일어난다 하더라도 이를 통해서 미래가 어떻게 될 지 “알지 못하는” 것을 의미한다. 현재의 상황에 비추어보면 우리나라 전체적으로 IMF 라는 변화가 진행중이고, 이를 통해 한국사회 전체가 변화해 가고 있는데, 그 결과는 모르고 있는 상황이라고 할 수 있다.

다만 IMF 체제 이후의 한국사회의 모습은 철저히 합리적이고, 계산적이지 못하면 미국식 시장경제 체제하에서 생존하기 힘든 구조로 변화해 갈 것이다. 왜냐하면 IMF 개혁은 기존시스템과 사고방식의 서구적 모습으로의 개편을 요구하는 것이며, Regime 자체의 변화를 가져오기 때문이다. 그리고 이 과정에서 문화적 충격은 아주 클 것이다. 미리 이러한 충격에 대한 리스크를 분석하고 대비하는 것이 IMF 를 헤쳐나가는 지혜가 될 것이다.

⁴ J.P. Morgan 은 리스크를 세단계 과정으로 나누어 관리하고 있다. 세단계 과정이란 리스크를 정의(Identify)하고, 측정(Measure)하고, 관리(Manage)하는 것을 말한다.