



자본시장제도 이해(4): 질서 있는 국가부도(Orderly Default)

이경아 연구원

■ 질서 있는 국가부도(orderly, controlled default)는 무질서한 국가부도(disorderly, uncontrolled default)와 달리 최종적인 국가부도 처리 전에 채권자와 채무자 간 처리 방법이 선제적으로 합의(preemptive agreement)된 채무 재조정을 의미함.

- 러시아나 아르헨티나의 경우 사전적 합의가 이루어지지 않은 상태에서 국가부도를 선언하였고 이후 채무 재조정 합의에 오랜 시간이 걸림에 따라 해당국의 부도가 주변 국가에까지 부정적으로 영향을 미친 바 있음.
- 질서 있는 국가부도는 이러한 위험의 전이(contagion of risk)를 막기 위해 고안된 정리 방안(resolution measure)임.
- 따라서 질서 있는 국가부도는 관련 이해당사자(부도국가, 다자간 금융기구, 민간참여자)들 사이의 이해관계 조율을 통해 전체 참여자의 손실을 최소화하는 것을 목표로 함.
- 질서 있는 국가부도와 무질서한 국가부도 모두 결과적으로 채무국이 부도처리 된다는 점에서는 같으며, 단지 부도처리 이전에 정리 방안에 대한 사전적 합의가 이루어졌는가 하는 점에서만 차이가 있음.

■ 질서 있는 국가부도, 즉, ‘선제적 합의에 의한 채무 재조정’ 필요성의 주요 근거로는 구제금융에 사용되는 자금(bailout funds)이 전체가 아닌 일부 채권자의 손실을 보전하는데 비효율적으로 사용되어진다는 것임.

- 부도처리를 지연시키고자 다자간 금융기구¹⁾(IMF, ECB, EFSF/ESM 등)로부터 구제금융을 공급 받을 경우 구제금융의 혜택을 받는 당사자는 전체 채권자가 아니라 만기도래일이 가깝거나 투자기간이 단기인 채권자(creditors who exit early or have short maturities)로 제한함.

1) IMF(국제통화기금), ECB(유럽중앙은행), EFSF(유럽재정안정기금) 등이 있음.

- 반면, 나머지 장기채권자(creditors of long maturities)는 구제금융의 자금집행 규모가 늘어날수록 선순위 채권자(정부, 다자간 금융기구 등)에 밀려 보유채권의 후순위속성(subordination)이 점진적으로 증가하는 불리함을 지님.

■ 질서 있는 국가부도 필요성의 또 다른 근거는 부도를 지연시키고자 구제금융을 통해서 자금을 지원한다고 하더라도 채무국이 이미 과잉채무(debt overhang) 상태라면 구제금융에 의한 효과를 기대할 수 없어 계획적이고 합의된 방법으로 부도처리하는 것이 더 바람직할 수 있다는 점임.

- 일반적으로 구제금융은 강력한 긴축조치(austerity measures)를 통해서 재정건전성을 개선하는 것을 조건으로 집행되는데, 이때 부도국의 긴축재정으로 인한 부정적 효과가 긍정적 효과보다 크다면 이는 도리어 부도국을 장기 침체 위험에 놓이게 할 뿐만 아니라 궁극적으로 자본시장 접근성(accessibility to money market solution)을 제한하는 부작용이 발생함.²⁾
- 예를 들어, 그리스의 경우 경제의 대외개방도가 낮고 가계저축율이 높지 않아 긴축재정으로 성장률이 위축될 가능성이 클 것으로 예상
 - 그리스의 긴축재정 시 GDP에 대한 충격은 약 -31%로 추정³⁾됨.

■ 질서 있는 국가부도 사례로는 1980년대 중남미 채무위기 해결을 위해 사용되었던 브래디채권(Brady bond)과 우크라이나의 채권스왑 등이 있으며, 최근 들어서는 그리스 재정위기 해결방안으로 논의가 진행 중임.

- 브래디채권은 빈번한 중남미국가의 채무위기 시 이들 국가의 외채 원리금을 삭감하거나 만기기간을 연장하는 방식으로 채무를 재조정하는 과정에서 미국 재무부가 이들 국가의 채무이행을 보증(credit enhancement)하는 것임.
- 파키스탄과 우크라이나의 경우 신용보강이 이루어진 만기연장 채권과 기존 부도채권의 스왑을 이용한 채무재조정이 이루어졌으며, 적용이자율도 시장 국채수익률보다 낮은 금리를 사용함.
- 그리스의 경우 국가부채 정도가 다른 국가부도 사례보다 심각한 수준으로 구제금융의 실효성이 낮을 것으로 보임.

2) 이로 인해 국제 장기채 발행 시장을 통한 채권 차환(roll-over)에 어려움이 있을 수 있음.

3) Gros and Alcidi(2010), 『Adjustment Difficulties and Debt Overhangs in the Eurozone Periphery』.

■ 채무재조정 방법은 ① 만기 연장(soft restructuring, reprofiling), ② 이자율 조정, ③ 원리금 삭감(hair-cut, hard restructuring)이 있으며, 각 방법의 실행을 위해 다음과 같은 실무적 사안들이 고려되어야 함.

- 국채의 만기 연장을 위해서는 브래디채권의 경우처럼 장기채무이행에 관한 보증이 필요한데, 이를 위해 EU 회원국 또는 ECB 보증이 있어야 하나 현재 ECB 정관은 회원국 국채에 대한 보증을 제한하고 있어 이의 조정이 필요
- 이자율 조정은 시장이자율보다 일반적으로 낮은 선(below market levels)에서 결정되는데, 이는 다음과 같은 논리적 근거에 기인
 - 첫째, 국가부도와 같은 비정상적 시장상황의 시장가격(abnormal market price)은 자산의 순수한 균형가격이 아니라 증가된 유동성 비용(increased bid-ask spreads)과 위험프리미엄(risk premium under credit crunches)을 반영하는 가격임.
 - 둘째, 시장이자율을 액면 그대로 적용할 경우 과잉채무(debt overhang) 상태의 부도국가는 이 자지급에 대한 부담으로 인해 추가적인 위험에 노출될 수 있는데, 이러한 경우 채권자는 이자율 감면 시 예상되는 손실보다 오히려 큰 손해를 보게 되므로 적절한 수준에서의 이자율 감면을 수락하여 전체 손실 규모를 줄일 수 있음.
- 원리금 삭감은 손실분담률(haircut ratio)⁴⁾에 따라 채권보유 금융기관들의 자기자본 확충금액을 증가시키는 요인이 될 수 있는데, 이와 관련하여 실질적으로 그리스가 채무 재조정을 확정짓기 전 유럽은행들의 자본확충 방안이 마련될 것으로 보임.

4) 담보가치할인율이 보다 보편적으로 사용되는 개념으로 담보자산의 시장가치를 하락시키는 비율을 의미함. 예를 들어, 안전 자산으로 간주되는 미국 국채의 haircut ratio는 1%로 99%의 담보가치를 인정받는 반면, 30%의 haircut ratio를 갖는 위험자산은 70%의 담보가치 혹은 시장가치만을 인정받음. ECB는 담보로 제공되는 모든 증권에 대해 위험에 따라 차등화된 haircut ratio를 적용하고 있음.