

# 國家 리스크(Country Risk) : 概念과 研究方向

鄭 洪 周\*

- 
- I. 序 論
  - II. 국가리스크의 개념
  - III. 국가리스크의 연구 동향
  - IV. 국가리스크의 연구 과제
  - V. 結 論
- 

## I. 序 論

국경을 넘는 거래 및 투자를 가리키는 무역 또는 국제통상의 특성 중 하나는 리스크 (Risk)가 많다는 점이다. 국제거래와 국내거래의 실질적인 (결과적인) 차이는 리스크의 차이이다. 국제통상은 거래장벽, 장거리성과 장시성 등의 특징으로 말미암아 국내거래보다 리스크가 크다. 게다가 국제통상에는 외환리스크 (Foreign Exchange Risk)과 국가리스크(Country Risk)라는 특유의 리스크도 있다. 이런 리스크는 국제통상에서 발생하는 추가적인 거래비용을 유발한다.<sup>1)</sup>

1980년대 이후 지속되는 소위 국제화 또는 글로벌화 속에서 국제거래가 수출입과 해외직접투자 그리고 해외간접투자(자본거래)가 활발해지고 1990년대 후반 불어닥친 아시아의 외환금융위기 과정에서 국가리스크에 대한 관심이 높아지고 용어 사용도 빈번해지고 있다<sup>2)</sup>. 한편 ‘국가리스크’ 또는 유사용어는 시간과 장소 그리고 목적에 따라 다양하게 사용되는 실정이다. 예컨대 외환위기 이후 우리나라 언론매체에 자주 등장하고 있는 외국의 신용평가기관들로부터

---

\* 成均館大學校 經營學部 教授.

1) 정홍주 (1999), 국제통상론, 문영사, P.12 참조.

2) 한국의 외환위기에 대해서는 이종욱 (1999), 한국의 외환위기와 공통요인 참조

국가신용등급이라는 명칭의 국가리스크 평가가 빈번해지고 있고 최근 들어서는 금융위기에서 최근 벗어난 것으로 평가되는 우리나라 정부는 국가리스크 평가와 관련하여 정부채무(재정적자)를 국가부채로 명명하여 사용하고 있다<sup>3)</sup>. 국가리스크란 도대체 무엇인가? 그리고 누구를 위해 무엇을 평가한 것인가?

본 논문에서는 국가위험 또는 국가리스크 (이하 국가리스크로 통칭함)에 대한 개념정립과 아울러 국가리스크에 대한 연구동향과 과제를 문헌연구방법을 통해 고찰해보고자 한다. 연구순서는 이하 제2장에서 국가리스크에 대한 개념정립을 시도해 보고 제3장에서는 국가리스크와 연관된 기존 연구를 개괄적으로 살펴본다. 제4장은 국가리스크의 학문적 연구를 위한 방향을 제시한 후 결론을 맺는다.

## II. 국가리스크의 개념

### 1. 리스크(Risk)

리스크관리 및 보험분야에서는 일반적으로 리스크를 손실가능성(Chance of Loss), 손실에 대한 무지(Ignorance of Loss), 손실에 관한 불확실성(Uncertainty regarding Loss), 위태의 조합(Combination of Hazards), 편차(Dispersion) 등 여러 가지로 정의된다. 그의 리스크에 대한 사전적 정의로 손실(Loss), 경제적 손실(Economic Loss), 위태(Hazard), 좋지 않은 결과(Bad consequence), 불운(Mischance), 상해(Injury), 손상(Damage), 사건(An Event), 바람직하지 못한 사건(Undesirable event) 또는 결과(Results), 이익 또는 손실(Gain or loss), 가능성(Chance or Possibility), 노출(Exposure to), 불확실성(Uncertainty), 확률(Probability), 편차(Variation), 분포(Dispersion), 비우호적 편차(Adverse deviation), 무지(Ignorance), 객관적 가능성(Objective possibility), 확률수준(degree of probability) 등이 있다.

이를 정리하면 '리스크'는 1) 결과(손실 포함)의 불확실성, 2) 사건발생의 불확실성, 3) 위태 자체 및 위태의 조합으로 대별할 수 있다. 즉, 위태가 사건을

3) 재정경제부/기획예산처 (1999.10), 국가채무 알아봅시다, P.2 참조.

야기하고 사건이 결과손실을 유발한다는 3 단계 리스크 구성형식을 따라 보면 어느 측면을 강조하는가 하는 데 차이가 있을 수 있다. 예를 들어 선박리스크, 사망리스크, 배상책임리스크 등은 결과 또는 손실의 불확실성을 지칭하는 경우이고, 선박침몰리스크, 교통사고리스크, 건물화재리스크 등은 사건발생의 불확실성을 가리키는 경우이다. 한편 기상리스크, 경쟁리스크, 이자율리스크 등은 위태의 불안정성을 중심으로 명명한 리스크이다.

## 2. 국가리스크

국가리스크(Country Risk)는 그중 3) 위태로서 국가를 지칭한 용어이다. 국가가 손실 또는 사건 자체를 가리키는 것은 아니기 때문이다. 그러므로 국가리스크는 국가의 (상황 또는 행위의) 불안정성이 여러 가지 사건과 다양한 결과를 낳을 수 있다는 측면에서 환경측면의 정의라고 할 수 있다. 국가리스크가 이론적 또는 현실적으로 의미를 갖기 위해서는 국가리스크가 존재, 확인, 측정 가능성을 필요조건으로 하고 회피, 통제, 분산될 가능성을 충분조건으로 한다.

그런 관점에서 국가리스크는 동 리스크에 노출된 기업, 개인 또는 금융기관에게 대체가능성이 있는 여러 국가의 존재와 선택가능성을 전제로 한다.<sup>4)</sup> 따라서 어느 국가 내 존재하며 내국거래만 실행하며 해당 국가의 상황과 행위에 완전히 수동적으로 노출되어 있는 순수 내국기업의 경우 국가위험은 무의미하다고 하겠다. 따라서 국가리스크는 본질적으로 국경간 거래 또는 국제활동을 하는 기업, 개인과 금융기관에게만 직접적인 의미가 있는 용어라고 할 수 있다<sup>5)</sup>.

국가리스크는 일반적으로 정치리스크 (Political Risk), 경제리스크 (Economic Risk), 금융리스크 (Financial Risk)로 삼분한다. 정치리스크는 정치불안 (정치체제의 급격한 변화: 전쟁, 혁명, 내란)을, 경제리스크는 경제정책불안 (외환통제, local contents, 원산지규정)을, 금융리스크는 환율 및 외화자산의 불안정을 뜻한다. 즉, 국가리스크는 외국의 정치, 경제, 금융 부문의 불안정으로 인

4) “리스크라는 단어는 ‘벳심종게 도전하다(to dare)라는 의미를 지닌 초기 이탈리아어 risicare에서 유래된 것이다. 이런 의미에서 본다면 리스크는 운명이 아니라 선택인 셈이다.” 피터 번스타인지음/안진환·김성우 옮김 (1997), 리스크: 리스크관리의 놀라운 이야기, 한국경제신문사 제 27 쪽 참조.

5) 한편 우리 나라의 국가리스크는 외국 투자자들의 평가를 통해 내국인에게 간접적인 영향을 줄 수 있다.

해 기업이나 금융기관이 손실을 입을 가능성을 뜻한다고 요약할 수 있다.

한편 국가리스크에 노출된 대상에 따라 국가리스크의 성격은 다르게 규정될 수 있다. 예컨대 가) 실물 및 자본을 반영구적으로 외국에 투자하는 국제기업, 나) 장기플랜트 수출을 하며 중장기적 대금결제를 받는 플랜트업체, 다) 단기자금을 외국에 대출한 금융기관, 라) 그리고 상품을 수출입하며 외화로 대금결제를 하는 무역업자간에는 노출된 리스크의 질적 차이가 있다. 장기투자성인 가)와 나)의 경우에는 정치 또는 정책적 불안정으로 인한 정치리스크가 크다면 단기금융성의 다)와 라)는 신용리스크가 상대적으로 중요하다고 하겠다. 이런 이유에서 은행에서 국가리스크는 국가신용도 (Country Creditworthiness)를 주로 가리키는 용어로 사용된다.

국가리스크를 이론적으로 분류하면 순수리스크 (Pure Risk)보다 투기적리스크 (Speculative Risk), 정태적리스크 (Static Risk)보다 동태적리스크 (Dynamic Risk), 개별리스크 (Particular Risk)보다 근원적리스크(Fundamental Risk)에 보다 가깝다고 하겠다.<sup>6)</sup>

### Ⅲ. 국가리스크의 연구동향

앞서 지적한대로 국가리스크는 사업성격에 따라 정치리스크가 중요한 역할을 하는 장기투자와 신용리스크가 중심인 단기금융으로 나누어 볼 수 있다. 물론 장기투자(단기금융)에서 신용리스크(정치리스크)가 완전히 배제되는 것은 아니나 상대적으로 크기와 중요성이 낮다는 것이다.

오늘날 수출입 등 단기(반복)성 거래는 국가간 지속적으로 확대되는 한편 직접투자와 간접투자도 활발하게 이루어지고 있다. 직접투자의 규모 역시 증가 추세에 있기는 하지만 자본자유화와 정보화 추세에 의해 폭발적으로 확대되고 있는 것은 직접투자보다 간접투자이다. 이에 따라 국가리스크 중 정치리스크에 비해서 신용리스크의 상대적 중요성 인식이 날로 높아지는 실정으로 그 결과 국가리스크의 분석이 정치적리스크에서 신용리스크를 중심으로 방향전환이 이

6) 구체적인 내용에 대해서는 Vaughan, E. and Vaughan, T (1996), *Fundamentals of Risk and Insurance*, Seventh Edition, John Wiley and Sons, pp.12~13 참조.

루어지고 있다. 이하에서는 정치리스크와 신용리스크로 구분하여 국가리스크에 대한 연구동향을 살펴본다.

## 1. 정치리스크의 분석방법

정치리스크의 분석방법은 정치학적 접근에서부터 실증적 예측기법 (계량적이나 주관적인)까지 분석기법은 다양하다. 정치불안 (정치체제의 급격한 변화: 전쟁, 혁명, 내란), 정책불안 (외환통제, local contents, 원산지규정), 환율불안, 전략불안(MNE 내부적, 포트폴리오 수정)을 중심으로 하고 더 나아가 자연재해 등 우연한 사고에 대해서도 분석하기까지 한다.

일반적으로 정치리스크의 분석방법은 거시적 접근방법과 미시적 접근방법으로 크게 나누어 볼 수 있다. 후자와는 달리 전자는 개별기업의 특성과 리스크에 대한 고려는 배제한 채 일반적인 거시환경을 중심으로 국가리스크 (특히 기업의 국유화리스크)를 심도있게 분석한다는데 특성이 있다.

### (1) 거시적 접근

거시적 접근 (혹은 정치사회학적 접근방법)은 체제 자체의 변화와 체제내의 변화의 측면에서 정치불안을 인식하고 정치불안은 이념(좌우, 개도국), 종교(회교), 인종, 경제 요인의 복합적 결합으로 인한 긴장에서 발생하는 것으로 보고 있다. 이런 접근법에 해당하는 것으로 MSP Model (Macro-sociopolitical Model), Johnson Uneven-development/National power method, Knudsen National Propensity-to-Expropriate Model 등이 있다.

먼저 MSP Model (Macro-sociopolitical Model)은 환경, 사건, 손실의 3단계 모형이다. 즉, 사회정치 불안요인인 환경 (이념, 종교, 사회, 문화, 경제) 등이 사건 (국유화, 전쟁, 불태환, 채무상환정지)을 야기하고 동 사건으로 인해 손실 (프로젝트 또는 산업)이 발생한다는 주장이다. 이 모델은 개념적 단순성 및 관계의 명확성 등의 장점이 있는 반면 각 변수의 정의 및 진행과정, 결과 적용대상 등의 측면에서 구체성이 결여되어 있다는 비판을 받고 있다.

둘째 Johnson Uneven-development/National power method은 권력투쟁 및

국가개발이론에 기초한 리스크분석 모형으로 국가의 불균형발전과 국력의 상호작용에서 정치리스크가 비롯된다고 가정한다. 즉, 국가의 균형발전(정치발전, 사회발전, 기술발전, 자원부존도, 내부평화)과 국력(경제, 군사, 외교력)의 상대적 수준에서 정치리스크의 크기가 변화한다는 것이다. 다시 말해 국력이 낮고 국가발전수준이 균형적인 경우가 가장 정치리스크가 낮은 반면 국력은 높으나 불균형발전한 국가의 경우 국가리스크가 가장 높다는 것이다 (아래 표 참조).

<저국력&균형발전> . 정치적 위험 가장 낮음 . 전통,농업국가	<고국력&균형발전국> . 정치적 위험 비교적 낮음 . 선진공업국
<저국력&불균형발전> . 정치적 위험 다소 높음 . 정치/경제발전 초기단계 . 개도국	<고국력&불균형발전> . 정치적 위험 가장 높음 . 정치발전<경제발전 . 정치적 욕구 충족을 위해 외국인투자자를 희생양으로 삼음

이 모형의 장점은 포괄성, 체계성, 연관성 등에서 찾을 수 있으나 단점으로는 사건과 결과간 구체성이 결여되어 있다는 점이다.

Knudsen National Propensity-to-Expropriate Model은 생태학적/환경적 접근으로 국가의 좌절수준과 외국인투자에 대한 기대역할간 상호작용에서 국유화위험이 결정된다고 본다. 즉, 국가의 좌절수준(국가 기대수준과 복지수준간의 격차)이 높고 외국인투자에 대한 기대감이 높을수록 국유화위험이 크다는 것으로 각 부문별로 요인분석과 판별분석을 이용하여 국가리스크를 분석한다. 이 접근방법은 산업별 위험분석이 곤란하다는 점이다.

Haendel-West-Meadow's political system stability index (PSSI)는 객관적 자료를 이용한 초창기 대형 계량 모형으로 사회경제특성화지수, 사회갈등지수(사회불안, 국내폭력, 강압잠재력), 행정절차지수 등 3개의 하부지수를 이용하여 국가리스크를 분석한 바 있다. 이런 정치사회학적 접근방법은 최근 계량적 분석기법을 이용한 예측에 활용되고 정기적으로 수정되는 국가별 계량적 위험

7) 여기서 발생하는 구체적 국가리스크는 Business risk (영업손실위험), Financial risk (송금불가 및 채무상환불이행 위험), Catastrophic risk (사업정지위험: 국유화, 강점, 강제퇴출 등) 등이다.

평가등급을 제공하고 있으나 국가리스크에 노출된 개별 산업이나 개별기업의 특성을 반영하지 않는다는 측면에서 구체성이 낮다는 평가를 받고 있다.

## (2) 미시적 접근

미시적 접근은 국제기업의 의사결정에 구체적으로 연관되는 접근으로 개념적 패러다임, 위험분류방법, 의사결정 기준 접근, 실증적 위험 예측 등의 측면에서 발전해왔다. 미시적 접근은 거시적 접근방법을 배제하는 것은 아니고 거시적 접근과 아울러 미시적 접근을 강조하는 접근방법이다.

이런 입장의 선구자인 Robock은 일반적 정치적 사건과 정부의 행동으로 기업활동에 광범위한 영향을 주는 거시리스크와 일정한 기업활동에만 영향을 주는 미시리스크로 구분하였다. 그는 산업별 위험도분석을 통해 정유/금속, 공공서비스, 금융 산업이 현지국에 기여도가 낮기 때문에 국유화위험이 크고 제조업/하이테크는 반대로 국유화리스크가 낮은 것으로 분석하였다.

이런 접근방법에 추가하여 Simon은 보다 정교화된 리스크분류기준을 제안하였다. 그는 거시리스크와 미시리스크내부리스크(internal risk)와 외부리스크(external risk), 사회리스크(societal risk)와 정부리스크(governmental risk)로 국가리스크를 재분류하였고 이를 통해 국가리스크에 관한 조기경보체제(early warning system)로 활용할 것을 제안하였다.

Stobaugh는 분석된 국가리스크를 국제기업의 진입과 연관된 의사결정에 사용할 것을 제안하였다. 즉, 오늘날 자본투자결정(Capital Budgeting)에서 활용되는 할인율(리스크프리미엄)의 결정에 국가리스크를 반영하고 개별국가별 위험할인 자본수익율을 비교하여 최적 국가를 선정해야 한다고 하였다.

근자에 들어와 국유화리스크가 감소하고 정치리스크의 성격이 정책리스크로 변모하면서 국제기업과 피투자국 정부간의 상대적 협상력 변화에 초점을 맞춘 국가리스크 분석모형이 개발되었다. Vernon과 Ting 등은 기술 및 관리체제 그리고 산업정책 구조간의 추세분석을 통해 협상력이 변화하고 구체적으로 산업 특성, 경쟁기업, 시장점유율, 산업우선순위, 기술혁신, 수출실적, 유사 다국적기업의 수, 기술획득의 용이성, 기업이미지, 진입규정 준수 수준 등이 정부와 기업간 협상력을 결정하고 이에 따라 국가리스크는 기업별로 변화한다고 주장하였다.

## 2. 신용리스크

국가신용리스크 (또는 국가신용도)는 '어느 특정 국가에의 대출 또는 투자시 손실의 가능성에 노출된 상태의 정도'라고 정의할 수 있다<sup>8)</sup>. 이는 차관도입이나 채권발행과 관련 가산금리를 결정하는 기준으로 사용되고 있다. 그러므로 국가신용리스크는 국가의 신용거래와 관련하여 발생하는 채권미회수위험을 평가한 것이라고 하겠다. 이와 관련된 연구동향으로 첫째 일반적인 신용리스크 평가 및 관리 연구와 둘째 국가의 신용리스크평가와 관련된 것으로 나누어 본다<sup>9)</sup>.

첫째 일반적인 신용리스크의 관리에 대한 연구는 과거 20년간 눈부시게 발전해 온 바, 이는 기업의 도산 수의 범세계적 증가추세, 초대형 금융중개기관의 등장, 대출마진의 급격한 축소, 실물자산 및 담보자산 가치의 감소, 도산위험이 내재된 파생상품의 급성장 등이 주요인으로 작용했다.<sup>10)</sup> 이런 환경변화에 대응하여 학계와 업계에서는 개별 신용에 대한 새로운 신용평점/조기경보체제 등을 도입하는 한편 포트폴리오의 리스크를 평가하고 신용리스크의 경제적 가치를 산출하고 부외거래에 대한 신용리스크를 평가하는 다양한 방법의 시도가 진행되었다.<sup>11)</sup>

신용리스크에 대한 금융기관의 초기 대응형식은 리스크에 대한 주관적 평가 또는 전문가시스템(Expert System)이었다. 소위 4C 라고 불리는 대부자의 평판(Character), 자본(Capital), 능력 (Capacity), 담보 (Collateral) 등을 주관적으로 평가하여 신용공여 여부와 수준을 결정해왔다. 이런 주관적인 평가방법은 계량적 분석기법을 활용하여 점차 개선되어 왔는데 예컨대 다변량 회계정보

8) 신유정 (1999), 국가신용도 결정요인에 관한 소고 - 국제신용평가기관의 평가방법에 대한 분석을 중심으로.

9) 국제적 전문 국가신용도평가기관의 개요에 대해서는 부록자료(최미수/정희수/김혜연 정리) 참조

10) Altman, Edward I. and Anthony Saunders (1998), "Credit Risk Management: Developments over the last 20 years," *Journal of Banking and Finance* 21, pp.1721~1742 참조.

11) Altman E.I., Haldeman R. and Narayanan P., (1977), "Zeta analysis: A New Model to identify bankruptcy risks of corporations," *Journal of Banking and Finance* pp.29~54; West, R.C., (1985), "A Factor-analytic approach to bank condition," *Journal of Banking and Finance*, pp.253~266; Smith, L.D. and Lawrence, E. (1995), "Forecasting Losses on a Liquidating Long-Term Loan Portfolio," *Journal of Banking and Finance*, pp.959~985. 등 참조.



분석기법 (선형확률모형, 로짓모형, 프로빗모형, 판별분석모형 등)을 활용하여 주요 회계변수를 결합하여 가중치를 부여하여 총합이 일정수준을 넘는가 여부에 따른 신용공여결정을 수행한 바 있다.

그러나 이런 다변량회계분석기법은 장부가치에 대한 지나친 의존성, 설명변수간 선형관계의 가정성, 이론적 바탕의 결여 등의 문제점이 지적되어 비선형 옵션가격결정모형<sup>12)</sup>, 보험수리적 모형<sup>13)</sup>, 신경망모형<sup>14)</sup> 등이 개발되었다. 한편 이런 새로운 기법들은 기존 방법들에 대한 문제점은 개선하는 한편 사용되는 자료의 가용성, 이론적 토대와 근거 등의 새로운 문제점이 제기되기도 하였다.

둘째, 국가신용리스크에 대한 연구는 크게 세가지 방향에서 이루어져 왔다. 첫째는 실제로 통화위기 및 외환위기가 발생한 국가들을 대상으로 동 위기가 발생한 배경이 되는 요인변수들을 확인하는 방향의 연구이고 둘째는 Institutional Investor, Standard & Poor's 등 국제전문신용평가기관이 제공하는 국가별 신용평가등급을 종속변수로 삼고 이에 대한 주요설명변수를 찾는 방향의 연구이다. 그러므로 전자는 보다 적극적이고 구체적으로 국가신용리스크를 분석하는 기법이라면 후자는 수동적이고 일반적인 방법으로 동 리스크를 분석하는 접근이라고 하겠다. 셋째는 국가신용도의 변화를 독립변수로 하여 경제 및 금융부문에 미치는 영향을 분석한 연구이다.

먼저 첫번째 접근에 해당하는 것으로 먼저 Frankel & Rose (1996)의 연구를 들 수 있다. 그들은 1971년부터 1992년 사이에 통화위기가 발생한 100여개 개발도상국을 분석하여 경제성장율의 둔화, 통화증가율의 상승, 국제금리의 상승, 외국인 투자비중의 저조 등이 통화위기의 주요원인임을 밝혔다. Kaminsky, Linzondo, Reinhart(1998)는 통화위기원인에 관한 28개의 기존 실증연구를 정리하여 통계적 유의성을 지닌 것으로 나타난 43개의 변수에 대해 종합적인 유의도를 평가한 바 있다. 그 결과 3개 이상의 실증연구에서 변수로 사용되었고 그 결과 50% 이상의 연구에서 통계적 유의성을 보인 것은 대외지급준

12) Hull, J. and White, A (1995), "The impact of default risk on the prices of options and other derivastive securities," *Journal of Banking and Finance*, pp.299~322.

13) Asquith, P and Mullins Jr., D.W. and Wolff, E.D. (1989), "Original Issue high Yield Bonds: Aging Analysis of Defaults, Exchange and Calls," *Journal of Finance*, pp.923~953.

14) Trippi, R. and Turban E. (1996), *Neural Networks in Finance and Investing*, Revised EDITION, Irwin, Homewood, IL.

비금 자산, 실질환율, 신용증가, 무가상승율, 공공부문에 대한 신용, M2/ 대외지급준비금 자산, 무역수지, 수출, 교역조건, 통화량증가, 실질 GDP 성장, 재정적자, 고용증가 등 13개의 변수인 것으로 드러났다.

두번째 접근에 해당하는 연구로는 Feder & Uly (1985), Brewer & Rivoli (1990), Cosset & Roy (1991) 등으로 부채/GDP, 1인당 GNP 등 경제변수와 정권교체의 빈도 등이 전문기관의 국가신용도 결정에 유의하게 영향을 주는 것으로 드러났다. 한편 Canto & Packer (1997)는 신용평가등급에 있어서 평가기관간 상당한 차이가 있고 이에 따라 등급활용에 있어서 투자자나 감독기관이 유의해야 함을 설파하였다.<sup>15)</sup>

세 번째 연구로는 국가신용등급이 주식시장의 수익률에 대한 예측력 또는 영향력을 분석한 Erb, Harvey, Viskanta (1996),<sup>16)</sup> 정치리스크에 의한 투자자들과 유가증권의 반응을 분석한 Hill(1998),<sup>17)</sup> Perotti & Cheridan (1999),<sup>18)</sup> Diamonte, Liew and Stevens (1996),<sup>19)</sup> Mei (1999)<sup>20)</sup> 등이 있다. 이들은 일반투자자 측면에서 정치리스크의 의미를 분석했다는 점에서 국제기업의 장기 직접투자에 대한 국가리스크의 의미와는 다른 것을 분석했다고 하겠다.

한편 금융 및 자본시장의 국제화와 아시아의 금융위기를 경험하면서 제고되는 미국 중심의 국제적 신용평가기관의 역할과 영향력에 대응하여 일본의 국제금융센터 (Japan Center for International Finance)는 신용평가기관을 역평가한 바 있다.<sup>21)</sup> 동 연구에 따르면 Moody's와 S & P 등 신용평가기관의 영향력은 지나치게 높은 한편 등급산출의 근거가 불분명하고 신용평가기관간 경쟁은 그다지 없는 것으로 일본 기업들이 평가하는 것으로 나타났다. 또한 아시아

15) Canto, R. and Packer, F. (1997), "Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry," *Journal of Banking and Finance*, pp.1395~1417.

16) Erb, Claude B., Campbell R. Harvey, and Tadas E. Viskanta (1996), Political Risk, Economic Risk and Financial Risk, Unpublished Working Paper

17) Hill Claire A. (1998), "How Investors react to Political risk," *Duke Journal of Comparative and International Law*, Vol. 8 p.283 참조

18) Perotti, Enrico and Joseph A. Cheridan (1999), "Option Pricing and Foreign Investment under Political Risk," unpublished working paper 참조.

19) Diamonte, Robin, John M. Liew and Ross L. Stevens (1996), "Political Risk in Emerging and Developed Markets," *Financial analysts Journal*, May/June.

20) Mei, Jianping (1999), "Political Risk, Financial Crisis, and Market Volatility," Unpublished Working paper.

21) JCIF (1999), Characteristics and Appraisal of Major Rating Companies - Focusing on Ratings in Japan and Asia 참조.

금융위기 진행 과정에서 국경간 자금이동의 불안정성에 신용평가등급이 다대한 영향을 준 바 있으나 아시아 기업의 도산과 평가등급간에는 상당한 불일치가 있음을 보였다. 이런 신용등급의 불안정 및 불일치는 일본을 비롯한 아시아 국가들에 있어서 미국식 산업문화와는 다른 금융기관과 기업간의 특수관계가 있기 때문이고 비록 글로벌 표준(Global Standard)에 맞추어 양자간 관계가 변화하고 있으나 그 속도가 점진적이라는 점에 유의하여 평가등급을 결정해야 할 것이라고 하였다.

#### IV. 국가리스크의 연구 과제

이상에서 개괄적으로 소개된 기존 연구를 기준으로 볼 때 국가리스크에 대한 학문적 연구는 다음과 같은 점에 유의하면서 진행되어야 할 것으로 본다.

첫째, 연구 목적과 주제에 부합하는 '국가리스크'에 대한 명확한 정의를 해야 할 것이다. 리스크관리를 구성하는 리스크분석과 리스크통제라는 두 개의 과정에서 있어서 국가리스크가 과연 어떤 사건과 손실을 야기하는 리스크인가를 보다 명확히 규정해야 할 것이다. 앞서 지적한 바와 같이 '국가리스크'에서 '국가'는 단순히 위태를 가리킬 뿐이고 국가의 지급불능리스크 등 구체적인 손실이나 사건을 지칭하지 않고 있다. 따라서 다국적기업이나 수출상의 입장에서는 다른 성격의 손실 및 사건 형태가 존재한다는 점에서 국가리스크는 보다 선명하게 정의되어야 할 것이다.

둘째, 리스크 분석상 시스템적 또는 통합적 접근방식이 필요하다. 즉, 기존 연구는 Particularist의 관점에서 진행되어 포괄적, 종합적, 실천적 시각이 필요하다. 예컨대 국가신용리스크 또는 다국적기업의 협상력약화(Obsolescence of Bargaining Power)의 분석에 있어서 단변량적 또는 다변량적 접근은 설명변수와 피설명변수(지급능력)간 一對一 또는 多對一적 접근은 상호작용 및 시차영향을 가진 리스크의 구조를 적절히 설명하지 못하는 문제가 있다<sup>22)</sup>. 이자율, 환율, 인플레이션, 상대가격이 시차를 두고 상호작용하듯이 리스크에 대한 종합적 인식을 바탕으로 기능별 또는 부문별 리스크관리의 문제점(예: 외화채권

22) Kent D. Miller (1992), "A Framework for Integrated Risk Management in International Business," *JIBS* Vol23, No.2 pp.311~332 참조.

의 선물매도, 연구개발투자, 수직적 통합, 국제합작투자)을 제시하는 한편 포괄적인 인과관계를 규명하는 리스크프로필을 개발해야 한다<sup>23)</sup>. 이 문제는 특히 국가신용등급 평가 등 거시리스크의 분석과 연구에 있어서 필요할 것으로 본다.

셋째, 산업별리스크와 기업별 리스크의 차별성을 인식한 거시리스크와 미시리스크의 통합적 분석이 요망된다. 거시리스크 측면의 국가리스크는 실질적, 미시적 차원에서 보면 미시적 매체를 통해 전달되는 것이 일반적인 만큼 시나리오분석 등 전략적 구조분석이 선행되어야 할 것이다. 예를 들어 경영전략을 수정하는 리스크회피(퇴출, 진입연기, 틈새시장 공략), 리스크통제(정치활동, 시장주도권확보, 경쟁자위협, 수직적통합, 수평적 합병), 협력(장기계약, 자발적 경쟁제한, 제휴, 프랜차이즈, 라이선싱, 콘소시움 참여, 임원공유, 회사간 인사교류), 모방(제품 및 생산기술 모방, 밴드웨곤), 융통성(다각화, 생산과정의 융통성 부여) 등 국제기업의 리스크관리에 있어서 대안별 시나리오를 구축하여 리스크를 종합적으로 평가분석하는 방안이 연구되어야 할 것이다<sup>24)</sup>. 이를 위해서는 계량적, 이론적 구조분석 연구가 병행되어야 할 것이다.

## V. 結 論

본고에서는 수출보험에서 주로 사용되다가 최근 외환위기 이후 인구에 빈번하게 회자되고 있는 국가리스크(Country Risk)에 대한 개념정립과 연구동향 및 과제를 문헌적으로 분석하였다. 리스크를 야기하는 위태 또는 환경요인 측면이 강조되는 용어인 국가리스크는 수출입과 해외투자 및 국제금융 부문에서 상이하게 접근되고 있고 이에 대한 통합적인 시각이 필요한 한편 분석대상에 따라 차별적인 리스크 종류에 대한 개별적인 접근이 요망된다. 특히 사건을 중심으로 한 리스크의 발생 및 진행구조에 대한 시스템적 연구가 계량적으로 이루어져야 국가리스크에 대한 보다 입체적인 이해와 분석 그리고 구체적이고 합리적인 대안이 수립될 수 있으리라고 본다.

23) 이런 관계를 규명하는 방법론에 대한 소개서로 강병서(1999), 인과분석을 위한 방법론, 무역경영사 참조.

24) 시나리오분석기법에 대해서는 Godet(1987), *Scenarios and Strategic Management*, Butterworths 참조.

ABSTRACT

**Country Risk : A Literature Survey**

Jung, Hong Joo

This paper aims to define country risk, review previous literature, and provide future direction for further research. Country risk is found to be analyzed in various ways in export, foreign direct investment and international finance, and thus analysis of the risk needs an integrated perspective and individual one as well. Systematic analysis, in particular, concentrating on relationship and structure within several risk is required in order to understand the country risk academically and to manage it practically.

Key Words : Country Risk