

채권 시장 완전 개방과 파급 영향

임진국 · 현대경제사회연구원 연구위원

1997년말 채권 시장이 완전 개방되어 금년 2월까지 외국인 투자가 꾸준히 증가세를 보이고 있다. 특히, 2월중 외국인 채권 투자가 급증세를 보임으로써 이에 따른 금융 경색의 해소 효과가 주목된다. 반면, 한국의 국가 신용 평가 등급이 아직 투기적 수준에 머물러 있고, 원화 환율도 불안정성을 보임으로써 외국인의 투자 대상 채권이 단기채에 집중되어 있는 실정이다.

현재의 여건상 판단해볼 때, 외국인 채권 투자가 본격화되는 시점은 하반기경이 될 것으로 보이며, 이는 환율의 안정화와 구조 조정 성과의 가시화 시점이 상반기로 보기는 어렵다는 점과 해외 신용 평가 기관의 신용 등급 상향 조정이 다소 시일이 걸린다는 관행에 의한 것이다. 금년중 투자 예상 규모는 60억~80억 원에 달할 것으로 전망되고 있다.

채권 시장 완전 개방에 따른 파급 영향으로서는 우선 국내 채권 수요 기반의 확충과 국공채의 대대적 발행에 따른 구축 효과를 완화시키는 효과가 기대된다. 반면, 채권 투자 자금의 잦은 유출입에 따른 경제 교란이 우려되며, 전환 사채를 통한 외국인의 국내 기업 M&A 공략이 우려되는 사항이다.

한편, 외국인의 투자 활성화를 제도적 정비와 외국인의 M&A 공략에 대한 국내 기업의 대응 여건을 조성해줄 필요가 있을 것이다.

으로 유보되어왔으나, IMF 구제금융을 계기로 시행시기가 크게 앞당겨졌다. 지난 1997년 11월 3년 이상 중장기 회사채와 전환사채에 대한 외국인 투자 한도가 확대되었고, 12월 12일 3년 이상 회사채 등 국내 장기채 시장의 완전 개방, 12월 23일 국공채, 금융채, 특수채, 3년 이하의 회사채 등 단기채

1997년말 채권 시장의 완전 개방

그동안 채권 시장의 완전 개방은 국내의 금리차 2~3%포인트가 달성되는 시점

시장이 개방되어, 12월 30일에는 모든 장 채권에 대한 외국인 투자 한도가 폐지됨으로써 국내 채권 시장은 전면 개방되었다. 1998년 들어서는 2월중 무담보 기업어

〈표 1〉 1997~98년 국내 채권 시장의 개방 추이

시기	주요 조치 내용
1997. 1	· 외국인 전용 중소기업 무보증회사채 발행 · 중소기업 전환사채에 대한 외국인 투자 한도 확대(30%→50%)
1997. 6	· 대기업 무보증전환사채 시장 개방 · 외국인의 중소기업 무보증증장기채의 유통 시장 참여
1997. 11	· 3년 이상의 중장기 보증 및 무보증 회사채와 전환사채 개방 → 종도별 투자 한도·발행 금액의 30%, 1인당 한도 10%
1997. 12.23	· 3년 이하의 단기회사채, 국공채, 특수채 개방 · 1인 한도(10%) 폐지, 종목별 한도 관리를 발행 회사별 관리로 대체
1997. 12.30	· 상장채권의 투자 한도 전면 폐지
1998. 2	· 무담보 기업어음, 상업어음, 무역어음 개방
1998년말	· 양도성 예금증서, 환매채 개방 계획

자료: 재정경제원.

음, 상업어음, 무역어음까지 완전 개방되었다.

작년 12월 채권 시장 전면 개방 직후 소폭 증가에 그쳤던 외국인 채권투자자금의 유입이 최근 급증세를 보이고 있다. 증권거래소는 1997년 12월 12일~1998년 2월 27일 동안에 채권 시장에 유입된 외국인 투자 자금이 1조 2,140억 원임을 발표하였다.

외국인 투자 자금은 단기적으로 초우량 회사채 및 단기채 시장을 중심으로 해외

자본이 유입된 것으로 나타났다. 단기채의 경우 유동성이 뛰어나고 금리도 비교적 높아¹⁾ 외화 자금의 투자 유인이 상대적으로 높은 편이기 때문이다. 이에 따라 외국인의 채권 투자는 절반 이상이 환금성이 높은 단기 통화안정증권(14일물, 연 25%)에 집중되었고, 만기가 1년 미만인 산업금융채권이나 지방채, 국채 등을 중심으로 투자되었다.

반면, 회사채의 경우 대기업의 3년 보증채를 중심으로 투자가 이루어졌다. 이는

〈표 2〉 채권 시장 완전 개방 후 외국인 투자액 증가 추이

시기	1997. 12	1998. 1	2월	합계
외국인 투자액	401	3,477	8,262	12,140

(단위: 억 원)

1) 산업은행 및 장기신용은행의 금융채 수익률이 12월중 평균 17.86%이었음.

한국의 국가 신용 등급이 정크본드 등급에 머물러 있고, 원화 환율이 불안정함에 따라 외국 은행 등 해외 기관투자자들이 투자하고 있지 않는 등 안전 위주의 투자 패턴을 선호하기 때문인 것으로 파악된다.

하반기경 외국인 채권 투자 본격화 전망

외화 유입이 본격화될 수 있는 여건으로서 환율의 안정화, 국내 경제의 구조 조정으로 외국인 투자자의 신뢰 회복, 외환 거래의 규제 완화 등이 필요할 것이다.

우선 환율의 안정 가능성에 있어서는 최근 국제수지 개선세가 이어지면서, 제2換亂이라는 극단적인 비관론이 점차 감소되고 있다. 반면, 동남아·중국·일본의 경제 상황 등 해외의 불안정 요소가 지속적으로 대두되면서 환율의 불안정성이 쉽게 사라지지 않고 있다. 따라서 원화 환율의 안정화는 하반기 경에 가시화될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

둘째, 그동안 자본 시장의 완전 개방, 은행 및 증권사의 부실 정리, 노사정 합의, 재무협약 등 적지 않은 구조 조정 조치들이 시행되고 있다. 따라서 실질적인 국가 경쟁력 제고를 위한 종합 비전이 제시될 것으로 기대됨에 따라, 외국인의 시각이 상당히 우호적으로 바뀔 가능성이 높은 것

으로 관측된다. 다만, 각종 경제 규제의 획기적인 완화가 필요한 반면, 정치·행정 조직의 변화 속도가 이에 못 미치고 있는 점이 우려되는 내용이다.

셋째, 외환 거래의 자유화 조치가 지속적으로 시행되고 있어 향후 국내 자본 시장의 활력이 가시화될수록 제도적 개선 여건이 성숙해짐에 따라, 외환 거래상 장애 요인은 크게 개선될 수 있을 것으로 판단된다.

종합적으로 볼 때, 외화 유입의 바람직한 여건 전망은 해외 불안 요인과 신정부의 행정 개혁 능력에 따라 크게 좌우될 것으로 전망된다. 이에 근거해서 판단해볼 때, 해외 요인의 단기적인 충격보다는 신정부의 현실적인 개혁 추진의 중장기적 평가가 외국인 투자자의 입장에서 더 중요할 것이며, 단시일 내의 투자 신인도 회복에 있어 핵심적인 변수가 될 것이다.

증권 업계는 외국 자금의 채권 투자는 하반기 이후 본격화될 것으로 전망하고 있다. 이는 원화 환율이 달러당 1,400 원대에서 안정되는 시점이 하반기가 될 것이라는 예측에 근거한 것이다. 이러한 상황은 국제 신용 평가 기관으로부터 국가 신용과 기업 신용이 국제적 투자 가능 등급으로 상향 조정됨으로써, 외국인에 의해 채권 투자가 활발해지는 상황이 도래함을 의미

한다.

최근 S&P나 무디스社 등 국제 신용 평가 기관들이 한국의 국가 신용 등급을 종전의 B+에서 BB+로 상향 조정한 바 있으나, 아직 투기적 투자 여건으로 인식되는 수준에 머물러 있다. 따라서 장기채를 중심으로 한 외국인 투자가 이루어지기에는 아직 불안한 상황으로서, IMF 구제금융을 받기 전의 수준으로 회복되기까지 단기채 중심의 외국인 투자가 이루어질 것으로 보인다.

이러한 전망 시나리오의 경우, 외국인 채권 투자 유입액은 최대 약 6조~8조 원에 달할 수 있을 것으로 예상되고 있다. 이는 국내 신용 평가 기관에 의해 판정되고 있는 신용 등급이 A~AA등급에 속하는 채권 발행 주체를 중심으로 하여 외국인 투자가 이루어질 것이라는 판단에 근거한 것이다.

채권 시장 개방의 효과

그동안 국내 금융 산업의 부실 정리와 구조 조정에 따라 소요되는 재원 조달을 위해 국공채 발행 계획이 수립된 바 있다. 그리고, 이러한 국공채의 대대적인 발행이 민간 부문의 자금 조달원을 잠식시키는 구축 효과(crowding-out effect)에 대한 우

려가 적지 않았다. 그러나 외국인 투자 자금의 유입이 원활하게 이루어질 경우 이러한 구축 효과는 적지 않게 해소될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 나아가 이러한 외국인 채권 투자의 활성화를 계기로 국내 채권 시장의 제도적 기반이 선진화될 경우, 일반 투자가의 참여도 확대됨으로써 채권 투자의 수요 기반도 확충될 수 있을 것이다. 그리고 이는 기업들에 있어 채권 발행이 유효한 활용 수단으로 자리잡게 될 수 있을 것으로 기대된다.

채권 시장의 완전 개방에 따른 파급 영향을 긍정적 측면과 부정적 측면을 살펴보면 다음과 같다. 긍정적 효과에는 외자 도입 촉진, 자본 조달 비용의 하락, 채권 시장의 선진화 촉진, 금리·환율의 정상적인 관계 회복 등이 상정될 수 있다.

우선, 외국인들이 선호하는 투자 대상으로서 국공채 및 특수채의 개방으로 외화 자금의 유입이 활발해질 가능성이 점차 높아지고 있다. 즉, 외채 협상의 타결이 순차적으로 이루어짐으로써 투자의 대외 신인도가 회복세를 보이기 시작하였기 때문이다. 주식 시장이 외국인 투자 증대에 의한 국내 기업 M&A 공략의 우려를 야기시키고 있는 데 반해 채권 시장은 이러한 우려가 크지 않은 점에서도 외국인 투자자금의 유입이 바람직하게 보일 수 있다. 다만, 전

(표 3) 주요 국공채 발행 계획

종류	유통 방법	발행 시기	만기	금리	발행 규모
부실채권정리 기금채권	공모 또는 사모 (증권 위탁원 등록)	1997년 12월 하순~ 1998년 1월	5년 이내	시중 실세 금리	12조 원(달러 표시 20억 달러 포함)
예금보험 기금채권	공모 또는 사모 (증권 위탁원 등록)	1997년 12월 하순~ 1998년말	7년 이내(5년 거치 후 2년 분할 상환)	시장 금리를 감안해 추후 결정	12조 원 이내
외국환평형기금 채권(달러 표시)	공모 또는 사모 (실물 판매)	1997년 12월 하순~ 1998년	10년 이내	국제 금융 시장 금 리를 감안하여 결정	100억 달러(국내 및 해외 판매)

자료: 재정경제원

환사채의 주식 전환으로 적대적 M&A가 이루어질 수 있는 점에 대해서는 적지 않은 우려감이 나오고 있다.

둘째, 국내 기업들이 자금난을 겪고 있는 현 상황에 따라 외국인 외화 자금의 유입이 늘어날수록 자금 검색의 어려움이 경감될 수 있을 것으로 기대된다. 장차 채권 발행시에 신용 평가 등급에 따른 무보증 회사채의 발행이 보편화될 경우 자금 조달의 가능성은 크게 늘어날 수 있을 것으로 보인다.

셋째, 나아가 외국인 투자자들이 국내 채권 투자를 늘려가면서 나타날 수 있는 채권 시장의 제도적 정비는 제도의 국제적 정합성을 높일 것이므로 국내 채권 시장의 발전을 꾀할 수 있는 계기가 될 수 있을 것이다. 특히, 신용평가제도의 정착과 채권 발행에 관한 효율적인 공시체제의 구축, 유통 시장의 증개 등 하부 구조의 개선이

기대된다. 장기적으로 채권 시장의 확대 발전은 취약한 금융 산업의 경쟁력을 높일 수 있는 여건이 될 수 있을 것이다.

넷째, 그동안 주식 시장만 개방되고 채권 시장이 상대적으로 덜 개방됨으로써 고금리와 환율 절상이 나타남에 따른 거시경제적 부작용과 이에 따른 경제적 부담이 컸던 것으로 지적되어왔다. 따라서, 채권 시장의 완전 개방을 계기로 변동환율제가 가져다 줄 수 있는 경제적 안정성 제고를 기대할 수 있을 것으로 보인다. 장기적으로 다양한 만기의 채권 수익률이 적절한 통화, 환율 정책 수립에 있어 중요한 지표로 그 역할을 담당하게 될 수 있을 것이다.

부정적 효과에는 ① 급격한 자본 유출입에 따른 금융 시장 교란, ② 금융 정책의 독자성 및 유효성 약화, ③ 전환사채를 통한 외국인의 적대적 M&A 등이 상정될 수 있다.

우선, 채권 투자가 갖는 강한 투기성으로 인해 자본의 유출입이 급격하게 일어날 수 있기 때문에 경제적 교란 요인으로 작용할 수 있다.

둘째, 채권 시장 개방에 따라 자본 이동 규모가 확대될수록 금융 정책의 독자성이 저하될 수 있으며, 이에 따라 국내 금리 조절 기능도 약화될 수 있다. 금융 자유화의 상황 하에서 간접 규제 방식에 의한 통화 조절 정책이 시행될 수 있는 국내의 금융 시장 여건이나 제도적 하부 구조가 성숙되어 있지 못하기 때문이다.

셋째, 현재 국내 기업들은 고금리·고환율, 나아가 구조 조정의 압력에 의한 헐값의 자산 매각 등으로 생존 기반이 크게 위협을 받고 있는 실정이다. 또한 외국인 투자가의 입장에서는 국내 우량 기업에 대한 M&A 기회가 될 수 있다. 따라서, 전환 사채의 지속적인 매입과 함께 장차 주도적인 주가 상승의 유도를 통해 국내 기업의 사냥을 피할 가능성이 많은 것으로 알려져 있다.

채권 시장 개방 실익의 극대화를 위한 정책 과제

우선, 금융 기관의 자금 중개 기능이 크게 약화된 현 상황 하에서 금융 산업의 구

조 조정이 신속하게 추진됨으로써 금융 기관의 중개 기능이 회복되어야 할 것이다. 또한, 통합되는 금융감독체제가 급속한 자본 유출입에 따른 금융 기관의 부실화를 방지할 수 있도록 감독 행정의 공백을 최소화하는 노력도 매우 중요하다.

둘째, 채권 시장 개방에 따른 국제 금융 시장으로부터의 충격 증대를 완화시키기 위해 금리와 환율의 신축성이 보장되어야 할 것이다. 그동안 금리 자유화가 꾸준히 추진되어왔으나, 국내 금융 산업의 규제적 환경 순응에 따른 영업 패턴으로 금리의 가격 기능은 크게 취약하다. 따라서 정부는 자산 운용이나 상품 개발에 있어서 대대적인 규제 완화를 통해 적용 금리의 차별화를 가능케 해야 할 것이다. 환율에 있어서도 하루 변동폭의 제한이 완전 철폐된 상태이나 아직 기준 환율 고시 방식이 유지되고 있다.

셋째, 외환 거래의 자유화를 통해 외국인의 투자자금 유입을 촉진할 필요가 있다. 외자관리체계의 선진화를 위해서는 우선 외자 유출입 및 외국인 투자 동향을 파악하는 모니터링체계의 구축이 필요하다. 이를 위해서는 투기성 단기 자본의 유출입이 외환 위기를 유발시키는 것을 조기에 포착할 필요가 있다. 헤지펀드 등 투기 성향이 강한 투자 자본의 유출입에 대한 제

어장치도 필요하다.

넷째, 채권 시장의 수요 기반에 대한 확충이 절실하다. 우선 채권 투자의 참여 기반이 개인투자자들까지 확대될 필요가 있다. 이를 위해서는 국공채 매매 거래의 거래소 시장을 통한 매매 집중을 피하여 소량 매매의 높은 유동성을 조성해야 할 것이다. 즉, 일반 투자자들을 위해 채권 공모에 관한 정보 공시가 강화될 필요가 있을 것이다. 나아가, 채권의 거래 가격, 수익률, 잔존 기간, 종류 등 보다 세분화된 시장 정보를 지속적으로 일반 투자자들에게 알릴 수 있어야 할 것이다. 향후 무보증채의 발행 규모 확대가 예상됨에 따라 발행 주체의 재무 상황 등에 관한 정보의 공시도 강화될 필요가 있다. 그리고 다양한 채권 관련 상품이 개발될 필요도 있는 것이다. 나아가, 외국인 투자자들의 수요 기반 확충을 위해서 향후 성업공사 등이 금융기관 부실채권 정리와 관련하여 발행할 예정인 자산담보채권(ABS)의 판매가 조속히 이루어질 필요가 있다.

다섯째, 채권 시장의 하부 구조와 관련 제도가 선진화되어야 한다. 우선 국채 발행 금리의 실세화가 필요하다. 그동안 발행 금리가 시장 실세와 괴리를 보임으로써 발행 시장에 대한 참여자가 저조하였고 소화되지 않은 잔존 물량에 대해서는 강제

배분도 행해져왔다. 발행 금리와 유통 금리간의 격차가 줄어들게 되면 유통 시장에 매각할 수 있는 경제적 유인이 커짐으로써 유통 시장의 활성화를 촉진하게 될 것이다. 그리고 동일 주체에 의한 동일 신용 위험을 갖는 국채가 종목 수가 많은 것을 시정하여 표준화할 필요가 있다.

이밖에 채권 전문 딜러의 육성이 필요하다. 기존에 국내에도 제한적 딜러제도 도입되었으나 활성화되지 못한 상태이다. 따라서 채권 인수 기관의 범위를 확대시킬 필요가 있으며, 자금력이 풍부한 은행도 증권 관련 업무를 취급할 수 있도록 업무영역 규제 완화도 검토될 필요가 있다.

마지막으로, 증권 당국은 외국인에 의한 전환사채를 통한 국내 기업 M&A 공략에 대처할 수 있도록 외국인의 투자 동향에 대한 정보 공시와 국내 기업의 대책 마련에 대한 제도적 여건을 조성해주어야 할 것이다. 