

# 한국기업의 글로벌자금조달 전략

김 동 순

한국경제연구원

# 발간사

1990년대 들어 국제금융시장에서 많은 국제투자자들이 수익률 제고를 위해 신흥시장에 눈을 돌리는 현상이 존재하였으나 1997년 아시아금융위기와 1998년 러시아 모라토리움 선언 등으로 인해 안전한 투자대상을 찾는 소위 “질로의 도피”(flight to quality) 현상이 심화되고 있다. 또한, 금융구조화를 통한 증권발행이 증가하고 있으며, 글로벌증권 발행이 보편화되고 있다. 글로벌신디케이트론 시장은 뮤추얼펀드, 투자은행 및 보험사를 포함한 새로운 시장참여자의 등장으로 경쟁이 더욱 심화되어 차입자가 시장을 주도하는 시장이었으나 러시아 모라토리움 선언 등의 여파로 이러한 현상이 역전되어 대출은행들은 새로운 게임룰을 모색하고 있으며 자신에게 유리한 조건으로 대출을 할 전망이다. 한국기업과 금융기관들은 동남아 및 한국의 외환위기에 따라 대주들의 한국물기피와 이에 따른 차입여건의 악화, 경기침체로 인한 기업들의 투자수요 감소로 전반적인 해외차입이 부진한 상황이다.

치열한 글로벌경쟁 시대에 살아남고 국제경쟁력을 제고하기 위해서 한국기업은 향후 자금가용성 위험이 완화되면 전세계시장을 대상으로 양질의 자금조달원을 추구해야 할 것이다. 이러한 관점에서 이 연구는 한국기업이 글로벌자금조달 전략의 수립 및 실행과 관련하여 주요 지침들을 제시하고자 한다. 구체적으로 이 연구는 국제금융시장의 최근 동향과 전망, 선진국과 개도국 기업의 자금조달 행태, 한국기업의 국제금융, 국제금융시장에 관한 실증연구, 자금조달 사례분석 등을 토대로 한국기업의 국제재무관리 시스템, 국제신인도 제고 전략, 프로젝트파이낸싱과 자산담보부증권의 활용 등의 글로벌자금조달 전략을 제시하였다. 연구의 결론은 다음의 10대 전략지침에 축약되어 있는데, 향후 이러한 지침들을 토대로 보다 세부적이고 심층적인 글로벌자금조달 연구가 이루어질 수 있다. 첫째, 기업의 규모나 투자규모에 따른 상이한 자금조달방식을 선택해야 할 것이다. 둘째, 자금조달 주체에 대한 고려가 있어야 할 것이다. 셋째, 국제경제 및 국제금융에 대한 인프라를 구축함으로써 현재와 미래의 국제경제·금융관련 변수들의 예측을 전제로 한 자금조달이 필요하다. 넷째, 국내경제 및 국내금융 동향에 따라 자금조달조건이 달라지므로 이에 대한 예측이 필수적이다. 다섯째, 자금조달과 위험관리의 연계가 필요하다. 여섯째, 신용등급 내지 국제신인도를 개선하고 관리하기 위한 기업 재무구조의 개선이나 구조재조정이 있어야 한다. 일곱째, 기업내에 국제재무 인력을 꾸준히 양성하여 전문성과 경험을 갖추도록 하고 이에 따른 유인이 제공되어야 한다. 여덟째, 국제증권화 현상을 충분히 활용하여 자산담보부채권이나 구조화된 채권을 발행할 필요가 있으며 국제금융시장의 가장 중요한 자금공급원인 연금기금, 상호기금 등 기관투자자에 대한 홍보관계를 개선하고 이들을 적극적으로 활용해야 할 것이다. 아홉째, 외화표시의

자산과 부채는 전사적인 외화자산부채관리시스템 도입을 통해 매칭을 하여 위험요인을 사전에 제거하여야 할 것이다. 열번째, 새로운 자본조달원으로서 해외증권 내지 주식연계채를 적극적으로 발행해야 할 것이다.

이 연구를 수행한 중앙대학교의 김동순 교수에게 감사드리며, 연구수행에 도움을 주신 한국경제연구원의 남주하 박사, 위정범 박사, 한국금융연구원의 김세진 박사, 홍익대학교의 정태영 교수, 대우증권의 정훈교 금융개발팀장께도 감사드린다. 실증연구를 도와 준 이승재, 정승혜 연구조교에게도 감사한다. 끝으로 이 연구의 내용은 필자의 개인적 견해이며 본원의 공식적 견해가 아님을 밝혀둔다.

1999년 3월

한국경제연구원

# 목 차

## 제 1 장 국제금융환경의 변화

### 제 1 절 서론

### 제 2 절 국제금융시장의 1997년중 주요 동향

### 제 3 절 국제금융시장의 최근 동향 및 전망

### 제 4 절 국제금융시장의 구조변화

### 제 5 절 세계기업들의 자본조달방식 변화

## 제 2 장 한국기업의 국제금융 현황

### 제 1 절 국제자금조달 현황 및 사례

### 제 2 절 한국기업의 자금조달 현황과 문제점

### 제 3 절 한국기업의 해외증권 발행

## 제 3 장 국제금융시장 실증연구

### 제 1 절 미국식 주식예탁증서의 수익률 결정요인

### 제 2 절 한국기업의 해외전환사채 수익률 결정요인

## 제 4 장 한국기업의 글로벌자금조달 전략

### 제 1 절 국제자금 조달의 기본원칙

### 제 2 절 국제금융시장에서의 각종 금융수단

### 제 3 절 국제자금조달 사례

### 제 4 절 국제재무관리 조직 및 시스템 전략

### 제 5 절 국제신인도 제고 전략

### 제 6 절 국가외채관리 및 민간외채축소 전략

## 제 5 장 프로젝트파이낸싱의 활용

### 제 1 절 프로젝트파이낸싱의 활용

### 제 2 절 프로젝트파이낸싱의 활용사례

## 제 6 장 국제증권화/자산담보부증권 활용

### 제 1 절 국제증권화의 기본 개념

### 제 2 절 국제증권화 사례

## 제 7 장 결론

### 제 1 절 한국기업의 글로벌자금조달 전략 10대 주요 지침

### 제 2 절 본 연구의 한계

## 표 · 그림 목차

- <표 1> 국제금융시장의 자금조달 동향
- <표 2> 국제자본시장의 차입국가별 자금조달 추이
- <표 3> 신흥개도국의 형태별 자금조달 추이
- <표 4> 채권형태별 발행 추이
- <표 5> 국별 채권 발행 실적 추이
- <표 6> 표시통화별 채권 발행 실적 구성비 추이
- <표 7> 국별 주식 발행 실적 추이
- <표 8> 신디케이트론 실적 추이
- <표 9> 신디케이트론 조건 추이
- <표 10> 형태별 차입퍼실리티 실적 추이
- <표 11> 국별 차입퍼실리티 실적 추이
- <표 12> 국제금융시장의 1998년중 자금조달 실적
- <표 13> 미국 비금융기업의 자본조달 원천추이
- <표 14> 일본 비금융기업의 자본조달 원천추이
- <표 15> 독일 비금융기업의 자본조달 원천추이
- <표 16> 개도국의 해외자본조달 추이
- <표 17> 한국의 해외자금조달 동향
- <표 18> 한국기업의 직접금융 추이
- <표 19> 한국 제조기업 국내자본의 원천 추이
- <표 20> 한국의 주식연계증권 발행추이
- <표 21> 양키본드 발행현황
- <표 22> 글로벌본드 발행현황
- <표 23> 한국기업이 발행한 CB의 풋수익률(Yield to Put)
- <표 24> 국제금융시장의 구조
- <표 25> 내부금융
- <표 26> 국제자금조달 수단
- <표 27> A기업의 해외투자자금 조달 내역
- <표 28> B기업의 해외투자자금 조달 내역
- <표 29> C기업의 해외투자자금 조달 내역
- <표 30> D기업의 해외투자자금 조달 내역
- <표 31> 선진기업과 한국기업 재무의 비교

- <표 32> 스위스프랑표시 유로전환사채의 함수적 접근방법
- <표 33> 미달러화 예측관련 변수들
- <표 34> 환위험 헤징전략의 비교
- <표 35> 금리위험 헤징전략의 비교
- <표 36> 금리위험 헤징에 권장되는 전략
- <표 37> 금융변수와 재무전략의 연계성
- <표 38> 글로벌금융전문가 교육훈련프로그램
- <표 39> 지역별·분야별 프로젝트파이낸싱 수요 현황 및 전망
- <표 40> 사업분야별, 투자지역별, 은행별 프로젝트파이낸싱 활용/주선 실적
- <표 41> 국내기업의 프로젝트파이낸싱 활용 현황
- <표 42> ABN·AMRO의 통신관련 프로젝트파이낸싱 주선 경험
- <표 43> 인프라투자기금의 예
- <표 44> 신용공여 퍼실리티의 내용
- <표 45> 프로젝트의 주요 원리금상환서비스관련 비율
- <표 46> 남미 통신관련 국제증권화
- <표 47> 한국기업의 자금조달 방안
  
- <그림 1> 다양한 자금조달 원천
- <그림 2> ARIAWEST 프로젝트파이낸싱 자금흐름도
- <그림 3> 프로젝트파이낸싱의 기본구조
- <그림 4> ABS의 기본구조
- <그림 5> Telmex ABS의 기본구조
- <그림 6> Telmex의 ABS 원리금상환 흐름

## CONTENTS

I. Changes in Global Financial Environments

II. Korean Businesses' Global Financing

III. Empirical Studies on Global Capital Markets

IV. Korean Businesses' Global Financing Strategy

V. Project Financing Strategy

VI. International Securitization Strategy

VII. Conclusion

References



# 제 1 장 국제금융환경의 변화

## 제 1 절 서 론

전통적으로 한국기업들은 자금조달을 은행차입 위주의 간접금융방식에 의존하여 왔으나, 요즘에는 채무의 증권화 현상에 걸맞게 기업공개, 유상증자, 회사채발행 등의 직접금융방식을 통해 보다 효율적인 자금조달을 꾀하고 있다. 특히 한국기업들의 해외증권 발행은 1980년대 중반이후 유로시장에서 전환사채(CB)를 중심으로 이루어지다가 90년대에 들어와서는 신주인수권부사채(BW), 주식예탁증서(DR) 등의 발행이 증가하였다. 이러한 증권들은 그동안 한국의 경제성장, 기업의 수출증대 등으로 인해 국제자본 시장에서 한국기업들에 대한 인지도가 증가하고 향후 한국기업의 성장전망도 밝음에 따라 발행이 꾸준히 늘어난 것이 사실이었다. 그러나, 1997년 금융위기를 기점으로 외자도입 조건이 까다로워지고 국가신용도도 투자등급 이하로 하락하는 등 자금의 가용성위험(availability risk)도 현실화되었다.

그럼에도 불구하고 외자도입 또는 해외증권 발행은 그 조달금리가 국내의 은행차입 또는 회사채발행 금리보다 일반적으로 낮기 때문에 앞으로 치열해지는 국제경쟁시대에서 국내기업이 경쟁력을 갖추는 데 필요한 양질의 자본을 공급하여 주므로 적극적으로 추진해 나가야 할 기업의 재무전략이라고 할 수 있다. 예컨대 금융위기 이전인 1993년 6월에 있어 국내 회사채 유통수익률이 12%대인 데 비해 동월에 발행된 포항제철의 양키본드 발행수익률은 6.736%로서 환위험을 무시한다면 6%포인트 이상의 현격한 차이를 보이고 있다. 한편, 금융글로벌화 시대에 있어서 환위험에 대한 관리 내지 환율예측을 위한 인프라를 구축하는 것도 한국기업의 가장 중요한 과제 중의 하나라고 할 수 있다.

본 연구는 급변하는 국제금융환경 아래서의 한국기업의 국제금융시장에서의 자본조달 전략에 초점을 맞추면서 크게 다음과 같은 다섯가지 주제를 가지고 논의하고자 한다. 첫째, 1990년대 이후의 국제금융환경의 변화를 개관하고, 둘째 증권화 현상에 따라 신용등급의 중요성이 매우 강조되고 있는 시점에서 국제신인도를 제고할 수 있는 방법을 모색하며, 셋째 국제자금조달에 따른 환위험, 금리위험 등 여러 재무위험을 회피하기 위한 위험관리에 대해 지침을 제시한다. 넷째, 국제자금조달 전략의 선택에 대해 논의하고, 다섯째 전략실행의 주체로서 여러 분야의 국제금융전문가를 양성 및 확보하는 전략을 제시한다. 그밖에 CB와 DR에 대한 실증연구를 통해 해외증권발행 전략에 대한 시사점을 제시하며, 한국기업의 구조조정 차원에서의 민간외채 축소의 방식을 예시

하고, 최근 국제자금조달 방식으로 유행하고 있는 프로젝트파이낸싱과 자산담보부증권에 관한 사례를 분석한다. 이상의 논의들을 바탕으로 결론에서는 한국기업의 글로벌 재무전략 10대 지침을 요약·제시하고자 한다.

## 제 2 절 국제금융시장의 1997년중 주요 동향

1997년까지 세계 각국의 국제금융시장을 통한 총 자금조달액은 1995년에 1조 달러를 사상최초로 초과한 후 지속적인 성장세를 보인 게 사실이다. 이는 미국 경제의 호조 지속 및 유럽국가들의 경기회복에도 불구하고 인플레이션 압력이 증대되지 않아 세계적인 저금리현상이 지속된 데 기인하였다. 둘째, 새로운 다양한 금융기법의 개발과 이용으로 인해 증권화(securitization)가 가속화된 데도 원인이 있었다. 셋째, 1999년으로 예정된 유로(Euro) 통화의 도입은 유럽내 국가간 차입과 투자에 촉매 역할을 지속하였다. 넷째, 유럽 국가의 금융완화정책과 일본의 지속적인 경기침체도 국제금융시장의 자금공급을 풍부하게 하였다. 다섯째, 1995년 폐소화 위기, 1997년 동남아 외환위기도 불구하고 국제투자자들의 지속적인 고수익 추구는 신흥국 차입자들의 자금조달을 용이하게 하였다. 특히 투자자의 위험감수 경향은 유로채시장에서 투자등급 이하 차입자들의 기채를 가능하게 했고 브래디채권( Brady bonds)를 무담보 장기채로 전환하게 하였다. 그러나 아시아 국가들의 연쇄적인 외환위기 발생과 이에 따른 세계 주식시장의 불안정성 증대 등으로 앞으로 국제금융거래는 다소 위축될 가능성이 상존하고 있었다.

국제채권시장은 주요국 국내채권시장의 호황과 1996년 하반기 이후 주요국 장기금리가 하락세를 나타내어 활황세를 지속하였다. 이중 변동금리부채권(FRN)의 발행이 급증하였는데, 이는 미래 금리향방에 대한 불확실성 증가와 함께 미국계 비은행 민간금융기관에 의한 자산담보부채권(ABS) 발행 증가 등에 기인하였다.

주식연계채권은 주요국 국내주식시장의 활황으로 발행이 증가하였다. 전환사채와 신주인수권부사채 발행은 일본계 기관들이 주도하였다. 이중통화표시 채권(dual-currency bonds) 또는 역이중통화표시 채권 등의 구조화된 엔화표시 채권(structured yen bonds)을 포함하는 기타 채권의 발행도 급증하였다.

OECD 지역의 벤치마크 정부채권의 수익률이 하락을 보이자 많은 투자자들이 수익률제고를 위해 신흥국시장에 눈을 돌렸다. 특히 몇몇 신흥국시장의 차입자들은 신용등급이 상향조정되어 발행을 주도하였다. 통화표시별로는 미달러화표시 국제채 발행이 증가하였는데, 이는 비은행 민간금융기관에 의한 지속적인 발행과 함께 미달러의 강세가 주

요 요인이었다. 독일마르크표시 국제채의 발행도 늘어났는데, 이는 독일 공채 및 주택저당채권 시장이 국제화된 것에 기인하였다. 엔화표시 국제채의 발행 증가는 주로 개인투자자를 겨냥한 구조화된 엔화표시 채권이 급증한 것에 기인하였다.

글로벌신디케이트론 시장은 뮤추얼펀드(mutual funds), 투자은행 및 보험사를 포함한 새로운 시장참여자의 등장으로 경쟁이 더욱 심화되었다. 즉, 종전 국내에 기반을 두었던 은행들이 국제신디케이트론에 대거 참여함으로써 전반적으로 대출 규모가 늘어나고 대출마진의 축소를 가져왔다. 또한 대출약정시 양도조항을 삽입함으로써 은행은 차입자의 동의없이 대출유통시장에서 다른 매입자에게 대출을 양도하는 수단을 확보하려는 경향을 보였다.

### 1. 국제금융시장에서의 총자금조달 실적

1997년중 아시아 금융위기에도 불구하고 세계 각국의 국제금융시장을 통한 총자금조달액은 전년대비 10% 증가한 1조 8천억 달러 수준을 나타내어 4년 연속 사상최고치를 경신하였다. 자금조달 형태에 있어서 총자금조달액중 채권, 주식 등 증권의 발행이 전년대비 19.6% 늘어나고 전년중 6.8% 감소하였던 신디케이트론도 13.1% 증가로 돌아서는 등 활발한 모습을 보인 반면, 차입퍼실리티는 유로중기채 프로그램을 제외하고 감소세로 반전하였다. 한편, 총자금조달액중 증권발행의 비중은 전년중의 48.8%에서 금년중에는 51.8%로 상승하고 신디케이트론의 비중도 전년과 비슷한 22.0%를 나타낸 반면 차입퍼실리티 비중은 29.3%에서 26.1%로 하락하였다.

<표 1> 국제금융시장의 자금조달 동향

(단위: 십억달러)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>증권 및 인수약정</b>						
채권	333.7	481.0	428.6	467.3	708.8	831.6
주식	23.5	40.7	45.0	41.0	57.7	85.1
신디케이트론	117.9	136.7	236.2	370.2	345.2	390.4
기타 차입퍼실리티	6.7	8.2	4.9	3.8	4.5	2.7
<b>소계</b>	<b>481.8</b>	<b>666.6</b>	<b>714.7</b>	<b>882.3</b>	<b>1,116.2</b>	<b>1,309.8</b>
<b>무인수 채무약정</b>						
유로CP 프로그램	28.9	38.4	30.8	55.9	81.3	48.5
유로중기채 프로그램	99.0	113.6	222.1	346.1	374.1	411.0
<b>소계</b>	<b>127.9</b>	<b>152.0</b>	<b>252.9</b>	<b>402.0</b>	<b>455.4</b>	<b>459.5</b>
<b>총계</b>	<b>609.7</b>	<b>818.6</b>	<b>967.6</b>	<b>1,284.3</b>	<b>1,571.6</b>	<b>1,769.3</b>

자료: OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

주: 기타 차입퍼실피티에는 유로CP 및 유로중기노트(Euro-MTN) 등이 포함됨.

차입국별로는 OECD 국가의 경우 1997년중 전년에 비해 11.4% 늘어나 전년(+18.2%)에 비해 증가세가 둔화되었으나, 여전히 87%의 높은 시장점유율을 기록하였다. 비OECD 국가의 경우에도 7월 이후의 동남아 외환위기도 불구하고 전년대비 44.0% 증가하여 전년(+44.2%)에 이어 증가세가 지속되었다. 이는 선진국 투자자들이 고수익자산 선호에 따라 거시경제의 안정, 경제구조 개혁 추진 등으로 경제사정이 크게 나아지고 있는 중남미 개도국 등에 대한 투자를 대폭 확대한 데 주로 기인하였다. 다만, 7월 이후 태국의 외환위기가 여타 아시아국가로 급속히 확산됨에 따라 선진국 투자자들의 아시아 신흥개도국에 대한 투자는 위축되어 10월 이후에는 거의 시장이 메마르게 되었다.

<표 2> 국제자본시장의 차입국가별 자금조달 추이

(단위: 십억달러)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
OECD 국가	553.5	728.0	867.1	1,175.1	1,388.7	1,547.0
비OECD 국가	33.7	66.8	80.5	91.2	131.5	189.3
국제개발기관	22.5	23.8	20.0	18.0	51.4	33.0
계	609.7	818.6	967.6	1,284.3	1,571.6	1,769.3

자료: OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

한편 신흥개도국중에서는 동아시아 국가들의 자금조달 실적이 5월 이후 현저히 둔화되었으나 중남미 국가 및 동유럽 체제전환국은 계속 호조를 보였다. 동아시아의 경우 1997년 3/4분기까지는 채권 및 주식 발행을 통한 자금조달 규모가 전년동기에 비해 각각 46.9%와 31.6% 증가하고 신디케이트론도 35.5% 증가하였다. 그러나 4/4분기 이후에는 이 지역에 대한 자금공급이 메말라져 증가세가 현저히 둔화되었다. 이는 5월 이후 태국 바트화에 대한 헤지펀드의 투기적 공격, 7월 이후 동남아 국가들의 연쇄적인 외환위기로 외국인 투자자들의 투자심리가 급격히 위축되었음을 반영하는 것이었다.

중남미 지역의 경우에는 채권 및 주식 발행이 각각 전년대비 34.3%, 22.9% 증가하고 신디케이트론은 138%나 증가하였다. 동유럽 체제전환국의 경우에는 채권발행이 203%, 신디케이트론은 288%로 괄목할만한 증가율을 기록하였으나 아직 그 절대 규모는 기타 개도국지역에 비해 낮았다.

<표 3>                   신홍개도국의 형태별 자금조달 추이

(억달러)

	1994	1995	1996	1997
동 아시아 <sup>1)</sup>				
채     권	199	93	214	228
주     식	66	68	96	118
신디케이트론	173	208	182	262
기     타 <sup>2)</sup>	24	28	59	80
중 남 미				
채     권	101	146	318	427
주     식	28	21	32	44
신디케이트론	10	34	39	93
기     타 <sup>2)</sup>	36	87	65	54
체제전환국 <sup>3)</sup>				
채     권	3	2	30	91
주     식	1	4	7	22
신디케이트론	2	18	17	66
기     타 <sup>2)</sup>	-	-	-	19

자료: OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

- 주 : 1) 중국, 대만, 홍콩, 마카오, 싱가포르, 태국, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 베트남, 파푸아뉴기니  
 2) 유로CP 및 유로중기노트(MTN)  
 3) 불가리아, 크로아티아, 에스토니아, 카자흐스탄, 라트비아, 리투아니아, 몰도바, 조지아, 루마니아, 러시아, 슬로바키아, 슬로베니아, 우크라이나

## 2. 국제채권시장

1997년중 세계 각국의 국제채권시장에서의 자금조달 실적은 전년에 비해 17.3% 증가한 8,316억 달러를 기록하여 전년(+51.7%)에 이어 계속 호조를 보였다. 이는 세계적인 저금리현상 지속과 미국 경제의 고성장, 유럽국가들의 경기회복 등에 따른 자금수요 증가에 기인하였다. 1997년 7월 이후 동남아 국가들의 외환위기가 세계 주식시장에 파급되었으나 채권시장에는 큰 영향을 미치지 않았던 데도 일부 기인하였다. 특히 라틴아메리카의 브래디채권( Brady bonds)에 대한 스프레드는 1993년말과 1994년초의 수준으로 하락하였고, 투자자들은 낮은 투자등급, 후순위 채무, 파생금융상품관련 손익양태, 증권화구조 등의 특징들을 지니면서 높은 수익률을 제공하는 채권을 더욱 더 선호하게 되

었다. 그러나 이러한 채권시장 활황에도 불구하고 고수익채권과 복잡한 금융구조의 추구 경향은 신용위험과 유동성위험 등 위험요인들을 투자자들로 하여금 간과하게 함으로써 채무불이행이 늘어나는 상황을 초래하였다.

한편, 환율의 변동성 증대로 인해 발행조건도 상당히 유동적이게 되었다. 예를 들어, 미달러화 표시 채권발행이 1997년 3/4분기중 이자율 차이의 이점, 유로화 도입과 관련한 불확실성, 동남아 외환위기 등으로 인해 증가하였다. 이에 따라 주로 미달러화 표시로 발행되는 신흥국 차입자의 발행물량이 증가하고, 자산담보부채권의 발행이 늘어났고, 발행주간사도 미국 투자은행들이 독점하게 되었다.

1997년중 채권시장을 통한 자금조달 실적을 형태별, 차입국별 및 표시통화별로 살펴보면, 먼저 채권 형태에 있어서는 보통채, 변동금리채, 전환사채의 발행액이 각각 전년 대비 17.5%, 28.6%, 39.8% 증가한 반면 신주인수권부사채(bond with warrants) 등 기타 채권의 발행은 부진하였다. 이에 따라 보통채의 비중은 전년의 65.5%에서 65.6%로, 변동금리채의 비중은 23.4%에서 25.6%로, 전환사채의 비중은 3.6%에서 4.3%로 각각 다소 상승한 반면 신주인수권부사채는 전년의 1.2%에서 0.4%로 하락하였다.

<표 4> 채권형태별 발행 추이

(억달러, %)				
	1994	1995	1996	1997
총 발행	4,286 (-10.9)	4,673 (9.0)	7,088 (51.7)	8,316 (17.3)
-----				
<형태별>				
보통채	2,906 (-21.3)	3,533 (21.6)	4,644 (31.4)	5,455 <65.6> (17.5)
변동금리채	963 (38.0)	789 (-18.1)	1,657 (110.0)	2,131 <25.6> (28.6)
전환사채	217 (19.9)	123 (-43.3)	256 (108.1)	358 < 4.3> (39.8)
신주인수권부사채	99 (-51.9)	58 (-41.4)	88 (51.7)	31 < 0.4> (-64.8)
무이표채	56 (211.1)	85 (51.8)	97 (14.1)	88 < 1.1> (-9.3)
기타	45 (181.3)	85 (88.9)	346 (307.1)	253 < 3.0> (-26.9)

주: 1) ( )내는 전년대비 증가율

2) < >내는 총발행액에 대한 비중

자료 : OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

차입국별로는 OECD 국가가 전년대비 15.9% 증가하여 전년(+47.3%)보다 증가세가 둔화되었고, 비OECD 국가는 30.9% 늘어나 전년(+119%)보다 증가세가 크게 둔화되었다. OECD 국가중에서는 미국(+46.7%)과 독일(+36.4%)이 큰 폭으로 증가하였으나 일본과 영국 등은 상대적으로 소폭 하락하였다. 비OECD 국가중에서는 브라질(154억달러)과 아르헨티나(171억달러)가 증가세를 주도하였다. 이에 따라 OECD 국가의 비중이 전년의 87.2%에서 86.2%로 다소 낮아진 반면 비OECD 국가의 비중은 9.3%에서 10.3%로 다소 상승하였다.

<표 5>                    국별 채권 발행 실적 추이

(억달러, %)

	1994	1995	1996	1997
OECD국가	3,800 (-10.1)	4,197 (10.4)	6,183 (47.3)	7,168 <86.2> (15.9)
미  국	456	735	1,290	1,893
독  일	459	719	1,115	1,521
영  국	328	267	534	522
일  본	386	388	423	416
프  랑  스	324	247	348	436
非OECD국가	365 (-3.7)	299 (-18.1)	656 (119.4)	859 <10.3> (30.9)
국제기구	121 (-40.7)	177 (46.3)	249 (40.7)	289 < 3.5> (16.1)
합  계	4,286 (-10.9)	4,673 (9.0)	7,088 (51.7)	8,316 (17.3)

주: 1) ( )내는 전년대비 증가율

2) < >내는 총발행액에 대한 비중

자료 : OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

채권의 통화표시는 미국의 경기 호조와 달러화의 안정적 지위(safe-haven currency)에 따른 달러화 강세를 반영하여 미달러화표시 채권의 발행이 호조를 지속함에 따라 전체 채권발행액에서 차지하는 비중이 전년의 43.0%에서 45.0%로 상승하였다. 마르크화표시 및 파운드화표시 채권의 발행도 비교적 활발하여 그 비중이 전년의 14.0% 및

8.8%에서 16.8% 및 8.9%로 각각 상승하였다. 특히 마르크화 채권은 주택저당채권(Pfandbrief bonds)의 국제화에 힘입은 바 컸다. 반면 엔화표시 채권은 일본의 경기전망 불투명과 엔화 약세에 따른 발행 실적 저조로 그 비중이 전년의 8.6%에서 4.5%로 크게 하락하였다.

<표 6> 표시통화별 채권 발행 실적 구성비<sup>1)</sup> 추이

	(%)			
	1994	1995	1996	1997
미달러	37.5	39.5	43.0	45.0
마르크	7.8	15.5	14.0	16.8
엔	13.3	12.6	8.6	4.5
파운드	8.8	5.9	8.8	8.9
프랑스 프랑	7.0	2.8	6.4	6.4
이탈리아 리라	5.5	3.8	4.9	5.4
기타	20.1	19.9	14.3	13.0
합 계	100.0	100.0	100.0	100.0

주: 1) 총발행액에 대한 비중

자료: OECD, *Financial Market Trends*, 1998.2.

### 3. 1997년중 자산담보부채권(ABS)과 글로벌채권 시장

1997년 1~9월중 자산담보부채권시장은 거의 두 배 가까운 성장을 보여 332억달러의 발행실적을 기록하였다. 특히 미국 차입자의 발행이 229억달러로 다수를 차지하였으나 최근 증권화가 허가된 일본과 스위스 등 기타 국가로부터의 차입자들의 발행도 늘었다. 일본계 은행들은 부실대출을 포함하는 대출포트폴리오의 일부를 증권으로 전환하는 프로그램을 도입하였고, 한 스위스계 은행은 기초자산으로 신용연계노트(credit-linked notes)를 이용하여 신용위험을 투자자에게 전가하는 대규모 담보대출채무(collateralized loan obligation: CLO)<sup>1)</sup> 프로그램을 도입하였다. ABS의 담보자산 내지 현금흐름의 유형도 확대되어 고속도로 톨게이트비용(toll road operators), 자동차도로 서비스료(motorway service providers), 부실상업용부동산(non-performing commercial

1) CLOs는 다각화된 대출포트폴리오의 증권화로서 일반적으로 사모형식으로 발행된다. 기초대출 자산은 투자등급을 높이기 위한 담보로서 대출은행으로부터 분리된다. 1980년대 후반 미국에서 처음 도입되었으나 국제시장에서 점차 인기를 얻고 있다.



properties) 등이 새로이 추가되고 있고, EU국가 또는 신흥국 채무의 구조조정 발행을 위한 유로중기노트 프로그램에도 도입되기 시작했다.

미국외에서의 국제증권화가 1997년 들어 급속도로 발전을 보였지만, 미국 차입자들이 국제시장에서의 전체발행의 2/3 이상을 차지한 가운데 미달러화 표시발행이 약 80%의 비중을 차지하였다. 미국외의 차입자들은 ABS를 발행하고자 해도 명확한 규제구조의 결여와 기초자산 시장의 분할로 인해 어려움을 겪었다. 이에 따라 유럽국가의 차입자들이 발행한 ABS는 일과성에 거치며 또한 기업의 구조재조정 프로그램과 연계되는 경우가 많았다. 그럼에도 불구하고 유로화의 도입과 각국 규제의 조화가 이루어지면 유럽내에서도 ABS시장이 발전될 것으로 전망된다.

글로벌채권의 발행은 1997년 3/4분기중 318억달러를 기록하였다. 그러나 발행패턴은 최근 몇 년간 주요 변화가 있어서 민간금융기관들이 다수를 차지하면서 유로채시장과 미국의 사모채시장에서 ABS형태로 발행되고 있다. 반면 초국적금융기관은 대규모 발행을 줄이는 가운데, 예를 들어 세계은행은 예외적인 경우에만 대규모 발행을 하는 대신 다양한 통화표시와 채권구조를 통해 차익이익을 겨냥한 유로중기노트 발행에 초점을 맞추고 있다. 글로벌채권을 그들의 채무관리전략의 주요한 일부로서 벤치마크채권으로 만들고자 하는 신흥국을 제외하면 국가차입도 줄어 들었다.

#### 4. 국제주식시장

1997년중 세계 각국의 국제주식시장을 통한 자금조달 실적은 850억달러로서 전년대비 46.6% 증가하였으며 특히 민영화 관련 주식의 발행액이 전년과 비슷한 수준인 30%를 차지하였다. 이와 같이 주식 발행이 호조를 보인 것은 세계적인 저금리, 풍부한 유동성 및 투자자들의 고수익추구 경향 등에 기인하였다.

1997년중 세계 각국의 국제주식시장을 통한 자금조달 실적을 국별로 보면, OECD 국가의 경우 미국(96억달러), 프랑스(60억달러), 영국(39억달러), 네덜란드(30억달러) 등이 호조를 보였으나 일본은 경기침체 및 금융불안 등으로 저조하였다. 비OECD 국가의 경우에는 아시아에서는 중국이, 중남미지역에서는 브라질이 호조를 보였다.

<표 7>                    국별 주식 발행 실적 추이

(억달러)

	1994	1995	1996	1997
주식 발행액	450	410	577	851
(민영화관련)	(136)	(152)	(174)	(250)
-----				
<국 가 별>				
미    국	46	62	72	96
영    국	10	23	47	39
독    일	27	30	51	37
프 랑 스	38	32	35	60
네덜란드	28	22	21	30
홍    콩	3	-	17	33
한    국	12	14	9	6

자 료: OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

### 5. 신디케이트론시장

1997년중 세계 각국의 신디케이트론 실적(총차입액 기준)은 대주은행간의 대출경쟁 심화, 유럽의 기업구조재조정, 전세계적인 합병매수 활황 등으로 인해 전년대비 13.1% 증가한 3,904억달러를 나타내어 전년(-6.8%)에 비해 증가세로 돌아섰다. 순차입 규모(총차입액-상환액)도 전년중의 2.3% 감소에서 33.6%의 큰 폭의 증가세로 돌아섰다. 국별로 보면 신용등급이 낮은 비OECD 국가의 실적이 크게 증가하였다. 전체 신디케이트론중 대부분을 차지하고 있는 OECD 국가의 실적은 전년의 6.9% 감소에서 6.6%의 증가세로 돌아섰으며, 비OECD 국가의 신디케이트론 실적은 전년대비 무려 73.7%나 증가하였다. 이에 따라 신디케이트론중에서 OECD 국가의 실적이 차지하는 비중이 전년의 90.3%에서 85.1%로 하락한 반면 비OECD 국가의 비중은 9.7%에서 14.9%로 크게 상승하였다.

<표 8>

신디케이트론 실적 추이

(억달러, %)

	1994	1995	1996	1997
총 차 입	2,362 (72.8)	3,702 (56.7)	3,452 (-6.8)	3,904 (13.1)
상 환	538 (-10.6)	987 (83.5)	799 (-19.0)	359 (-55.1)
순 차 입	1,824 (138.4)	2,715 (48.8)	2,653 (2.3)	3,545 (33.6)
<hr/>				
<지 역 별>				
OECD국가	2,150 (84.7)	3,349 (55.8)	3,118 (-6.9)	3,323<85.1> (6.6)
非OECD국가	209 (4.5)	353 (68.9)	334 (-5.4)	580<14.9> (73.7)

주 : 1) ( )내는 전년대비 증가율

2) < >내는 총차입액에 대한 비중

자료 : OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

한편, 신디케이트론에 대한 스프레드는 전년의 0.56%포인트에서 0.64%포인트로 상승하였다. OECD 국가의 경우 전년의 0.50%포인트에서 0.56%포인트로 소폭 상승하였으나 비OECD 국가의 경우에는 0.99%포인트에서 1.14%포인트로 대폭 상승하였다. 평균만기는 전년의 5년 4개월에서 5년 2개월로 단축되었는데, OECD 국가의 경우 전년의 5년 4개월에서 5년 1개월로 단축되었으나 비OECD 국가의 경우에는 전년의 5년에서 오히려 5년 9개월로 만기가 큰 폭 증가하였다.

<표 9>

신디케이트론 조건 추이

	1994	1995	1996	1997
(스프레드, %포인트)				
OECD국가	0.59	0.43	0.50	0.56
非OECD국가	1.13	1.17	0.99	1.14
평 균	0.64	0.50	0.56	0.64
(평균만기)				
OECD국가	5년 1개월	5년 4개월	5년 4개월	5년 1개월
非OECD국가	5년 4개월	4년 10개월	5년	5년 9개월
평 균	5년 1개월	5년 3개월	5년 4개월	5년 2개월

자료 : OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

6. 차입퍼실리티시장

1997년중 차입퍼실리티<sup>2)</sup> 실적은 4,622억달러로서 전년대비 0.5% 소폭 증가하였다. 유로CP와 단기유로노트 시장은 3/4분기 들어 다소 회복세를 보였으나, 여전히 차입자들은 미국CP 시장에 대한 의존도를 높여 갔다. 유로CP의 저성장은 취약한 투자자기반과 일부 통화표시 CP의 낮은 유동성에 주로 기인하는데, 이는 또한 유럽의 단기금융시장펀드 산업의 규모가 상대적으로 작고, 유로시장 투자자들의 보수적 성향이 문제로 등장하기 때문이었다.

1997년중 차입퍼실리티 실적을 먼저 형태별로 나누어 보면, 대중을 점하고 있는 유로중기노트(Euro-MTN)는 전년에 비해 9.9% 증가한 반면 유로CP는 40.3%나 감소하였다. 이에 따라 유로중기노트의 비중이 전년의 81.3%에서 88.9%로 상승한 반면 유로CP의 비중은 17.7%에서 10.5%로 하락하였다.

2) 차입퍼실리티는 인수약정 여부에 따라 인수형퍼실리티(단기유로노트)와 비인수형퍼실리티(유로CP, 유로중기노트)로 구분되는데 비인수형퍼실리티의 경우 금융기관측에서는 BIS의 자기자본 규제를 피할수 있고, 발행자에게는 수수료 부담이 없고 발행절차가 간편하며 신속하다는 이점이 있음.

<표 10> 형태별 차입퍼실리티 실적 추이

(억달러, %)

	1994	1995	1996	1997
中期유로노트	2,220 (96.1)	3,458 (55.8)	3,741 (8.2)	4,110 <88.9> (9.9)
유로 CP	308 (-19.8)	559 (81.5)	813 (45.4)	485 <10.5> (-40.3)
기 타 <sup>1)</sup>	50 (-41.9)	41 (-18.0)	45 (9.8)	27 < 0.6> (-40.0)
합 계	2,578 (60.9)	4,058 (57.4)	4,599 (13.3)	4,622 <100.0> (0.5)

주 : 1) 단기유로노트(NIF) 등

2) ( )내는 전년대비 증가율

3) < >내는 각 부문이 차지하는 비중임

자료 : OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

차입국별로는 OECD국가의 실적이 전년대비 4.8% 감소하였으나 전체 차입퍼실리티에서 차지하는 비중은 94.6%로 여전히 압도적인 비중을 차지하였다. 이는 선진국 차입자들이 발행비용이 낮고 발행시기 및 만기를 신축적으로 조정할 수 있는 유로 중기노트를 선호하고 있는 데 기인하였다. 비OECD 국가의 실적은 210억달러로서 전년에 비해 29.6% 증가하였다.

<표 11> 국별 차입퍼실리티 실적 추이

(억달러, %)

	1994	1995	1996	1997
OECD 국가	2,421 (61.6)	3,900 (61.1)	4,172 (7.0)	4,372 <94.6> (4.8)
非OECD 국가	81 (11.0)	155 (91.4)	162 (4.5)	210 < 4.5> (29.6)
국제기구	76 (145.2)	3 (-96.1)	265 (8,733.3)	40 < 0.9> (-84.9)
합 계	2,578 (60.9)	4,058 (57.4)	4,599 (13.3)	4,622 <100.0> (0.5)

주 : 1) ( )내는 전년대비 증가율

2) < >내는 각 부문이 차지하는 비중임  
자료 : OECD, *Financial Market Trends*, 1998. 2.

### 제 3 절 국제금융시장의 최근 동향 및 전망

#### 1. 국제금융시장의 1998년 주요 동향

1998년초에 들어 아시아 시장들의 금융불안이 다소 진정되는 국면을 맞았으나, 2/4분기에 들어 다시 금융불안이 재현되었다. 일본의 경제 및 금융상황에 대한 우려가 엔화 표시 자산에 대한 수요를 위축시켰으며, 여러 아시아 국가들에 대한 정책신뢰성의 문제로 인해 역내 통화에 대한 하락압력이 다시 발생하였다. 이러한 사건들은 1차상품가격의 약세, 정치적 불확실성과 더불어 신흥개도국 경제의 전염현상을 새로이 낳았으며, 또한 미국과 유럽의 안전한 시장으로의 도피를 낳았다. 이에 따라 미국과 유럽대륙의 장기채 수익률이 하락세가 다시 시작되었으며, 유럽의 경우에는 또한 통화연합을 설립하는 과정에 대한 확신이 증대되어 수익률 하락을 부추겼다. 한편, 유럽경제의 회복세에 대한 확신 증대와, 유럽금융자산에 대한 투자자들의 선호 증대로 인해 주가도 상승세를 나타냈다.

이러한 불안한 환경하에서 1998년 2/4분기중의 국제증권 발행은 1/4분기의 사상최고치에서 다소 하락하였다. 그러나 위험에 대한 우려 증대에도 불구하고 긍정적인 요인들이 잠재하고 있다. 즉, 국제자금조달원의 지속적인 다각화, 투자자의 고수익률 추구, M & A 열풍, 범유럽증권시장의 발전 가능성 등을 들 수 있다. 동시에 국내 및 국제증권간의 구분이 모호해지고 있다. 선진국 정부의 재정건전성 추구도 다양한 우량차입자들을 국제금융시장에서의 자금조달 기회를 넓혀주고 있다. 국가위험과 거래상대방 위험의 인식 증대로 인해 신디케이트은행대출과 신흥국 차입자들의 증권발행에 대한 위험프리미엄이 증대되었다. 신용관련 파생금융상품이 유통시장 매각에 대한 대안으로 노출을 조정하는 데 점점 더 많이 이용되면서, 신용위험관리 분야의 발전에 기여하였다.

2/4분기의 국제은행시장에서는 1997년 4/4분기에 보인 기록적인 대출실적이 지속되지 못하였다. 일본 은행들이 은행간시장과 기업대출시장에서 대출을 회수한 반면, 유럽연합의 은행들은 EMU 출범에 대한 희망과 아시아 위기의 여파에 따른 유럽내시장으로의 대출회귀로 인해 지속적인 대출 증가세를 나타냈다. REPO거래를 통한 은행들의 증권거래 증가도 이러한 증가세에 일조하였다. 이와는 대조적으로 전세계적으로 충분한 자금공급에도 불구하고 아시아에 대한 대출은 급감하였다.

개도국 시장들에 있어서의 금융위기는 1998년 하반기에도 이어져 전세계적으로 금융 불안과 자금조달의 침체 시기를 가져왔다. 8월 17일 러시아의 루블화 변동환율제 시행과 채무지불유예(moratorium) 선언은 모든 시장참여자들로 하여금 안전한 금융상품으로의 대규모 도피, 소위 질로의 도피(flight to quality) 현상과 신용등급에 따른 스프레드의 격차 확대를 낳았다. 또한 금융위기는 유동성위험을 증대시켜 선진국 정부채들간에도 유동성프리미엄의 차이를 낳았다. 부채로 조달된 대규모 노출포지션을 마감하려는 거래로 인해 가격변동성이 증가하는 가운데, 특히 엔달러 환율과 주요 정부채의 수익률의 변동성이 증가하였다. 국제금융시스템 전체에 파급될 수 있는 체계적위험을 우려하여 미국 연방준비은행은 Long-Term Capital Fund에 대해 구제금융을 제공하였으며 금리도 낮추었다.

최근 국제증권시장의 주요 추세는 투자자들의 위험에 대한 회피가 증가하는 것이다. 최우량 등급을 제외하고 대부분의 증권에 대한 수요는 메마른 가운데 최근 2분기동안 발행시장 활동도 축소되었다.

파생금융상품시장에서도 거래소관련 상품에 대한 선호가 높아지는 반면, 거래상대방 위험에 대한 우려로 인해 스왑이나 신용관련 파생상품들에 대한 수요는 감소하였다. 사실상 장외시장으로부터 거래소관련 금리상품으로의 시장유동성의 이동은 기초자산 시장의 수급불균형을 악화시켰다. 특히 독일정부채권 선물시장의 경우 더욱 그러하였다. 한편, 외환시장의 변동성 증가는 통화옵션에 대한 수요를 증대시켰다.

국제은행시장에서는 대출조건이 엄격해짐으로써 신디케이트론 활동이 전체적으로 위축되었다. 특히 선진국 은행들은 신흥개도국 시장으로부터 대출을 상당부분 회수하는 대신 G-10 국가들의 유동성있는 증권의 매입을 늘렸다. 상업은행들은 최근 몇 년간 국제증권시장에서 점점 더 중요한 시장참가자가 되고 있다. 은행의 증권보유량이 늘고 있는 가운데 은행 자산 및 부채의 증권화 추세가 글로벌금융중개 기능에 중요한 변화를 일으키고 있다. 투자자들의 위험회피 증대와 자본시장을 통한 자금조달의 위축 현상은 세계경제에 부정적인 영향을 미칠 것으로 우려되고 있다.

<표 12> 국제금융시장의 1998년 중 자금조달 실적<sup>1</sup>

(단위: 십억달러)

	1998			1998년 6월 현재 잔액
	1/4분기	2/4분기	3/4분기	
총 국제은행 <sup>2</sup> 대출 <sup>3</sup>	6.4	236.7	..	10,491.5
(-): 은행간 재예금	-58.6	126.7	..	5,101.5
A = 순 국제은행 대출 <sup>3</sup>	65.0	110.0	..	5,390.0
B = 순 단기금융시장 상품	10.7	1.4	7.8	194.2
총 채권 및 노트 발행	294.0	301.3	243.4	..
(-): 상환 및 환매	124.8	90.1	124.9	..
C = 순 채권노트 발행	169.1	211.2	118.5	3,657.3
D = 총 국제자금조달 <sup>4</sup>	244.9	322.6	..	9,241.5
(-): 이중계산분 <sup>5</sup>	84.9	87.6	..	1,371.5
E = 순 국제자금조달 초액	160.0	235.0	..	7,870.0

주 : 1) 은행자료 및 유로노트 발행의 경우 환율평가 효과를 제외한 잔액의 변화

2) 모든 통화표시의 국경간 대출 + 외국통화 표시의 현지대출

3) 증권보유를 포함. 4) A + B + C

5) A 항목에 포함된 은행의 국제채 매입 및 발행

자료 : BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, 1998. 11.

## 2. 국제금융시장의 전망

이상에서 살펴본 바와 같이 1997년 상반기까지 세계 각국의 국제자본시장에서의 자금조달 실적은 높은 증가세를 지속하였으나, 아시아 국가들의 연쇄적인 외환위기 발생, 러시아의 모라토리움 선언과 이에 따른 세계 주식시장의 불안정성 증대로 당분간 국제금융거래가 위축될 가능성이 상존하고 있다. 세계 주요 주식시장이 조정국면을 보임에 따라 일부 대기업들은 신규 발행을 연기하는 등 주식 발행을 통한 자금조달 계획을 재검토하고 있다.

1990년대 들어 금융글로벌화의 진전으로 각국 금융시장간의 상호의존성이 크게 증대되었기 때문에 한 국가에서 발생한 금융불안이 여타국 금융시장에 신속하게 파급되고 있다. 과거에는 개도국의 금융시장이 선진국 금융시장의 움직임에 의해 일방적으로 영향을 받아왔으나 최근에는 개도국의 금융불안이 선진국 금융시장에 큰 영향을 미치는 양상을 보이고 있다.



그러나 개도국들의 금융위기가 향후 국제금융거래에 미칠 부정적인 영향의 강도에 관해서는 비관론과 낙관론이 엇갈리고 있어 현재로서는 정확히 판단하기가 어려운 상황이다. 비관적인 견해를 살펴보면, 최근 투자자들이 포트폴리오 운용에 있어서 수익성보다는 안전성을 중시하는 경향이 증대됨에 따라 투자심리 회복에 상당기간이 소요될 가능성이 있다. 특히 아시아 국가들이 강도높은 경제안정화 및 구조조정정책을 신속하게 추진하지 못하는 경우 투자심리의 회복이 앞으로 상당기간 지연될 것으로 우려되고 있다. 기업의 입장에서 세계 주식시장의 불안정현상이 지속되는 한 주식의 발행 시기, 규모 및 가격을 결정하기 어려울 것이다.

이에 대해 낙관론은 주요 선진국들의 낙관적인 경제전망에 비추어 국제금융시장에서 기업들의 자금수요가 증가하면서 아시아 외환위기의 충격이 조기에 수습될 것이라는 것이다. 1990년대 들어 주요 선진국의 물가안정기조 지속으로 가까운 장래에 인플레이션 압력이나 인플레이 기대심리가 크게 높아질 가능성이 낮은 점에 비추어 금리가 하락세를 나타낼 수 있기 때문이다. 또한, 유럽통화통합이 예정된 대로 순조롭게 추진될 경우 유로화표시 채권 발행도 급속히 확대될 전망이다.

국제금융시장은 금융혁신과 금융의 증권화, 전세계 금융시장의 통합, 각국 금융시장의 규제완화 등이 더욱 가속화될 것으로 전망되고 이에 따라 금융시장의 효율성은 증대될 것으로 예상된다.

이에 따라 각국 정부는 자국 금융산업의 경쟁력 강화를 위하여 금융규제를 더욱 경쟁적으로 완화하고 개도국에 대하여는 금융시장 개방압력을 한층 증가시킬 것으로 전망된다.

또한 각국의 상업은행들은 국제경쟁력의 강화를 위해 대형화 또는 전문화 등을 추구하게 될 것이며, 금융감독당국은 지나친 규제완화로 인한 은행위험의 사전방지를 위하여 은행감독과 자기자본비율 규제를 엄격히 시행할 것으로 전망된다. 또한, 국제금융시스템의 전반적 개혁을 위한 선진국 금융감독자간의 협력이 강화될 것으로 기대된다. 금융산업에서의 대형합병과 제휴, 파생금융상품 시장에서의 구조조정, 유로화 출범도 이러한 협력을 강화하는 계기가 될 것이다.

국제금융시장의 기저가 되는 선진국 국내금융시장의 호황과 투자자의 수익률 제고 노력으로 인해, 국제채의 발행이 지속적으로 증가할 것이며, 은행들의 변동금리채의 발행도 증가할 것으로 기대된다.

미국기업들을 중심으로 비은행 민간기업들도 국제채 발행을 늘릴 것으로 전망된다. 비은행 민간금융기관들의 변동금리채 발행도 꾸준히 증가할 것으로 기대된다. 특히 미국기업들을 중심으로 상당한 부분의 발행이 자산담보부글로벌채권(asset-backed global bonds)의 형태로 이루어질 전망이다.

개도국, 비OECD국가들로부터의 국제채 발행도 수익률제고를 추구하는 투자자의 다시 불러일으킬 것으로 전망된다.

자금수요 측면에서는 경제성장의 잠재력이 높고 신용등급이 개선될 여지가 있는 아시아 등 일부 개도국 기업들의 자본수요가 늘어날 것으로 전망된다. 또한 이들 민간기업은 과거의 부채의존도를 줄이기 위해 국제주식 내지 주식연계채권의 발행을 늘릴 전망이다.

신디케이트대출 시장은 정체 현상을 보이는 듯하지만, 중부 및 동부 유럽국가들의 대한 대출수요가 지속되고 기타 개도국들이 금융위기에서 벗어나 구조개혁 과정을 적절히 거치고 경제가 회복세로 돌아서면 신규대출 수요가 회복될 것으로 전망된다. 그렇지만 가격은 더욱 상승하고 만기는 단축될 전망이며 "Market Flex(Flexibility)"<sup>3)</sup> 등 대출기법이나 구조가 도입될 전망이며, 대출은행들도 국가위험을 완화하는 구조를 선호할 것으로 예상된다. 또한 실제 차입자의 신용위험보다는 수출업자의 이행위험에 초점을 맞추는 구조화된 무역금융이나 수출금융이 당분간 활용될 수 있을 뿐이며, 차입자들은 국제금융공사(International Finance Corporation) 등의 수출신용기구 또는 다국적 기구로부터 지원을 요청할 전망이다.

프로젝트파이낸싱과 관련한 신디케이트대출 부문에서는 자기자본 지분참여비율이 점차 인하되던 추세가 최근 역전되어 지분요소의 증가가 예상되며, 다국적기업에 한정되어 대출이 이루어질 전망이다.

유로노트시장은 국제채와의 상호 보완성 및 발행조건의 유연성으로 인해 유로중기노트시장이 활황을 계속 보일 것으로 기대됨에 따라 지속적인 상승세를 보일 것으로 전망된다.

결론적으로 경기후퇴의 지속으로 전통적인 대출의 장점이 다시 각광을 받게 되면서 은행은 생존을 위해 필사적인 노력을 다하는 기업들에 대한 자금공급선이 될 수 있을 것이며, 은행대출에 대해 시가평가법을 적용하고 비은행 투자자들이 대출도 매입하기 시작하는 등 대출과 채권시장간 수렴화 현상은 경제가 회복될 경우 계속될 것으로 전망된다. 또한, 환위험, 이자율위험 등 각종 위험에 대한 헷징을 가능케 하는 다양한 차입수단의 가용성(availability), 다양한 만기구조 등이 투자자 및 차입자의 기호를 만족시킬 수 있느냐가 앞으로의 유로시장을 포함한 국제자본시장의 성장 여부를 가름하게 될 것이다.

---

3) 신디케이트대출 시장에서 일어나고 있는 가장 뚜렷한 변화의 징후는 가격결정(pricing)에 있는데, 특히 대출주선자(arranger)는 시장에서의 해당 딜(deal)에 대한 수요가 여의치 않을 때 가격을 인상시킬 수 있는 소위 Market Flex 조항을 요구하게 됨.

## 제 4 절 국제금융시장의 구조 변화

### 1. 국제기관투자자의 영향력 증대

#### 가. 기관투자자의 금융시장 영향력 증대

기관투자자의 규모는 지난 20년간 엄청난 증가세를 기록하였으며, 이에 따라 금융시장의 기능 및 구조적인 측면에도 상당한 영향력을 지니게 되었다. 이러한 영향력으로 인해 금융시장에서 주로 차입자 역할을 하는 기업들은 이러한 기관투자자들의 기능, 투자패턴, 규제 등을 면밀히 분석할 필요가 있다.

OECD지역의 주요 기관투자자들의 자산규모는 1981년 3조 2천억달러에서 1991년에는 16조 3천억달러, 1995년에는 24조 3천억달러로 크게 증가하였다. 보다 구체적으로 G-7 국가들의 연금기금, 보험회사 및 투자회사들은 1995년말 현재 21조 3천억달러의 자산규모로서 이들 국가 GDP규모의 113%를 기록하고 있다. 이에 비해 1993년 현재 세계주식시장의 규모는 14조 1천억달러, G-7 국가 정부의 부채잔액은 9조달러였다. 한편, 1990년대 들어 상호기금을 포함하는 투자회사들의 자산규모는 더욱 괄목할만한 성장을 기록하여 1990-95년 기간에 걸쳐 19%의 성장률을 기록하여 5조 2천억달러의 규모를 기록하면서 전체 기관투자자 자산에서 차지하는 비중도 18%에서 22%로 증가하였다. 또한 헷지펀드(hedge funds)의 자산 규모도 더욱 높은 성장률을 기록하여 1995년말 현재 2,360억달러로 추정된다.

기관투자자의 증대와 관련한 또 하나의 추세는 연금기금을 중심으로 한 외국증권들에 대한 투자증대 내지 국제분산투자이다. 금융산업의 세계적인 규제완화와 기술의 발전은 은행, 기타 금융중개기관들, 증권산업간의 법적 및 물리적 장벽을 무너뜨리면서 금융부문의 통합을 가져오고 기관투자자들에게 영향을 미치고 있다.

첫째, 은행과 기관투자자의 연계성이 점점 강화되고 있다. 은행은 대규모로 투자펀드사업에 뛰어들고 있다. 둘째, 규제완화와 자유화는 금융복합기업(financial conglomerates)을 탄생시키고 이 테두리안에서 은행과 보험회사는 “*bancassurance*”라고 불리듯이 다양한 서비스를 제공할 수 있게 된다. 셋째, 전문적인 자산관리팀을 보유한 대형 보험회사는 점점 투자펀드사업에 뛰어들어 상호기금형 보험상품을 개발하거나 투자펀드회사를 설립하고 있다. 또한 소위 위험이전시장(risk transfer market)이 발전하여 보험위험이 재난선물(catastrophe futures)과 같은 투자상품으로 이전되고 있다.

#### 나. 기관투자자의 금융시장에 대한 영향력

기관투자자도 이제는 금융중개자의 역할을 하게 된다. 기관투자자는 다음과 같은 세 가지 금융시장 활동을 수행하는데, 첫째 특히 가계로부터의 저축의 모집자로서, 둘째 증권과 기타 금융자산들의 시장에 자금공급자로서, 셋째 채권 및 주식의 발행 및 유통시장, 외환시장, 단기금융시장 및 파생상품시장에 대한 참가자로서의 역할이다.

이에 따라 기관투자자는 다음과 같은 금융중개자의 기능중 일부를 수행하고 있다. 첫째, 만기의 중개자로서, 둘째 풀링과 다각화를 통한 위험감소, 셋째 계약비용과 정보비용을 낮추고, 넷째 지급결제서비스를 제공한다. 만기 중개는 일반적으로 기관투자자의 기능이 아니지만, 투자기간을 넘어서는 만기를 지닌 금융자산에 투자하는 기관투자자는 시장가치가 하락할 때 매도해야 되는 위험을 감수할 수 있다. 둘째 다각화의 정도는 기관투자자의 투자전략에 의존하는데, 투자전략은 또한 투자자의 유형, 투자목적, 규제 및 세금 제도, 전문펀드매니저의 영향력 등에 의해 좌우될 수 있다. 계약비용과 정보비용은 먼저 개인투자자에 비해 기관투자자의 자산규모는 매우 크기 때문에 투자자문료 등을 교섭하여 낮출 수 있다. 특히 최근 들어 전문펀드매니저를 이용하게 됨으로써 계약 및 정보비용은 감소되고 있다. 기관투자자는 투자자들이 펀드를 지급자로 하는 수표를 발행할 수 있는 일부 단기금융시장형 상호기금을 제외하고는 지급결제서비스를 제공하지 않는다.

기관투자자들은 상이한 금융중개기능들을 통해 금융시장의 활성화에 중요한 영향을 미친다. 기관투자자에 의한 국경을 넘어선 거래증가와 함께 기관투자자는 정교한 금융상품이 유통되는 증권시장의 유동성을 높인다. 기관투자자는 유동성에 관심이 매우 높기 때문에 대규모 거래를 실행할 수 있는 시장조성자들을 필요로 한다. 효율적이고 신뢰할만한 결제시스템과 함께 잘 발달된 커뮤니케이션 및 정보시스템, 그리고 효율적인 시장미시구조는 효율적인 차익거래 활동과 포트폴리오의 분산을 용이하게 함으로써 유동성이 높은 시장을 발달시킨다. 또다른 유동성 제고 요인들로는 공시기준의 강화, 시장지향적 회계시스템, 법적제도 등을 들 수 있으며, 무엇보다도 중요한 것은 유동성 높은 장기자금의 중개자로서 은행부문의 발전이 필수적이다.

기관투자자는 금융시장의 구조에 영향을 미치는데, 연금기금 제도가 활성화된 영국과 미국 등의 국가는 아주 잘 발달된 증권시장을 가지고 있는 반면, 독일, 이태리 등 연금기금 부문의 규모가 작은 국가는 특히 주식시장이 잘 발달되어 있지 못하다. 대출은 감시장치를 필요로 하므로 고객관계가 중요한 은행부문이 경쟁우위가 있으나, 증권거래와 위험의 풀링은 거래비용이 상대적으로 낮은 자본시장에서 보다 효율적으로 이루어질 수 있다.

기관투자자는 자본시장 상품에 대한 수요에 다음과 같은 식으로 영향을 미칠 수 있다. 첫째, 총저축 공급을 증가시킴으로써, 둘째 은행예금과 증권간에 가계부문의 포트폴리오분배에 영향을 미침으로써, 셋째 기관투자자 자신의 포트폴리오선택을 통해서. 대부분의 기관투자자는 장기부채를 가지고 있으므로 주식이나 부동산 같은 높은 수익률을 제공하는 장기자산에 포트폴리오를 집중시키는 경향이 있다. 기관투자자는 국내 및 외국주식 보유에 따르는 높은 위험에 대해 보상을 하거나, 상관관계가 완전하지 않은 자산들을 풀링하는 데 있어 비교우위를 지닌다.

연금기금의 성장 및 개인의 증권투자 증대에 따른 장기 자본시장상품의 공급 증대는 주식과 채권간의 수익률 차이를 줄이는 역할을 할 수도 있다. 또한 이러한 수익률차 감소는 주식발행을 채권에 비해 상대적으로 보다 저렴하게 함으로써 자본시장에 구조적 영향을 미칠 수 있다. 금융혁신의 과정도 기관투자자부문의 성장에 의해 강화되고 있다. 정교한 거래 및 투자기법, 위험이전 기법 등을 개발하여 신용위험 및 시장위험을 이전할 수 있게 하는 증권화가 진행되고, 이러한 시장위험 내지 가격위험, 신용위험이 시장참가자들사이에 재배분될 수 있는 파생상품들이 개발되고 있다. 기관투자자가 선호하는 거래 유형인 대규모거래(block trade)와 프로그램거래(programme trade)와 관련한 거래협정도 고객맞춤식이 되고 있다.

#### 다. 펀드매니지먼트 및 거래투자전략의 영향력

전문펀드매니지먼트는 새로운 금융환경의 중요한 일부로 자리잡으면서, 금융기관들의 운영방식에 중요한 영향을 미치고 있다. 요컨대, 펀드매니지먼트는 기관투자자들을 대신하여 투자포트폴리오의 관리를 포함하는 서비스를 제공하는 기관으로 볼 수 있다. 이는 또한 많은 금융기관들에 있어 중요한 수익원이 되고 있다. 펀드매니지먼트는 내부적으로 또는 외부적으로 행해질 수 있는데, 외부펀드매니지먼트 서비스는 대리인문제를 야기시킬 수 있다. 한편, 외부 펀드매니저보다 성과가 높은 것으로 실증되는 내부적으로 유능한 펀드매니저를 고용하는 데에는 많은 비용이 들 수 있다는 약점이 있다.

최근 미국 펀드매니지먼트 산업에서 주목할만한 특징 하나는 통합추세이다. 정보기술의 발전과 이에 따른 정보시스템에 대한 거대한 규모의 투자 필요성, 격심한 경쟁으로 인해 소수의 대형 펀드매니지먼트 회사(자산규모가 1천억달러 이상의)와 틈새시장을 겨냥한 전문회사만이 살아남을 것으로 전망된다. 또하나의 이유는 연금기금을 비롯한 기관투자자들이 대리인문제, 부진한 투자성과 등으로 인해 외부매니저를 점점 고용하지 않기 때문이다. 이에 따라 펀드관리 수수료도 낮아지고 있는데, 미국과 영국에서는 펀드매니지먼트 산업의 경쟁 심화로 펀드자산의 20-40bp 범위, 유럽대륙 국가들에서는

100bp 이상이며, 일본에서는 신탁은행의 경우 60-80bp, 생명보험회사는 2-5% 범위를 보이고 있다. 기관투자자에 대한 규제 여부가 펀드매니저먼트의 효율성에 중요한 영향을 미칠 것으로 보이는데, 예를 들어 일본의 펀드매니저는 분산투자에 대한 제약을 받고 있으며, 일본의 연금기금은 외부매니저를 고용할 수 없다.

## 2. 기업지배구조와 기관투자자의 역할

### 가. 기관투자자, 기업지배구조 및 금융시장

최근에는 기업경영자들의 주주에 대한 책임감이 부족하다고 주주들이 인식하기 시작했으며 동시에 기관투자자의 주식보유규모가 급속히 증가해 왔다. 기관투자자들의 사모증권 투자가 증가함에 따라 기관투자자들의 기업경영의 감독자로서의 역할이 주목받기 시작했다.

이에 기관투자자들과 여타 주주들이 주주 이익을 극대화하기 위해서 적극적으로 경영에 대한 압력을 증가시키고 있으며, 전통적으로 수동적이었던 기관투자자들의 주주행동주의(shareholder activism)가 증대되고 있다. 주주행동주의는 주주들의 부를 극대화하기 위한 목적을 추구해야 하는 것을 지각하지 못하는 기업들을 감독하고 조직통제구조의 변화를 일으키도록 도모하는 일련의 활동을 포함한다. 본질적으로 대규모의 기관투자자들은 경영자들의 책임을 증가시키기 위해서 기업지배구조를 개선하려고 하고 있다.

OECD국가들의 기업지배구조 모델은 두가지 유형으로 분류할 수 있다. 즉, 내부자모델(insider model)과 외부자모델(outsider model)이 그것인데 이 모델들은 기업지배구조에 대한 금융시장의 역할을 분석하기 위해서 사용될 수 있다. 기업과 국가의 경제적 성과의 차이를 가져오는 잠재적인 지배구조 요인들은 다양하다. 성과에 대한 지배구조의 차이의 영향을 어떻게 확인할 수 있는지에 대해서는 분석가들 사이에서 어떠한 합의도 없다. 더구나 각기 다른 지배구조의 효과에 대한 증거는 아주 희박하다. 사실상 OECD 국가들의 기업지배 과정은 변화하고 있으며, 생산시장 및 요소시장 특히 금융시장의 국제화 뿐만 아니라 자본시장에서의 기관투자자들의 역할 증대에 의해 자극을 받아서 기업지배구조에 있어서 국가간에 어느 정도 수렴이 이루어지고 있다는 지적도 있다.

한편, 내부자모델은 많은 OECD 국가들(일본, 독일, 네덜란드, 스위스, 스웨덴)이 채택하고 있다. 이 모델은 이사회에 대한 특정이익집단의 직접적인 대표에 의한 기업지배를 설명한다. 경영에 대한 감독과 규제는 은행, 회사와 밀접한 관계를 맺고 있는 비금융회사, 정부 대표자, 노동자를 포함하는 이해관계자들에 대한 이사회 구성원들의 책임에 토대를 둔다. 증권시장을 통한 경영감독은 원칙적으로 존재하지 않으며, 관계회사들간

에 상당한 상호주식소유를 하고 있는 주주집중화가 특징이다. 기업지배권(특히 적대적 인수) 시장은 발달되어 있지 않고, 은행들이 중요한 역할을 한다.

이에 대해 외부자모델은 영어권 국가에서 주로 사용되는데, 이사회는 경영자 통제는 미약하며, 심지어 이사회가 경영진들과 연합되어 있을 수도 있다. 경영에 대한 감독과 규제는 자본시장이 수행하며, 회사가 부실하게 경영되거나 주주들의 이익이 극대화되지 않는다면, 주주들은 주식을 매각함으로써 반응할 수 있다. 이것은 주가가 하락시킬 것이고, 회사는 적대적 인수앞에 무력하게 될 것이다. 이 모델은 시장지향적 회계기준, 충분한 공시기준, 엄격한 거래규칙, 유동성이 높은 주식시장을 가정하고 있다.

#### 나. 기업재무와 금융시장의 역할

다음 네가지의 금융시장의 지배채널이 존재하는데, 첫째 주식을 통한 채널은 주식매각 또는 인수활동을 통해서 기업지배를 하는 것이다. 인수활동의 첫 번째 이점은 경영진과 주주간의 갈등을 줄일 수 있다는 것이다. 이것은 경영자들이 기업인수를 개인적 비용(personal cost)으로 인식한다는 것을 가정한다. 직접적인 기업지배를 하거나 사외이사들을 통해서 기업지배를 하는 기관투자자들은 기업인수 압력을 보완하거나 인수계획을 평가하는 데 있어서 모두 중요한 역할을 할 수 있다. 그러나 실제적으로 기업인수가 항상 효율적인 것은 아니다. 즉, 기업인수에 따른 개인적인 손실에 대하여 경영자들은 예를 들어, 인수가 일어나면 경영자에게 상당한 보수를 제공하는 소위 “golden-parachutes”를 통해서 그들 자신을 방어하는 것이 상대적으로 용이하기 때문에 기업인수는 취약한 규제수단이 될 수 있다. 또한, 인수비용이 클 것이라는 주장도 있다. 종업원들과 같은 이해관계자들(stakeholders)에 대한 복지에 있어서의 손실은 주주들이 얻는 이익보다 클 수도 있다.

둘째, 파산을 회피하고자 하는 부채비율이 높은 회사의 경영자는 낮은 영업이익을 피하기 위해 더 많은 노력을 할 것이기 때문에 부채를 통한 통제가 경영에 대한 규제효과를 거둘 수 있을 것이다. 부채비율이 높아지면 자유로운 현금흐름이 감소할 것이므로 경영자들이 그들 자신의 복지를 향상시키기 위해서 이익을 전용하는 정도를 줄일 수 있다. 그러나 높은 레버리지는 무거운 파산비용을 초래함으로써, 그리고 경기침체 기간 동안 지속적인 파산으로 이끌 수도 있는 기업부문의 재정적 취약성을 증가시킴으로써 경제적으로 부정적인 효과를 가져올 수도 있다.

셋째, 주식을 통한 직접적 통제 채널에서는 이사회는 회사경영을 감독하고 기업이 주주들의 이익을 위해서 경영된다는 것을 확인시키는 주주들의 대표자로서의 역할을 담당한다. 주주들의 영향력은 경영층이나 주주들의 정책 제안들(이사회를 포함해

서)에 대한 투표권을 통해서 확보된다. 이 매커니즘은 공식적인 연례 주주총회나 비공식적인 경로를 통해서 연금기금과 같은 투자자들로부터 경영층에 대한 직접적인 관계를 통해서 보완될 수 있다.

넷째, 독일이나 일본식 모델인 부채를 통한 직접적 통제 채널에서는 은행들이 관계금융(relationship banking)을 통해서 경영층을 감독하는 유인과 기회를 가진다. 은행들은 대출 상황을 확실히 하고 싶어하며, 채무불이행 위협을 하는 대기업들에게 계속해서 대출을 하지 않으면 안되게 되는 상황을 회피하고 싶어한다. 그러나 부채비율이 상당히 높은 기업의 경영자들은 자산대체(asset substitution)를 하고자 하는 유인이 있기 때문에 이러한 경우 경영활동을 통제하는 데 있어서의 부채의 효과는 제한된다. 기관주주들의 영향력도 종종 의결권에 대한 규제와 상세한 재무 정보의 부족으로 인해서 제한된다.

#### 다. 재무지배 채널

기업지배 과정과 금융시장에 대한 기관투자자의 영향력이 증가하고 있는 가운데, 기관투자자 부문의 재무적 중요성은 증가하고 있다. 이러한 영향력을 분석하는 좋은 출발점은 다음의 재무적 기업지배 채널을 구분하는 것이다. 즉, 1) 주식을 통한 시장통제 2) 부채를 통한 시장통제 3) 주식을 통한 직접 통제 4) 부채를 통한 직접 통제를 통한 채널을 구분할 수 있다.

처음 세 가지 기업지배 채널은 앵글로색슨 국가들에서 널리 사용되는 외부자모델의 전형이다. 이 세 가지 채널은 주식보유의 유동성과 재무정보에 대한 충분한 공시를 강조한다. 네 번째 채널은 유럽대륙과 일본의 내부자모델에 있어서 보다 흔한데, 유동성이 덜 강조되고 정보가 널리 배분되지 않는다. 내부자모델은 장기적인 사업관계를 형성하는 데 토대가 되는 비금융기업들간 내지 기업들과 은행들간의 대규모 주식보유를 특징으로 한다. 기관투자자들의 역할은 부채에 근거한 통제에 의존하는 내부자시스템에서 보다 주식에 근거한 통제를 하는 외부자시스템의 경우에 더 중요하다.

어떤 재무적 지배구조 시스템이 우월한 성과를 이끌어 내는가에 대해서는 확정적인 증거는 없다. 여러 연구들로부터의 결과는 이러한 시스템의 차이들은 1차적으로는 기업전략의 수립, 실행, 및 적응과 관계되며, 단순히 유인, 규율, 자금조달과 투자와 관계되는 것은 아니다. 내부자시스템은 여러 이해관계자들과의 관계 발전이 요구되는 정책을 수행할 때 우월하다. 예를 들어, 일본의 내부자시스템은 종업원이라는 기업특유의 투자의 적정수준을 확보하기 위해 필요한 안정성을 보증하는 데에는 우월하다는 주장



이 있다. 외부자시스템은 변화에 대응하는 데 우월하다. 예를 들어 미국의 외부자시스템은 기술상의 변화에 적응하는 탁월한 능력이 있다고 여겨진다.

#### 라. 기관투자자의 기업지배 역할 증대

금융시장의 기능과 기타 기업지배 채널들간의 관계는 보다 결정적인 해답을 얻기 위해서 더 깊이 연구되어야 할 필요가 있다. 더욱이 기업지배구조에 대한 OECD국가들의 금융시장에 있어서의 구조적 변화의 영향, 특히 기관투자자들의 역할 증대를 고려해야 할 것이다. 기관투자자들의 기업지배 역할이 증대되고 있다는 것은 여러 가지 방법으로 나타나고 있다.

첫째, 기관투자자들은 주식지분과 부채를 통한 시장 통제를 증가시키는 형태로 기업지배 역할을 증대시켜 왔다. 기관투자자들은 대주주이기 때문에 기업인수(takeover)에 있어서 중심역할을 한다. 정기적으로 시장수익률과 대비하여 펀드매니저들의 성과가 평가됨으로써 성과를 유지 또는 개선하기 위해서 기관투자자들은 인수 전쟁에서 지분을 기꺼이 팔려는 유인이 증대될 수 있다. 기관투자자들의 금융부문 영향력 증대는 또한 부채를 통한 시장통제력을 향상시켜 왔다. 몇몇 국가에서는 기관투자자들(주로 은행이나 보험회사)이 부채발행을 통한 매수(LBO)의 중요한 자금공급자들이 되어 왔다. 더욱이, 만일 연금기금이 부채발행을 통한 인수와 매수를 위해 현금을 기꺼이 용인한다면, 연금기금은 레버리지 증대의 과정을 용이하게 해서 인수 메커니즘에 관여할 수 있다.

둘째, 기관투자자들이 주주행동주의를 증대시키기 위한 형태로 지분을 통한 사실상의 직접적인 기업통제를 증가시킨 것은 1980년대와 1990년대에 있어서 기업지배구조 변화에 있어서의 중요한 특징이 되었다. OECD국가들에서는 기관투자자 자산의 집중화가 증대되어 왔다. 예를 들어, 미국의 상위 20개 연금 기금이 10개의 대기업들의 주식의 8%를 소유하고 있는 한편, 기관투자자 전체로는 미국의 상위 50개 회사의 주식의 평균 50%를 소유하고 있다. 그러므로 주주로서의 기관투자자들은 기업의 경영층에 대한 압력을 행사할 수 있는 잠재적으로 강력한 위치를 차지하고 있다. 비록 기관투자자들의 지분 소유가 급증하여 왔지만, 대부분의 기관투자자들은 수동적인 투자자들이다. 또한 몇몇 유형의 기관투자자들에 대해서는 기업의 경영층에 대한 직접 통제권이나 지배력을 획득하는 것을 금지하는 규제가 있을 수도 있다. 예를 들어, 유럽의 보험회사들은 그들 자신의 사업외의 다른 어떤 사업에 대해서도 지배력을 획득하는 것이 허용되지 않는다. 그래서 기관투자자의 기업소유 자체는 기업지배구조와 명확한 관련이 없다. 여러 OECD국가들의 기관투자자들은 위임장 낭독, 투표권 행사 등 기업지배 활동을 하는 데 있어서 명목적으로 참여하는 수탁인 책임만을 지니고 있을 뿐이다.

셋째, 부채를 통한 직접 통제는 유럽대륙 국가들과 일본에서는 기업통제의 중요한 메커니즘이다. 이러한 메커니즘하에서 독일과 일본의 연금기금의 역할은 수동적이다. 연금기금의 대부분의 대출은 은행에 대한 것이거나 은행이 중개하기 때문에, 은행이 모든 외부금융가들의 편에서 경영을 감독할 수 있는 통제권을 가지게 된다. 은행대출이 중요한 다른 국가들에서는 차입자들과 연금기금간의 관계의 본질이 다르다. 네덜란드에서는 정부나 준정부급 기관에 대한 대출은 연금기금 포트폴리오의 주요 구성요소가 된다. 스웨덴에서는 많은 대출이 다양한 연금제도에 대해 중요한 기금을 각출하는 기업들에 대한 역대출의 형태로서 함축적 의미로는 자기투자의 형태를 띤다.

#### 마. 기관투자자의 수탁자 책임

기관투자자들의 사모증권 소유가 늘어나면서 연금기금과 기관투자자들이 기업지배의 문제에 대해 점점 관여하게 되고 있다. 수탁자 책임을 수행하기 위해서 기관투자자들은 동시에 기업책임 시스템을 개선하기 위한 방법을 찾고 있다. 예를 들어 수탁인 책무에는 지수펀드전략과 적극적인 감독과 관계투자간에 균형을 취하는 것이 포함될 수도 있다고 주장된다. 최근 제정된 1995년 미국사모증권소송법(United States Private Securities Litigation Act of 1995)의 선임원고(lead plaintiff) 조항에 따르면, 대주주들은 주주의 집단소송에서 대표소송인(controlling parties)로서 명명될 수 있다. 기업과 기관투자자간의 감독과 협력이라는 새로운 형태는 양측에게 두가지 기업지배 활동을 위해 필요하다. 이러한 활동으로 인해 소유주는 기업에 대한 책임이 증가하고 대리인비용이 절감될 수 있다.

연금기금과 보험회사와 관련한 기업지배 활동에 덧붙여, 상호기금(mutual funds)에 의한 위임권투표 등을 포함하는 소유권의 행사가 수탁자 의무의 일부분으로서 수행되어야 한다는 법률조항이 OECD국가들에는 명시되지 않고 있는 것 같다. 예를 들어 어떠한 미연방증권법(United State federal securities laws)이나 하위법인 미국증권거래위원회(SEC)규정도 위임권투표나 주주행동주의에 대해서 펀드투자자문사의 책임을 특별히 명시하고 있지 않다. 그러나 1992년에 SEC는 기관투자자들의 위임권 행동주의(proxy activism)의 비용을 상당히 낮추고 이들의 행동주의를 촉진시키는 새로운 규정을 채택했다. 이에 따르면 주주들에게 위임권을 요청하지 않는 한, 뮤추얼 펀드나 기타 다른 기관투자자들이 SEC나 기타 기관에 통보 내지 보고하지 않고도 무제한적으로 다른 주주들과 투표권 문제를 논의할 수 있다.

공표된 지침에 따라서 수탁자 책임(예를 들어 투표권 행사)을 수행한다는 기업지배 과정의 공식화는 기업지배 활동이 예외적으로 비공식적인 방식(예를 들어 펀드매니저와

기업경영자간의 사적 접촉)으로 수행되던 상황으로부터의 중요한 사태변화를 의미한다. 기업지배 지침들의 시행은 강제적일 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 미국에서는 지침이 강제성을 띠는 경향이 있다. 예를 들어, Employee Retirement Income Security Act (ERISA)에 따르면 퇴직계획의 수탁자는 오로지 참여자와 수익자의 이익과 관련한 계획에 대해서만 의무가 면제된다. 이러한 기준은 위임권 투표를 포함한 수탁자에 부과된 모든 의무에 적용된다. 반면에 영국에서는 지침이 자발적인 경향을 띠고 있다. 예를 들어 National Association of Pension Funds(NAPF)는 의무적 투표에 반대하는 입장이다. NAPF는 기관투자자들이 기업의 개별 환경을 고려하여 기업지배 문제들에 대해서 적절한 판단을 하도록 허용되어야 한다고 주장한다. 의무적 지침이 투자자들과 수익자에 대한 기관의 수탁 및 기타 법적 책임과 갈등을 일으킬 소지가 있다는 주장이 있다. 그럼에도 불구하고 NAPF와 기타 영국의 기관들은 회계와 감사 절차의 개선을 요구해왔고, Financial Reporting Council의 활동 뿐 아니라 Cadbury and Greenbury Codes of Best Practice를 지지한다.

일반적으로 합법적인 주주의 관여와 경영자 책임의 감독간에 균형을 맞출 필요가 있다. 특정 투자펀드의 자문사는 펀드의 포트폴리오에 포함된 기업들에 대해 위임권 투표를 하고, 펀드의 이익극대화를 위해 필요한 추가적인 행동을 취하는 책임을 지닌다. 포트폴리오에 속한 기업들에 대한 기업지배와 관련하여 위임권 투표를 하고 추가적인 행동을 취하는 데 대한 투자펀드 자문사의 의무의 본질과 정도는 펀드의 특정한 투자 목표와 정책, 그리고 주변 환경의 분석 뿐만 아니라 펀드와의 자문사 계약에 의거해서 결정되어야 한다.

많은 뮤추얼펀드들은 그들의 포트폴리오에 속한 기업들의 경영층을 통제하거나 영향력을 행사하기 위한 목적으로 투자하지 않겠다는 명시된 투자정책을 가지고 있다. 사실상 그러한 투자정책을 가지고 있는 펀드는 수동적 투자자로 남아 있기를 선택해 왔다. 결과적으로 단순히 위임권 투표를 하는 것을 넘어서 펀드를 대신하여 주주행동주의에 관여할 수 있는 펀드자문사의 능력은 상당히 제한되어 있다. 다른 어떤 펀드들은 포트폴리오에 속한 기업들의 경영층을 통제하거나 영향력을 행사할 수 있는 투자정책(펀드 설명서에 공개)을 가질 수 있다. 벤처캐피탈 펀드의 많은 경영자들은 포트폴리오에 속한 기업들의 지배에 직접 관여하려는 경향이 있다. 만일 펀드가 그러한 정책을 가지고 있다면 펀드자문사들은 펀드의 이익을 위해서 주주행동주의에 관여하는 것이 허용될 수 있다.

## 바. 기관투자자의 장단기 투자전략

기관투자자들이 시장유동성을 요구하는 결과, 금융시장 인프라에서 거래를 용이하게 하는 많은 개선이 이루어졌다. 유동성에 프리미엄을 부과함으로써 경제시스템에 단기왜곡 현상이 자리잡게 되었다고 비판하는 목소리가 있다.

기관투자자들이 단기적인 투자기간을 가지고 있다는 주장이 여러 분석에 의해서 제기되었다. 기관들이 시장 주식의 상당한 부분을 소유하고 있기 때문에 단기적 관점에서부터 나온 두가지 요인 — 유동성에 대한 요구와 적극적인 펀드매니지먼트의 경쟁적 우위 — 가 더 이상 중요하지 않으며 심지어는 합리적이지 않다는 주장이 있다. 일부 펀드의 대규모 투자는 주가에 대한 잠재적인 악영향 때문에 기업으로부터의 완전한 투자철수의 옵션을 제거한다. 더욱이 지수포트폴리오(indexed portfolio)의 성장은 펀드가 시장의 견해를 따르지 않으면 안된다는 것을 의미한다. 사실상 대규모 기관투자자들은 이미 “참을성 있는” 투자자들이 되었다.

기관이 자산을 소유하고 있는 평균기간을 분석하면 펀드자산의 대부분을 차지하는 핵심포트폴리오와 나머지 자산을 구성하는 위성포트폴리오를 구별하는 것이 중요하다. 핵심포트폴리오는 일반적으로 안정된 수익을 제공하는 방법으로 투자될 것이다. 반면에 위성포트폴리오는 더 높은 수익을 추구하면서 더 유연하게 운용될 수 있다. 핵심포트폴리오 소유기간은 일반적으로 위성포트폴리오의 기간보다 상당히 길다.

기관의 자산회전율의 많은 부분이 전술적(tactical)거래 활동을 반영하는 반면에, 핵심자산에 대한 전략적 보유는 여러 해 동안 지속될 수도 있다. 소규모 또는 한계 비핵심기업 주식의 적극적 거래는 대규모의 핵심자산 보유에 대한 보다 영속적인 확약을 모호하게 할 수 있다. 더욱이 모든 기관들이 유사한 투자행태를 보이는 것은 아니다. 상호기금 포트폴리오는 연금기금이나 보험회사보다 종종 훨씬 더 적극적으로 거래된다.

## 사. 주주행동주의와 주주가치

기관투자자들의 주주행동주의는 관계투자(relationship investing)의 기초를 복원함으로써 장기적인 투자관점에서의 균형을 회복하는 방식으로 보인다. 이러한 견해의 옹호자들은 관계투자자들이 보다 많은 정보와 이해관계가 높은 주주로서 경쟁력을 가지고 행동할 것이기 때문에 이러한 소유형태가 장기적으로는 보다 높은 수익률을 가져올 것이라고 지적한다.

많은 분석가들은 대규모 기관들이 거래를 통하는 것보다 주주행동주의를 통해서 그들의 투자가치를 더 높일 수 있다고 지적해 왔다. 주주행동주의가 경쟁력있는 투자전략이

라는 충분한 증거가 있으며 따라서 기업지배 활동이 자산관리의 본류에 포함되어야 한다고 주장한다.

기관투자자들에 의한 주주행동주의의 영향에 대한 여러 실증적 연구들은 기관투자자들이 경영을 감독하는 것이 주가상승과 재무성과의 증대를 포함한 통계적으로 유의한 가치증가(value gains)와 관련되어 있음을 보여준다. 또한, 많은 목표기업들이 부실하게 경영되고 있으며, 낮은 성과를 보이는 기업들을 확인하고 구조재조정을 하는 데 자원이 사용되면 평균 수익률 이상을 획득할 수 있는 기회가 창출될 수 있다는 소수의 증거가 있다.

## 제 5 절 세계기업들의 자본조달방식의 변화

### 1. 선진국 기업들의 자본조달방식 변화

선진국 기업들은 기본적으로 내부유보율이 개도국 기업들보다 훨씬 높다. 먼저 미국 기업들은 1985~94년의 10년간 연중 자본조달액의 평균 73.5%를 내부유보에 의존하고 있으며, 일본 기업들의 경우에도 내부유보 의존도가 80년대 후반의 평균 36.3%에서 1990~94년간에는 평균 53.6%로 급신장하고 있다.

또한 기타 자본조달원중에서는 “금융의 탈중개화”(disintermediation) 현상이 증대되어 단기차입 등 간접금융에 대한 의존도가 줄어드는 대신, 채권과 주식시장의 활황으로 인해 직접금융에 대한 의존도가 증가하고 있다. 독일 기업들은 선진국중 자기자본 의존도가 가장 높아 92-94년중 82.4%의 자금을 내부유보를 비롯한 자기자본으로 조달하고 있다.

<표 13> 미국 비금융기업의 자본조달 원천추이

(단위 : 십억달러)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>내 부 유 보</b>	<b>351.9</b> (72.4)	<b>336.7</b> (62.5)	<b>375.9</b> (66.6)	<b>404.3</b> (63.7)	<b>399.6</b> (70.3)	<b>411.6</b> (76.7)	<b>426.0</b> (89.9)	<b>438.4</b> (77.4)	<b>462.3</b> (82.1)	<b>499.8</b> (73.2)
<b>단 기 부 채</b>	<b>102.4</b> (21.1)	<b>100.5</b> (18.7)	<b>94.4</b> (16.7)	<b>160.6</b> (25.3)	<b>133.0</b> (23.4)	<b>92.8</b> (17.3)	<b>-81.2</b> (-17.1)	<b>40.6</b> (7.2)	<b>10.4</b> (1.8)	<b>179.7</b> (26.3)
단기어음 및 증권	12.5	-9.5	6.0	12.0	24.6	3.1	-24.2	5.7	6.7	19.3
단기차입	59.0	92.5	43.4	87.8	80.9	65.3	-61.0	-2.5	-24.3	85.1
은행	40.5	71.0	13.4	61.9	60.7	50.7	-58.9	-4.1	-26.4	47.1
기타	18.5	21.5	29.9	25.9	20.3	14.7	-2.1	1.6	2.1	38.0
단기무역금융	34.0	13.7	39.9	59.2	30.5	29.3	12.3	30.1	26.0	72.9
기타외상매입금	-3.2	3.8	5.1	1.7	-3.1	-5.0	-8.2	7.2	2.0	2.4
<b>장 기 자 본</b>	<b>39.6</b> (8.1)	<b>101.7</b> (18.9)	<b>94.4</b> (16.7)	<b>69.3</b> (10.9)	<b>35.2</b> (6.2)	<b>32.4</b> (6.0)	<b>128.8</b> (27.2)	<b>87.8</b> (15.5)	<b>90.5</b> (16.1)	<b>3.7</b> (0.5)
장기채권	105.8	117.2	77.9	103.3	72.9	46.8	77.6	67.5	75.1	20.6
주식	-66.7	-52.9	23.2	-60.1	-62.3	-5.9	30.1	39.8	22.0	-8.6
관계회사	17.8	32.1	52.3	69.4	61.8	57.1	11.8	12.8	0.7	36.3
기타	-84.5	-85.0	-75.5	-129.5	124.2	-63.0	18.3	27.0	21.3	-44.9
장기차입	0.5	37.3	39.7	26.1	24.6	8.4	21.2	-19.5	-6.7	-8.2
<b>합 계</b>	<b>493.8</b>	<b>538.8</b>	<b>564.7</b>	<b>634.2</b>	<b>567.9</b>	<b>536.8</b>	<b>473.6</b>	<b>566.7</b>	<b>563.2</b>	<b>683.2</b>

주 : ( )안은 구성비를 나타냄.

자료 : OECD, *Non-Financial Enterprises Financial Statements*, 1995.

<표 14>

일본 비금융기업의 자본조달 원천추이

(단위 : 십억엔)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>내부유보</b>	31,526 (40.9)	29,749 (46.9)	35,745 (27.5)	43,175 (32.1)	44,794 (34.3)	48,188 (39.7)	46,234 (47.1)	43,563 (62.8)	41,198 (61.4)	39,618 (56.9)
<b>단기부채</b>	20,164 (26.1)	16,365 (25.8)	46,295 (35.7)	54,286 (40.3)	29,032 (22.2)	37,475 (30.9)	10,869 (11.1)	-12,156 (-17.4)	23,103 (34.4)	-11,766 (-16.9)
<b>단기어음 및 채권</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>단기차입</b>	12,089	16,995	24,966	16,283	-7,800	13,269	16,561	-2,868	24,508	9,961
<b>금융기관</b>	11,180	16,666	14,510	17,886	11,231	12,485	12,728	5,597	18,966	-2,071
<b>기타</b>	909	329	10,455	-1,603	3,431	784	3,833	2,729	5,542	-2,890
<b>단기주식인용</b>	2,522	-2,366	10,204	21,685	19,370	17,518	12,639	-11,903	-3,492	4,366
<b>기타발행어음</b>	5,553	1,736	11,126	16,318	17,462	6,688	6,947	2,615	2,086	-6,172
<b>장기부채</b>	25,456 (33.0)	17,335 (27.3)	47,741 (36.8)	37,134 (27.6)	56,704 (43.4)	35,808 (29.5)	41,130 (41.9)	37,960 (54.7)	2,758 (4.1)	41,728 (60.0)
<b>장기채권</b>	6,457	3,503	4,305	6,682	9,899	3,564	4,778	143	2,583	274
<b>주식</b>	7,183	4,147	5,980	10,194	12,723	6,427	6,384	1,662	5,070	3,994
<b>장기차입</b>	11,816	9,685	37,456	20,258	34,083	25,816	29,968	36,155	4,895	37,460
<b>금융기관</b>	8,843	10,943	31,579	13,412	30,742	22,031	11,303	23,404	5,926	25,874
<b>기타</b>	2,974	-1,257	5,877	6,847	3,340	3,786	18,665	12,751	10,821	11,586
<b>합계</b>	71,146	63,449	129,781	134,595	130,530	121,472	98,233	69,367	67,058	69,581

주 : ( )안은 구성비를 나타냄.

자료 : OECD, *Non-Financial Enterprises Financial Statements*, 1995.

<표 15> 독일 비금융기업의 자본조달 원천추이

(단위 : 십억마르크)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>내부유보 및주식</b>	137.4 (84.6)	158.2 (102.3)	194.6 (84.9)	161.9 (67.2)	201.0 (59.6)	228.0 (63.6)	282.5 (62.4)	273.0 (84.7)	216.8 (83.1)	257.2 (79.3)
<b>무 배</b>	25.1 (15.4)	-3.5 (-2.3)	34.7 (15.1)	79.1 (32.8)	136.5 (40.4)	130.6 (36.4)	167.4 (37.6)	16.2 (15.3)	44.3 (17.0)	67.2 (20.7)
<b>합 계</b>	162.5	154.7	229.3	241.0	337.5	358.6	450.0	289.3	261.0	324.4

주 : ( )안은 구성비를 나타냄.

자료 : OECD, *Non-Financial Enterprises Financial Statements*, 1995.

## 2. 개도국 기업들의 자본조달방식의 변화

금융의 증권화 현상은 개도국에도 빠르게 파급되고 있으며, 개도국 기업들도 은행을 통한 간접금융에서 자본시장을 통한 직접금융으로 자본조달원이 바뀌고 있다. 1985~94년중 개도국 주식시장의 시가총액은 1,712.6억달러에서 1조 9,289.7억달러로 무려 11배 증가하면서, 동 기간동안 선진국 주식시장의 시가총액 증가(약 3배)를 훨씬 넘어서고 있다.

전세계 주식시장에서 차지하는 비중도 1985년의 3.7%에서 1994년에는 12.7%로 급증하였다. 특히 해외기채방식에 있어서도 과거의 정부나 개발금융기관 등을 통한 차관의 이용에서 이제는 기업들이 국제적인 인지도를 가지고 직접 국제자본시장에서 기채를 하고 있다.

개도국 기업들의 주요 자금조달원은 소위 Myers(1984)가 주장한 “Pecking Order이론”에 따라 세가지로 구분할 수 있는데 기업의 내부유보, 은행차입, 국내시장에서의 채권 및 주식발행으로 나눌 수 있다. 1990년대에 들어서는 제4의 자금조달원으로 해외증권발행이 등장함에 따라 개도국 차입자에 의한 국제채나 국제주식 발행이 90년대 크게 늘어나고 있다.

개도국 기업들의 유로시장 및 주요 선진국시장에서의 기채는 그들의 국내시장에 비해 보다 풍부한 자금을 보유한 여러 계층의 투자자들을 확보한다는 의미에서 중요하다. 이에 따라 국내시장에서의 자금조달에 비해 보다 대규모의 자본을 개도국 기업들은 기채



할 수 있게 되었다. 또한 해외증권의 발행은 국내시장에서의 자본조달비용을 낮추는 데 기여할 수 있다.

한편, 국제적인 투자자들은 분산투자의 효과 및 높은 투자수익률로 인해 개도국 기업들의 해외증권을 선호하게 되었다. 국제주식발행에 있어서 개도국기업들에게 가장 인기 있는 방식은 미국식 주식예탁증서(ADR : American Depositary Receipts) 또는 글로벌 주식예탁증서(GDR : Global Depositary Receipts)을 외국증시에 상장하여 직접 국제투자자들에게 판매하는 방식이다.

DR의 이점은 투자자 및 발행자 모두에게 있는데, 즉 예탁기관들이 투자자들에 대한 배당 및 재무제표의 분배, 결제 등을 책임지고 있으며, 지분한도 등 외국인투자자의 국내시장 참여시 여러가지 제약을 피할 수 있다. 발행자는 주주의 기반을 넓힐 수 있고, 국제시장에서의 신용등급을 개선할 수 있으며, 국내시장에서 원주의 주가에 하락 압력을 가하지 않고 자기자본을 조달할 수 있다.

특히 미국시장에서는 까다로운 SEC의 상장요건때문에 먼저 장외시장을 이용하는 것도 정식 상장을 위한 첫번째 단계로서 중요하며, 또한 1990년에 제정된 SEC규칙 144A 조에 따른 주식발행도 할 수 있는데, 이 방식에 의한 발행은 기업정보의 공시요건 등이 덜 까다롭기 때문에 개도국 기업들로서는 공시와 관련한 비용을 절감할 수 있고 공표하기 어려운 기업정보를 밝히지 않을 수 있어 유리하다.

<표 16>

개도국의 해외자본조달 추이

( 단 위 : 십 억 달 러 )

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
국제주식발행	23.5	0.7	45.0	41.0	57.7	85.1
유로주식 <sup>1)</sup>	10.7	0.6	37.0	26.7	34.8	42.2
인도	0.2	0.3	2.7	0.3	0.7	1.5
인도네시아	-	1.2	0.9	1.4	0.6	0.9
한국	-	0.2	1.1	0.9	0.4	0.3
기타 <sup>2)</sup>	3.3	11.1	12.6	7.6	12.3	17.2
기타국제주식 <sup>3)</sup>	12.8	10.1	8.0	14.3	22.9	42.9
홍콩	0.3	0.3	-	0.3	1.7	2.1
한국	0.2	0.2	0.1	0.5	0.5	0.3
기타	5.8	3.9	4.4	5.5	9.9	20.3
국제채발행	333.7	481.0	428.6	467.3	708.8	831.6
한국	3.2	5.6	5.4	8.9	14.2	13.9
멕시코	2.9	9.4	6.5	6.2	19.7	16.0
아르헨티나	1.5	6.1	5.1	5.3	13.7	15.4
브라질	2.8	6.1	3.8	6.3	12.8	17.1
중국	1.3	3.0	3.8	1.8	4.2	5.3
홍콩	-	6.2	4.8	1.4	1.8	4.1
인도네시아	0.6	1.7	2.2	1.0	3.4	3.6
말레이시아	-	-	2.2	2.1	2.4	2.5
슬로바키아	-	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3
태국	0.7	2.2	3.3	1.4	4.9	2.5
신디케이트론	117.9	136.7	236.2	370.2	345.2	390.4
한국	1.8	1.9	2.6	5.5	6.0	6.2
멕시코	0.2	0.4	0.7	0.8	0.6	5.9
아르헨티나	-	0.4	0.6	1.5	0.7	1.3
브라질	0.2	0.2	-	0.4	0.2	2.5
칠레	0.4	0.3	0.1	0.7	1.8	1.9
중국	2.7	3.6	4.0	4.3	3.6	5.4
콜롬비아	-	0.1	0.3	0.8	1.0	1.9
홍콩	10.	2.0	1.3	1.0	2.6	4.1
인도	0.2	-	0.6	1.4	2.1	2.8
인도네시아	1.8	1.9	4.0	6.4	7.1	7.4
말레이시아	1.2	1.6	1.8	1.1	0.9	1.5
파키스탄	-	-	-	0.7	0.4	0.2
싱가폴	0.4	0.5	1.1	1.0	0.4	0.4
남아프리카	-	-	-	1.8	2.8	4.3
태국	2.0	3.4	4.7	5.2	2.5	2.7
기타	5.6	4.2	2.4	9.0	7.3	16.6
유로CP	28.9	38.4	30.8	55.9	81.3	48.5
한국	-	-	-	6.5	2.0	1.0
멕시코	1.9	1.8	0.6	-	-	-
기타	1.5	1.2	1.4	2.4	1.3	0.7
유로MTN	99.0	113.6	222.1	346.1	374.1	411.0
한국	0.5	-	1.5	4.0	4.7	8.5
멕시코	2.0	2.4	5.4	1.0	5.0	0.1
기타	2.1	4.6	5.2	12.5	14.5	19.1

자료: OECD, *Financial Market Trends*, No. 69, Feb. 1998.

주: 1) 보통주와 우선주의 신규발행 및 최초공모발행(IPO)을 나타냄.

2) 대부분 개도국에 의한 발행을 나타냄.

3) 증자, 사모, 전환우선주의 발행, 폐쇄형국가펀드 발행을 나타냄.

## 제 2 장 한국기업의 국제금융 현황

### 제 1 절 국제자금조달 현황 및 사례

#### 1. 1996년중 동향

1996년중 한국 금융기관 및 기업이 해외로부터 조달한 자금은 전년대비 38.3% 증가한 286억달러를 기록하였다. 이는 1995년 하반기 이후 Japan Premium으로 차입비용이 상승하였음에도 불구하고, 해외직접투자에 대한 규제완화와 이에 따른 국내 기업들의 해외진출 확대로 자금수요가 크게 증가하였기 때문이다. 특히, 국내 임금의 상승 등으로 인도네시아와 중국을 비롯한 동남아를 중심으로 기업들의 해외직접투자가 급증함으로써 최근 3년간 한국의 해외자금조달은 연평균 42% 정도 증가세를 기록하였다.

조달수단별로는 FRN과 주식연계채권이 전년대비 각각 17.2%, 19.8% 증가한 반면, 신디케이트론과 고정금리채 발행에 의한 차입은 각각 55.0%, 46.9%로 크게 증가하였다. 신디케이트론의 증가세는 기업의 해외투자수요 증가, 역외대출 및 외화리스업무 분야 확대에 따른 중금사와 리스사를 중심으로 한 자금조달 증가 및 전환중금사들의 신규 시장진출 등에 따른 FRCD 형태의 발행 증가에 기인하였다. 또한 OECD 가입에 따른 한국 기업들에 대한 신용도 상승과 일본의 외국채, 곧 사무라이채 발행에 대한 규제완화로 우량차입자들을 중심으로 고정금리채의 발행도 큰 폭으로 늘어났다.

한편, 국내 주식시장의 침체에 따른 해외주식연계채의 발행조건 악화로 인해 수요가 감소하여 주식연계채는 소폭의 상승에 그쳤다.

#### 2. 1997년중 동향

1990년대 들어 한국기업 및 금융기관들의 해외자금차입은 매년 큰 폭의 증가를 보여왔으나, 1997년중에는 전년대비 11.4%의 감소세를 보였다. 이는 국제투자자들의 한국물기피와 차입여건의 악화에 기인한 것으로, 경기침체 상황하에서의 대기업들의 연쇄 부도, 국내 금융기관들의 부실채권 증가 및 정부의 위기관리 능력에 대한 의문 등이 복합적으로 작용하였다.

해외차입 감소는 국제자본시장에서의 전반적인 차입여건 악화에 의한 것이었다. 이는 1996년 중반이후의 경기침체, 특히 반도체, 철강을 비롯한 국내 수출산업의 부진과 수입증가 등에 따라 경상수지 적자가 확대되었고, 1997년 1/4분기중 발생한 재벌기업들의

있단 부도에 따라 국내 금융기관들의 부실채권이 증가하면서 은행들에 대한 신용등급이 하락되었기 때문이었다. 이에 따라 국제투자자들이 한국물에 대한 노출을 줄였고 차입자인 국내기업들 역시 해외투자를 연기하거나 기피하면서 해외자금 수요 감소세로 이어져 이러한 결과를 가져왔다. 특히 4/4분기에는 국내기관들이 해외자금조달 시장에 접근하기도 힘든 상황이었으며, 다만 은행대출과 고정금리채 부문에서 이전부터 추진되던 일부 거래만이 성사될 수 있었다.

차입형태별로는 1996년 상반기중 국내주식시장의 침체로 큰 폭의 감소세를 시현하였던 주식연계채가 1997년 상반기중에는 주식시장의 일부 회복세를 바탕으로 상승세를 보였으나 다시 하반기 주식시장 침체의 영향으로 가장 큰 감소세를 보였다. 다른 차입수단도 전반적으로 부진한 양상을 보였는데, 우량차입자만이 접근 가능한 고정금리채 부문만 건수, 금액 모두 소폭의 증가를 기록하였을뿐, 나머지 부문의 조달 건수는 전년 대비 1/3 정도 줄어들었다.

<표 17> 한국의 해외자금조달 동향

(단위: 백만달러, ( )은 건수)

	1994	1995	1996	1997	
					증가율(%)
신디케이트론	7,955 (93)	7,601 (159)	11,783 (280)	10,317 (186)	-12.4
FRN	3,318 (41)	5,965 (68)	6,991 (66)	5,193 (45)	-25.7
고정금리채	2,645 (27)	4,826 (23)	7,091 (32)	7,994 (36)	12.7
주식연계채	1,857 (34)	2,286 (52)	2,738 (45)	1,875 (23)	-31.5
계	15,775 (195)	20,678 (302)	28,603 (423)	25,332 (289)	-11.4

자료: 한국산업은행, 국제금융리뷰, 각월호.

### 3. 1998년 상반기중 동향

국제금융환경의 불안 지속, 국내의 노동 및 금융시장 개혁 미흡, 정부의 빅딜 지원 등에 대한 불만 등으로 인해 한국계 채권에 대한 스프레드가 급상승함에 따라 신규조달

은 거의 불가능한 실정이었으며, 또한 외국 채권기관들이 만기 도래한 외채에 대한 기  
한연장 거절은 물론 조기상환까지 요구함으로써 외환수급의 어려움이 가중되었다.

기업들의 해외차입은 한국의 신용도 하락 및 한국계 채권의 스프레드 급증의 영향으로 사실상  
포기한 상태이었다. 또한 해외에서의 자금조달 코스트가 높아져 내외금리가 역전되고 외채상환  
요구가 잇따르자 기업들은 국내에서 회사채를 발행하여 외채상환을 추진하였다.

9월중에는 코스닥등록 벤처기업인 필코전자가 8월의 벤처기업법 제정에 따라 교환사채(EB)  
발행이 가능해짐에 따라 금융기관을 제외한 기업으로는 처음으로 포철 주식을 담보로 하여 약 9  
백만달러 상당의 해외교환사채를 발행하였고, 두인전자도 약 1천 5백만달러 상당의 해외EB를  
발행할 수 있었다.

한편, 정부는 10억달러 이상의 외자를 조달하기 위해 포철지분을 대상으로 하여 DR을 발행하  
거나 원주를 매각하기로 결정하였다. 전반적인 대외신인도 하락으로 인해 국내 은행들이 해외에  
서 발행한 DR의 가격이 급락하면서 해외투자자들이 DR을 국내로 들여와 원주로 전환하여 시세  
차이를 얻으려는 거래가 급증하였다. 주택은행의 경우 1997년 발행한 DR 총 2천 2백만주 중 약  
8백만주가 전환되어 36%의 전환비율을 기록하였고, 국민은행의 경우 총 1천 3백여만주 중 약  
25%인 5백만주가 원주로 전환된 것으로 나타났다.

성업공사는 국내부실채권을 처음으로 외국금융기관에 매각하였다. 진로, 우성건설 등 10여개의  
무담보채권을 미국의 투자은행인 골드만삭스사에 매각하기로 하였는데 골드만삭스는 이를 근거  
로 ABS를 발행하여 해외에 매각할 계획을 세웠다.

## 제 2 절 한국기업의 자금조달 현황과 문제점

한국기업들의 자본조달방식 변화는 주식시장의 움직임과 궤를 같이하고 있는데, 기업  
공개에 의한 주식발행은 주식시장의 활황과 함께 총 직접금융에서 차지하는 비중이 85  
년의 1.0%에서 89년에는 14.1%까지 급성장을 기록하였다. 그러나, 이후 주식시장의 침  
체와 함께 다시 기업공개에 의한 비중은 1.9%로 크게 하락세로 반전하였다. 증자에 의  
한 자본조달규모도 주식시장의 움직임과 비슷한 양상을 보이고 있다.

회사채에 의한 발행은 대체 기채수단으로서 정반대의 발행추이를 보여 85년 91.5%에  
서 89년에는 32.2%까지 급락하였다. 그러나 1990년 이후 주식시장 침체에 따라 상대적  
비중이 역전되어, 회사채 비중은 95년중 79.0%로 반전되었다.

국내 제조기업의 국내자본조달 추이를 살펴보면 1985~95년 기간에 있어 내부유보나  
타인자본의 의존도가 증자보다는 높게 나타나고 있다. 내부유보의 비중은 증시가 활황  
인 88년에 21.3%로서 가장 높았다. 타인자본에 의한 조달 비중은 증시가 활황인 87~89  
년중 감소하여 34.4%까지 감소했다가 증시가 불황인 90~92년중 다시 60% 대까지 증  
가했다가 93년에는 42.6%로 떨어져 88년 이후 가장 낮은 비중을 차지하였다. 그러나 또

다시 증시 침체를 반영하여 50% 대로 증가하고 있다.

한국의 해외자금조달 동향을 살펴보면, 1996년까지만 해도 신디케이트론이 다시 증가세를 보였으며, 그밖에 국제채, 변동금리채, 주식연계채의 발행도 꾸준히 늘어났다. 그리하여 1996년중 신디케이트론은 117.8억달러, 고정금리채는 70.9억달러, 변동금리채는 69.9억달러, 주식연계채는 27.4억달러를 기록하였다. 그러나 1997년에는 전년대비 11.4%의 감소를 보였는데, 이는 국제금융시장에서의 차입여건의 악화에 기인하였다. 즉, 경상수지의 적자 지속, 대기업들의 연쇄 부도, 국내 금융기관들의 부실대출 증가 및 정부의 위기관리 능력에 대한 대외신인도 추락 등이 주요 요인이었다. 특히 97년 4/4분기에는 단기유동성 부족에 따른 IMF 구제금융 문제가 부각되면서 국제금융시장에 접근하기도 힘든 상황이 전개되었다.

주식연계증권 내지 소위 한국계증권의 발행은 85년부터 시작되어 85~90년중 총 13건에 5억달러 수준에 불과했지만, 91년에는 11억달러 수준으로 급증했으며, 92년, 93년에는 각각 6억달러, 9억달러 수준에 머물렀다. 그러나, 94년 이후 다시 증가하여 96년에는 사상최대치인 25.9억달러를 기록하였다. 또한 96년중에는 (주) 대우가 최초로 해외교환사채를 발행함으로써 해외증권의 종류가 다양해졌으며, 국민은행을 비롯한 3개 은행이 처음으로 주식예탁증서를 발행하였다. 그러나 이 역시 97년에는 외환위기와 주식시장 침체를 반영하여 전년대비 1/3 정도 줄어들었다.

<표 18>

한국기업의 직접금융 추이

(단위 : 백만달러, %)

구분 년도	주식		회사채	합계
	기업공개	기타공모 및 유상증자		
1985	40.3 (1.0)	298.3 (7.5)	3,651.3 (91.5)	3,989.9
1986	48.9 (1.2)	905.1 (22.3)	3,096.2 (76.4)	4,050.1
1987	296.3 (4.8)	201.2 (32.5)	3,877.6 (62.7)	6,185.9
1988	1,434.7 (8.7)	9,187.9 (56.0)	5,802.5 (35.3)	16,425.0
1989	4,543.8 (14.1)	17,302.9 (53.7)	10,364.0 (32.2)	32,210.7
1990	474.8 (2.4)	3,647.9 (18.4)	15,660.0 (79.2)	19,782.6
1991	309.4 (1.5)	3,354.7 (15.9)	17,373.3 (82.6)	21,037.3
1992	104.6 (0.6)	2,494.7 (16.8)	14,266.6 (82.6)	17,276.8
1993	225.8 (1.0)	3,691.7 (16.3)	19,433.0 (82.7)	23,492.9
1994	722.6 (2.2)	7,067.6 (21.6)	24,978.5 (76.2)	32,768.6
1995	753.7 (1.9)	7,388.5 (19.1)	30,639.5 (79.0)	38,781.7

주 : 달러표시금액은 각 연도의 원화 자금조달액을 연평균 대미달러환율로 나누어 계산.

자료 : 증권감독원, 자본시장연보, 각년호

<표 19>

한국 제조기업 국내자본의 원천 추이

(단위 : 백만달러, %)

구 분 년 도	자기 자본			타인 자본				합 계
	증 자	내부 유보	계	장기 차입금		단기 차입금	계	
				회사채	소 계			
1985	754.2 (6.7)	840.7 (7.5)	5,158.1 (46.0)	1,569.7 (14.0)	3,355.3 (31.7)	1,633.4 (14.6)	6,060.5 (54.0)	1,937.9
1986	747.0 (5.3)	1,875.6 (13.4)	6,572.5 (46.8)	4,151.1 (3.0)	2,702.2 (19.3)	1,701.7 (12.1)	7,458.8 (53.2)	21,472.9
1987	2,411.3 (10.7)	2,409.1 (10.7)	10,793.8 (47.8)	740.4 (3.3)	3,356.2 (14.9)	2,441.4 (10.8)	11,785.1 (52.2)	33,937.3
1988	2,407.3 (9.5)	5,386.2 (21.3)	16,590.5 (65.6)	1,536.8 (6.1)	2,036.8 (8.0)	402.2 (1.6)	8,715.8 (34.4)	37,075.6
1989	2,970.4 (7.2)	7,502.4 (18.2)	22,059.1 (53.6)	2,963.8 (7.2)	5,364.9 (13.0)	5,999.4 (14.6)	19,094.1 (46.4)	65,954.1
1990	2,923.0 (5.4)	3,848.5 (7.1)	19,782.0 (36.7)	5,502.2 (10.2)	10,610.5 (19.7)	12,016.7 (22.3)	34,082.3 (63.3)	88,765.2
1991	2,348.4 (3.8)	6,013.0 (9.8)	22,968.0 (37.4)	6,771.9 (11.0)	11,209.4 (18.2)	14,264.5 (23.2)	38,505.0 (62.2)	102,080.2
1992	2,155.6 (4.9)	4,490.8 (10.2)	20,704.8 (47.0)	2,444.8 (5.6)	4,278.7 (9.7)	14,089.5 (32.4)	23,327.7 (53.0)	71,491.9
1993	2,580.3 (6.0)	6,304.1 (14.7)	24,715.9 (57.4)	5,143.5 (12.0)	6,977.5 (16.2)	5,846.7 (13.8)	18,315.1 (42.6)	69,883.1
1994	2,692.7 (3.59)	12,072.0 (16.11)	34,063.8 (45.47)	6,229.6 (8.32)	9,633.3 (12.86)	11,191.0 (14.94)	40,850.0 (54.53)	74,913.7
1995	3,128.2 (3.22)	18,712.5 (19.23)	46,120.3 (47.4)	5,683.5 (5.84)	14,518.4 (14.92)	18,131.2 (18.64)	51,174.1 (52.6)	97,294.4

주 : 달러표시금액은 각 연도의 원화 자금조달액을 연평균 대미달러환율로 나누어 계산

자료 : 한국은행, 기업경영분석, 각년호



<표 20>

한국의 주식연계증권 발행추이

(단위 : 백만달러)

	CB		BW		DR		계	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
1985	1	20	-	-	-	-	1	20
1986	2	60	-	-	-	-	2	60
1987	1	30	-	-	-	-	1	30
1988	1	30	-	-	-	-	1	30
1989	-	-	1	50	-	-	1	50
1990	5	180	1	70	1	40	7	290
1991	15	594.5	3	270	2	200	20	1,064.5
1992	7	424	2	65	1	150	10	639
1993	11	538	1	50	3	328	15	916
1994	22	639.6	1	45	11	1,168	34	1,852.6
1995	40	751.5	3	213	9	1,310	52	2,274.5
1996	37	1496.1	1	43.8	7	963	46 <sup>1)</sup>	2,586.91
1997	20	1441.5	-	-	3	500	23 <sup>1)</sup>	,941.5

주: 1) 1996년과 1997년에는 교환사채(Exchangeable bonds) 각 1건의 발행(84백만달러와 75백만달러)이 추가됨.

자료: 증권감독원, 증권조사월보, 각호.

<표 21>

양키본드 발행현황

(단위 : 백만달러)

	발행년월	규 모	만 기	표면금리 (발행수익률)	채권등급
산업은행	90. 12	300	10	T10 + 145bp	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
산업은행	91. 6	250	7	T 7 + 105bp	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
수출입은행	91. 5	200	7	T 7 + 117bp	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
산업은행	92. 1	500	10	T10 + 98bp (8.106%)	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
한국전력	92. 7	300	10	T10 +90bp (8.11%)	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
산업은행	92. 7	300	7	T 7 + 84bp (7.27%)	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
포항제철	92. 8	250	10	T10 + 92bp (7.591)	M : A2, S&P : A <sup>+</sup>
삼성전자	92. 10	200	10	T10 + 185bp (8.575%)	M: Baa2, S&P : A <sup>-</sup>
한국통신	92. 11	100	7	T7 + 101bp (7.4%)	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
산업은행	93. 5	300	7	6.25%(6.37%)	M; A1, S&P: A <sup>+</sup>
산업은행	93. 12	200	5	5.875%(5.905%)	M; A1, S&P: A <sup>+</sup>
산업은행	93. 12	200	12	6.75% (6.797%)	M; A1, S&P: A <sup>+</sup>
서울시	94. 7	300	10	7.875%	M; A1, S&P: A <sup>+</sup>
포항제철	95. 5	250	10	7.38%(T+90bp)	M; A2, S&P: A <sup>+</sup>
한국전력	96. 3	171	20	7.40%(T+110bp)	M; A1, S&P: AA <sup>-</sup>
한국전력	96. 3	208	100	7.95%(T+250bp)	M; A1, S&P: AA <sup>-</sup>
한국통신	96. 6	150	10	7.5%(T+75bp)	M; A1, S&P: AA <sup>-</sup>
LGCaltex정유	96. 7	100	10	7.88%(T+119bp)	M; A3, S&P: BBB <sup>+</sup>
수출입은행	96. 11	350	10	6.50%(T+45bp)	M; A1, S&P: AA <sup>-</sup>
포항제철	96. 11	300	10	7.125%(T+70bp)	M; A2, S&P: A <sup>+</sup>
한국전력	96. 12	100	30	6.00%(T+20bp)	M; A1, S&P: AA <sup>-</sup>

주 : T#, M, S&P는 각각 미 재무성증권과 그 만기, 채권등급평정기관인 Moody's, Standard & Poor's를 나타냄.

자료: 한국산업은행, 국제금융리뷰, 각월호.

<표 21>

양키본드 발행현황(계속)

(단위 : 백만달러)

	발행년월	규 모	만 기	발행수익률	채권등급
한국전력	97. 2	300	30	T + 45bp	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
한국통신	97. 4	200	10	T + 90bp	S&P : AA <sup>-</sup>
SK텔레콤	97. 4	230	7	T + 95bp	M: A1, S&P: A <sup>+</sup>
신한은행	97. 6	150	5	T + 100bp	M: A3, S&P: A <sup>-</sup>
포항제철	97. 7	200	7	T + 92bp	M: A2, S&P: A <sup>+</sup>
LG칼텍스정유	97. 7	100	10	T + 125bp	M: A3
한국전력	97. 8	200	30	T + 77bp	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
한국전력	97. 9	150	5	T + 101bp	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
삼성전자 (Tranche A)	97. 10	227	5	T + 150bp	M: Baa1, S&P: A <sup>-</sup>
삼성전자 (Tranche B)	97. 10	100	30	T + 200bp	M: Baa1, S&P: A <sup>-</sup>
삼성전자 (A S T Research)	97. 10	136	5	T + 150bp	M: Baa1, S&P: A <sup>-</sup>
대구광역시	97. 10	300	10	T + 149bp	M: A1, S&P: A

<표 22> 글로벌본드 발행현황

(단위 : 백만달러)

	발행년 월	규모	만기	표면금리 (발행수익률)	채권등급
한국전력	93. 12	1,350	10	6.375%	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
산업은행	94. 10	500	10	8.09% (T 10 + 80bp)	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
산업은행	95. 1	500	5	8.65% (T 7 + 89bp)	M : A1, S&P : A <sup>+</sup>
산업은행	95. 1	500	7	6.50% (T 7 + 75bp)	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
수출입은행	96. 2	500	10	6.38%(L+30bp)	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
산업은행	96. 5	750	10	7.25%(L+11bp)	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
산업은행	96. 11	500	7	6.625%(T+49bp)	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>

주 : T#, M, S&P는 각각 미 채무성증권과 그 만기, 채권등급평정기관인 Moody's, Standard & Poor's를 나타냄.

자료: 한국산업은행, 국제금융리뷰, 각월호.

<표 22> 글로벌본드 발행현황(계속)

(단위 : 백만달러)

	발행년 월	규모	만기	표면금리 (발행수익률)	채권등급
수출입은행	97. 2	500	5	L + 3.8bp	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
수출입은행	97. 3	650	10	T + 90bp	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
산업은행	97. 9	900	4	T + 98bp	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
산업은행	97. 9	600	7	T + 115bp	M: A1, S&P: AA <sup>-</sup>
한국정부	98. 4	1,000	5	T + 345 bp (8.935%)	M: Ba1, S&P: BB+
한국정부	98. 4	3,000	10	T + 355 bp (9.084%)	M: Ba1, S&P: BB+

## 제 3 절 한국기업의 해외증권발행

### 1. 해외증권의 유형

국내기업이 국제자본시장에서 발행하는 증권 종류를 살펴보면 크게 주식연계증권과 국제채와 기타 단기증권으로 분류할 수 있다. 전자에는 전환사채, 신주인수권부사채, 주식예탁증서가 포함되며, 후자에는 소위 양키본드, 사무라이본드 등의 외국채와 유로채, 그리고 단기증권인 CP, CD 등이 포함된다.

또한 국제채는 쿠폰이자율의 국제금리의 변동과의 연계 여부에 따라 고정금리채와 변동금리채(FRN)로 나누어진다. 최근에는 글로벌본드, 드래곤본드 등 새로운 기채수단이 등장하고 있고 차입퍼실리티의 하나인 유로MTN프로그램이 활발히 이용되고 있다.

최근에 와서 한국주식시장의 침체로 발행이 다소 연기되고 있지만, 해외증권 발행은 그 조달금리가 국내의 은행차입 또는 회사채발행 금리보다 크게 낮다는 점에서 아직도 매력적인 기채수단이다. 예컨대 93년 6월의 국내 회사채 유통수익률이 12%대인 데 비해 동 월에 발행된 포항제철의 양키본드 발행수익률은 6.736%로서 환위험을 무시한다면 6%포인트 이상의 현격한 차이를 보이고 있다. 따라서 해외증권 발행은 앞으로 치열해지는 국제경쟁시대에서 국내기업이 경쟁력을 갖추는 데 필요한 양질의 자본을 공급하여 주므로 적극적으로 추진해 나가야 할 기업의 재무전략이라고 할 수 있다.

### 2. 한국물증권의 주요 분석지표

#### 가. 전환사채

$$\text{전환가치(conversion value) (\%)} = \frac{\text{주가}}{\text{전환가격}} \times \frac{\text{고정환율}}{\text{변동환율}} \times 100$$

$$\text{전환프리미엄(conversion premium) (\%)} = \frac{\text{CB가격} - \text{전환가치}}{\text{전환가치}} \times 100$$

$$\text{전환비율(conversion ratio) (주식수)} = \text{전환사채 액면가} \times \frac{\text{고정환율}}{\text{전환가격}}$$

(따라서 전환비율 × 주가 = 전환가치(원화표시)가 성립)

#### 나. 신주인수권부사채

$$1 \text{ warrant 당 행사주식수} = \frac{\text{채권액면} \times \text{부여율} \times \text{고정환율}}{\text{행사주가}}$$

부여율(warrantability) = 채권액면에 대한 warrant액면의 크기비율

$$\begin{aligned} \text{워런트가치 (parity)} &= \frac{(\text{주가} - \text{행사주가}) \times \text{행사주식수}}{\text{채권액면} \times \text{시장환율}} \times 100 \\ &= \frac{(\text{주가} - \text{행사주가}) \times \text{부여율} \times \text{고정환율}}{\text{행사주가} \times \text{시장환율}} \times 100 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{워런트프리미엄(\%)} &= \frac{(\text{1주당 warrant가격} + \text{행사주가}) - \text{주가}}{\text{주가}} \times 100 \\ & \quad \left[ \text{1주당 warrant가격} = \frac{\text{채권액면} \times \text{warrant가격}(\%) \times \text{변동환율}}{\text{행사주식수}} \right] \\ &= \frac{\text{행사주가}}{\text{주가}} \times (\text{warrant가격} \times \frac{\text{변동환율}}{\text{고정환율}} \div \text{부여율} + 1) - 1 \end{aligned}$$

#### 다. 주식예탁증서

$$\begin{aligned} DR \text{ Parity} &= \frac{\text{기초주식 가격} \div \text{현재 환율}}{\text{기초주식 1주당 DR 수}} (\$) \\ DR \text{ 프리미엄} &= \left( \frac{DR \text{ 가격}}{DR \text{ Parity}} - 1 \right) \times 100 (\%) \end{aligned}$$

### 3. 한국물증권의 발행 및 유통시장 행태

#### 가. 전환사채와 신주인수권부사채 시장

전환사채의 유통프리미엄 지표와 발행시 전환프리미엄 수준을 분석하면 먼저 91년 이전에 발행된 기존 전환사채의 프리미엄은 44.82~115%로서 91년 이후 발행된 전환사채 프리미엄인 0.33~27.0%보다 훨씬 높았다.

한국주식시장에 대한 외국인투자자의 직접투자가 허용된 92. 1. 1일부터 1개월여간에는 프리미엄이 약 30%가 하락하고 있다. 한국의 종합주가지수와 전환사채 발행프리미엄의 관계를 보면 주가상승기에는 프리미엄의 수준이 높게 결정되고 주가하락기에는 심지어 0.33%까지 낮아지고 있으므로, 발행프리미엄 결정에는 국내시장의 주가 수준 내지 향후 기대상승률이 중요한 요인으로 작용하고 있다.

전환사채의 풋수익률(YTP)과 주가지수, 미국의 30년만기 채무성채권 수익률 추이와 비교하여 보면 주가 하락기에는 스프레드<sup>4)</sup>가 (+)로 나타나 82베이시스포인트(92. 7. 13일 발행된 기아특수장 CB)까지 상승하였고, 상승기에는 스프레드가 (-)로 나타나 -88.5 베이시스포인트(93. 5. 18일 발행된 대우전자 CB)까지 하락한 것을 주목할 필요가 있다.

이상을 종합하여 보면 외국인의 직접투자가 허용된 이후에도 한국물증권에 대한 초과 수요가 존재하므로 주가 상승기에는 높은 발행프리미엄과 낮은 풋수익률로 전환사채를 발행할 수 있음을 알 수 있다. 그러나 <표 23>에서 보는 바와 같이 사후적으로 환율변동을 감안할 때, 원화로 표시한 풋수익률은 최고 17-18%대에 육박함으로써 오히려 국내 자금조달비용보다 높을 수 있음을 간과하지 말아야 할 것이다. 즉, 해외증권을 발행할 때에는 환율에 대한 예측과 함께 필요하다면 환위험에 대한 헷징 수단들을 강구해야 할 것이다.

전환사채의 쿠폰이자율을 한국의 주가지수와 비교하여 보면 대체로 3~4%대를 유지하였으나 주가가 본격적으로 상승하기 시작한 시기에는 2.25%까지 하락하고 있다.

BW의 유통프리미엄 지표와 BW의 발행프리미엄을 비교하면 91년 이전에 발행된

---

4) 풋수익률의 만기는 5년이고 미국 채무성채권의 만기는 30년이어서 만기구조의 차이를 반영하지 못하는 비교이지만 이 기간동안의 미국 채무성채권의 만기별 수익률간에 비례관계가 존재한다는 점을 감안하면 대략적인 비교가 될 수 있음.

BW가 136.9%(삼미종합특수강)와 180.5%(현대자동차)로서 발행프리미엄이 크게 높았으며, 91년 이후에는 15~30%의 낮은 프리미엄으로 발행되고 있다. 특히 주가가 상승한 시기인 92년 8월 이후에 발행된 것은 오히려 17%대로서 낮고 본격적인 상승기인 93년 4월 이후 발행된 것은 22%로서 다소 높아졌다.

따라서 프리미엄이 높게 결정되기 위해서는 국내증시의 상승과 발행기업의 성장 전망 내지 회소성이 있어야 함을 알 수 있다. 또한 CB와는 달리 한국증시가 개방된 시점에 앞서 몇개월간 프리미엄이 급락하고 이후에 프리미엄이 반등하고 있다.

#### 나. 사후적 풋수익률 분석

한국기업이 발행한 CB는 한국주식시장에의 직접투자가 제한되어 있음으로 인해 대체로 높은 프리미엄과, 미달러화 또는 스위스프랑화 표시의 낮은 풋수익률로 발행된 것이 사실이다. 그러나 여기서 주목할 것은 최근의 원화가치 하락 추세로 인한 기업의 외채상환 어려움에서 볼 수 있듯이, 사후적인 환율변화를 고려하면 실제로 낮은 풋수익률이 아닐 수 있다는 것이다. 그러므로 다음과 같은 공식을 이용하여 원화 표시의 사후적 풋수익률을 구할 수 있다. 다만, 우리는 여기서 투자자들이 주식으로의 전환권 행사가 불가능하다고 생각할 때 사채로서 상환받겠다는 풋옵션을 행사한 기일을 만기일로 가정한 풋수익률을 수익률로 같음하고자 한다.

$$p \times e_0 = \frac{w \times c \times \bar{e}_1}{(1+y)^w} + \frac{c \times \bar{e}_2}{(1+y)^{1+w}} + \frac{c \times \bar{e}_3}{(1+y)^{2+w}} + \dots + \frac{(M+c) \times \bar{e}_{n-1}}{(1+y)^{n-1+w}}$$

여기서 환율( $e$ )에 “~”가 붙은 것은 미래 환율이 확률변수로서 발행시점에서는 확정되지 않는 불확실성을 내포하고 있기 때문이다. 그러므로 환율이 어떻게 변화하는가에 따라서 사후적으로 수익률은 크게 차이가 나게 된다. 다만, 발행당시의 환율  $e_0$ 는 확정 환율이기 때문에 이 기호가 붙지 않는다. 한편,  $w$ 는 유로CB의 쿠폰지급이 일 년에 한번 이루어지므로 발행일과의 괴리를 감안하기 위한 것이다. 즉,

$w = \frac{\text{발행일과 쿠폰지급일 사이의 일수}}{360}$  이다. 여기서 360은 유로채의 1년 일수 전통을 따른 것이다. 한편,  $p$ 는 발행가격으로 대부분 액면채로 발행되며 액면가액은 대체로 5,000달러 또는 50,000 스위스프랑이다.  $c$ 는 미달러 또는 스위스프랑표시 쿠폰금액이며,  $M$ 은 풋행사기일의 투자자 원금수취액으로 대체로 액면가액에 대해 프리미엄이 붙는



다. 끝으로  $y$ 는 우리가 구하고자 하는 원화표시 풋수익률이다.

<표 23>은 한국기업이 발행한 CB의 발행일 기준 풋수익률과 풋행사일 기준 사후적 풋수익률을 보여주고 있다.<sup>5)</sup> 여기서 환율변화에 따라 이 두 수익률의 차이가 상당히 있을 수 있다는 점을 알 수 있다. 즉, 환율이 불리하게 변동하여 원화가치가 하락하면 사후적 수익률은 엄청나게 증가할 수 있으며, 반대로 유리하게 변동하여 원화가치가 상승하면 사후적 수익률은 (-)로 될 수도 있다. 전자의 예로는 아시아자동차의 경우 17.49%의 사후적 수익률을 기록함으로써 이 기업은 사실 국내 원화표시 시장에서 차입한 것과 비교하여 상당한 이자비용을 더 부담하게 되었다. 반대로 후자의 예로는 LG전자나 유공의 경우와 같이 -6.07%나 -4.98%의 수익률을 기록하는 극단적인 예도 발생하였다. 그러므로 향후 한국기업들이 해외에서 차입을 하고자 할 경우에는 이에 앞서 환율에 대한 예측을 필수적으로 행하여야 할 것이다.

---

5) 실제 풋행사가 많이 일어나지 않았지만, 분석의 편의상 풋행사가 일어났음을 가정한다.

<표 23>

한국기업이 발행한 CB의 풋수익률(Yield to Put)

(단위: 백만달러, %)

발행기업	발행일, 발행규모	발행시 환율	풋수익률 (\$ 또는 Sfr 표시)	풋행사일	사후적풋수 익률 (₩ 표시)	풋행사일 환율
삼성전자	12/19/85, 20	889.7	8.2	12/31/87 12/31/90	14.56 9.73	795.90 719.20
유공	7/15/86, 20	884.6	6.2	8/31/88 7/15/91, 12/31/92	-4.98 2.51 4.09	724.90 734.40 788.40
LG전자	8/11/87, 30	808.1	5.1	9/15/89 8/11/93	-6.07 5.36	673.00 807.90
STC	6/03/90, 30	673.3	5.3	12/31/96	10.04	847.50
동아건설	2/14/90, 50	684.5	5.6	2/14/95	7.65	790.05
삼익약기	3/08/90, 30	689.6	5.6	3/08/95	8.59	785.85
미원	7/11/90, 30	716.2	7.0	7/11/95	8.71	757.35
선경인더스트 리	9/14/90, 40	715.0	7.75	9/14/95	9.31	775.00
진도(Sfr)	2/28/91, 25	583.99	9.5	12/31/93	12.53	545.23
아남산업(Sfr)	3/11/91, 50	554.46	9.4282	12/31/93	9.13	545.23
코오롱상사	3/14/91, 28.5	724.40	8.25	12/31/95, 12/31/97	10.19	775.80
삼보컴퓨터	6/04/91, 30	726.70	7.0	6/04/96	9.52	786.35
대우통신	6/18/91, 50	723.00	8.0	6/18/96	12.83	798.25
LG전자	6/24/91, 70	726.50	7.5	6/24/96	10.88	811.55
효성티엔씨	7/10/91, 30	727.40	8.0	6/10/96	11.11	790.45
한화종합화학	10/04/91, 56	737.30	7.5, 9.5	10/04/96,10/ 04/98	10.76	824.55

발행기업	발행일, 발행규모	발행시 환율	풋수익률	풋행사일	사후적풋수 익률	풋행사일 환율
동아제약	10/31/91, 25	749.50	7.125	10/31/96	9.91	828.50
쌍용양회	11/14/91, 70	750.30	7.16	11/14/96	10.40	831.00
진로(Sfr)	12/04/91, 21.5	531.17	8.713	3/31/94	15.60	574.38
아시아자동차 (Sfr)	5/05/92, 70	516.94	8.62	6/30/94	17.49	606.90
삼성전자	4/24/91,100	780.50	7.562	4/23/97	10.98	894.50
기아특수강	6/13/91, 26	791.60	8.5	7/13/97	11.72	893.50
대우	9/09/92, 45	624.44	9.492	12/30/94	8.64	788.50
대우(Sfr)	2/24/93, 75	517.95	6.2375	12/31/95	16.52	672.27
한국전기(Sfr)	6/1094, 35	570.16	5.1	9/30/97	9.37	630.33
영풍산업(Sfr)	6/30/94, 16	601.73	6.5	12/31/96	14.59	632.94
고합(Sfr)	8/10/94, 40	593.20	6.66	8/10/97	2.84	587.98
대우전자(Sfr)	9/13/94,50	601.50	6.01	9/13/97	5.89	621.33
건영(Sfr)	9/22/94, 25	617.50	6.79	9/22/97	6.66	622.03

주: 괄호안의 (Sfr)은 스위스랑화표시 CB임을 나타내며, 따라서 환율은 원화/미달러화 환율과 스위스프랑화/미달러화 환율의 교차환율(cross rate)로 계산됨.

#### 나. 주식예탁증서 시장

기업당 발행금액은 4천만달러에서 3억달러까지 분포를 이루어 CB나 BW 등 기타 한국계 증권과는 달리 발행규모가 다소 크다고 할 수 있다. 발행시 프리미엄은 5%에서 35%까지 형성되고 있다. 그러나 한술제지의 경우에는 이례적으로 -4.80%의 디스카운트를 보인다.

유통프리미엄 수준도 발행프리미엄과 같이 DR마다 어느 정도 차이를 나타내고 있다. SK Telecom, 포철, 현대자동차, 삼성전자, 한국전력 등 소위 우량주들의 DR이 좋은 내재가치를 반영하듯이 높은 프리미엄으로 거래되고 있다. 이와는 대조적으로 삼성건설은 삼성전자와는 달리 삼성그룹의 계열기업이지만 높은 디스카운트 수준을 보이고 있다.

전반적인 유통프리미엄 추세를 살펴보면, 1993-94년 중 한국주식시장의 상승세를 반영하듯이 유공을 제외한 대부분의 한국기업 DR이 가장 높은 유통프리미엄을 보였다. 그러나 프리미엄이 1995년에 급격히 하락하고 있는데 이는 이 기간중 선진국 등 세계주식시장의 활황세와는 달리 한국주식시장이 침체기인 것에 영향을 받은 것으로 볼 수 있다. 더욱이, 삼성건설을 비롯한 3개의 DR은 디스카운트로 거래되기 시작하였다.

한편, 1995년에 SK Telecom의 GDR은 한국주식시장의 침체에도 불구하고 가장 높

은 프리미엄을 보이고 있는데, 이는 미래 정보화사회의 도래에 따른 상승요인이 독특하게 작용한 것으로 보인다. 이에 대해, 글로벌통신산업의 출현은 세계 각국의 통신기업들이 앞다투어 자금조달을 늘리게 할 전망인데, 통신기업 DR 발행물량의 급격한 확대는 발행가격을 낮출 수 있는 충분한 여지가 있다. 향후 한국기업이 DR을 발행할 때 이러한 점들을 고려하여야 할 것이다.

DR 매도가격을 기준으로 한 DR의 수익률은 주간 평균수익률이 (-)를 보였으나 수익률 추세는 세계주식시장의 상승세를 쫓아 상승하는 경향을 보였다. 한편, SK Telecom, 한국전력, 기아자동차 및 삼성전자(우선주)는 1995년중 주간 평균수익률이 (+)로서 대조를 보였다. 이는 한국경제와 증권시장의 기본적 요인이 개선될 경우 향후 투자자에게 한국기업의 매력이 높을 수 있음을 나타낸다.

DR의 원주 가격의 움직임이 DR 가격의 움직임과 궤를 같이 하는 것으로 나타났다. 위에 언급한 4개의 기업은 1995년중에 원주 수익률이 DR 수익률과 마찬가지로 (+)를 보임으로써, 한국주식시장 전체의 (-) 수익률과는 큰 대조를 보이고 있다. 이는 한국기업의 원주 가격의 관리가 DR 발행을 전후하여 필요함을 시사한다.

DR 프리미엄의 변동은 영국시장 수익률과는 (+)의 상관관계를 보이고 있으나, 세계, 미국 및 한국 시장수익률과는 상관관계가 없어 보인다. 이는 대부분의 DR이 유로시장(Euromarket)에 상장되어 거래되고 있다는 사실을 고려할 때 흥미있는 결과이다.

DR 및 원주의 개별 표본을 발행규모를 가중치로 하여 포트폴리오를 구성한 경우, DR 포트폴리오 수익률은 원주 포트폴리오 수익률과 0.7의 높은 상관관계를 보임으로써, DR 투자자들은 투자전략의 정보로서 원주의 주가 움직임을 예의주시하고 있음을 시사한다. DR 프리미엄과 한국시장 수익률 변수간의 관계는 (+)와 (-)의 부호가 혼재하는 반면, 5%의 유의수준에서 삼성전자와 포철은 (+)의 부호를 나타낸다. 이는 이들 DR에 투자하는 외국인투자자들은 한국 투자자들과 동일한 투자심리를 보임을 시사할 수 있다.

이와는 대조적으로 프리미엄 변화는 원주 수익률과 (-)의 유의한 관계를 보이고 있는데, 이는 DR 투자자들이 정보의 부족 등으로 인해 DR 원주의 가격에 대해 그다지 민감하게 반응하지 못하고 있음을 시사한다. 즉, 원주 가격이 상승(하락)할 때 DR 가격은 즉각적으로 상승(하락) 움직임을 보이지 않고 있는 것이다. 이는 한국기업이 외국인투자자를 확보하기 위한 IR 활동을 지속적으로 펼칠 필요가 있음을 시사하며, 이러한 활동은 또한 자금가용성위험을 줄이는 수단이 될 수 있다.

1994년 이전과는 달리 그 이후에는 프리미엄 변화가 미국 및 영국시장들을 포함하는 글로벌시장에 의해 영향을 받고 있다. 이는 특히 한국주식시장이 개방된 이후에 프리미엄 변화가 한국자본시장에 대한 외국인투자자들의 심리를 대변하는 변수로서 채택될

수 있음을 시사한다. 아래의 회귀추정식에서 볼 수 있듯이, 이러한 주장은 프리미엄 변화가 1%의 유의수준에서 한국주식에 대한 외국인투자의 순유입 변화와 (+)의 관계를 가진다는 결과에 의해 뒷받침된다.

$$\Delta \text{Prem}_t = 0.0019 + 0.00063^{***} \Delta \text{Netflow}_t$$

(0.55)      (3.41)

$$(R^2 = 0.069, DW = 1.96)$$

DR 가격은 한국주식시장 전체와 원주 가격의 움직임에 대해 모두 (+)의 관계를 유의하게 보였다. 그러나 한가지 흥미있는 결과는 (+) 계수의 크기가 한국시장에 대해 보다 크게 나타나서 외국인투자자들이 개별 원주의 가격보다 한국시장 전체 움직임에 대해 보다 민감하게 반응함을 시사한다고 할 수 있다. 인과관계에 있어서는, 한국주식시장이 개방된 이후로 특히 한국시장의 움직임은 DR 포트폴리오 수익률에 영향을 미치고 있다.

### 제 3 장 국제금융시장 실증연구6)

#### 제 1 절 미국식 주식예탁증서(ADR)의 수익률 결정요인

##### 1. 기업특유 및 원주 요인

ADR을 발행한 기업의 연도별 원주수익률을 설명변수로, 연도별 ADR 수익률을 종속변수로 하는 횡단면분석을 한 결과, ADR 수익률은 기업특유 요인의 대용변수로서의 원주 수익률과 대체로 유의한 (+) 관계를 보임을 나타낸다. 결정계수의 크기는 1994년에 0.483, 1995년에 0.613, 1996년에 0.407을 나타내어 상당히 높다. 그러므로 ADR의 투자자는 원주의 움직임을 투자지표로서 항상 예의주시하고 있음을 알 수 있다. 한편, ADR이 미국에 상장된 관계로 주로 미국 국내투자자가 원주 수익률을 미달러화로 환산하여 투자지표로 삼는 것을 고려하여, 미달러화표시 원주수익률을 설명변수로 사용할

6) 3장에서 제시된 수치들과 관련한 표들은 지면관계상 생략하였으나, 필요한 독자들은 참고문헌에서 찾아볼 수 있으며, 저자에게 요청할 수 있음.

경우에는 결정계수의 크기가 보다 높아져, 결국, 투자자는 환율로 조정된 자국통화표시 수익률에 더 큰 의미를 부여한다는 기존의 국제투자이론을 강화시켜 주고 있다.

원주의 변동성과 ADR 변동성간의 관계에 있어서는 수익률의 경우와 마찬가지로 (+)의 관계가 유의하게 나타났고, 또한 원주수익률을 미달러화로 표시한 경우에도 (+)의 유의관계가 존재했다.

한편, ADR 수익률을 원주수익률로 통제한 횡단면 다중회귀분석에서는, 환율변화와 ADR 수익률간에 (-)의 관계가 나타나고 있어 미달러화 가치가 상승하면 ADR가격은 하락함을 알 수 있다.

## 2. 현지 및 미국시장 요인

먼저, 기업의 국적별 원주수익률 설명변수의 분포를 보면, ADR 발행에 앞서 이미 현지시장에 원주가 상장되어 있으므로 현지시장 수익률과 (+)의 유의한 관계를 보이고 있다. 총 13개 국가중 7개 국가에서 현지시장 설명변수가 1위를 차지하고 있으며, 결정계수의 크기도 프랑스의 20.22%에서 독일의 경우 무려 48.73%까지 높게 나타난다.

기업별로는 현지시장의 설명력이 50%가 넘는 기업의 경우, 독일의 Daimler Benz, 홍콩의 HSBC Holdings, 네덜란드의 Royal Dutch Petroleum, 노르웨이의 Norsk Hydro로 나타나서 비록 선진국의 다국적기업이라도 원주의 움직임은 현지시장 움직임에 따른다는 사실을 볼 수 있다.

기업이 속한 산업별 원주수익률 설명변수의 분포를 보면, 총 12개 산업중 7개 산업에서 현지시장이 가장 중요한 원주 움직임의 설명요인이 되고 있다. 그중 자동차산업, 광업, 통신산업의 기업들이 36.87%, 29.47%, 27.93%로 가장 높고 나머지 산업의 기업들도 14.25~22.83%의 설명력을 나타내었다.

한편, 건설산업을 제외한 모든 산업에 있어서 현지시장 내지 현지산업 요인이 최소한 2위의 설명변수를 기록하고 있어, 원주의 움직임은 압도적으로 기업의 모국인 현지요인에 의해 설명되고 있음을 볼 수 있다.

ADR 움직임에 대한 현지시장의 설명력을 살펴보면, 멕시코(33.87%), 독일(21.31%), 이태리(10.21%)의 기업들이 현지시장 요인의 설명력이 1위를 차지했다. 그밖에 스페인(22.30%), 홍콩(26.93%), 프랑스(13.27%), 덴마크(13.01%)의 경우에도 2위를 차지하여, 대체로 현지시장 움직임이 ADR의 움직임과 유의한 관계가 있음을 알 수 있다. 가장 높은 결정계수를 보인 기업들은 홍콩의 HSBC Holding으로 46.61%, 그밖에 20% 이상을 기록한 기업들은 멕시코의 Bufete Industrial 43.3%, 스페인의 3개 기업, 홍콩의 2개 기업, 멕시코의 3개 기업, 노르웨이의 2개 기업, 호주의 1개 기업, 영국의 1개 기업, 덴

마크의 1개 기업, 독일의 2개 기업 등 주로 신흥공업국의 기업들이 주류를 이루었다.

결국, 현지시장 수익률과 ADR 수익률은 (+)의 관계를 보이고 있으나, 예상했던 대로 현지시장이 ADR 움직임을 설명하는 부분은 원주 수익률에 비해 낮게 나타났다. 이러한 ADR 결과는 한국기업이 발행한 DR의 수익률이 한국시장 움직임에 의해 대부분 설명된다는 Kim(1996)의 한국기업 DR에 대한 실증결과와 신흥공업국의 경우 아주 유사하고, 선진국의 경우에는 사뭇 대조적이다. 또한, 이러한 원주와 ADR에 대한 현지시장의 설명력 차이는, 현지시장 분산투자효과를 기대하는 ADR 투자자 입장에서 선진국 기업이 발행한 ADR 투자의 경우 그 효과는 원주에 직접 투자하는 것보다 낮음을 시사하는 것이다.

한편, 미국시장의 성과가 ADR의 성과를 설명하는 부분은 대체로 낮게 나타나는데, 다만 일본의 경우 5.40%, 아르헨티나(2.38%), 덴마크(1.62%), 이태리(1.47%), 홍콩(1.33%) 등이 1% 이상을 기록했을 뿐, 영국(0.82%) 등 나머지 기업들은 아주 미미한 설명변수가 되었다.

이러한 결과는 미국투자자들이 ADR을 순수한 국내투자대상으로 보다는 국제투자자의 대체수단으로 보고 있는 간접적 증거가 될 수 있다. 또한, 이는 포철의 ADR 수익률이 미국시장 뿐만 아니라 세계시장 수익률과 (+)의 유의한 관계를 보이고 있다는, 김 동순(1997)의 실증결과와 대조적이다. 이는 각 ADR의 미국시장 상장 역사와 관련하여 향후 추가적인 연구대상이 될 수 있다. 즉, 상장 역사가 짧은 포철의 ADR은 미국투자자들에게 기업, 산업, 국가 정보가 부족하여 미국시장과 유사하게 움직일 수 있는 반면, 상장 역사가 긴 선진국 기업들에 대해서는 투자자의 정보 축적으로 인해 현지시장을 충분히 분석하고 투자함으로써 미국시장과의 관련성은 오히려 낮은 것으로 추론해 볼 수 있다.

이러한 현지시장 및 미국시장 요인에 관한 실증결과들은 동일 국가나 산업내에서도 기업마다 차이가 있을 수 있다. 예를 들어, 같은 네덜란드 기업이라도 Royal Dutch Petroleum(55.5%)은 Philips(12.4%)보다 원주 움직임에 대해 현지시장 요인이 훨씬 지배적인 설명변수인 반면, ADR 움직임에 대해서도 미국시장 요인이 전자의 기업(5.48%)이 후자 기업(0.16%)보다 지배적이다.

### 3. 세계시장 요인

세계시장 수익률은 원주수익률과 대체로 (+)의 관계를 보이고 있으나 현지시장 수익률보다는 설명력이 높지 않게 나타났으며, 설명력 순위에서는 2위가 3개 국가, 3위가 8개 국가로 대부분을 차지하였다.

구체적으로는 일본이 14.73%로 가장 높은 설명력을 보였다. 그 다음으로 호주

(11.76%), 독일(12.83%), 네덜란드(10.96%)가 10%의 설명력을 보였다. 낮은 설명력을 보인 나라는 멕시코(2.34%), 이태리(4.50%), 프랑스(6.07%), 영국(7.11%) 순이었다.

산업별로는 항공운수가 11.09%로 가장 높은 설명력을 보였으며, 그 다음으로 석유(10.60%), 금융산업(9.99%), 통신(9.72%), 화학(8.99%)이 높았다. 반면, 설명력이 낮은 산업은 건설(2.88%), 의류(4.78%)이었다.

기업별로는 영국의 Unilever(20.50%), 일본의 Mitsubishi Trust & Banking(19.27%), Sony(18.64%), Matsushita(18.24%), NTT(17.15%), Toyota(16.66%), 네덜란드의 Philips(16.36%), 독일의 Bayer(15.20%), Daimler Benz(14.46%), 영국의 Barclays(16.34%), 호주의 Broken Hill Proprietary(17.74%), News Corporation(15.68%), Westpac Banking(15.27%) 등 주로 다국적기업들에 있어서 세계시장 요인의 설명력이 상대적으로 높게 나타났다.

세계시장 수익률과 ADR 수익률간에도 (+)의 관계가 존재하지만, 세계시장 설명력과 현지시장 설명력의 정도를 비교하면 국가별로 차이가 있었다. 국가별로는 세계시장 설명력이 독일 기업들의 경우 19.17%로 가장 높았으며, 그 다음으로 일본(17.12%), 네덜란드(14.55%), 스페인(13.64%), 프랑스(13.24%), 노르웨이(12.98%), 덴마크(12.73%)가 높았다. 반면에 이태리(3.19%), 멕시코(3.27%), 호주(6.96%), 영국(7.66%)은 낮았다.

세계시장과 현지시장의 ADR 수익률의 설명력을 비교하면, 멕시코가 31.60%포인트의 차이로 현지시장 설명력이 높았으며, 홍콩(21.81%p 차이), 노르웨이(9.29%p 차이), 스페인(8.66%p 차이), 독일(2.14%p 차이)이 뒤를 이었다. 이에 따라 신흥공업국 기업들이 발행한 ADR의 경우에는 대체로 현지시장 움직임이 중요한 요인임을 알 수 있다. 한편, 세계시장 설명력이 상대적으로 높은 국가들은 일본(11.92%p 차이), 네덜란드(9.80%p 차이), 아르헨티나(8.60%p 차이), 영국(3.18%p 차이), 호주(0.58%p 차이)이었다. 그러나 이들의 공통점은 일본, 네덜란드를 제외하고 세계시장 설명력도 그다지 높지 않다는 것이다. 또한, 세계시장 요인의 설명력이 원주에 대해 낮으면(높으면) ADR에 대해서도 낮아지는(높아지는) (+)의 상관관계가 존재한다.

#### 4. 산업 및 환율 요인

원주의 움직임에 대한 현지산업의 설명력이 높게 나타나는데, 5개 국가에서 1위를 차지하고 있으며, 결정계수의 크기는 영국의 20.43%에서 아르헨티나의 경우 84.85%로서 원주의 움직임이 현지산업에 의해 거의 대부분 설명되고 있다. 기업별로는 50%가 넘는 기업들로서 아르헨티나의 YPF, 영국의 British Airways, British Steel, British Telecomm, Waste Management, 홍콩의 Cathay Pacific, 이태리의 Fiat, Benetton, 네덜



란드의 KLM, Philips, 스페인의 Telefonica de Espana를 들 수 있으며, 이 역시 다국적 기업이라도 원주의 움직임은 현지산업에 따라 좌우될 수 있음을 보여준다.

원주의 움직임에 대한 세계산업의 설명력은 현지산업보다는 매우 낮게 나타나고 있다. 그나마 네덜란드(11.58%), 일본(11.41%), 영국(7.38%) 기업들이 다소 높게 나타나는 반면, 기타 국가들의 기업들에서는 3%대 이하의 낮은 설명력을 보인다. 기업별로는 영국의 Bass(36.6%), Shell(31.8%), 네덜란드의 Royal Dutch Petroleum(34.48%), 일본의 Toyota(31.2%), Mitsubishi Bank(23.81%)가 높게 나타났는데, 이들 기업은 다국적기업으로서 모두 세계산업의 설명력이 현지산업보다 높아서 예외로 나타났다.

산업별로는 항공운수에서 현지산업 설명력이 무려 53.89%로 가장 높게 나타났으며, 그밖에 광업(37.10%), 자동차(31.79%), 철강(29.42%)이 글로벌화가 진전된 산업으로 인식됨에도 불구하고 의외로 높게 나타났다.

ADR이 미국시장에 상장되어 있음에도 불구하고 이들 움직임에 대한 현지산업의 설명력도 높았는데, 아르헨티나 기업들에서 76.9%로 가장 높게 나타났다. 그 다음으로 네덜란드(33.41%), 홍콩(28.26%), 덴마크(26.79%)가 높았다. 반면 노르웨이(1.66%), 멕시코(3.05%), 이태리(9.81%), 일본(10.63%), 영국(13.63%)은 낮았다.

ADR에 대한 세계산업의 설명력은 네덜란드(16.58%), 일본(11.63%), 영국(6.00%)이 다소 높게 나타났을 뿐, 기타 국가의 기업들은 대체로 3% 이하의 낮은 설명력을 나타냈다. 산업별로는 광업(15.06%), 전자(7.26%), 항공운수(6.26%), 철강(5.33%)이 다소 높게 나타났을 뿐이다.

한편, 미국 현지산업의 설명력도 아주 미미하게 나타나서, ADR은 상장 장소에 상관없이 기업이 위치한 현지 모국의 영향을 많이 받는 국제자산으로 분류될 수 있다.

환율 변화는 ADR 수익률과 대체로 유의한 (-)의 관계를 보이고 설명력도 높은 것으로 나타난다. 환율표시가 유럽식이기 때문에, 이는 달러가 강세를 보이면 ADR 가격이 하락하는 것을 의미한다. 달러가 강세를 보이면 미국 국내투자자는 해외에 투자할 유인이 없어지므로 해외현지시장이 약세를 보이고 이는 현지기업이 발행한 ADR 가격을 하락시키는 요인이 되지 않나 추론해 볼 수 있다. 미국 달러화 강세는 동시에 미국 경제의 건실성을 반영하는 것이므로 굳이 미국투자자는 외국기업 또는 ADR에 투자할 유인이 없을 수 있다. 또한, 달러화로 표시한 외국기업의 수익성이나 자산가치가 낮아질 것이므로 ADR에 투자할 유인이 없을 수 있다.

기업 국적별 원주수익률의 설명변수 순위 분포를 종합적으로 살펴보면, 현지요인이 세계요인보다 전반적으로 원주수익률을 잘 설명한다. 즉, 현지시장과 현지산업 요인이 각각 7개 및 6개의 국가에서 1위를 차지하고 있다. 회귀분석의 결정계수도 모두 상당히 높아 아르헨티나의 경우 현지산업 요인은 원주의 움직임을 무려 84.75% 설명한다.

한편, 세계요인은 현지요인에 비해서는 설명력이 훨씬 떨어지지만 몇몇 국가에서는 유의한 설명력을 지닌다. 특히 일본의 경우에는 세계시장 및 세계산업의 설명력이 각각 14.73% 및 11.41%에 달하여 일본기업들(주로 전자 및 자동차 기업)의 세계화 정도를 반영한다고 볼 수 있다.

ADR 수익률의 설명력에 있어서도 현지요인이 압도적으로 중요한 요인이 되고 있다. 세계시장 요인이 가장 중요한 변수인 일본을 제외하고는 현지산업(8개), 현지시장(4개)이 원주수익률의 경우와 마찬가지로 가장 높은 설명력을 가지고 있다.

한편 ADR과 원주의 설명변수의 중요도 순위가 유사한가에 대하여 살펴보면, 일본과 노르웨이를 제외하고 순위 분포가 유사하다. 이는 앞서의 연도별 횡단면분석에서 원주 수익률이 ADR 수익률을 잘 설명하고 있다는 사실과 관계가 높은 것으로 해석될 수 있다. 일본은 원주수익률의 1위 변수는 현지시장인 데 대해, ADR 수익률의 1위 변수는 세계시장이어서 큰 차이가 있다. 그러나 설명력의 크기에 있어서는 1위 변수를 기준으로 원주수익률의 경우 평균 34.79%의 설명력이 있는 반면에, ADR의 경우에는 25.75%를 나타내고 이들 1위 요인이 현지요인임을 감안할 때, 당연한 결과라고 할 수 있다.

세계요인중에서 설명력이 상대적으로 높은 세계시장 요인을 기준으로 설명력의 크기를 비교하면, 원주수익률의 경우 평균 9.05%인 데 대해, ADR의 경우에는 10.65%로 나타나서 ADR이 원주보다는 국제자산에 가까움을 알 수 있다.

기업이 속한 산업별 원주수익률의 설명변수 순위 분포를 종합적으로 살펴보면, 앞서의 국가별 분석과 마찬가지로 현지요인이 세계요인보다 전반적으로 원주수익률을 잘 설명한다. 즉, 현지시장과 현지산업 요인이 각각 7개 및 5개의 산업에서 1위를 차지하고 있다. 회귀분석의 결정계수도 모두 상당히 높아 항공운수산업의 경우 현지산업 요인은 원주의 움직임을 무려 53.89% 설명한다. 평균적으로 현지산업 요인은 22.14%의 설명력을 지닌 반면, 세계산업은 5.11%의 미미한 설명력을 지니어 산업의 글로벌화가 덜 진전된 것으로 평가할 수 있다. 그러나 광업(15.96%)이나 자동차산업(7.94%), 항공운수(6.39%), 전자(6.36%)는 상대적으로 세계산업 요인의 설명력이 높게 나타나 그나마 이들 산업이 다소 글로벌화가 진전되었다고 평가할 수 있다.

ADR수익률에 대한 설명변수 순위에서는 현지산업 요인이 8개 산업에서 가장 중요한 요인으로 나타났다. 현지산업의 평균 설명력은 16.14%로 앞서의 원주 경우보다는 다소 낮았으며, 건설산업은 1.88%로 극도로 낮게 나타나서 대조적이다.

## 제 2 절 한국기업의 해외전환사채(CB) 수익률 결정요인

### 1. 원주수익률 요인

전체 CB 발행기업에 대한 원주수익률을 설명변수로, CB수익률을 종속변수로 하는 횡단면분석에서 CB수익률이 기업특유 요인의 대용변수로서의 원주수익률과 대체로 유의한 (+) 관계를 보이고 있다. 이는 김동순(1998a)의 ADR에 관한 연구와 동일한 결과를 보이고 있으며, 이에 따라 CB투자자는 원주의 움직임을 투자지표로서 항상 예의주시하고 있음을 알 수 있다. 다만, 1995년의 경우에는 (-)의 관계를 보여 이상현상으로 보인다. 이는 1995-96년 기간에는 한국시장 전체의 수익률이 (-)를 보인 반면 유럽과 세계시장은 (+)의 수익률을 기록하였기 때문이라고 추론할 수 있다. 결정계수의 크기는 1994년의 경우 0.399로 상당히 높아졌으며 전체기간에 걸쳐서는 CB가격 움직임의 약 20%가 원주에 의해 설명될 수 있는 것으로 나타났다.

원주의 변동성과 CB 변동성간의 관계에 있어서는 ADR 연구에서와는 달리 유의하지 않은 (+)의 관계가 나타났다. 이는 원주의 유동성은 높으나 CB의 적은 발행물량으로 인해 유동성은 낮아서 가격움직임에 제한이 있는 것이 그 원인일 수 있다. 결정계수의 크기도 대체로 7% 이하였으며 전체기간에 걸쳐서도 0.09%로 매우 낮았다.

### 2. 국내 및 유럽시장 요인

먼저, CB 발행기업의 원주수익률 설명변수의 분포를 보면, CB 발행에 앞서 이미 국내시장에 원주가 상장되어 있으므로 국내시장 수익률과 매우 유의한 (+)의 관계를 보이고 있다. 모델의 설명력을 나타내는 결정계수의 크기도 유공과 쌍용양회의 경우 88.6%를 기록하고 있다.

기업이 속한 산업별 원주수익률 설명변수의 분포를 보면, 총 17개 산업중 9개 산업에서 국내시장이 가장 중요한 원주 움직임의 설명요인이 되고 있다. 그 중 비금속(1개 기업), 화학, 전자가 88.6%, 65.3%, 27.8% 순으로 나타났고, 나머지 산업들도 10% 내지 20%의 설명력을 나타냈다. 결국, 원주의 움직임은 기업의 모국인 국내요인에 의해 설명되고 있음을 볼 수 있다.

CB 수익률에 대한 개별 시장변수의 설명력을 살펴보면, 일반적으로 국내주식시장 요인이 가장 중요한 설명력을 보이면서 전체기업 평균으로는 4.8%의 설명력을 보이고 있다. 그 다음으로 국내산업 요인이 3.5%, 환율변화가 2.7%, 유럽주식시장 요인이 1.8%

로 나타나고 있다. 결국 ADR의 경우에 비해서는 결정계수의 크기가 상당히 낮게 나타나서 CB 유동성의 문제가 이러한 현상을 낳지 않았나 추론할 수 있다. 또한, 환율변화의 경우에는 유의한 계수를 기준으로 (+)와 (-)의 부호가 혼재하여 CB에 따라 다소 상이한 관계가 존재함을 알 수 있었다.

산업별로 구체적으로 살펴보면, CB 움직임 측면에서 국내주식시장과 가장 관련이 높은 산업은 석유업종으로 16.7%가 설명되었 으며, 그 다음으로 전자(9.5%), 고무플라스틱(7.0%), 도매업(4.9%)이 평균을 넘어선 설명력을 가지고 있었다. 반대로 설명력이 낮은 산업은 건설(0.9%), 1차금속과 자동차(1.0%), 사무기계(1.6%), 음식료(1.7%) 순으로서 거의 국내주식시장이 CB 움직임을 설명하지 못하였다.

가장 높은 결정계수를 보인 기업들은 삼성전관으로서 무려 56.1%를 기록하였으며, 그 다음으로 10% 이상을 기록한 기업은 유공(21.2%), 삼성전자(18.0%), 삼성중공업(15.9%), 한국타이어(13.6%), 쌍용정유(12.2%) 뿐이었다.

결국, 국내시장 수익률과 CB 수익률은 (+)의 관계를 보이고 있으나, 예상했던 대로 국내시장이 CB 움직임을 설명하는 부분은 원주 수익률에 비해 크게 낮게 나타났다.

둘째, 유럽시장 요인이 CB 움직임을 설명하는 부분은 더욱 낮게 나타나는데, 진로(13.1%), 유공(10.3%)만이 10%를 넘어섰다.

### 3. 세계시장 요인

세계주식시장 수익률은 원주수익률과 대체로 (+)의 관계를 보이고 있으나 국내주식시장 수익률보다는 설명력이 상당히 낮게 나타나서 8.7%의 설명력을 가진다. 산업별로는 비금속업종에서 99.6%로 가장 높은 설명력을 보였으며, 그 다음으로 화학(63.6%), 석유(50.7%)이 높았다. 반면, 나머지 대부분의 산업은 10% 이하로서 그 중에서 광업(0.01%), 1차금속·사무기계(0.1%), 전자(0.7%)는 거의 설명력이 없었다.

기업별로는 상위업종에 속한 기업들을 제외하고 진도(18.7%), 우성건설(9.7%), 동아건설(5.6%) 등에서 세계시장 요인의 설명력이 다소 높게 나타났다.

세계시장 수익률과 CB수익률간에도 (+)의 관계가 존재하지만, 설명력은 15%로서 세계주식시장 요인은 CB 수익률을 거의 설명하지 못하였다. 채권시장 요인도 개도국 채권시장이 1.4%, 유럽채권이 1.0%, 세계채권이 0.8% 등 모두 낮게 나타나서 CB수익률을 전혀 설명하지 못하고 있다.

세계시장 설명력과 국내시장 설명력의 정도를 비교하면 산업별로 차이가 있었다. 세계시장 설명력은 석유업종이 6.0%로 가장 높았으며, 그 다음으로 고무플라스틱(4.0%), 펄프종이(2.7%)가 높았다. 그러나 대부분의 업종은 원주수익률 경우와 마찬가지로 1%

이하로서 거의 설명력이 없었다.

세계시장과 국내시장의 CB 수익률의 설명력을 비교하면, 대부분의 업종에서 국내시장 설명력이 높게 나타나서 ADR 경우에서와 마찬가지로 개도국 기업들이 발행한 국제증권은 대체로 국내시장 움직임이 중요한 요인임을 알 수 있다.

#### 4. 산업 및 환율 요인

산업요인은 세계산업, 순수한 국내산업과 순수한 유럽산업 요인으로 구분하여 살펴본데, 석유, 화학 등 글로벌화가 진전된 산업일수록 세계산업 요인이 원주수익률에 대해 중요한 요인으로 나타나며, 음식료 등 글로벌화가 진전되지 않은 산업의 경우에는 원주수익률에 대해 국내산업 요인이 중요하게 작용하는 것으로 나타났다.<sup>7)</sup> 반대로 CB 수익률에 대해서는 석유업종이 오히려 세계산업 요인의 설명력이 상대적으로 낮게 나타났고 전자업종은 국내산업 요인이 높게 나타났다.

원주의 움직임에 대해서는 전반적으로 세계산업의 설명력이 8.6%로서 국내산업(7.8%)보다 다소 높게 나타났는데, 산업별로는 화학(64.5%)과 석유(46.3%) 업종이 압도적으로 설명력이 높았다. 나머지 산업에 대해서는 세계산업의 설명력이 거의 없었다. 기업별로는 상위업종을 제외한 업종에서 삼성전관(16.1%), 삼성전자(4.7%)가 다소 높게 나타났다.

원주의 움직임에 대한 국내산업의 설명력은 광업에서 57.4%로 가장 높게 나타났으며, 다음으로 고무플라스틱(25.3%), 섬유(14.2%), 음식료(12.4%)가 높았다. 기타 산업들은 5~10%대, 1%대 이하로 나누어졌다. 기업별로는 상위업종을 제외한 업종에서 삼성전자(31.1%), 삼성전관(17.1%), 삼성전기(10.1%)가 높게 나타났다.

CB가 유럽시장에 상장되어 있음에도 불구하고 이들 움직임에 대한 국내산업의 설명력이 평균 3.5%로서 세계산업(1.5%), 유럽산업(1.6%) 요인보다 높게 나타났다. 산업별로는 광업(27.5%), 석유(21.1%), 전자(4.6%) 업종에서 국내산업 요인이 유의한 설명력을 보였으며, 나머지 업종에서는 거의 설명력이 없었다.

CB에 대한 세계산업의 설명력은 고무플라스틱(4.8%)만이 유의하였다. 기업별로는 삼성전관(16.4%)만이 10%를 넘었다.

한편, 유럽산업의 설명력도 삼성전관(28.8%)를 제외하고 전혀 없는 것으로 나타나서, CB도 ADR과 마찬가지로 발행기업이 위치한 모국의 영향을 많이 받는 국제자산으로

---

7) 글로벌화가 진전된 산업이나 아니냐를 구분하는 기준은 다소 주관적일 수 있으나 국제경영 전략에서의 구분방식, 즉 산업글로벌화 요인으로서 시장, 비용, 정부, 및 경쟁 요인에 따른 분류를 원용한다.

분류될 수 있다.

환율 변화는 삼성전관(76.8%, (-)부호), 진로(10.6%, (+)부호), 효성티앤씨(9.1%, (-)부호) 등 몇몇 기업에서만 CB수익률과 유의한 관계를 보이는 것으로 나타난다. 이는 환율표시가 유럽식이기 때문에 ADR의 경우 미달러화가 강세를 보이면 그 가격이 하락하는 것과는 대조적이다. 즉, 달러가 강세를 보이면 미국 국내투자자는 해외에 투자할 유인이 없어지므로 해외시장이 약세를 보이고 이는 ADR 가격을 하락시키는 요인이 되었으나, CB에서는 이러한 관계가 혼재하여 뚜렷한 결론을 내릴 수 없었다.

종합적으로 살펴보면, 국내요인이 세계요인보다 전반적으로 원주 및 CB 수익률 모두를 잘 설명하였다. 그러나 국내요인의 설명력은 역시 CB수익률보다 원주수익률에 대해서 훨씬 높게 나타났다.

## 5. 기업특유 요인

CB의 원주수익률과 기업특유 요인과의 관계는 1992~96년의 전체 연구기간에 대해서는 결정계수가 0.12~0.13으로서 어느 정도 (+)의 관계를 보이고 있다. 특히 자기자본비율(ETA)이 매우 유의한 (+)의 관계를 나타내는 설명변수였다. 그러나 이 변수는 1995년 이후 분석에서 유의하게 나타났으며, 그 이전에는 유의하지 않았음을 유의할 필요가 있다.<sup>8)</sup>

연도별로 살펴보면 먼저 1992년의 경우 매출액증가율(GSALES), 총자산증가율(GTASS), 총자산이익률(NITA)이 유의한 설명변수로서 (+)의 관계를 나타냈다. 특히 모형 2의 결정계수의 크기는 0.398로서 매우 높았다. 1993년에는 모형 2의 경우에만 설명력이 있었으며 유의한 설명변수는 매출액증가율과 총자산이익률이었다. 1994년에는 유의한 설명변수가 없는 가운데, 모든 모형의 설명력이 0에 가까웠다.

1995년에 들어서는 모형에 따라서 총자산증가율과 총자산이익률에 추가하여 매출액영업이익률(OIS)과 자기자본비율이 유의한 (+)의 관계를 보였다. 그러나 매출액증가율은 아무런 설명력이 없게 되었다. 즉, 한국의 투자자들은 기업의 외형성장보다는 수익성과 재무구조를 중시하는 경향으로 흐름을 알 수 있다.

1996년에는 다시 총자산증가율이 다소 유의한 설명변수로 나타나고, 자기자본비율은 지속적으로 유의한 설명변수였다.

---

8) 여기서 모형 1은 설명변수로 매출액증가율(GSALES), 매출액영업이익률(OIS), 부가가치비율(GVAS) 및 자기자본비율(ETA)을, 모형 2는 GSALES, 총자산순이익률(NITA), GVAS 및 ETA를, 모형 3은 총자산증가율(GTASS), OIS, GVAS 및 ETA를, 모형 4는 GTASS, NITA, GVAS 및 ETA를 사용하고 있다.

연도별 결정계수의 크기로 본 모형의 설명력은, 1992년에는 모형 2가 0.398로 가장 높았는데, 이 기간에는 한국 경제와 주식시장이 상승세를 보인 결과 매출액증가가 이익증가와 연계되어 있어 이 모형의 설명력이 높았던 것으로 추론할 수 있다. 그러나 1993년과 1994년은 설명력이 높은 모형이 존재하지 않았다. 1995년에는 총자산증가율과 총자산이익률이 유의한 설명변수인 모형 4가 0.385로서 가장 설명력이 있었다. 1996년에는 매출액증가율과 자기자본비율이 유의한 설명변수인 모형 1이 0.266으로 가장 설명력이 높았다.

다음으로, CB 수익률과 기업특유 요인과의 관계는 앞서 CB 원주의 수익률과 기업특유 요인과의 관계와 확연히 다른 양상을 보여주고 있다. 즉 1992~1995년중에는 거의 아무런 관계를 보이지 않다가 1996년에 들어서야 급격히 매우 유의한 관계를 나타내고 있다. 각 모형의 설명력은 0.560까지 상승하여 원주수익률의 경우와 비교할 때 한국의 국내투자자들에 비해 외국인투자자들이 기업 재무지표의 추이에 민감하게 반응하였음을 알 수 있다.

특히 자기자본비율은 1% 수준에서 매우 유의한 설명변수가 되었다. 즉, 1996년 한국의 전반적인 경기침체와 주식시장 침체에 따라 부채비율이 높은 기업들은 선진국의 CB 시장에서 매우 낮은 평가를 받게 되었다. 또한, 이러한 결과는 1995년 이전에 있어서 외국인투자자들이 한국의 경제와 기업들을 과대평가했던 것이 역전된 것으로 해석될 수 있다. 매출액영업이익률이 유의한 설명변수로 나타난 것도 기업의 수익성을 또한 중시하는 외국인투자자의 행태를 반영한 것으로 볼 수 있다.

한편, 앞 절에서 전체 CB 발행기업에 대한 횡단면분석에서 CB수익률이 기업특유 요인의 대응변수로서의 원주수익률과 대체로 유의한 (+) 관계를 보이고 있다는 사실을 주목하여, CB수익률과 재무구조간의 관계를 원주수익률로 통제한 후에 분석한 결과 전체 기간에 걸쳐서 원주수익률이 설명변수로 추가됨에 따라 모형의 설명력은 매우 높아져서 0.01이하 수준에서 0.1이상 수준으로 증가하였다. 그러나 모형 3의 경우 10% 수준에서 유의한 설명변수였던 자기자본비율은 더 이상 유의하지 않게 되었고, 오히려 매출액영업이익률이 유의한 설명변수로 나타났다.

연도별로 살펴보면, 1993년에는 부가가치율(GVAS)이 5% 유의수준에서 (-)의 관계가 나타나고, 1995년에는 원주수익률과 CB수익률의 관계가 10% 유의수준에서 (-)로 나타나는 이상현상을 보였다. 1996년에는 원주수익률에 대한 통제후에도 자기자본비율이 10% 유의수준에서 (+)의 관계를 보였으며, 모형 3의 경우 설명력은 0.613까지 상승하였다.

끝으로 한국의 국내산업 요인이 원주수익률과 CB수익률에 유의한 설명력을 지님을 고려하여 국내산업수익률에 대한 통제후에 CB수익률과 재무구조간의 관계를 분석하였

다. 국내산업수익률은 전체기간에 걸쳐 1% 내지 5% 수준에서 CB수익률과 (+)의 유의한 관계를 보였으며, 모형의 설명력도 모두 0.1 정도로 나타났다.

연도별로는 1992, 1994, 1995년에는 모든 모형의 설명력이 낮았다. 1993년에는 모형 3만의 설명력이 0.149로 높게 나타났을 뿐이며 산업수익률에 대한 조정후에도 총자산증가율, 매출액영업이익률, 부가가치율이 유의한 변수로 나타났다. 그러나 부가가치율의 계수부호는 (-)로 나타나 이상현상으로 받아들여졌다.

1996년에는 모든 모형의 설명력이 0.440~0.543으로 매우 높게 나타나고 특히 변수중에서는 앞서의 실증결과들과 같이 자기자본비율이 매우 유의한 설명변수로 나타났다.

종합적으로 분석하면, 일반적으로 원주수익률이 몇몇 재무지표들보다는 기업 특성을 종합적으로 보다 잘 나타내는 변수로 나타났다. 그러나 1996년의 경우에는 가장 유의한 설명변수로서 자기자본비율을 포함한 재무지표들의 원주수익률에 대한 설명력이 0.181~0.266인 데 비해, 동일한 재무지표들의 CB수익률 설명력은 0.463~0.560으로 현저히 높아졌다. 더욱이 원주수익률을 통제한 후에는 재무지표들의 CB수익률 설명력이 0.517~0.613으로 더욱 높아졌다. 즉, 이러한 결과들은 전반적인 주식시장의 침체 속에서 한국의 투자자들이 우량기업의 주식을 선호하게 되었듯이, 외국인 투자자들도 개별 기업의 경영성과 분석을 중시하여 우량기업의 CB만을 선호함을 시사하는 것으로 보인다. 특히 자기자본비율의 설명력이 현저히 증가하는데, 한국의 금융불안이 진전되는 상황에서 CB투자자들이 발행 기업의 자금여력 내지 재무적 안정성을 특히 중시하게 되었음을 시사한다.

### 제 3 절 한국기업의 해외증권 발행에 대한 시사점

#### 1. DR 발행관련 시사점

1995년에 SK Telecom의 글로벌DR(GDR)은 당시 한국주식시장의 침체에도 불구하고 가장 높은 발행프리미엄을 보이고 있는데, 이는 미래 정보화사회의 도래에 따른 상승요인이 독특하게 작용한 것으로 보인다. 이에 따라, 글로벌산업과 관련되는 기업은 글로벌 산업환경 변화에 따라 유리한 발행시점을 포착할 수 있다.

특히 우량기업이 발행한 DR의 수익률은 부분적으로 세계주식시장의 움직임률 쫓는 경향을 보이므로, 한국 경제와 증권시장의 기본적 요인이 개선되지 않더라도 세계주식시장 변화에 따라 또한 유리한 발행시점을 포착할 수 있다. 최근의 포철의 ADR 프리미엄 발행은 그 좋은 예라고 할 수 있다.



DR의 원주 가격의 움직임이 DR 가격의 움직임과 궤를 같이 하는 것으로 나타나서, 한국기업의 원주 가격의 관리가 DR 발행을 전후하여 필요함을 시사한다. 또한, DR 투자자들은 DR의 적정 가격에 대한 정보로서 원주의 주가 움직임을 예의주시하고 있다.

DR 가격은 개별 원주의 가격에도 반응을 보이지만 그 보다도 한국시장 전체 움직임에 대해 보다 민감하게 반응하고 있으며, 특히 한국주식시장이 개방된 이후로 한국시장의 움직임은 DR 가격에 영향을 미치고 있다.

DR 프리미엄의 변동은 투자전략의 정보로서 유용하다고 판단된다. 프리미엄이 높을(낮을) 경우 이는 외국인투자자들이 한국기업의 원주 가격에 비해 높은(낮은) 가격을 지불하고 있다는 의미로서 향후 DR 가격은 하락(상승)할 것으로 기대할 수 있다. DR 투자자들은 정보의 부족 등으로 인해 DR 원주의 가격에 대해 그다지 민감하게 반응하지 못하고 있는 것으로 나타나서, 한국기업은 외국인투자자를 확보하기 위한 IR 활동을 지속적으로 펼칠 필요가 있음을 시사하며, 이러한 활동은 또한 금융위기시의 자금가용성위험을 줄이는 수단이 될 수 있다.

1994년 이후에는 프리미엄 변화가 미국 및 영국시장들을 포함하는 글로벌시장에 의해 영향을 받고 있으며, 이는 한국주식시장이 개방된 이후에 프리미엄 변화가 한국자본시장에 대한 외국인투자자들의 심리를 대변하는 것으로 볼 수 있다.

## 2. ADR 발행관련 시사점

ADR에 투자하는 미국투자자들도 원주의 움직임을 투자지표로서 예의주시하고 있다. 또한, 환율로 조정된 미달러화표시 수익률에 더 큰 의미를 부여하고 있다. 그러므로 이는 ADR의 경우에도 원주 가격의 상승기와 원화가치의 상승기에 보다 좋은 조건으로 발행할 수 있음을 시사한다.

개도국 기업 뿐만 아니라 선진국의 다국적기업이라도 원주의 움직임은 현지시장 움직임을 따르고 있다. 그러나, ADR 움직임은 원주에 비해 현지시장 움직임에 덜 민감하게 반응하고 있다. 이러한 현지시장 움직임에 대한 원주와 ADR 가격의 반응 차이는, 현지시장 분산투자효과를 기대하는 ADR 투자자 입장에서 선진국 기업이 발행한 ADR 투자의 경우 그 효과는 원주에 직접 투자하는 것보다 낮음을 시사한다.

한편, 미국시장의 성과가 ADR의 성과를 설명하는 부분은 대체로 낮게 나타나서, 미국투자자들이 ADR을 순수한 국내투자대상으로 보다는 국제투자의 대체수단으로 보고 있는 간접적 증거가 될 수 있다.

주로 다국적기업들에 있어서 세계시장 요인의 설명력이 상대적으로 높게 나타난 반면, 개도국 기업들이 발행한 ADR의 경우에는 대체로 현지시장 움직임이 중요한 요인

인 것으로 나타난다.

현지산업 움직임도 원주의 움직임을 설명하는 주요 요인이며, 다국적기업이라도 원주의 움직임은 현지산업에 따라 좌우될 수 있다. 세계산업의 설명력은 현지산업보다는 매우 낮게 나타나고 있다. 그러나, 일부 다국적기업은 세계산업의 설명력이 현지산업보다 높아서 예외로 나타났다.

ADR이 미국시장에 상장되어 있음에도 불구하고 이들 움직임에 대한 현지산업의 설명력이 높고, 세계산업 및 미국 현지산업의 설명력은 대체로 낮게 나타나서, ADR은 상장 장소에 상관없이 발행기업이 위치한 현지 모국의 영향을 많이 받는 국제자산으로 분류될 수 있다.

환율 변화는 ADR 수익률과 대체로 유의한 (-)의 관계를 보이고 설명력도 높은 것으로 나타난다. 이는 달러가 강세를 보이면 ADR 가격이 하락하는 것을 의미한다. 달러가 강세를 보이면 미국 국내투자자는 해외에 투자할 유인이 없어지므로 해외현지시장의 약세를 보이고 이는 현지기업이 발행한 ADR 가격을 하락시키는 요인이 되지 않나 추론해 볼 수 있다. 미국 달러화 강세는 동시에 미국 경제의 건실성을 반영하는 것이므로 굳이 미국투자자는 외국기업 또는 ADR에 투자할 유인이 없을 수 있다. 또한, 달러화로 표시한 외국기업의 수익성이나 자산가치가 낮아질 것이므로 ADR에 투자할 유인이 없을 수 있다.

### 3. CB 발행관련 시사점

CB를 유로시장에서 발행할 때에는 환율에 대한 예측과 함께 필요하다면 환위험에 대한 헷징 수단들을 강구해야 할 것으로 나타났다. 또한, 발행프리미엄이 높게 결정되기 위해서는 국내 주식시장의 상승과 함께 발행기업의 성장 전망 내지 회소성이 있어야 함을 알 수 있다.

유로시장의 CB투자자도 원주의 움직임을 투자지표로서 주시하고 있는 가운데, CB가격 움직임의 약 20%가 원주에 의해 설명될 수 있는 것으로 나타났다. CB 수익률에 대한 개별 시장변수의 설명력을 살펴보면, 일반적으로 국내주식시장 요인이 가장 중요한 설명력을 보이면서 전체기업 평균으로는 48%의 설명력을 보이고 있다. 그 다음으로 국내산업 요인이 3.5%, 환율변화가 2.7%, 유럽 및 세계주식시장 요인이 1.8% 및 1.5%로 나타나고 있다. 채권시장 요인도 개도국 채권시장이 1.4%, 유럽채권이 1.0%, 세계채권이 0.8% 등 모두 낮게 나타나서 CB수익률을 전혀 설명하지 못하고 있다. 결국 ADR의 경우에 비해서는 결정계수의 크기가 상당히 낮게 나타나서 CB의 유동성이 매우 낮

은 데서 이러한 현상이 발행하지 않았나 추론할 수 있다.

세계시장과 국내시장의 CB 수익률의 설명력을 비교하면, 대부분의 업종에서 국내시장 설명력이 높게 나타나서 ADR 경우에서와 마찬가지로 개도국 기업들이 발행한 국제증권은 대체로 국내시장 움직임이 중요한 요인임을 알 수 있다.

산업요인의 경우 CB가 유럽시장에 상장되어 있음에도 불구하고 이들 움직임에 대한 국내산업의 설명력이 평균 3.5%로서 세계산업(1.5%), 유럽산업(1.6%) 요인보다 높게 나타났다.

CB의 원주수익률과 기업특유 요인과의 관계는 결정계수가 0.12~0.13으로서 어느 정도 (+)의 관계를 보이고 있다. 특히 자기자본비율(ETA)이 1995년 이후 매우 유의한 (+)의 관계를 나타냈다.

한국의 투자자들은 기업의 외형성장보다는 수익성과 재무구조를 중시하는 경향으로 흐름을 알 수 있다.

CB 수익률과 기업특유 요인과의 관계는 앞서 CB 원주의 수익률과 기업특유 요인과의 관계와 확연히 다른 양상을 보여주고 있다. 즉 1992~1995년중에는 거의 아무런 관계를 보이지 않다가 1996년에 들어서야 급격히 매우 유의한 관계를 나타내고 있다. 각 모형의 설명력은 0.560까지 상승하여 원주수익률의 경우와 비교할 때 한국의 국내투자자들에 비해 외국인투자자들이 기업 재무지표의 추이에 민감하게 반응하였다.

특히 자기자본비율은 1% 수준에서 매우 유의한 설명변수가 되었다. 즉, 1996년 한국의 전반적인 경기침체와 주식시장 침체에 따라 부채비율이 높은 기업들은 선진국의 CB 시장에서 매우 낮은 평가를 받게 되었다. 또한, 이러한 결과는 1995년 이전에 있어서 외국인투자자들이 한국의 경제와 기업들을 과대평가했던 것이 역전된 것으로 해석될 수 있다. 매출액영업이익률이 유의한 설명변수로 나타난 것도 기업의 수익성을 또한 중시하는 외국인투자자의 행태를 반영한 것으로 볼 수 있다.

1990년대 들어 한국주식시장의 침체 속에서 한국의 투자자들이 우량기업의 주식을 선호하게 되었듯이, 외국인 투자자들도 개별 기업의 경영성과 분석을 중시하여 우량기업의 CB만을 선호함을 시사하는 것으로 보인다. 특히 자기자본비율의 중요성이 현저히 증가하여, 한국의 금융불안이 진전되는 상황에서 CB투자자들이 발행기업의 자금여력 내지 재무적 안정성을 특히 중시하게 되었음을 시사한다.

## 제 4 장 한국기업의 글로벌자금조달 전략

### 제 1 절 국제자금조달의 기본원칙

#### 1. 국제자금조달의 특징

국제자금조달에서도 기본적으로 국내에서의 자금조달에서 적용되는 원칙이 그대로 적용된다. 즉, 국제자금조달의 기본 목표는 자금조달비용을 최소화하는 것이다. 그러나, 국내시장에서의 자금조달과 달리 자본시장, 금융상품, 거래조건 등이 매우 복잡하고 다양할 뿐만 아니라, 환위험과 금리위험이 존재하고 각국간의 회계원칙 및 조세제도가 상이하기 때문에 이러한 요인들을 적절하게 고려하여 자금조달전략을 수립하여야 할 것이다.

#### 2. 국제자금조달을 위한 육하원칙

##### 가. 자금조달 시기 (When should the company borrow?)

국제금융시장에서 자금을 조달하는 경우에는 환율, 국제금리 및 국가신용도 변화에 따라 자금조달비용이 크게 달라지게 된다. 특히, 금융·통화위기로 국가신인도가 하락하는 경우에는 정상적인 금리로는 자금조달이 불가능한 경우도 자주 발행한다. 일례로, 1997년 하반기에는 동남아 외환위기로 인해 동남아 기업들은 해외차입시 높은 금리를 지불하고 있으며, 한국기업들도 동남아 외환위기의 여파(contagion effect), 대기업 부도, 주가하락, 외국인 주식자금 이탈, 환율상승(원화가치 하락) 등에 의한 국가신용도 하락으로 해외차입시 높은 금리를 지불하여야 하는 어려움을 겪고 있다.

물론, 자금을 조달한 이후에도 부채의 만기가 도달하기 전에 환율과 금리가 변동하는 경우에는 자금조달비용이 달라질 수 있기 때문에 이미 조달한 자금의 현재가치, 환손익의 발생 가능성, 부채의 조기상환을 통한 재차입 가능성 등을 지속적으로 분석하여야 할 것이다.

따라서, 자금수요, 환율 및 금리의 변동가능성, 국가신용도 등을 종합적으로 고려하여 국제자금조달 시기를 결정하여야 할 것이다.

나. 금융시장 (Where should the company borrow?)

자금조달을 위한 금융시장을 선택하는 것도 중요한 일이다. 국내자금과 달리 국제자금조달에는 정부의 규제가 거의 없으므로 다양한 자금조달원천을 비교하여 최적의 금융시장을 선택하여야 할 것이다. 즉, 현지금융시장에서 차입을 할 것인가, 유로달러시장에서 차입할 것인가, 외국본드시장 또는 유로본드시장을 이용할 것인가, 아니면 국제주식시장에서 DR(주식예탁증서)을 발행하여 자금을 조달할 것인가, 더 나아가 유로시장에서 EDR을 발행할 것인가 아니면 미국시장에서 ADR을 발행할 것인가, 이를 합친 GDR을 발행할 것인가를 결정하여야 한다.

예를 들어, 미국달러로 자금을 조달하기로 한 경우, 미국에서 은행으로부터 대출을 받을 것인가(현지금융시장), 채권을 발행할 것인가(외국본드시장), 아니면 유로시장에서 대출을 받을 것인가(유로커런시시장), 유로달러본드를 발행할 것인가(유로본드시장), 혹은 DR(ADR 혹은 GDR)을 발행할 것인가(국제주식시장)에 대해 신중히 고려하여 가장 유리하다고 판단되는 시장에서 자금을 조달하여야 할 것이다. 아래의 <표 24>는 직접금융과 간접금융, 역내시장과 역외시장(유로시장)을 기준으로 국제금융시장을 구분하여 보여 주고 있다.

<표 24> 국제금융시장의 구조

	역내시장	역외시장
간접 금융	현지금융시장	유로커런시시장
직접 금융	외국본드시장	유로본드시장
	국제주식시장	

다. 자금조달 주체 (Who should be the borrowing entity?)

1980년대 이후 금융시장의 국제화, 개방화, 자율화 추세와 함께 국제간 자본이동에 대한 각종 규제와 제한이 대폭 폐지 또는 완화되었다. 따라서, 국제금융시장에서 가장 유리하게 차입할 수 있는 주체가 자금을 조달하여야 할 것이다.

대우그룹의 경우 “세계경영”의 기치아래 세계 여러 곳에 현지법인을 설립하여 운영하고 있으며 현지법인의 추가 투자자금은 현지금융기관 및 증시를 활용하여 본사의 부담 없이 자체적으로 조달하고 있다. 대우측의 한 보고서에 의하면 “현지의 증권거래소 또는 국제적인 증권거래소에서 최초공모(IPO: initial public offering)를 통해 현지법인의 주식을 상장(listing)하는 데에는 현지법인이 지속적으로 수익을 창출한다고 가정할 경

우 법인설립후 최소한 6~8년의 기간이 소요될 것이다”라고 한다. 아울러, 대우그룹은 현지법인 자체의 국제자본시장 진출도 고려하고 있다.

영업성과 및 재무구조 악화 등으로 본사가 직접 국제자본시장에서 자금을 조달하는 데에는 여러가지 어려움이 따를 경우에는 해외에 현지법인을 설립하여 현지법인이 자금을 직접 조달하는 것이 유리할 수 있다.

국제자금을 조달하기 위한 또 하나의 대안은 조세회피처에 금융자회사를 설립하여 이 금융자회사가 자금을 조달한 후 이 자금을 활용하는 방안이다. 조세회피처(경과세국, tax haven)란 배당, 이자, 로열티와 같은 기업소득에 대해 세금을 거의 부과하지 않는 곳으로 조세회피처에 가공의 금융자회사를 설립한 후 이 금융자회사가 자금을 조달하는 경우 자금조달비용을 크게 절감할 수 있을 것이다. 우리나라에서도 그동안 조세회피처를 통한 자금조달은 전면 금지되어 왔으나 1995년 이후 제한적이거나 이를 허가하고 있으므로 조세회피처를 이용하여 저렴하게 자금을 조달할 수 있을 것이다. 예를 들어 유럽진출시에는 아일랜드의 더블린이나 영국의 Isle of Man, Channel Islands 등을, 동남아 진출시에는 말레이시아의 라부안을, 남미진출시에는 Cayman Islands나 바하마 등을 활용할 수 있을 것이다.

#### 라. 표시통화 (In which currency should the company borrow?)

불과 1~2년 전까지만 해도 원화의 대외가치는 매우 안정적인 추세를 보여온 반면 국내금리는 해외금리보다 훨씬 높았기 때문에 기업들은 외화자금을 선호해 왔다. 그러나, 최근 들어 원화의 대외가치가 급격하게 하락(원/달러 환율 상승)하여 환율변동을 감안하면 달러화 차입이 원화 차입보다 더 불리하게 되었으며, 이에 따라 달러화 부채가 많은 기업들은 거액의 환차손을 입고 있다.

따라서, 이제 우리나라 기업들도 명목금리를 기준으로 무작정 외화자금을 선호할 것이 아니라 환율변동을 고려한 실효금리를 기준으로 자금조달 통화를 결정하여야 할 것이다. 이를 위해서 이론적으로는 환율의 예상변동률과 명목금리 차이를 비교하여 유리한 통화로 자금을 조달하면 되지만, 실제로는 환율의 변동성이 매우 심하여 어느 통화로 자금을 조달하는 것이 유리한 지 판단하기란 그리 쉬운 일이 아니다.

더욱이, 해외에 투자하고자 하는 경우에는 원화로 자금을 조달할 것인지, 현지국의 통화로 자금을 조달할 것인지, 아니면 달러, 엔 또는 마르크와 같은 국제통화로 차입할 것인지가 훨씬 다양하고 복잡한 문제로 제기되고 있다. 예를 들어, 국내기업의 태국 현지법인이 자금을 조달하고자 하는 경우, 국내에서 원화자금을 조달하는 것이 유리한지, 최근 달러화에 비해 가치가 급격히 하락한 태국 바트화로 자금을 조달하는 것이 유리한

지, 아니면 달러화로 자금을 조달하는 것이 유리한지를 결정하기란 여간 어려운 일이 아니다.

그러나, 대부분의 해외투자가 개도국에 대한 투자인 기업의 경우 개도국에서는 금융·자본시장이 제대로 발달되어 있지 않아 현지통화로 차입하기는 매우 어려운 것이 사실이다. 더구나, 앞서 설명한 바와 같이 앞으로는 피투자국에 현지법인을 설립하여 현지법인이 직접 투자자금을 조달하는 것이 바람직할 것으로 판단되기 때문에 국내통화(원화)로 차입하는 것도 적절한 대안이 아닐 것이다. 따라서, 이러한 경우에는 달러화로 해외투자자금을 조달하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 다만, 최근 원/달러 환율이 급상승하고 있는 추세이므로 달러 부채에 대해서 환차손이 늘어나지 않을까 걱정되기도 하지만 이와 같은 급격한 환율상승은 일시적인 현상이라고 생각되며 조만간 원/달러 환율상승 추세는 진정될 것으로 예상된다. 또한 외화자산부채관리를 통해 달러표시 현금유입을 통해 매칭전략을 구사할 수도 있을 것이다.

마. 금융수단 (In which financial instrument should the company borrow?)

1980년대 이후 범세계적인 금융의 증권화 추세에 따라 신디케이트 론 중심의 간접금융에서 주식, 채권중심의 직접금융으로 자금조달방식이 크게 바뀌어가고 있다. 더욱이, 최근에는 신흥국시장의 부상과 함께 전통적인 주식, 채권과 더불어 전환사채, 신주인수권부 사채 등의 주식연계채가 인기를 끌기도 하였으며 1986년 이후에는 유로중기노트의 발행이 급증하여 보통채에 이어 제 2의 국제금융상품으로 떠오르고 있다. 또한, 최근에는 전력, 통신, 도로, 항만 등의 사회간접자본에 대한 투자를 중심으로 프로젝트파이낸싱이 각광받고 있다. 이와 같이 국제금융시장에서는 다양한 자금조달수단을 활용할 수 있으므로 기업은 그때 그때의 시장상황과 기업의 자금수요를 적절히 고려하여 가장 유리한 금융수단을 이용하여야 할 것이다.

반면, 한국기업은 지금까지 본사의 자기자본과 국내채권 발행, 그리고 본사 지급보증하의 현지금융과 같은 비교적 간단한 금융방식을 이용하여 국제금융시장에서 자금을 조달해 왔다. 앞으로는 자금조달규모를 고려하여 전환사채, 신주인수권부 사채, DR, 유로중기노트, 프로젝트 파이낸싱, 자산담보부 증권 등과 같은 다양한 자금조달 수단에 대해 고려해야 할 것으로 생각된다.

특히, 해외사업의 경우 투자위험이 매우 높을 뿐만 아니라, 투자규모도 매우 크고, 자본의 회수기간도 상당히 길기 때문에 자금조달이 용이하지 않다. 더구나, 앞서 지적한 바와 같이 국내외시장에서의 경쟁격화로 향후 영업성과와 재무구조가 점차 악화될 것으로 우려되는 기업의 경우에는 대규모 자금조달은 그리 용이하지 않을 것으로 예상된

다. 따라서, 앞으로는 투자규모를 고려하여 여러가지 다양한 자금조달 수단을 활용하는 것이 바람직할 것이며, 특히 대규모 해외투자에서는 프로젝트 파이낸싱이나 자산담보부 증권을 발행하여 투자자금을 조달하는 것이 바람직하다고 판단된다.

바. 위험관리 (How should the company manage risks?)

최근 국제금융시장에서는 환율과 금리의 변동성이 크게 증대되어 환위험 및 금리위험 관리가 자금조달시 고려해야 할 주요한 과제의 하나가 되었다. 특히, 해외투자자금을 조달하는 경우에는 국내투자자금보다 환위험, 금리위험이 더욱 큰 영향을 미치기 때문에 위험관리에 각별한 주의를 기울여야 할 것이다. 다행히 1980년대 이후 지속적인 금융혁신으로 선도환계약, 선물금리계약, 통화선물, 금리선물, 통화스왑, 금리스왑 등의 파생금융상품이 등장하여 위험관리에 널리 활용되고 있다. 특히, 해외투자자금은 대부분 장기자금이므로 해외투자에서는 금리스왑과 통화스왑이 유용한 위험관리수단으로 활용되고 있다.

그러나, 개도국에서는 외환·금융시장이 제대로 발달되어 있지 않아 파생금융상품을 이용하여 위험을 관리하기는 매우 어려운 것이 사실이다. 따라서, 선진국으로 진출하는 경우에는 통화스왑 또는 금리스왑을 이용하여 환위험, 금리위험을 관리하되 개도국으로 진출하는 경우에는 해외투자에 대한 최저요구수익률, 즉 해외투자로부터의 현금흐름을 할인하는 데에 사용하는 자본비용을 상향 조정하는 방식으로 투자의 경제성을 분석하고, 더 나아가 운영측면의 헷지수단을 통해 환위험, 금리위험을 관리하는 수밖에 없을 것이다.

아울러, 선진국 시장에서 파생금융상품을 이용하는 경우에도 파생금융상품으로 위험을 관리하는 것은 위험자체가 없어지는 것이 아니고 투기목적의 상대거래자에게 위험을 전가시키는 것에 불과하다는 것을 인식하여야 할 것이다. 따라서, 상대방에게 일정한 대가(헷징비용)를 지불하여야 할 뿐 아니라, 실질적으로는 손실을 보지 않으나 손실로 인식될 수 있는 손실(기회비용 또는 기회손실)이 발생할 수 있다는 것을 유념하여야 한다.

물론, 정치적으로 불안정한 개도국으로 진출하는 경우에는 해외투자보험에 가입하여 정치적위험을 적절히 관리하여야 함에 대해서는 재론의 여지가 없을 것이다.



## 제 2 절 국제금융시장에서의 각종 금융수단

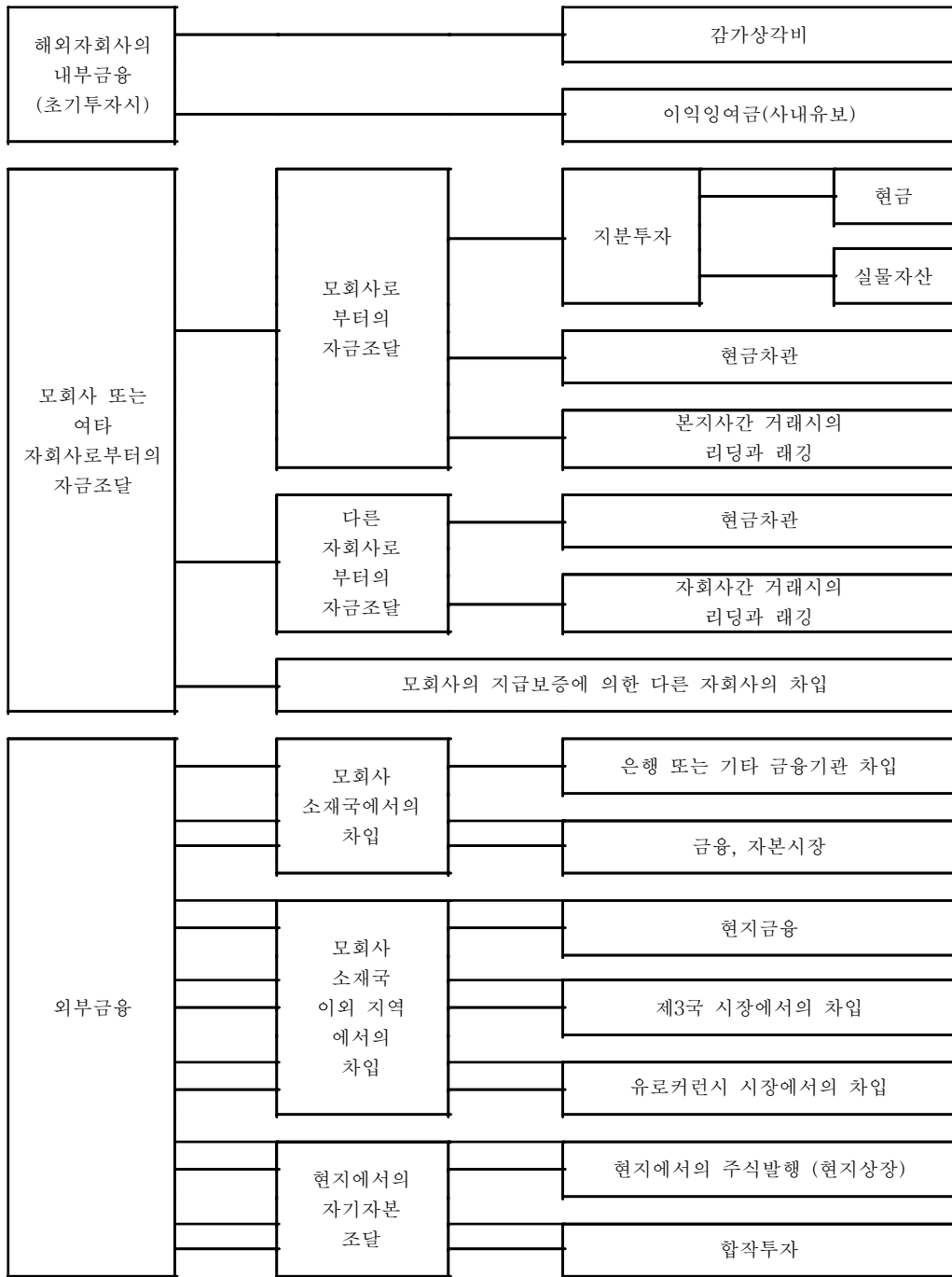
### 1. 국제자금조달의 원천

국제자금조달의 원천은 매우 다양하다. 따라서, 기업들은 이와 같은 다양한 자금조달 원천을 적극적으로 활용하여 보다 유리한 조건으로 국제자금을 조달할 수 있을 것이다. 특히, 우리나라와 같이 국내시장이 제대로 발전되어 있지 않은 경우 국내시장에서 활용 가능한 자본조달원은 한정되어 있을 뿐 아니라, 국내투자를 위한 외화자금조달에는 여러가지 규제가 상존하고 있는 반면, 해외투자자금 조달에 대해서는 규제가 거의 없기 때문에 해외투자를 위해서는 이러한 다양한 자금조달원을 활용할 수 있을 것이다.

자금조달의 원천은 해외자회사의 내부금융 또는 현지금융, 본사나 계열회사로부터의 자본조달, 그리고 외부금융의 세 가지로 크게 구분할 수 있다. 먼저, 해외자회사의 내부자금으로는 자회사의 유보이익과 감가상각비 등의 비현금 비용항목을 들 수 있으며, 본사 또는 다른 나라에 소재한 계열회사로부터 자금을 조달하는 방법으로는 현금 또는 실물자산에 의한 지분투자, 대출, 그리고 리딩과 래깅(leading and lagging) 등의 다양한 방식을 들 수 있다. 그리고, 외부금융시장에서 자본을 조달하는 방법으로는 모회사가 소재한 국가에서 은행으로부터 차입을 하거나 채권이나 주식을 발행하여 자금을 조달하는 방안, 현지시장 내지 국제금융시장에서 채권 또는 주식을 발행하는 방안, 그리고 현지의 기업과 합작을 하여 필요자금을 일부 충당하는 방안 등을 들 수 있다.

이 경우 이용가능한 국제금융시장으로는 현지금융시장, 유로커런시 시장, 외국본드시장, 유로본드시장, 그리고 국제주식시장 등 매우 다양하며 기업은 이와 같은 다양한 국제금융시장에서 뛰어난 정보수집능력을 기반으로 가장 유리한 조건을 제시하는 대안을 선택함으로써 보다 저렴하게 해외투자자금을 조달할 수 있을 것이다. 아래의 <그림 1>은 이와 같은 다양한 해외투자자금 조달 원천을 잘 보여주고 있다.

<그림 1> 다양한 자금조달 원천



## 2. 각 금융수단의 특징 및 장단점

아래의 일련의 표들은 내부금융 및 국제자금조달 수단의 특징과 장단점을 요약·정리한 것이다. <표 25>는 내부금융 수단인 감가상각비와 사내유보의 특징과 장단점에 대해 간략하게 설명하였다. 이어 <표 26>은 국제자금조달 수단으로서 주식예탁증서, 은행

차입, 보통채, 전환사채 및 프로젝트 파이낸싱과 자산담보부 증권의 특성과 장단점에 대해 간략하게 설명하였다.

<표 25> 내부금융

장기자금 조달수단	특 징	장 점	단 점
내부금융			
감가상각비	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 투자가치의 감소분만큼 회수한 자본</li> <li>· 기업의 현금 흐름에 영향을 줌 (현금유출을 수반하지 않는 비용항목)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 기업내에 남아 있는 가용자본으로 상당히 큰 비중임</li> <li>· 법인세 감면효과 있음</li> </ul>	
이익잉여금 (사내유보)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 당기순이익에서 배당을 지급한 후 기업내부에 축적한 자금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 안정적인 자본 조달 방식(재무위험 없음)</li> <li>· 사내유보액이 많은 기업은 증권시장에서 기업가치가 고평가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 지속적으로 이익을 실현하여야 함</li> <li>· 지배당정책을 취해야 함</li> <li>· 법인세 감면 효과 없음</li> </ul>

<표 26>

국제자금조달 수단

장기자금 조달수단	특 징	장 점	단 점
해외차입			
주식예탁증서 (구주)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 이미 발행된 주식을 해외증권시장에 유통</li> <li>· 24시간 거래</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국제금융시장에서의 기업 홍보</li> <li>· 상장요건을 갖춘 건실한 기업으로 인정받음</li> <li>· 국내에 비해 높은 발행가격 (프리미엄부 발행)</li> <li>· 국제금융시장을 통한 지속적 자금조달 기반 구축.</li> <li>· 대규모 거래시에도 가격변동이 크지 않음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 대주주의 지분 희석</li> <li>· 엄격하고 까다로운 상장 요건</li> <li>· 지속적인 규제, 감독</li> <li>· 채권에 비해 높은 발행비용</li> </ul>
주식예탁증서 (신주)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 신주발행후 신주는 국내에 보관하고 해외시장에서 주식예탁증서를 발행, 유통</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 대규모 자금조달 용이</li> <li>· 국내에 비해 높은 발행가격 (프리미엄부 발행)</li> <li>· 국제금융시장에서의 기업 홍보</li> <li>· 상장요건을 갖춘 건실한 기업으로 인정 받음</li> <li>· 자기자본 확충을 통한 재무구조 충실화</li> </ul>	위와 같음
은행차입 (현지금융, 역외금융)		<ul style="list-style-type: none"> <li>· 저렴한 자본 비용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 환위험</li> <li>· 재무위험</li> </ul>
보통채	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 통상 신용등급이 BBB+(Baal)이상 되어야 발행 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국내보다 낮은 자본조달비용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 환위험</li> <li>· 재무위험</li> <li>· 까다로운 등록 요건 (공모인 경우)</li> </ul>

<표 27>

국제자금조달 수단(계속)

장기자금 조달수단	특 징	장 점	단 점
해외차입			
전환사채	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국내외 주식시장 상황과 깊은 관련</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 보통채보다 낮은 표면금리</li> <li>· 저리의 자금조달과 증자의 효과를 동시에 가짐</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 환위험</li> <li>· 재무위험</li> <li>· 발행에 시간이 소요</li> <li>· 유동성이 극히 낮음</li> <li>· 전환시 대주주 지분 희석</li> <li>· 전환시 기회손실 (높은 가격으로 신주를 발행할 수 있는 기회 상실)</li> </ul>
신주인수권부 사채	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국내외 주식시장 상황과 깊은 관련</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 보통채보다 낮은 표면금리</li> <li>· 저리의 자금조달과 증자 효과를 동시에 가짐</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 환위험</li> <li>· 재무위험</li> <li>· 발행에 시간이 소요</li> <li>· 유동성 극히 낮음</li> <li>· 신주인수시 대주주 지분 희석</li> <li>· 신주인수시 기회손실 (높은 가격으로 신주를 발행할 수 있는 기회 상실)</li> </ul>
프로젝트 파이낸싱	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 직접적인 원리금 상환의무를 지지 않으며, 프로젝트의 자산이나 현금흐름을 담보로 하는 대출해주는 제도</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 차주에 대한 상환 청구권이 제한되어 있어 사업Risk 부담을 줄일 수 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 환위험</li> <li>· 상환청구권 제한으로 지급이자가 높음</li> <li>· 이해관계자가 많고 계약관계가 복잡하여 비용과 시간이 많이 소요됨</li> </ul>
자산담보부 증권	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 일정한 현금흐름을 가져다 주는 금융자산을 담보로 발행하는 증권 (예: 부동산대출증서 담보부 증권)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 보통채보다 낮은 자본비용으로 대규모 자금 조달</li> <li>· 금융자산의 증권화로 유동성 문제 해결</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 발행에 시간이 소요</li> <li>· 현금흐름이 안정적인 경우에만 사용 가능</li> </ul>

### 제 3 절 국제자금조달 사례

#### 1. 한국기업의 해외투자자금 조달 사례

##### 가. A기업

A기업은 광학기기를 생산·판매하는 제조업체로서 국내 모 그룹의 계열회사로서 최근 들어 총 8건의 해외투자를 단행하였으며 대표적인 4건의 해외투자내역은 아래의 <표 27>과 같다. A기업의 경우 해외투자의 규모가 크지 않으며 그룹 계열사 지분을 포함하더라도 투자규모가 5,000만 달러에 미달하고 있다. 미국과 중국투자의 경우 그룹 계열사 지분을 포함한 투자규모가 1,000만 달러에도 미치지 못하며, 일본과 독일 투자의 경우에도 3,000만~5,000만 달러 정도에 불과한 실정이다. 이와 같이 투자규모가 비교적 작기 때문에 A기업은 4건의 해외투자중 2건에서는 투자자금을 전액 국내에서의 외화대출로 조달하였으며, 나머지 2건에서는 본사지급보증하에 현지금융 또는 역외금융으로 은행에서 차입하여 투자자금을 조달하였다.

<표 27> A기업의 해외투자자금 조달 내역

투자 지역	투자 내역	투자 금액	자금조달 방법	투자 지분	기타
미국	판매법인 설립	660만 달러	현지금융/ 역외금융	100%	· 본사 지급보증
중국	합작투자	575만 달러 (657만 달러)	현지금융/ 역외금융	57.7% (67.5%)	· 본사 지급보증
일본	현지기업 인수	19억 47백만 엔 (48억 9백만 엔)	외화대출	20.4% (50.4%)	
독일	현지기업 인수	575만 마르크 (5,750만 마르크)	역외금융	10% (100%)	· 본사 지급보증

주 : ( )은 그룹계열사 지분을 포함한 수치임.

##### 나. B기업

B기업은 운수장비를 생산·판매하는 국내 모 재벌그룹의 계열회사이다. 이 회사는 대부분의 운수장비를 국내에서 생산하여 국내외 시장에서 판매하여 왔으나 최근 들어 점차 해외투자를 늘려가고 있다. 아래의 <표 28>은 B사의 해외투자중 대표적인 2건의 투자내역을 보여주고 있다.

표에서 볼 수 있듯이 이 2건의 해외투자는 건당 투자규모가 1,000~2,000만 달러에 불과하여 동사는 미국투자를 위해서는 현지금융을 이용하였고, 중국투자를 위해서는 해외 전환사채 발행액중 일부를 투자자금으로 활용하였다.

<표 28> B기업의 해외투자자금 조달 내역

투자 지역	투자 내역	투자 금액	자금조달 방법	투자 지분	기타
미국	합작투자	2,000만 달러	현지금융	n.a.	
중국	합작투자	1,000만 달러	해외CB발행	n.a.	해외 CB 5,000만 달러 발행액중 일부임

#### 다. C기업

고무플라스틱 제조업체인 C기업은 최근 투자규모가 각각 1억 달러에 달하는 2건의 중국 투자를 단행하였다. 이 2건의 중국투자에서 C사는 총 투자액의 50~60% 가량을 본사의 지급보증하에 장기차입으로 조달하였으며 그 결과 그룹계열사를 포함한 C사의 지분투자는 총 투자액의 25%정도에 불과하였다.

총 투자액 9,300달러의 중국투자에서 C기업은 국내외 금융기관들과 합작으로 버진 아일랜드(Virgin Islands)에 금융자회사(paper company)를 설립하여 동 금융자회사가 중국측 합작선과 중국에서 합작투자를 하도록 하였다. 이 투자에서 C기업과 C기업의 그룹계열사들은 금융자회사 주식의 54.6%를 보유하고 있으며, 금융자회사는 중국 현지법인 주식의 94.5%를 가지고 있다. 따라서, C기업과 그룹계열사들은 중국 현지법인 지분의 51%를 차지하고 있는 셈이다.

<표 29> C기업의 해외투자자금 조달 내역

투자 지역	투자 내역	투자 금액	자금조달 방법	투자 지분	기타
중국	합작투자	5,400만 달러 (6,900만 달러)	국내자금	20.4% (51.0%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 총투자액: 9,300만 달러</li> <li>· 지분투자 : 1,000만 달러 (2,500만 달러)</li> <li>· 본사지급보증: 4,400만 달러</li> <li>· 합작선 지분: 2,400만 달러</li> </ul>
중국	합작투자	8,200만 달러 (9,650만 달러)	국내자금	20.8% (51.0%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 총투자액: 1억 2,000만 달러</li> <li>· 지분투자: 1,000만 달러 (2,450만 달러)</li> <li>· 본사지급보증: 7,200만 달러</li> <li>· 합작선 지분: 2,350만 달러</li> </ul>

주 : ( )은 그룹계열사 지분을 포함한 수치임

#### 라. D기업

최근 동사의 정보통신사업단 해외사업부문은 그동안 관계회사들이 각기 독립적으로 수행해 오던 해외통신사업을 총괄하면서 보다 적극적으로 해외 통신서비스 시장에 진출하고 있다. 이러한 전략에 1995년 이후 뱅글라데시, 수단, 중국, 카자흐스탄, 우즈베키스탄 등의 개도국 시장에 대한 진출에 박차를 가하고 있다. 특히, 우즈베키스탄의 경우 총 투자금액이 25억 달러로 국내기업의 해외통신시장 진출 사상 최대 규모를 기록하였으며 카자흐스탄에 대한 투자도 총 투자금액이 13억 달러에 달하는 대규모 투자이다. 이에, 동사는 카자흐스탄에 대한 투자자금을 보다 원활히 조달하기 위해 프로젝트파이낸싱 기법을 이용하고자 고려하고 있다.

한편, 동사는 폴란드의 국영기업 인수에서 합작투자, 수출입은행 자금 등을 적절히 활용하여 총 투자규모 11억 달러 가운데 4%에 불과한 4,400만 달러만을 부담하는 금융능력을 과시하였다. 총 투자액의 60%에 달하는 6억 6,000만 달러는 현지법인이 폴란드 정부의 지급보증하에 역외금융시장에서 차입하였으며 본사는 간사은행을 주선해 주었다. 총 투자액의 40%에 달하는 4억 4,000만 달러는 자기자본으로 충당하였으나 이중 50%는 현지정부가 부담하였고 동사의 부담액은 2억 2,000만 달러에 불과하였다. 더구나, 수출입은행 자금지원으로 지분투자액의 80%인 2억 2,000만 달러를 조달하였다. 결국, 동사의 현금부담액은 총 투자액의 4%인 4,400만 달러에 불과하였다.



<표 30> D기업의 해외투자자금 조달 내역

투자 지역	투자 내역	투자 금액	자금조달 방법	투자 지분	기타
카자흐스탄	국영전화회사 민영화 참여	13억 7천만 달러	프로젝트 파이낸싱	40%	· 현재 프로젝트파이낸싱 이용 고려중
폴란드	폴란드 국영기업 인수	11억 달러	본사내부자금 및 수출입은행 자금	50%	· 총투자액: 11억 달러 -폴란드 정부 지급보증: 6억 6,000만 달러 -폴란드 정부 지분투자: 2억 2,000만 달러 -수출입은행 자금: 2억 2,000만 달러 -본사 내부자금: 4,400만 달러

마. 시사점

1995년말 현재 국내기업의 해외투자에서 투자금액 100만 달러 이하의 해외투자가 차지하는 비중(건수 기준)은 76.15%에 달하나, 투자금액이 1,000만 달러를 초과하는 해외투자는 전체 해외투자의 3.12%에 불과하다. 이러한 현상은 대기업의 경우에도 예외는 아니며 이에 따라 앞서 살펴본 바와 같이 매출액이 수 조원에 달하는 A기업과 B기업의 경우에도 대부분의 해외투자금액이 5,000만 달러를 넘지 못하고 있다. 이에 따라 A기업은 국내자금을 이용하거나, 현지금융 또는 역외금융방식으로 국제금융시장에서 은행차입을 통해 해외투자자금을 조달하였으며, B기업은 외화증권을 발행하여 해외투자에 필요한 외화자금을 조달해 왔다. 이는 국내기업의 전형적인 해외투자자금 조달방식으로 후술할 한국기업도 그동안 이러한 방식으로 대부분의 해외투자자금을 조달해 왔다.

한편, C기업 사례에서는 본사 지급보증하에 현지법인이 차입을 하여 투자자금을 적절하게 조달하고 있음을 알 수 있다. 총 투자금액이 1억 달러 내외인 2건의 중국투자에서 C기업은 약 2,500만 달러의 자기자본으로 중국합작법인의 경영권을 장악한 동시에 합작법인에 대해 지급보증을 제공하여 전체 투자금액의 47%와 60%에 달하는 자금을 역외금융방식으로 은행에서 차입하였다. 특히, C기업은 조세회피처인 Virgin Islands에 명목상의 금융자회사(paper company)를 설립하여 이 금융자회사가 중국 합작법인에 지분투자를 하도록 하였다는 점에서 한국기업의 해외투자자금 조달 방식에 주요한 시사점을 던져 주고 있다. 향후 소규모 자본으로 거액의 해외투자를 수행하기 위해서는 이와 같이 조세회피처에 자금조달창구 역할을 수행하는 금융자회사를 설립하여 동 금융자회사가 현지법인에 투자하도록 함으로써 소규모 자본으로 거액의 해외투자를 수행하는 동

시에 해외차입이 한국기업의 자본구조에 미치는 영향을 최소화할 수 있을 것이다. 특히, 후술할 프로젝트파이낸싱의 경우에도 금융자회사를 사업자로 하고 현지법인을 프로젝트 회사(project company)로 하여 해외투자를 수행하는 것이 바람직할 것으로 사료된다.

그룹계열사들의 해외통신사업을 총괄하기 시작하면서 단기간에 거액의 투자를 성사시킨 기동력을 발휘한 D기업의 해외사업부문은 자금조달에서도 뛰어난 실력을 기반으로 프로젝트파이낸싱으로 카자흐스탄 투자자금을 조달하기로 결정하였다. 동사가 프로젝트파이낸싱을 택하기로 한 것은 최근 프로젝트파이낸싱이 대규모의 전력, 통신, 가스, 정유, 도로, 항만건설사업 등에서 가장 보편적으로 활용되는 자금조달기법일 뿐 아니라 국내은행들도 3,000억원이 넘는 거액 대출에 대해서는 앞으로 프로젝트파이낸싱을 의무화하겠다고 선언하였기 때문이라고 이해할 수 있다. 따라서, 한국기업의 경우에도 향후 거액의 투자자금이 소요되는 대규모 해외투자에서는 프로젝트파이낸싱을 적극 활용하여 보다 용이하게 투자자금을 조달하는 것이 바람직할 것이다.

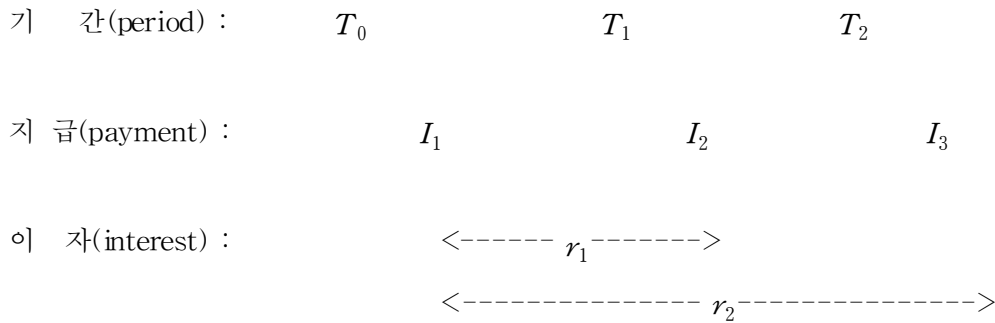
D기업의 폴란드 국영회사 인수 건은 동사의 뛰어난 협상능력을 잘 보여주는 좋은 사례이다. 총 투자금액의 60%에 대해 현지정부의 지급보증을 얻어낸 것은 지난 20~30년간 동사의 국내에서의 부실기업인수가 극히 성공적이었다는 점에 기인한 바가 크기는 하지만, 이와 함께 D기업의 뛰어난 협상능력과 금융능력을 잘 대변해 주는 좋은 사례라 할 수 있을 것이다.

## 2. 브리티시 텔레콤(British Telecommunications)의 1984년 기업공개 사례

BT는 1984년 런던, 뉴욕, 동경, 토론토의 4개 시장에서 동시에 기업공개(공모방식) 방식으로 주식을 발행·상장하였다. 미국 인수은행의 입장에서 어떻게 BT의 발행가격을 결정했는가를 살펴보면, 먼저, 모든 기업공개 공모에서 고려되는 요인들 — 유사기업의 P/E 비율, 수익률 — 을 분석할 필요가 있었다. 또한, 미국에서 발행되는 만큼 영국의 GAPP에 따른 순이익 보다 미국의 GAAP을 따른 순이익을 근거로 유사한 미국 기업과의 비교가 이루어져야 한다. 예를 들어, 1984년중 미국의 postdivestiture AT&T 社は 평균 P/E가  $13.7 \times$ , postdivestiture Bell 社は  $8.0 \times$  이었다. 이에 따라, 민영화된 BT는 AT&T와 유사할 것으로 기대되었으므로, P/E가  $10.5 \times$  1985년에 예상된 순이익(물론 미국 회계원칙에 따른)을 고려하여 120 - 140 p 의 가격 범위가 제안되었다. 기대된 배당수익률은 7%로서 Bell의 지역지주회사들의 평균 8%보다 다소 낮았다. BT의 성장가능성이 이러한 평가를 가능하게 하였다.

둘째, 할부지급조건(installment provisions)이 발행가격에 미친 영향을 살펴보면, 이러

한 구조는 유로채 시장의 분할지급(partly-paid) 채권구조와 유사하였으며, 공모가격의 '현재가치'를 계산하기 위해 미래의 할부지급액들을 할인할 필요가 있었다.



현재가치 : 
$$P \geq I_1 + I_2/(1+r_1)^{T_1} + I_3/(1+r_2)^{T_2}$$

이 공모발행에 있어 할부지급 조건은 투자자에게 무비용 자금조달 뿐만 아니라 옵션을 제공했다. 즉,  $T_1$ 에 있어  $I_2$ 의 지급 후에, 투자자는  $I_3$ 의 행사가격의 BT ADR에 대한 콜옵션을 가지게 되었다. 또한 발행시점인  $T_0$ 에 있어서 BT의 분할지급된 ADR은 콜옵션에 대한 콜옵션 즉, 중첩콜옵션과 유사하였다.

투자자가 미래 할부지급을 이행하지 않을 수 있다는 사실은 BT에게 3개의 할부지급들 사이에서 공모가격을 배분하는 데 있어 투자자의 행사행태를 감안하게 하였다. 투자자들은 각 지급일 내지 행사일에 BT의 주가가 충분히 높아 콜옵션이 내가격(in-the-money)에 있을 때에만 제2, 제3의 할부지급을 할 것이었다. 이는 완전한 콜 비교는 아니었다. 왜냐하면 BT 투자자들은 첫 번째 할부 지급후 즉시 배당과 의결권을 받았으며, 워런트와 같이 이 콜은 제 3자가 발행한 것이 아니고 BT가 발행한 것이기 때문이다.

최초의 지급액이 작고 마지막 지급액이 크면, BT는 투자자에게 금융을 최대한 제공하는 것이지만 주가가 세 번째 할부지급일에 최종 지불액 수준 밑으로 하락할 위험을 감수해야 했다. 이와 대조적으로 최초의 지급액이 크면 투자자는 거의 아무런 금융을 수취하지 못하지만, BT는 공모 금액의 대부분을 수취할 수 있었다. 실제 공모가격은 40%-30%-30%의 할부지급 비율로 결정되었다.

투자자들의 지급불이행 위험을 인식하고 BT는 할부지급구조에 내재된 옵션가치를 최소화하는 배당정책을 사용하였다. 먼저, 7%의 배당수익률이 추정될 때, BT 주식은 배당수익에 따라 거래될 것으로 기대되었으며 시장보다 변동성이 낮을 것으로 기대되었다. 추가적으로 BT는 세 번째 할부지급일까지 아주 높은 배당수익률을 제공하였다. (1985년 8월까지 13.6%, 1986년 2월까지 10.9%)

옵션보유자에 대한 이러한 배당지급은 행사가격을 변화시키지 않고  $T_2$ 에 지급되어야 하는 콜프리미엄을, 효과적으로  $T_2$ 와  $T_3$ 사이에 수취되는 배당의 현재가치만큼 낮추었으며, 이에 따라 행사의 확률을 증가시켰다. (참조: BT는 옵션매도자, 투자자는 옵션매입자와 유사함.)

미국투자자들은 어떻게 미래 할부지급액에 대한 환위험 노출을 헤지할 수 있었는가? 미달러화 표시로 발행되는 BT의 공모가를 고정시키기 위해, 미국 투자자들은 두 번째 및 세 번째 할부지급시 환노출을 헤지하는 수단을 필요로 하였다. 많은 투자자들은 스텔링 선물의 최소 계약단위인 £25,000보다 적은 금액을 투자할 것으로 기대되었다. Morgan Stanley社는 이러한 소액투자자들을 위해 두 번째 및 세 번째 할부지급일에 만기가 되는 sterling CD에 투자하는 Unit 투자신탁을 구조화하기로 계획하였다. 그러나 BT 주식이 최종 공모발행되었을 때에는 미국트란쉐는 추정된 9% 수준에서 6%(1.8억 주)로 크게 축소되었다. 영국 정부가 자국의 개인투자자들의 공모신청이 예상보다 훨씬 많았으므로 해외배분을 줄이기로 결정했으며, 이에 따라 미국 트란쉐 전체는 기관투자자들에게 매각되었고 sterling CD 투자신탁은 공모되지 않았다.

위에서 언급된 것 처럼 영국 정부는 해외로 증권을 발행한 기업들은 소유권이 분산됨으로 인해 자국내에서 이들의 통제가 어렵게 됨을 인식하고 있다. BT社가 미국에서 발행한 모든 증권은 영국으로 다시 재판매가 되었는데 이것에 대한 원인은 첫째, BT社가 자국내 개별투자자들의 정확한 수요를 예측하지 않고서 발행가격을 결정한 것 때문이고 둘째, 영국내 기관투자자들의 투자포트폴리오는 주로 FT index위주로 구성되어 있어 소액 투자가나 해외에서 매각된 BT의 주식을 과소평가했다. 이에 BT에 자국내 막대한 수요로 주시가격은 올랐으며 그래서 美기관투자자들은 단 하루만에 100% 수익을 올렸다.

BT가격의 잘못된 가격 책정은 불완전 시장(규제, 세금 등)에서 발생된 것인데 이는 표준 범규 제정 또는 규제완화로 인해 시장이 점차 통합될수록 주식의 환율차 및 비효율적인 재정거래 등은 사라질 것이다.

## 제 4 절 국제재무관리 조직 및 시스템 전략

### 1. 전사적 글로벌재무시스템의 개발

#### 가. 경제예측시스템의 개발

먼저 한국기업은 경제예측모형을 개발하든지 부득이한 경우 아웃소싱(outsourcing)을 할 필요가 있다. 왜냐하면, 이자율, 환율, 주가지수 등 금융변수들은 기본적으로 거시경제변수들의 함수이기 때문이다. 한편, 예측모형에 금융시장의 미시구조(microstructure)나 투자자행태 등 미시시장 변수들이 추가될 필요가 있다. 특히 새로운 국제금융상품들이 출현하는 가운데 기존의 지역별, 만기별, 상품별 접근방법에서 더 나아가 금리나 환율 등 기저변수들과 금융상품가격간의 함수적 관계를 분석할 필요가 있다는 점에서 더욱 개발의 필요성이 존재한다. 예를 들어, 한국기업이 발행하는 스위스프랑표시 유로전환사채와 기업주가와의 관계를 함수적 접근방법으로 예시하면 다음의 <표 32>와 같다.

선진국의 어느 한 금융기관에 따르면 그들의 주식 및 채권투자 전략을 위해 경제예측을 하는데, 특히 미달러화의 미래 향방과 관련하여 다음의 <표 33>에 있는 것과 같은 경제변수들을 고려하고 있다.

한편, 예측의 결과는 점추정치(point estimate)가 아닌 범위추정치(interval estimate)일 필요가 있다. 이는 경영전략 내지 계획의 듀레이션이 1년 이상일 수 있으나 최근의 환율 변동성은 단기적인 발언이나 사건의 영향을 많이 받아 높기 때문에 범위추정치가 시나리오분석의 관점에서도 필요하다. 예를 들어, 옵션을 이용한 헷징전략에서는 이러한 범위추정치를 토대로 범위 밖의 시나리오에 대해서는 옵션의 잠재적 이익과 방어효과를 포기함으로써 옵션 매입비용을 절감할 수 있다. 즉, 이익을 획득할 수 있거나, 방어효과를 제공할 수 있는 권리를 매도할 수 있다. 이러한 상품의 예로는 칼러(collar)나 코리도(corridor)가 대표적인 상품이다.

예측을 통한 상황에 맞는 최선의 위험헤징 전략은 위험노출의 성격, 이용자의 위험선호, 시장 전망 등에 달려 있다. 이러한 관점에서 한국기업은 헤징목표를 주의깊게 정의함으로써 고려할 전략의 수를 줄일 수 있다. 예를 들어, 다음의 <표 34>와 <표 35>에서와 같이 환위험과 금리위험의 헤징전략의 장단점을 요약할 수 있다.

<표 31> 선진기업과 한국기업 재무의 비교

		선진기업 재무	한국기업 재무
역할	재무의 기본개념	부가가치 서비스센터	코스트 센터
	Treasury	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 한계비용을 중심개념으로 영업 경쟁력 확충</li> <li>· 재무위험의 최소화</li> <li>· 기업신용등급의 제고</li> <li>· 이해관계자와의 관계 개선(IR)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자금조달에 주력</li> <li>· 투자의사결정시 재무리더쉽 불충분/CFO의 부재</li> </ul>
	Control	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 양질의 경영정보 제공</li> <li>· 재무과정 개선, 비용최소화</li> <li>· 내부관리 및 위험관리시스템 개발</li> <li>· 내부감사 실시</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 재무분석, 내부감사, 경영정보 제공 등 고부가가치 업무수행 미흡</li> </ul>
회사내 위상		<ul style="list-style-type: none"> <li>· 사내고객에게 실질적 서비스 → 재무인력 자부심 강함, CEO로의 과정 인식</li> <li>· 경영의 동반자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 통제지향적 부서로 인식</li> </ul>
조직	Treasury	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 지주회사에 기능통합</li> <li>· 중앙집권적 조직</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 각사 단위로 본사에 기능통합, 집중화</li> </ul>
	Control	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 사업부별로 철저한 자율경영</li> <li>· 사업부단위로 보유</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 조직체계는 동일하지만 중앙집권적 성격이 강함</li> </ul>
정보시스템		<ul style="list-style-type: none"> <li>· 글로벌경영정보시스템 완비</li> <li>· 시스템 수준: 본사결산 3일, 글로벌결산 7일</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 글로벌네트워크 미비</li> <li>· 전략정보시스템 부재</li> </ul>
위험관리 시스템		<ul style="list-style-type: none"> <li>· VAR, DaER 시스템 완비</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 위험관리 인식 부재</li> <li>· 위험관리시스템 부재</li> </ul>
관리초점		<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주주이익의 극대화</li> <li>· 재무건전성 유지 및 향상</li> <li>· B/S, 현금흐름 중심의 효율 중시</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· I/S 중시 및 양적 사고</li> </ul>
재무인력		<ul style="list-style-type: none"> <li>· 현장인력으로 인식</li> <li>· 전문가 집단</li> <li>· 절대인력: 전사인력 대비 1.8 - 3%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 간접/후선 부문 인력으로 인식</li> <li>· 전문가 절대부족</li> <li>· 전사인력 대비 1% 미만</li> </ul>

<표 32> 스위스프랑표시 유로 전환사채의 함수적 접근방법

변수	원/스위스 프랑 환율	스위스 이자율	기업의 주가 (전환권)	기업의 주 가변동성 (전환권)	기업의 주가 (채권위험 프리미엄)	기업의 주가 변동성(채권위험 프리미엄)
방향	-	-	+	+	+	-
강도	강함	강함	약함	약함	아주 약함	아주 약함
관계유형	1 대 1: 직선	채권 가격: convex	롱 콜 옵션: convex	직선	숏풋옵션: concave	직선

<표 33> 미달러화 예측관련 변수들

미달러화 강제 요인	미달러화 약세 요인
미달러화의 구매력평가(purchasing power parity): 미달러화의 저평가	미국과 독일간 장기실질금리 차이
	미국과 독일간 경제성장률 차이
	미국과 독일간 인플레이션 차이
	일본의 경상수지 흑자
	미국의 국방비지출 삭감
	미국의 예산적자 감축
	미국의 무역수지
	투자자의 미국자산 보유심리 악화

<표 34> 환위험 헤징 전략의 비교

전 략	장 점	단 점
선물환	프리미엄 지급이 없고 확정결과 보장	유리한 변동으로부터 이익을 얻을 수 없음
옵션	위험에 대한 무제한 방어 유리한 변동으로부터 무제한 이익	높은 프리미엄
칼라	위험에 대한 무제한 방어 유리한 변동으로부터 무제한 이익 프리미엄이 적거나 영(0)	시장가격이 불리하게 변화하면 손실 발생
코리도	가운데 영역에서 확정가격 보장 시장가격이 유리한 방향으로 큰 폭 변화시 무제한 이익	일정범위 벗어나면 방어효과 없음
이익참여 선물환	유리한 변동으로부터 무제한 이익	계약선물 환율 시장선물 환율보다 불리
비율 선물환	계약선물 환율 시장선물 환율보다 유리	손익증폭 효과로 큰 손실 가능성
취소권부 선물환	시장환율이 유리한 방향으로 큰 폭 변화시 이익	계약선물 환율 시장선물 환율보다 불리



<표 35> 금리위험 헤징 전략의 비교

전략	커버기간	행사기회 수	이용가능 만기	방어유형
선물금리계약	단일기간	-	2년까지	확정적
선물	단일기간	-	4년까지	확정적
스왑	복수기간	-	10년까지	확정적
금리보장계약	단일기간	1	2년까지	선택적
캡, 플로어, 칼라	복수기간	다수	10년까지	선택적
스왑선	단일/복수기간	1	10년까지	선택적
캡선	단일/복수기간	1/다수	10년까지	선택적

<표 36> 금리위험 헤징에 권장되는 전략

견해	차입자 전략	투자자 전략
금리가 내재선물 금리 곡선보다 서서히 상승할 것이다.	캡 매입 칼라 매입 코리도 매 지불자스왑선의 매입 캡선 매입	스왑(고정금리 수취자) 스왑 및 캡 매입 이익참여플로어 매입
금리가 내재선물 금리 곡선을 따를 것이다. 것이다.	스왑(고정금리 지급자) 무비용칼라 매입 이익참여캡 매입	스왑(고정금리 수취자) 무비용칼라 매도 이익참여플로어 매입
금리가 내재선물 금리 곡선보다 빠르게 상승할 것이다.	스왑(고정금리 지급자) 스왑과 플로어 매도 이익참여캡 매입	스왑(고정금리 수취자) 칼라 매도 플로어 코리도 매입 수취자스왑선 매입 플로어선 매입

경제예측을 위해서는 사내에 기본적으로 경제자료에 관한 인프라를 구축할 필요가 있다. 이를 위해 기업내부에 데이터베이스를 구축하거나 또는 구미의 데이터베이스회사에서 outsourcing해야 하는데, 선진국 기업의 예를 들면 후자의 방법이 선호되고 있다. 데이터베이스 등 인프라가 구축된 다음에는 적정규모의 연구인력이 배치되어서 이들을

전문가로 육성하고 경제를 분석판단하는 노하우를 쌓을 필요가 있다.

## 나. 예측과 글로벌재무전략의 연계

일단 경제예측이 이루어지고 환율, 금리 등 가격변수에 대한 미래 범위전망치가 획득되면 이를 글로벌재무전략과 연계할 필요가 있다.

<표 37> 금융변수와 재무전략의 연계성

금융변수의 향방	필요한 재무전략
선진국 이자율 및 채권수익률 하락	국제채권 발행
미달러화 가치 상승 → 투자자 미달러화표시 채권 선호	미달러화표시 국제채 발행
금리향방의 불확실성 증가, 자산담보채권 발행	FRN 발행
국내 주식시장 활황	국제주식 발행
국내 주식시장 활황 및 채권수익률 하락 → 채권투자자의 낮은 쿠폰이자 감수경향 증가	주식연계채권 발행

## 2. 글로벌재무전략을 위한 인사조직 전략

글로벌재무전략을 수립·운영하기 위한 인사조직 구조는, 먼저 글로벌재무전략가를 양성할 필요가 있는데, 글로벌재무전략가를 크게 구분하여 보면 딜링전문가, 국제금융전문가, 직능별전문가 및 지역전문가 등을 들 수 있다. 딜링전문가는 외환딜링(FX dealing), 단기금융딜링(money market dealing), 채권딜링(bond dealing)에 관한 전문가를 양성할 필요가 있다.

국제금융전문가에는 국제loan 조달, FRN 발행, 국제채 발행 등과 관련한 외화자금조달 전문가, 프로젝트금융, 합병매수(M & A) 등과 관련한 외화자금운용 전문가를 필요로 한다. 직능별 전문가는 경제분석가, 국제변호사 등을 들 수 있는데, 경제분석가는 국내외 금융환경에 대한 경제분석 및 국제금융정보분석시스템의 운영 및 기획을 담당하는 전문가이며, 국제변호사는 현지 및 국제금융관련 법적 해석 및 처리를 담당하는 전문가이다.

지역전문가는 현지법인에 배치되어 세계주요지역의 경제, 금융, 법률 환경 등을 분석하고 자금의 조달과 운용과 관련한 주요 전략자문을 본사의 글로벌재무전략가에게 제공해 줄 수 있다.

한편, 글로벌금융전문가의 체계적 양성을 위한 체계적 교육훈련 프로그램이 필수적이지만, 단시일에 필요한 전문가 확보를 위해서는 외부스카우트도 고려해야 할 것이다.

<표 38> 글로벌금융전문가 교육훈련프로그램

대상자 직위/직무/직력 /직종	필요한 교육훈련 내용	교육기간 등 비교
임원/부장	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국제금융환경의 변화에 대한 세미나</li> <li>· 국제금융론/실무 특강</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 월 1회 정도의 정례세미나</li> <li>· 사내외 강사 특강</li> </ul>
차장이하	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국제금융혁신 및 기법</li> <li>· 국제금융 이론/실무</li> <li>· 위험관리 기법</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자체연수 6개월</li> <li>· 국내외 전문기관 위탁 과정 6개월</li> </ul>
딜러전문가	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 환율/금리 예측기법</li> <li>· 위험관리 기법</li> <li>· 시뮬레이션</li> <li>· 국제금융시장 딜링기법</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자체연수 3개월</li> <li>· 선물거래중개사 대비 4개월 국내위탁교육</li> <li>· 해외연수 6개월</li> </ul>
국제금융전문가	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국제대출, FRN, 유로채 등 실무</li> <li>· 신디케이트론, 프로젝트금융, M &amp; A 등 실무</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국내연수 3개월</li> <li>· 해외연수 6개월</li> <li>· 실무연수 6개월</li> </ul>
직능별 전문가	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국제금융 학회 내지 세미나 연수</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자기개발 목적 및 국제금융시장 연구목적의 학회 및 세미나 참가 허용</li> </ul>
지역전문가	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 현지 제환경 이해</li> <li>· 현지 금융제도 이해</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 현지근무/연수 병행 6개월</li> <li>· 현지 기초교육 3개월</li> <li>· 연수후 현지근무</li> </ul>

## 제 5 절 국제신인도 제고전략

### 1. 신용등급 평가

Standard & Poor's, Moody's, Fitch ICBA 등 신용등급 평가기관들은 특정부채신용등급(issue-specific credit ratings)을 평가하는데, 여기서는 특정한 재무적 부채, 부채군, 부채프로그램과 관련하여 채무자의 신용도를 평가한다. 이러한 평가는 채무관련 보증인 또는 보험회사, 그리고 부채에 대한 여타 신용도제고 장치 등의 신용도를 반영할 수 있으며, 해당국의 법적규제도 고려한다. 국가위험 요인들이 국내부채보다 외채의 채무불이행 위험을 높임에 따라 국내부채와 외채를 발행시장 대신에 발행통화를 기준으로 구분하고, 현지통화/외화 표시에 따른 상이한 등급도 제시한다. 특히 신흥국 내지 개도국 기업들의 부채발행이 증가함에 따라 이들 국가의 정치적, 경제적, 통화관련 위험요인들이 중요하게 고려된다.

한편, 발행자신용등급(issuer credit rating)은 위의 특정부채신용등급과는 달리 부채발행자의 일반적인 채무상환능력을 평가하는데, 기업의 신용등급, 국가신용등급이 이에 속한다.

평가의 과정은 몇 개로 나누어지는데 정량적이고 정성적인 요인들이 함께 고려된다. 예를 들어 제조기업에 대한 정성적인 분석은 산업내 경쟁력, 최고경영층 등을 평가하며, 정량적인 분석은 재무분석과 관련된다.

평가과정은 재무적 지표들의 분석에만 국한되는 것은 아니다. 제조기업의 경우 산업성장 전망, 기술변화 위험, 노사분규, 정부규제 등 다양한 기본적 요인들이 철저하게 분석된다. 금융기관의 경우에는 금융기관의 평판이 미래 재무성과와 부채상환능력에 영향을 미칠 수 있다.

신용평가 과정에 있어서 재무적 지표들도 중요하지만, 기업관련 기본적 요인들의 평가가 보다 필수적이다. 먼저 경영위험 요인들은 기업이 속한 산업의 특성, 마케팅·기술·효율성 등에 있어서의 경쟁우위, 경영층의 자질 등을 포함하며, 평가는 이러한 다양한 요인들을 동태적으로 고려한다. 경영위험은 또한 특정한 신용등급 수준에서 기업이 허용할 수 있는 채무위험에 대한 기대치를 제시한다. 채무위험 요인들은 재무적 특성, 재무정책, 수익성, 자본구조, 현금흐름, 재무적 유연성 등을 포함한다.

Standard & Poor's의 신용평가팀은 한 명의 책임분석가를 비롯한 여러 명의 분석가들로 구성되어 평가대상 기업의 경영층과 면담을 가지고 운영 및 재무계획, 경영정책을 포함한 평가에 영향을 미치는 주요 요인들을 분석한다. 다음으로 평가위원회가 소집되

어 책임분석가의 평가권고안을 검토하며 최종적으로 위원들이 권고안에 대한 투표를 한다. 발행자는 즉시 등급을 통지받게 되는데 발행자가 새로운 의미있는 정보를 제시할 때에는 등급결정이 수정될 수도 있다. 최종 평가가 결정되면 언론에 공표되게 된다.

사후적으로 신용등급은 경제적 또는 재무적 상황 변동을 반영하여 지속적으로 검토된다. 새로운 부채발행이 없는 경우에도 연례적으로 경영성과 면담을 가지게 되며 평가위원회를 소집하며 필요시 평가 변경을 하게 된다. 평가변경 공표전에 발행자 측에 이 사실을 알리게 되며 이에 대해 발행자는 소청을 할 수 있다.

발행자는 평가결과를 활용할 수 있다. 또한 평가기준들을 반영하는 자금조달 거래의 구조를 만들어 높은 평가를 의도적으로 받을 수도 있다. 그러나 실제 구조를 만드는 것은 발행자와 자문자의 역할과 책임이며, 평가기관은 이러한 구조에 대한 등급평가를 행하고 더불어 평가기준도 제시한다. 또한, 발행자는 사전에 변형증권(hybrid securities) 발행에 대한 평가기관의 견해를 조회할 수도 있으며, 그들의 평가를 유지하기 위하여 특정한 행동을 취하기도 한다. 예를 들어, 어느 한 기업이 변동금리부 단기부채 비중이 증가한다고 할 때 기업어음의 신용등급이 하락할 수 있는데, 이 기업은 기존 등급을 유지하기 위해 평가기관의 기준이나 견해와 일치하는 방향으로 부채만기를 재조정할 수 있다.

최근에는 평가기관들이 Standard & Poor's의 자회사인 Rating Evaluation Service(RES)의 경우와 마찬가지로 평가자문 기능을 하는 자회사를 설립하기도 한다. 자문사는 기업의 전략대안들이 신용등급에 미치는 영향을 평가하고 전략대안마다의 신용등급 결과를 제공하고 경영성과 이를 상의한다. 이 때 기업은 특정한 경영계획을 실행하겠다는 약속을 제공하기도 한다. 많은 기업들이 이제는 더 나아가 특정한 신용등급을 기업목표로 삼기도 한다. 실제로 A 등급 이상의 투자등급을 가지면 기업은 재무전략의 유연성을 유지할 수 있다. 그러나 기업이 너무 높은 등급을 유지하기 위해 너무 보수적인 경영을 함으로써 사업기회를 상실하는 것은 바람직하지 않다.

## 2. 글로벌한 신용평가

글로벌평가는 모든 국가의 기업들에 공통적이고 일관성있는 기준들을 적용하지만, 현지요인들도 고려한다. 물론 신용등급은 글로벌하게 단일한 척도에 의해 매겨지므로 채권자들은 동일한 신용등급의 부채들을 상호비교할 수 있다. 신용평가팀은 기업이 속한 국가나 지역에 대한 전문성과 산업에 대한 전문성을 동시에 소유하고 있어야 한다. 국가를 둘러싼 지역적 환경이 추가적인 위험을 내포하게 되면 이 요인도 신용평가에 반영된다. 현지국의 회계기준에 의한 재무제표가 국제기준을 충족하고 평판있는 회계법인

에 의해 감사를 받는 경우 신용평가는 이를 토대로 이루어진다. 몇몇 개도국들의 경우에는 신용평가 시점에 어느 수준의 공시가 가능한지에 관해 결정하는 것이 중요하다.

신용평가의 첫 번째 단계로서 경영위험 분석은 발행자의 경제적, 운영적 및 경쟁적 환경을 평가한다. 현지 및 전세계적인 수요공급 요인들이 평가되며, 소매업과 같이 경쟁이 현지에 국한되는 산업과, 반도체, 에너지와 같이 세계적인 경쟁에 직면하는 산업이 구분되어 평가된다. 또한 자동차 부문과 같이 글로벌한 시장 및 지역적 시장이 동시에 고려되는 산업도 있으며, 산업위험은 지역마다 상이하다.

수출지향적 국가들의 기업을 평가할 때에는 자국통화의 가치상승을 극복할 수 있는 능력과 보호무역주의 심리가 중요시된다. 예를 들어, 일본의 제조기업들은 1980년대 중반과 1990년대 중반에 엔화의 가치상승의 영향을 많이 받았다. 노동조건들도 국제적으로 상이할 수 있다. 노동비용이 높은 경우 제조기업의 원가구조는 국제경쟁력을 저해할 수 있다. 노동과 관련한 사회적 태도나 법적 규제가 상이함으로써 해고나 산업합리화가 보다 힘들어질 수도 있다. 실제적인 또는 잠재적인 규제와 입법의 역할도 고려되어야 한다. 유럽에서는 점점 더 많은 산업들이 유럽경제위원회의 새로운 지침들에 따라 발생하는 도전적 문제들에 직면하고 있다.

두번째로 재무위험 분석은 순이익 전망, 현금흐름의 충분성, 자산의 질, 부채레버리지의 활용도, 재무적 유연성 등을 포함한다. 재무적 지표들을 해석·비교하는 데 있어서 국가마다 회계처리 방식이 상이한 것은 문제가 될 수 있다. 예를 들어 어떤 국가는 자산평가에 있어서 역사적원가 방식을, 또다른 국가는 현재원가 방식을 사용할 수 있는 것이다. 이에 따라 신용평가의 과정은 먼저 현지국 회계처리 방식을 기준으로 하여 기업의 성과를 평가하고, 국제간에 동종 기업들과 상호비교하는 데 있어 중요한 영향을 미치는 각 회계시스템의 상이한 특징들을 이해한 다음에 조정을 행하게 된다.

국제기업의 상호비교를 위한 회계조정에 있어서 분석의 초점은 “실질” 스톡과 부채, 현금 및 현금흐름의 수준과 같은 플로우에 맞춰진다. 반면, 주주지분이나 순이익과 같은 다소 추상적인 재무적 지표들은 덜 중요시되는데 이는 국가마다 상이한 감가상각 또는 자산재평가 방식이 이를 왜곡시킬 수 있기 때문이다. 더 나아가 수익성 기준도 상이할 수 있다. 즉, 이자율이 낮은 국가에서 활동하는 기업은 자본에 대한 수익률이 낮을 수 있으며, 반대로 높은 국가에서 활동하는 기업들은 상대적으로 높을 수 있다. 현금흐름의 고정금융비용 커버리지, 총부채에 대한 영업현금흐름의 비율은 점점 더 신뢰할만하고 적절한 재무적 지표로 간주되고 있다. 전통적인 부채비율은 더 이상 가중치가 높지 않다. 어떠한 경우에도 미국외의 기업들의 재무비율들은 미국기업들의 산업평균과 직접 비교될 수는 없다.

일본이나 많은 유럽 국가들에서의 재무관행은 현금자산과 유가증권의 포트폴리오를

보유하면서 높은 부채수준을 유지하는 것이다. 즉, 순부채 기준으로 재무관리를 행하고 있다. 이러한 상황에서 신용평가기관은 순이자커버리지, 순부채에 대한 현금흐름 비율, 자본에 대한 순부채 비율을 중시하게 된다. 기업이 일관성있게 초과유동성을 보일 때에는 이자수익이 이자비용에 대해 상계될 수 있으며, 순부채레버리지는 단기차입금에서 초과유동성을 상계하여 계산된다. 기업의 유동성포지션, 정상운전자본소요액, 단기차입금의 성격, 자금조달정책 등 추가적인 정보를 고려하여 재무상황이 사안별로 분석된다. 그러나 미래의 인수나 자본지출 프로젝트 등 특정한 목적을 위해 배분된 자금은 상계되지 않는다.

몇몇 국가에서는 제조기업이 자금부문을 이익센터로 간주하는 경우가 많다. 예를 들어, 일본에서는 차익거래나 금융시장 거래를 통해 이익을 창출하려는 “재테크”라고 불리는 기업활동을 한다. 이러한 이익이 상당부분을 차지하면 신용평가기관은 이를 분리하여 핵심사업의 수익성만을 평가하게 된다. 그밖에 순이익, 우발채무, 부외(off-balance-sheet)채무에 대한 회계처리 방식도 국가마다 상이할 수 있으므로 신용평가에 반영된다.

기업이 속한 국가 또는 지역적 요인들이 평가에 반영되는데, 먼저 국가의 보증이나 공식적인 지원 약정이 없을 경우에는 국가소유의 기업이라도 국가의 신용위험과 동일한 수준일 수 없다. 그럼에도 불구하고 국가소유라는 특성은 외부자금원천 활용이 용이함에 따른 재무적 유연성 등 암시적 지원과 심지어 직접적인 금융지원을 통해 기업의 신용도를 제고할 수 있다.

정부와 산업의 연계성은 국가마다 상이하며 한 국가내에서도 기업마다 상이할 수 있다. 신용평가는 국가와 산업의 역사적 연계성으로부터 출발하여 미래의 관계변화 전망도 중요한 분석대상이 된다. 국방, 에너지, 정보통신, 전자 등 국가의 기간산업에 속하는 기업들이 해당 국가에 대해 지니는 전략적 중요성도 고려된다. 고용, 외환창출, 국내투자 등 기업이 지니는 외부경제적 효과도 고려된다. 신용평가팀은 정부의 관리들을 면담하여 해당기업의 전략적 중요성, 잠재적인 국가지원과 관련하여 그들이 긍정적인 견해를 가지고 있는 것을 확인하는 경우 기업 자체만에 대한 평가의 경우보다 신용등급이 상향조정될 수 있다.

기업의 소유구조가 평가에 고려되어 상호지분소유나 지주회사구조 등이 분석대상이 된다. 일본과 한국의 경우 여러 산업부문에 걸쳐 기업들이 결합되어 있는 기업그룹들이 존재하며, 캐나다, 스웨덴, 라틴아메리카, 동남아시아의 기업들은 가족소유의 네트워크를 형성하고 있다. 이러한 그룹관계는 신용등급에 긍정적 또는 부정적 영향을 미칠 수 있다. 많은 경우에 있어 그룹계열사는 영업상의 관계, 자금조달원의 활용 용이성 등을 통해 효익을 얻을 수 있다. 반대로, 그룹관계는 부실 그룹계열사에 대한 지원 책임

등으로 인해 부정적 영향을 미칠 수 있다. 평가팀은 그룹영향력을 평가하고 이것이 클 경우에는 그룹전체의 경제적 및 재무적 추세를 평가에 동시에 반영하게 된다.

국내 금융계에서의 발행자의 위상도 고려된다. 소규모국가에서 대규모 부채발행자는 해당 국가의 은행시스템에서 자금을 조달하는 데 유리한 위치에 있다. 은행을 통한 자금조달은 은행과 기업의 상호지분소유 또는 지속적인 고객관계로 인해 더욱 용이할 수 있다. 동시에 어떤 기업들은 국내 자본시장에서의 평판이나 위치로 인해 이점을 누릴 수도 있다. 특히 재무위기 상황에서는 이러한 위치가 기업의 재무적 옵션들을 넓힐 수 있다. 이와 관련하여 기업의 자본조달 측면의 경쟁력을 평가할 수 있는 한 방법은, 현지국의 회계 및 재무적 기준을 토대로 현지의 유사 기업들과 경영성과를 비교하는 것이다.

신용등급은 현지통화 또는 외국통화로 표시될 수 있는데, 현지통화표시 신용등급은 외화표시 부채에 대한 원리금 지급을 규제하는 직접적인 국가개입이 없는 조건하에서 채무를 이행할 수 있도록 충분한 현지통화표시 자금을 창출할 수 있는 차입자의 능력을 보는 것이다. 여기에는 채무자의 경영 및 재무환경 — 환율, 금리, 인플레이, 노동시장 상황, 과세, 규제, 인프라 — 에 미치는 정부정책들의 영향과 관련하여 현지 국가 또는 경제적 위험요인들이 함께 고려된다. 한편, 외국통화표시 신용등급은 다음과 같은 경우 추가적으로 평가된다. 현지통화표시 등급과는 달리 외화부채를 제때에 갚을 수 있기 위하여 외환이 적시에 필요한데, 외환에 대한 정부규제가 있을 때에는 이전위험(transfer risk)이 존재할 수 있다. 여기에는 외환통제의 가능성과 외채의 상황에 대한 기타 규제들의 부과가능성 등이 고려된다.

### 3. 신흥국들의 국가위험

신흥국이나 개도국들에서는 국가위험이 기업발행자의 경영 및 재무위험에 덧붙여 중요시된다. 현지국의 정치경제적 위험요인들에 대한 우려의 정도는 이러한 위험이 실현될 가능성의 함수이며, 국가신용등급은 이러한 가능성에 대한 지표로서의 역할을 한다.

기업의 현지통화표시 신용등급이 국가의 외화표시 등급보다 높기 위해서는 기업은 정부가 외화표시 부채에 대한 채무불이행을 하게 되는 인플레이, 평가절하, 재정위기 등의 심각한 상황하에서도 채무이행을 할 수 있어야 한다. 정부의 현지통화표시 신용등급보다 높기 위해서는 기업은 정부가 현지통화표시 부채에 대한 채무불이행을 하게 되는 금융위기, 은행시스템의 붕괴, 정치불안정, 무정부상태 등의 심각한 상황하에서도 채무이행을 할 수 있어야 한다. 그러나 대부분의 개도국 기업의 신용등급은 국가등급보다 낮은 것이 사실이다.



국가위험의 평가에도 먼저 경영위험 요인들이 분석된다. 첫째, 거시경제적 변동성 증대는 경기순환에 민감한 산업들에 속한 기업의 경우 이러한 변동성 증대로 인해 신용의 제약을 보다 크게 받을 수 있다. 둘째, 수입원자재에 대한 접근가능성인데 이러한 원자재에 대한 의존도가 매우 높은 기업은 정부가 외환규제를 시행하면 기업의 운영이 위태로워질 수 있다. 셋째, 환위험으로서 환율의 변동성이 격심할 때에는 기업의 이윤율도 글로벌경쟁기업에 비해 압력을 받게 되며 제품수요도 영향을 받게 된다. 넷째, 정부의 규제로서 정부가 수출입규제, 경쟁부문의 구조재조정, 진입장벽의 변경, 독점규제 변화 등 “게임의 규칙”을 변경시킬 수 있는 위험이다. 예를 들어, 1차산업에 있어서의 정부의 국유화 또는 재협상 가능성은 있는가? 환경규제가 보다 심화될 것인가? 현지의 로비단체들이 정치적 힘을 얻게 될 것인가? 등과 같은 위험요인이 분석되어야 한다. 그 밖에 고려되는 위험요인들로는, 조세, 로얄티, 관세, 법적규제, 노사관계, 인프라, 무역장벽, 무역보조금, 부패, 테러, 산업구조 등을 들 수 있다.

두 번째 분석대상으로서 재무위험 요인들로는, 첫째 재무정책과 관련한 요인들로서 기업정보의 공시, 회계기준, 환위험, 가족/그룹 소유구조 등이 있다. 기업은 결합재무제표를 제공해야 하는데, 결합재무제표가 존재하지 않으면 신용평가기관은 기업의 전체적인 현금흐름 창출과 부채서비스 능력을 평가하기 힘들게 된다. 물론 기업의 수익성 추세와 프로젝트 성과를 분석하기 위한 사업별 정보도 필요하다. 또한 시의적절하게 재무제표가 공표되어야 한다. 환위험과 관련해서는 기업의 환위험 헷지 정도, 환위험의 관리 실태 등이 평가된다. 차익거래 기회를 활용하기 위해 투기를 하는 경향은 부정적 평가요소가 되는데, 예를 들어 미달러화로 차입하여 높은 이자율의 현지통화표시 금융상품에 투자한다면 현지통화의 가치하락 위험에 노출되게 될 것이다.

둘째, 수익성과 현금흐름 요인들에는 잠재적인 가격통제 위험, 인플레이 또는 통화가치 변동성 위험, 이전위험으로 인한 해외자회사 현금흐름의 활용 불가능성 등이 있다. 국가의 외화표시 신용등급에서 고려되는 인플레이 위험이 현실화되는 경우, 정부는 상품과 서비스 가격을 통제함으로써 소비자들을 달랠 수 있으며 심지어 1994년 중반 베네수엘라의 경우처럼 가격을 동결할 수도 있다. 인플레이 위험은 통화가치의 변동성과 관련되는데, 기업은 비용상승에 대응하여 수익을 창출하는 노하우와 가격결정의 유연성을 가지고 있어야 한다. 또한 수입원자재 가격은 자국통화가치의 하락에 의해 상승할 수 있으며, 통화별로 수익과 비용을 매치(match)시켜 놓아야 한다. 매치가 되어 있지 않을 경우 수입회사는 자국통화의 가치하락 위험에 노출되게 되고, 수출기업은 자국통화의 가치상승 위험에 노출되어 수익성이 하락할 수 있다.

셋째, 자본구조와 재무적 유연성의 문제는 인플레이션관련 회계방식, 현지통화의 가치하락 위험, 자본의 가용성, 부채의 만기구조, 현지 배당성향, 유동성 규제 등과 관련된

다. 아르헨티나와 브라질의 기업들은 현지회계 방식에 따라 인플레이션에 고정자산의 가치를 연계시킴으로써 고정자산 가치를 과대계상하고 부채비율은 과소계상하였는데, 최근에는 과대계상된 가치를 상각하고 있다. 고정자산 가치의 과대계상은 또한 높은 감가상각비로 인한 순이익의 과소계상을 낳을 수 있다.

외화부채가 많은 기업은 자국통화의 가치하락 위험에 노출되기 때문에 통화별로 수익과 부채를 매치시켜야 한다. 멕시코의 기업들은 1994년 12월 페소화 평가절하에 따라 페소화표시 수익과 달러화표시 부채로써 매치가 되어 있지 않음으로 인해 순이익이 원리금상환을 커버할 수 있는 정도가 반감되었다. 이에 따라 멕시코기업은 인플레이션과 평가절하에 따른 순이익의 감소를 커버하기 위해 제품가격을 최종적으로 올렸으나, 이러한 전가과정은 시장가격의 유연성이 제한되는 상황이 지속된 관계로 1년여가 걸렸다.

자본가용성은 신흥국 발행자에게 있어 중요한 제약이며, 선진국 발행자에 비해 신용등급이 낮은 주된 이유이다. 심지어 최우량의 라틴아메리카 민간기업들도 1995년의 페소화 또는 “Tequila”위기시에는 현지자본시장과 국제자본시장에서 자금조달이 어려웠다. 신흥국 기업들은 신흥국에 대한 국제투자자들의 심리가 변동성이 심함에 따라 영향을 받는다. 현지자본시장도 규모가 크지 않으므로 적절한 금리로 자금조달이 어려우며, 크레디트라인을 국제금융기관으로부터 확보받기도 어렵다. 부채의 만기구조에 있어서도 신흥국 발행자들은 단기부채를 집중 발행하므로 롤오버위험(rollover risk)에 노출된다. 예를 들어, 페소화 위기 이후 수개월 동안 멕시코 발행자들은 유로CP의 만기연장을 거의 할 수 없었으며, 페소화로 자금조달한 기업들도 금리가 급상승하는 것을 경험하였다.

#### 4. 정부위험(sovereign risk)

정부의 신용위험은 은행과 기업의 신용을 평가하는 데 있어 항상 중요한 고려사항이다. 이는 정부의 자원과 권력이 기업들의 재무 및 운영 환경에 가장 중요한 영향을 미치기 때문이다. 과거의 경험으로 봐서 정부의 채무불이행이 없었다면 신용위험이 전혀 없었을 차입자들이 채무불이행을 하게 되는 이유는 이러한 정부의 채무불이행으로부터 직접적으로 찾을 수 있다.

외화부채의 경우에는 정부가 외환에 대한 1차적 통제권을 가지고 있으므로 거주자가 외채의 원리금상환을 하기 위해서 필요한 자금획득에 대한 통제권을 행사한다. “정부등급상한”(sovereign ceiling)이란 표현대로 은행과 기업의 신용등급은 정부의 신용등급 이하인 것이 사실이다. 신용평가기관은 정부위험이 발행자의 신용도와 특정한 부채의 계약조건에 따른 발행자의 상환능력에 미치는 영향을 평가한다. 이러한 평가는 보다 유

연하게 이루어지는데, 예를 들어, 지역적 사업다각화가 이루어져 있거나 모회사의 지원이 있을 경우에는 신용도가 상승하며 정부위험에 대한 노출도 감소할 수 있다. 또한, 차입자는 외부기관의 지급보증을 받거나 자산담보부증권을 발행함으로써 신용도를 제고할 수 있다. 그럼에도 불구하고 여전히 정부위험 요인은 국제금융시장에서의 부채발행자의 신용도를 평가하는 데 있어 가장 중요한 고려사항이다. 1975~95년중 Standard & Poor's는 정부의 채무불이행에 관한 69개의 사례를 조사하였는데, 민간부문 외채가 상당한 수준에 있었던 이들 국가에서 민간부문 차입자의 채무불이행률은 68%이었다.

정부위험 요인을 평가하는 데 고려하는 중요한 요소들에는 앞에서 언급한 경영위험과 재무위험을 포함하는 경제적, 사회적 환경에 덧붙여, 정부가 기업이 외채상환 능력이 있음에도 불구하고 이러한 능력에 영향을 미치기 위해 직간접적으로 개입하는 것도 포함된다. 여러 가지 개입형태가 있는데, 예를 들어 1994, 1995년에 베네수엘라 정부는 외환을 할당함으로써 일부 민간기업들은 외채의 원리금지불을 하지 못하였다.

정부는 항상 모든 형태의 부채를 동일하게 취급하는 것은 아니다. 1980년대 라틴아메리카의 민간기업들은 채권형태의 부채는 상환서비스를 계속할 수 있었으나, 은행차입은 상환재조정이 이루어져야 했다. 그러므로 각 부채는 개별적으로 분석되어야 하며, 정부의 개입도 부채에 따라 다를 수 있다. 외환준비가 부족한 국가의 정부는 심각한 경제상황에서 또 다른 형태의 제약을 가할 수 있다. 상이한 형태의 거래에 이중 또는 다중의 환율을 적용할 수 있으며, 역외은행예금 계정의 보유를 불법화하며, 자금의 유출입에 제한을 가하며, 채무지불유예 선언을 강제화하기도 하며, 심지어 민간의 부채를 “국유화”하여 정부부채와 동일한 상환조건과 상환재조정을 가지게 할 수 있다.

부채의 발행자는 절세 또는 다른 사업목적으로 특정국가에 등록할 수 있다. 예를 들어, Cayman Islands와 같은 특수한 금융센터에 발행자가 등록되면 해당 금융센터의 정부위험과는 독립적으로 간주된다. 어떠한 실질적인 영업이나 자산의 보유도 그 법적관할지역에서 이루어지지 않으며, 발행자는 해당 정부가 규제나 세금을 부과하더라도 채권자에게 위험을 발생시키지 않으면서 재빨리 빠져나올 수 있다.

## 제 6 절 국가외채관리 및 민간외채축소 전략

### 1. 국가외채관리 전략

1996년 현재 전세계국가의 부채 발행 및 보증 잔액은 1.5조달러로서 GNP 총액 대비

25%를 점하고 있으며, 이는 외환보유고의 3배에 해당되는 금액이다. 또한, 개도국 외채의 절반은 금리위험에 노출되어 있어 그중 1/5은 단기외채이고 장기외채중에서 2/5는 변동금리부 채무이다. 한국의 경우에도 1998년 4월말 현재 실질총외채(총 대외지불부담)가 1천5백52억달러에 달하는 것으로 추정된다. 특히 만기가 1년 미만의 단기외채는 4백19억달러(27%), 1년 이상의 장기외채는 1천1백33억달러(73%)로 나타나고 있으며, 부문별로는 금융기관이 8백86억달러로 가장 많고, 기업의 상업차관 등 민간부문이 3백77억달러, 정부 등 공공부문이 2백89억달러 등으로 나타나고 있다.

1980년대에는 라틴아메리카 국가들은 달러화의 가치상승, 국제금리의 상승, 1차상품가격의 하락으로 인해 외채 원리금상환부담이 크게 늘어난 경험이 있다. 그러나 1990년대 들어서는 아시아 국가들이 일본의 낮은 이자율을 이용하기 위한 일본엔화에 대한 헤지되지 않은 대규모 노출로 인해 외채 상환부담이 크게 늘어났다. 예를 들어 인도네시아의 경우 1993~1995년중 외채 규모가 달러표시로 1/3 가량 증가했는데 이는 엔화의 급격한 상승에 주로 기인하였다. 특히 이러한 엔화 노출은 인도네시아의 수출수익의 90%가 달러로 표시되어 있고 외채의 37%는 엔화로 표시되어 있는 소위 “통화불일치(currency mismatch)”로 인해 비용부담이 컸다. 필리핀에서도 외채의 1/3이 엔화표시임에 따라 1995년 한 해에 외채규모 증가의 1/2이 이러한 통화불일치에 기인하였다.

개도국 국가들의 외환노출 증가는 역사적이고 구조적인 요인들 — 국내차입수단의 결여, 개발 및 인프라 프로젝트에 따른 대규모 자본소요, 자본증여국 통화표시의 공적금융 —에 의해 설명될 수 있다. 최근에는 국제자본시장에 대한 개도국 참여가 증가함에 따라 외채의 통화구성과 만기구조가 낮은 위험프리미엄, 낮은 명목이자율과 이에 따른 예산절감이라는 요구에 의해 헤지장치가 없는 가운데 왜곡되고 있다.

국내부채보다 외채의 자본비용이 낮은 것은 국가차입자의 신용도만을 반영하는 것이 아니고 외국채권자 입장에서 그들의 채권이 국내채권보다 암묵적으로 선순위에 있다는 가정을 동시에 반영하기 때문이다. 암묵적 선순위 성격은 외국채권자가 법적으로 광범위하게 소구할 수 있는 상호채무불이행(cross-default), 동등조건(pari passu) 등의 계약구조에 기인한다. 예를 들어 상호채무불이행 조항으로 인해 국가차입자는 어느 특정한 단기채에 대해 채협상을 하려고 할 때에도 다른 단기채나 장기채들의 만기를 당기지 않으면 안되게 된다. 또한, 동등조건 조항으로 인해 국가차입자는 다수의 채권소지자가 포함되지 않으면 채권구조의 재조정 협상을 하는 것이 어렵다.

국가외채의 통화구성과 만기구조는 한 국가경제의 외부충격에 대한 취약성 정도와 관련되기 때문에 외채규모 만큼이나 중요한 고려사항이 되어야 한다. 멕시코 폐소화 위기의 경우 외채규모는 OECD국가들의 평균인 GNP대비 71%에 비해 51%로서 낮은 편이었으나 외환시장의 교란과 함께 외채의 상당규모를 리파이닝하는 데 어려움을 겪고

그 비용도 상당하였기 때문에 더욱 심각한 상황이 되었다.

외환 또는 금리노출을 스왑시장에서 헤지할 수 있을 때에는 개도국은 환율과 금리의 변동성을 우려하지 않고서도 외채를 발행조건이 좋은 국제금융시장에서 발행할 수 있다. 국제파생금융상품시장에서 정교성이 증대함에 따라 외채와 관련한 위험들을 헤지할 수 있는 가능성도 크게 확대되었다. 그러므로 차입자는 시장특새와 투자자저변을 확대할 기회를 가질 수 있다. 예를 들어 엔달러의 환위험을 지지 않고서도 일본의 개인투자자들에게 접근할 수 있게 된다. 이와 유사하게 차입자는 외채의 만기구조를 관리하기 위해 이자율스왑시장을 이용할 수 있다. 그러나 스왑의 거래상대방인 외국인들은 특정 국가에 대한 노출한도의 존재로 인해 통상 거래상의 제약을 받게 된다.

대외노출도와 관련한 위험의 관리는 내부거래 및 노출한도의 시행과 함께 상당한 기술적 전문성, 정교한 정보기술 및 엄격하게 통제되는 내부위험관리절차를 필요로 한다. 특히 이러한 위험관리요소들은 개도국에서 실행하기가 매우 어렵다. 예를 들어 전문성을 지니고 경험이 많은 위험관리 스태프들을 유인하고, 충분한 정보 및 통제시스템을 구축하며, 전체노출을 관리하는 데 필요한 행정적 통제수단을 개발하는 것이 매우 어렵기 때문이다.

과거 몇 년간에 걸쳐 몇몇 선진국 및 개도국 정부는 외채관리시스템을 획기적으로 개혁함으로써 자본흐름의 변동성 증대와 시장통합에 대응하였다. 여기서의 경험들은 세가지 원칙들로 정리될 수 있다. 첫째, 외채관리는 정치적 간섭에서 배제되고 그 실행에 있어 투명성과 책임성이 확보되어야 한다. 둘째, 외채관리는 위험관리 기법과 관련한 정교한 지식과 풍부한 경험이 있는 포트폴리오관리자에게 위임되어야 하며 그들의 성과는 재무부가 정의한 여러 기준들에 대해 측정평가되어야 한다. 마지막으로, 자질높은 스태프를 고용하고 스태프를 지원할 정교한 시스템을 구축하기 위해 충분한 자원이 배분되어야 한다.

국가외채관리 전략은 다음과 같은 세가지 기능을 중심으로 실행될 수 있다. 첫째, 새로운 자금조달 옵션들을 개발·활용할 수 있어야 한다. 여기에는 대외 및 대내적인 부채상품들의 분석, 발행 및 상환조건들의 분석, 향후 수년간에 걸친 원리금상환 부담액에 대한 정확한 예측과 함께, 환율 및 이자율의 변동과 이에 따른 영향 등이 동시에 고려되어야 한다.

둘째, 부채구조의 재조정 기능이 요구되는데, 부채의 플로우와 스톡의 상환일정 재조정, 부채의 재매입, 부채의 스왑, 부채의 리파이닝 등이 포함된다. 셋째, 국제수지와 재정적자 보전을 위한 재원조달 기능이 필요한데, 먼저 두 개의 적자규모를 자동적으로 추정계산할 수 있는 시스템이 있어야 하고, 두 적자간의 연계성을 충분히 분석·파악해야 하며, 적자의 재원조달을 위해 최대한 많은 자본시장에서 부채를 발행할 수 있어야

한다.

## 2. 민간외채 축소전략

한국기업들은 구조재조정, 즉 기존의 대외채무를 상환하고 채무구조를 개선하기 위해 이를 대체할 수 있는 새로운 다양한 외자유치 방식을 추진해야 할 것이다. 1980년대 중남미 국가의 외채축소 방식은 채무를 주식으로 전환하는 방식인 채무주식스왑(debt-equity swap) 또는 미국의 브래디 채무장관이 제시한 미국 채무성채권을 담보로 발행한 소위 브래디본드(Brady bond)에 의한 방식으로 크게 나누어질 수 있다. 그러나 이러한 외채축소 방식은 주로 정부외채의 구조재조에 사용된 방식이었다. 최근에는 국제금융시장에서 새로운 자본조달 방식 내지 증권화 방식이 출현하고 국제적인 인수합병(M & A) 시장도 성숙된 단계이므로 한국기업들은 이러한 방식을 추구할 수 있다. 1997년말부터 국내외 차입이 매우 어렵게 되자, 한국의 재벌기업들은 기타 다양한 방식들을 이용하여 필요한 외자를 조달하고 있다. 외국 합작선에 지분을 매각하거나, 자산(계열사)매각 또는 전환사채 발행, 합작선 차입 등이 주로 사용되는 방식이었다. 또 다른 방식으로 채무구조를 개선하고 전세계로 투자자 기반을 넓히기 위해 주식예탁증서(DR: depositary receipts)를 발행하거나, 주식연계노트(equity-linked notes) 등을 발행할 수 있다. 한편, 대출금의 출자 전환에는 대상기업 주가를 얼마로 평가하느냐가 가장 어려운 문제로 등장한다.

먼저, 계열사를 매각하는 방식은 한라그룹의 사례에서와 같이 외국 M&A 전문회사에 계열사 매각을 위탁할 수 있다. 둘째, 합작선 지분매각 방식은 가장 일반적인 해외자본 유치형태로, 원화가치가 대폭 하락하고 주가가 크게 하락하면서 가장 널리 사용되는 방식이다. 또한 외국자본 입장에서 이미 경영상태를 잘 알고 있는 합작기업의 경영권을 인수함으로써 투자위험을 덜 수 있는 장점이 있다. 예를 들어, 한화그룹은 1997년 12월 합작선인 독일 바스프사에 한화바스프우레탄의 지분을 1천2백억원에 매각했다. 효성그룹도 효성바스프의 지분을 합작선인 독일 바스프사에 6백40억원을 받고 매각했다. 신원그룹은 한국화이자(주)의 지분을 매각했다.

셋째, 부채를 제외한 자산매각 방식도 IMF 위기후의 한국상황에서 효과적일 수 있다. 외국자본의 국내기업 직접 인수는 아직 활발하지 않은 상태인데, 부분적인 이유는 재벌기업들이 ‘핵심기업’은 매각하려 하지 않고, 부실기업만 매각하려고 하기 때문이다. 대상그룹(구 미원그룹)이 1998년 3월에 독일 바스프사에 라이신 사업을 6억달러에 매각한 것이 대표적인 자산매각 사례이다. 부채는 바스프가 인수하지 않아 거래가 쉽게 체결되었다. 당시 대상그룹이 ‘젓소 현금’(cash cow) 사업인 라이신 사업을 포기하자 부정적인

국내 기업계의 여론이 많았지만, 해외에서는 "수익성이 높은 사업부문을 먼저 매각함으로써 재무구조를 대폭 개선하는 계기를 만들었다"고 높게 평가했다. 이와는 약간 다르지만, 쌍용그룹은 1997년말 쌍용제지 지분(24.99%)을 미국 P&G사에 6천9백만달러에 매각하였다.

넷째, 합작선으로부터의 담보부 차입방식을 들 수 있다. 국가신용도의 급락으로 해외 차입이 불가능하게 되면서 국내기업들은 해외합작선으로부터 필요한 외화를 조달하는 방식을 이용하고 있다. LG칼텍스 정유는 1998년 1월 합작선인 미국 칼텍스사로부터 칼텍스사의 석유를 3억달러 한도내에서 외상구매할 수 있도록 허용받았다. 또한 칼텍스 이외의 다른 회사로부터 석유를 구입하는 데 사용할 비용으로 현금 2억달러를 추가로 제공받았다. LG그룹은 당시 미국 칼텍스사로부터 원유매입을 위한 신용을 제공받는 조건으로 LG반도체 주식 1천8백50만주를 담보로 맡겼다.

다섯째, 사모(private placement)에 의한 전환사채 발행 방식인데, 주식으로 언제든지 전환이 가능한 채권인 전환사채를 발행, 외국자본을 유치하는 것이다. 예를 들어, CB 매각은 대우그룹이 즐겨 사용하는 방식으로서 대우그룹은 1998년 국제적 거부인 알 왈리드 사우디왕자를 초청, (주)대우가 동년 3월중 발행하는 전환사채에 1억달러를 투자하겠다는 약속을 받아낸 적이 있다. 현대자동차도 왈리드 왕자로부터 CB 5천만달러 어치를 매입하겠다는 약정서를 체결했다. (주)대우의 전환사채는 만기가 5년, 현대자동차의 전환사채는 만기가 3년이었다. 1997년에도 한차례 대우 CB를 매입했던 왈리드 왕자는 매입한 전환사채들을 향후 주식으로 전환하면 (주)대우의 최대 주주로 등장할 수 있다.

한편, 부실기업의 정리 내지 부채축소의 새로운 모델로서, "부채 탕감후 해외매각" 방식이 활발히 채택되고 있다. 부채 탕감후 매각 방식이란 부실기업 채권단(금융기관, 개인 등)이 자신들이 빌려준 대출금을 일정금액 탕감해준 뒤 제 3 자에게 매각하는 것을 말한다. 부채를 탕감받은 기업은 부채가 자산 이하로 줄어드는 등 재무구조가 개선되므로 매수자를 보다 쉽게 발견할 수 있다. 부채 탕감후 매각 방식은 사실 새로운 부실 기업 정리 모델은 아니다. 과거 제 5 공화국 시절 국제상사 등 재벌그룹을 정리하는 과정에서 부채를 탕감시켜 주면서 다른 재벌에 팔아 넘긴 전례가 있다. 다만 과거 관치금융 시대에는 정부가 나서서 물리적인 방법(권력)을 동원해 부채를 강제로 줄였다면, 지금은 채권단-기업체-인수자 모두가 원하여 이루어지는 부채 탕감후 매각 방식이다. 따라서 시장원리에 따라 부채탕감 비율이 정해지고, 매각 가격이 정해진다. 현재는 국내 재벌기업들이 부실기업을 인수할 능력이 없으므로 인수 대상자가 외국기업으로 바뀐 것 뿐이라고 할 수 있다.

부채 탕감후 매각 방식은 이미 부도처리된 기업들 뿐만 아니라 부채가 자산을 초과하

면서 회생 가능성이 사실상 희박한 부실기업 정리에도 활용될 수 있다. 예를 들어, 한라 펄프제지가 부채 탕감 방식에 의해 미국 보워터사에 인수되었다. 에너지산업 분야에서도 일부 대기업이 외국기업과 부채탕감 방식에 의한 매각 가능성을 논의한 적이 있다..

부채탕감후 매각방식의 이점으로는 채권단, 기업체, 인수자 모두에게 유리한 “윈-윈 게임”(win-win game)으로 평가된다는 것이다. 법원 명령에 따라 화의나 법정관리를 신청한 부도기업들로부터는 5~10년이 지난 후부터 원금과 이자를 회수할 수 있으며, 이자도 전부 받지 못하게 된다. 그나마 회생에 성공하는 부도기업은 30% 정도에 불과하다는 통계 수치가 나와 있으므로 대출금을 회수할 수 있다는 보장이 불투명하다. 따라서 채권자들은 대출금중 일정액을 지금 당장 회수하고, 나머지는 손실로 처리하는 것이 나을 수 있다. 게다가 일부 회수한 대출금으로 투자를 잘 하면 몇 년 뒤에는 당초 원금까지 늘어날 수 있게 된다. 예를 들어 한라펄프제지의 경우 담보가 있는 채권자는 대출금의 75~80%를 지금 당장 회수받기 때문에 당시의 고금리 상황하에서는 길어야 1년 6개월이면 원금을 회수할 수 있다. 대출금의 30~40%를 받는 무담보 채권자도 고금리 상황이 지속된다면 4~5년에 걸쳐 원금회수가 가능할 수 있다.

여섯째, 자산-부채이전(P & A: Purchases & Assumptions)은 우량기업이 부실기업의 우량 자산과 부채를 계약에 의해 인수, 부실기업을 정리하는 대표적인 방식중 하나이다. 인수되지 않는 부실채권은 부실채권 전담은행(Bad Bank)이 인수 후 매각한다. P & A 방식의 최대 장점은 부실기업을 신속하게 정리하고, 사회적 충격을 최소화할 수 있다는 것이다. P & A 방식을 통하면 부실기업의 운영활동을 정지시킬 필요가 없고, 부실기업의 기존 자산이 우량기업으로 이전되므로 주주의 부가 보호될 수 있다. 이러한 장점으로 인해 미국에서는 1980년대에 상당수의 부실은행들을 P & A방식에 의해 정리한 적이 있다. 다만 우량자산 여부를 판정하고, 그 가격을 평가하는 절차가 복잡할 수 있다.



## 제 5 장 프로젝트파이낸싱의 활용

### 제 1 절 프로젝트파이낸싱의 활용

#### 1. 의의 및 특징

##### 가. 의의

프로젝트파이낸싱(project financing: 이하 PF)이란 대주(project lender)에 대한 원리금 상환을 해당 프로젝트에서 발생하는 현금흐름에 의존하며, 프로젝트의 자산을 담보로 하여 특수목적회사(special-purpose company)라 할 수 있는 프로젝트회사(project company)에게 제공되는 금융형태이다. 이 때 프로젝트회사는 일반기업에 비해 다음 두 가지 면에서 중요한 차이가 있다. 먼저 기업수명이 프로젝트 기간중으로 한정된다. 둘째, 프로젝트에서 발생하는 수익현금흐름을 기존회사에서와 같이 사업주가 채투자하는 것이 아니라 프로젝트 투자자에게 직접 상환하는데, 대주에게 상환한 후에 남은 현금흐름에 대한 배당정책을 미리 문서화하는 특징이 있다.

##### 나. 특징

대주는 사업주(project sponsor)에 대해 원리금 상환청구권이 없거나 제한적이며(non-recourse or limited recourse financing),사업주는 단지 프로젝트에 대해 지원(공사 완공보증, 원재료 공급, 생산물 인수, 운영 및 관리 지원 등)을 약속한 범위내에서만 책임을 진다. 또한, 대주는 수 개 또는 수십 개의 은행으로 자금공여단을 구성하여 프로젝트를 지원함으로써 프로젝트의 위험을 분산시킬 수 있다.

사업주는 한정된 범위내에서 프로젝트를 지원하려는 반면, 대주는 가능한 한 충분한 지원을 요구하게 되어 양자의 이해가 상반될 수 있다. 이에 따라 양자간에 적절한 프로젝트위험의 분담이나 제 3자의 프로젝트 지원을 통한 위험분산이 필요하다. 사업주는 프로젝트 수행에 따른 부채를 자신의 대차대조표에 부채로 계상하지 않는 장점이 있다.(off-balance sheet financing) 즉, 위험도가 높은 프로젝트의 경우 모기업과는 별도의 특수목적회사를 설립하고 동 회사가 차주가 됨으로써 원리금상환 부담을 사업주의 재무상태로부터 분리시킬 수 있다. 또한, 해외 자금조달상의 이점이 존재하는데, 국제상업

은행에 의한 장기대출, 국제채 발행, 국제리스 등 다양한 형태의 해외자금조달원을 사업주의 신용도 변화에 관계없이 지속적으로 이용할 수 있다.

한편, 대출금의 상환재원이 프로젝트의 수익 현금흐름에 한정되어 있으므로, 프로젝트의 위험분석을 통한 기술적 타당성 및 경제성 분석이 필수적이다. 이해관계자가 많고 계약관계가 복잡하며, 이에 따라 비용과 시간이 많이 소요되는 단점도 내포하고 있다. 상환청구권 행사의 제한과 다양한 위험(후술)의 존재로 인해 금리가 일반대출시보다 약간 높으며, 다양한 이해관계자의 이해를 조정하는 데 드는 시간 및 복잡한 계약서류 작성 등 부대비용이 발생한다. 게다가 일반적으로 컨소시엄(consortium)을 구성하므로 자금제공까지 많은 시간이 소요된다.

#### 다. PF의 관련당사자

##### (1) 프로젝트회사(project company)

사업주가 프로젝트를 수행하기 위하여 자본금을 출자하여 설립하는 특수목적 법인(special-purpose vehicle)으로서, 규모에 따라 법인형태의 자회사, 컨소시엄 또는 현지 자본과의 합작기업 형태를 취할 수 있다. 자본금의 출자금액은 통상 총 프로젝트코스트의 20-30% 정도이며, 나머지는 은행으로부터의 차입금 등으로 조달된다.

##### (2) 사업주(project sponsor)

프로젝트회사에 자본금을 출자하여 해당 프로젝트를 실질적으로 추진하는 회사로서, PF의 실질적인 차입자이지만 형식적으로는 보증자(guarantor) 역할을 한다. 한편, 사업주는 한 개 회사 또는 여러 개의 회사가 모여 컨소시엄을 형성할 수도 있다. 한편, 보증인은 프로젝트와 관련이 있는 제 3자 보증인과, 프로젝트와 관계없이 단순히 보증수수료 수입을 목적으로 하는 상업적 보증인이 있을 수 있다.

##### (3) 대주 또는 은행단(bank syndicate)

일반적으로 프로젝트는 대규모의 자금이 소요되기 때문에 여러 나라의 금융기관(수출입은행, 상업은행 포함)으로부터 자금을 차입한다. 프로젝트의 내용에 따라 수출금융기관, 국제금융기관, 민간상업은행 등의 여러 유형의 대주가 관계되며 가장 핵심적 역할을 담당하는 금융자문사도 통상 대주컨소시엄에 속한다.

① 수출입은행(export and import bank(EXIM bank) or export credit agency)

프로젝트의 건설에 소요되는 기자재는 다른 나라로부터 수입되는 부분이 많으며, 해당 수출국가의 수출입은행은 OECD 가이드라인에 의해 결정되는 CIRR(commercial interest reference rate)의 낮은 고정금리로 장기간 연불금융을 제공한다. 한국기업의 경우 한국의 수출입은행으로부터 연불금융을 제공받을 수 있다.

② 상업은행(commercial bank)

프로젝트코스트중 사업주가 출자하는 자본금과, 수출입은행으로부터의 차입금을 제외한 나머지 부분은 국제상업은행들이 차관단(syndicate)을 구성하여 자금을 대출한다. 이때 금리는 기준금리(LIBOR 등)에 해당 프로젝트의 위험도에 준하는 가산금리(spread)를 더하여 결정하며, 대출기간은 약 10년 정도이다.

(4) 건설업체 (EPC contractor)

대부분 ‘확정가격에 의한 일괄도급계약’(fixed-price and lump-sum turn-key contract) 방식에 의해 건설업체와 계약을 체결하여 공사를 체결한다.

(5) 금융자문사(financial advisor)

프로젝트설명서(confidential information memorandum)를 작성, 프로젝트에 필요한 자금을 주선하는 인수주간사(arranger) 역할을 한다. PF는 구조가 매우 복잡하고 자금조달금액이 크므로, 경험이 많은 금융기관의 자문을 필요로 하기 때문에, 많은 경우 사업주는 금융자문사를 선정하여 프로젝트를 수행하게 된다. 금융자문사는 사업주가 스스로 감당하기 어려운 프로젝트의 수행을 위한 자금조달 방안을 검토 및 추천하는 자로서, 프로젝트 위험분석, 소요자금 검토 및 최적자금조달 방안의 제시, 국제금융기관과의 교섭 등과 관련한 자문서비스를 제공한다. 또한, 금융자문사는 사업주의 이익을 대변하여 주재국 정부, 대출은행들과 협상을 하여 필요한 자금을 낮은 금리로 중개하는 역할을 한다. 대부분의 경우 주간사가 금융자문서비스를 동시에 제공한다.

## (6) 기타

프로젝트 운영·보수업체, 법률회사(여러 관련당사자간의 계약), 기술자문회사, 보험회사 등이 PF에 관련되는 기타 당사자들이다.

## 2. 프로젝트파이낸싱의 장단점

앞서 설명한 바와 같이 1억 달러를 초과하는 대규모 단독투자 혹은 수십억 달러에 달하는 초대형 사업의 경우 프로젝트파이낸싱(또는 자산담보부 증권)으로 투자자금을 조달하는 것이 바람직하다고 하겠다. 물론, 국영기업 민영화와 같이 투자규모가 수십억 달러에 달하는 경우 프로젝트파이낸싱을 이용하더라도 한국기업 단독으로는 투자자금을 전액 조달하기가 어려운 만큼 국내외 통신업체 및 금융기관과 컨소시엄을 형성하여 동반진출하는 것이 바람직할 것이다.

여기에서 프로젝트파이낸싱이란 위험도가 높고 거액의 자금이 소요되는 투자사업의 경우 차주가 별도의 담보를 제공하지 않고 해당 프로젝트의 사업성과 자산만을 근거로 투자자금을 대출해 주는 신 금융기법이다. 이러한 특징 때문에 최근 프로젝트파이낸싱은 전통적인 자원개발사업에서 벗어나 민영화와 규제완화 추세를 타고, 전력, 도로, 항만, 통신 등 인프라 사업에까지 확산되고 있으며 현금흐름에 대한 예측이 비교적 가능한 시멘트, 제철 등 산업 프로젝트에까지 확대되고 있다. 그렇다면 이와 같이 프로젝트파이낸싱이 널리 활용되고 있는 보다 구체적인 이유는 무엇일까? 프로젝트파이낸싱의 장점을 구체적으로 열거해 보면 다음과 같다.

첫째, 프로젝트파이낸싱에서는 사업주가 대출원리금 상환부담을 직접 지지 않기 때문에(제한적 소구: no recourse or limited recourse) 사업주는 프로젝트로 인한 위험을 크게 줄일 수 있다. 둘째, 대부분의 프로젝트파이낸싱에서는 해당 산업의 전후방 연관효과를 고려하여 원료공급회사, 프로젝트회사, 제품구매회사 등 신뢰성 있는 회사들을 다양하게 참여시켜 대형 프로젝트에 따르는 위험을 적절하게 분담시킬 수 있다는 장점이 있다. 셋째, 프로젝트 금융에서는 대출형태상 여러 금융기관들이 신디케이트 형식 또는 소규모 클럽 형식의 자금공여단을 조직하여 사업전체의 경제적, 기술적 타당성 검토에 입각하여 자금을 공여하기 때문에 프로젝트에 대한 종합적인 설계와 사후관리가 가능하다는 장점이 있다. 넷째, 신디케이트를 여러 금융기관들이 형성하여 자금을 공여하기 때문에 대규모 사업을 위한 거액의 자금을 조달할 수 있다. 다섯째, 금융기관의 입장에서는 일반대출보다 높은 수익률을 거둘 수 있고 신설된 프로젝트회사를 상대로 대출을 행하기 때문에 사업주에 대한 기존의 여신규모나 부채비용 등에 얽매이지 않고

신규대출을 할 수 있다는 장점이 있다. 여섯째, 사업주의 입장에서는 프로젝트 시행회사에 대해 소규모의 지분투자만 하면 되기 때문에 본사의 재무구조에 나쁜 영향을 미치지 않으면서 대규모의 투자를 할 수 있다는 장점이 있다.

반면, 프로젝트파이낸싱의 단점으로는 다음과 같은 것들을 들 수 있다. 무엇보다도 사업주는 한정된 범위내에서 프로젝트를 지원하고자 하는 반면, 자금을 공여한 금융기관은 가능한 한 충분한 지원을 요구하여 양자간의 이해가 상반되는 문제점을 지니고 있다. 둘째, 대출원리금 상환이 프로젝트로부터의 수익에 의해서만 이루어지기 때문에 프로젝트의 기술적, 경제적 타당성 분석에 많은 시간과 비용이 소요된다. 셋째, 금융기관의 사업자에 대한 청구권이 제한되어 있기 때문에 그만큼 높은 대출금리가 높고 따라서 사업자의 입장에서는 이자지급부담이 크다. 넷째, 사업자와 금융기관 뿐아니라 원료공급자, 프로젝트회사, 제품구매자 등 이해관계자가 많고 이들간의 계약관계가 복잡·다양하기 때문에 계약체결에도 많은 시간과 비용이 든다. 다섯째, 이와 같이 프로젝트 타당성분석 및 계약체결과 같은 관리비용이 많이 소요되기 때문에 소규모의 자본조달에는 적합하지 않다.

### 3. PF의 발전과정 및 현황

PF는 1930년대 미국의 유전개발에서 그 유래를 찾을 수 있으나, 1970년대 북해 유전개발 사업 및 미국내 민간전력사업 등을 통해 국제적으로 확산되었으며, 주로 LNG 등 자원개발 프로젝트에 적용되는 금융기법이었다. 그러나 1990년대에는 아시아·중남미 등 개도국 인프라(infrastrcuture)의 민영화 사업(전력, 교통, 통신 등)을 중심으로 가속화되고 있다. 이는 개도국 정부의 재정수지 악화 및 외채 누적과 함께 인프라 시설의 비효율성으로 말미암아 PF의 필요성이 증대되었기 때문이다.

자금조달수단 또한 신디케이트대출 위주에서 벗어나 국제채 발행, 국제금융기관의 협조융자, 국제리스의 이용 등으로 다양화하고 있다. 또한 자금공여기관도 상업은행에서 보험회사, 연금기금 등의 기관투자자로 확대되고 있다.

<표 39> 지역별·분야별 프로젝트파이낸싱 수요 현황 및 전망

(단위: 사업건수)

사업지역	1992-94	1995-96	사업분야	1992-94	1995-96
미국	510	396	Chemicals	134	81
캐나다	91	78	Infrastructure	301	238
멕시코	84	92	Mining	47	45
남미	271	261	Oil & Gas	321	323
서유럽	394	322	Power	357	347
동유럽	200	170	Technology	375	562
러시아	103	210	Telecomm.	145	103
호주,뉴질랜드	56	34	Transportation	101	64
중국	170	222	Machinery	194	116
말레이시아	68	51	Pulp & Paper	35	43
동남아시아	212	204	Wholesale	48	42
인도,파키스탄	79	105	Others	345	322
중동	87	75			
아프리카	78	66			
계	2,403	2,286	계	2,403	2,286

자료: 1994년말 Greenwich사가 14개국 250개 사업주를 대상으로 조사한 자료임.

한편, 지난 1995년 전세계 제 2위의 프로젝트파이낸싱 주선실적을 기록했던 네덜란드의 ABN-AMRO 은행의 최근 프로젝트파이낸싱 주선 실적은 아래의 <표 40>과 같다.

<표 40> 사업분야별, 투자지역별, 은행별 프로젝트파이낸싱 활용/주선 실적

(1995년, 단위: 억 달러)

사업분야	금액	사업지역	금액	은행	금액(순위)
전력	87	미국	43	BOA	25.8 (1)
통신	55	오스트레일리아	37	ABN-AMRO	19.7 (2)
정유·가스	24	영국	28	CMB	16.9 (3)
도로·항만 등	20	인도네시아	21	도쿄은행	3.7 (21)
기타	85	콜롬비아	16	일본흥업은행	3.1 (23)
		기타	126	한국외환은행	0.86 (34)
				기타	200.94
계	271	계	271	계	271

#### 가. BOT/BOO의 개념

BOT(Build - Operate - Transfer)는 사업소재국 정부가 사업주에게 사업운영권

(concession)을 부여, 사업주로 하여금 자신이 직접 조달한 자금으로 설비를 건설 (build), 이를 직접 운영(operate)토록 하며, 여기서 발생하는 운영수익금 내지 현금흐름으로 투자수익을 회수하게 하고, 일정한 운영기간이 종료되면 설비를 사업소재국 정부에 양도(transfer)하도록 하는 방식이다. 이에 대해 BOO(Build - Own - Operate)는 BOT 방식과는 달리 사업소재국 정부에 프로젝트를 양도하지 않고 사업주가 프로젝트를 계속 소유·운영하는 방식이다.

#### 나. BOT/BOO의 의의

먼저 개도국 정부의 개발정책 측면에서 재정적자나 외채가중으로 자금조달이 어려운 개도국들이 비효율적이고 부족한 인프라 개발을 위해 도입하고 있는 민자유치사업 방식으로 사업소재국 정부는 민간자본을 유치하여 필요한 인프라를 개발함으로써 재정지출을 피하고 동시에 운영면에서 민간기업의 효율성을 활용할 수 있다. 이 때 자금조달은 프로젝트파이낸싱 방식으로 하게 된다.

#### 다. 인프라프로젝트 현황

ADB는 아시아 개도국의 인프라 부문에 대한 투자가 2000년까지 GDP의 약 7% 수준 (연간 약 1,300억달러)에 이를 것으로 전망하고 있다. 부문별로는 전력이 3,000-3,500억 달러, 통신이 1,500억달러, 운송이 3,000-3,500억달러, 상수도 및 환경 부문이 800-1,000억달러로 예상되고 있다. 특히 대부분의 아시아 개도국들은 발전 부문에 대하여 BOT/BOO 방식으로 민영화를 추진하고 있어 이에 대해 상당한 자금소요가 예상되고 있다.

#### 4. 국내 기업의 프로젝트파이낸싱 활용 현황

프로젝트파이낸싱이 지니고 있는 몇가지 문제점에도 불구하고 앞서 설명한 프로젝트 파이낸싱의 여러 가지 장점 때문에 최근 프로젝트파이낸싱이 국내외적으로 널리 확대되고 있는 추세이다.

이와 같은 추세에 따라 지난 1995년 국제상업은행들이 프로젝트파이낸싱으로 대출해 준 자금은 총 271억 달러로 전년도의 176억 달러에 비해 54%나 증가하는 현상을 보였다. 총 271억 달러중 87억 달러가 전력사업에 투자되었고, 통신사업에 55억 달러가 투자되었으며, 정유·가스에 24억 달러, 도로·항만 등에 20억 달러가 투자되었다. 국가

별로는 미국이 43억 달러, 호주가 37억 달러, 영국이 28억 달러, 인도네시아가 21억 달러, 콜롬비아가 16억 달러를 차지하였다. 은행별로는 미국의 BOA가 25.8억 달러의 프로젝트파이낸싱을 주선하여 1위를 차지하였고, 네덜란드의 ABN-AMRO가 19.7억 달러로 2위, 미국의 CMB가 16.9억 달러로 3위를 차지하였다. 일본계 은행들은 도쿄은행이 3.7억 달러로 21위, 일본흥업은행이 3.1억 달러로 23위를 차지하였다. 우리나라의 외환은행은 8,600만 달러의 프로젝트파이낸싱을 주선하여 세계에서 34위를 차지하였다. 지난 1995년의 경우 1,000만 달러 이상 프로젝트파이낸싱을 주선한 은행은 전세계에서 48개에 불과하였다. 이와 같은 세계적 추세에 따라 우리나라 은행들도 최근 전담팀을 구성하는 등 프로젝트파이낸싱팀에 대해 높은 관심을 보이고 있는데 지금까지는 외환은행, 제일은행, 산업은행 및 장기신용은행이 이 분야에서 선두를 달리고 있다. 특히, 외환은행은 지난 1995년 8,600만 달러의 주선실적을 올린데 이어, 1996년에는 1억 2천만 달러의 중국 당산발전소 프로젝트와 오만 LNG 액화 천연가스 건설 프로젝트의 주간사를 맡았으며, 1997년에도 1억 2,000만 달러에 이르는 인도네시아 펄프공장 건설 프로젝트와 반둥 고속도로 프로젝트의 주간사를 맡았다.

국내기업으로는 대우그룹이 프로젝트파이낸싱을 가장 잘 활용하고 있다. 대우그룹은 1996년에 수주한 라오스 댐 건설공사와 인도화력발전소에 필요한 자금을 프로젝트파이낸싱으로 조달하였다. 특히, 총 14억 달러에 이르는 인도화력발전소 건설자금중 9.2억 달러는 프로젝트파이낸싱으로 조달하는 등 프로젝트파이낸싱에 두각을 보이고 있다. 이에 따라 1997년 수주한 15억 달러상당의 카자흐스탄 통신사업과 캐나다 LNG사업을 위한 자금도 프로젝트파이낸싱으로 조달하고자 계획하고 있다.

대림엔지니어링은 지난 1993년 태국 플랜트 사업을 위해 프로젝트파이낸싱을 이용하였으며, LG상사도 1996년 20억 달러에 달하는 태국정유 프로젝트 수행을 위해 프로젝트파이낸싱을 활용하였다. 이밖에 한솔제지도 올해 중국 상해의 신문용지 합작공장 건설을 위한 8,800만 달러의 자금을 프로젝트파이낸싱으로 조달하였으며, 광주시도 올해 착공한 제2 순환도로 공사를 위해 1,350억원을 프로젝트파이낸싱으로 조달하였으며, 삼성물산도 호주자원개발 프로젝트와 가덕도 신항만 건설 자금을 프로젝트파이낸싱으로 조달하고자 고려하고 있다.

특기할 만한 사항은 최근 한보사태와 기아사태를 비롯한 대기업들의 연이은 부도사태에 따라 지난 1997년 8월 27일 전국은행연합회는 앞으로 3,000억원 이상이 소요되는 대형사업의 경우 반드시 국내외 전문기관으로부터 타당성을 검증받은 후 대출하겠다고 발표함으로써 사실상 프로젝트파이낸싱을 의무화하겠다고 선언하였다는 점이다. 이에 따라, 향후 대규모 사업의 경우 프로젝트파이낸싱이 보편적인 자금조달방안으로 자리잡혀갈 것으로 예상된다.



<표 41> 국내기업의 프로젝트파이낸싱 활용 현황

기업	년도	투자내역	조달금액	기타
대우그룹	1996	인도 화력발전소	14억 달러중 9.2억 달러	실행
대우그룹	1996	라오스 댐공사	n.a.	실행
대우그룹	1997	카지흐스탄 통신사업	15억 달러중 일부	고려중
대우그룹	1997	캐나다 LNG사업	n.a.	고려중
대림엔지니어링	1993	태국 플랜트 사업	n.a.	실행
LG상사	1996	태국 정유 프로젝트	20억 달러중 일부	실행
한솔제지	1997	중국 상해 신문공장 건설	8,800만 달러	결정
광주시	1997	광주 제2 순환도로 건설	1,350억원	결정
삼성물산	1997	호주자원개발	n.a.	실행
삼성물산	1997	가덕도 신항만 건설	n.a.	고려중

<표 42> ABN·AMRO의 통신관련 프로젝트파이낸싱 주선 경험 (단위 : 백만)

차입자	차입년도	차입금액	ABN AMRO의 역할
KTA	1995	NLG700	arranger
Avantel	1996	USD300	arranger
Netia	1996	USD180	arranger
East Digifone	1996	IRP180	arranger
Mobistar	추진중		arranger

## 5. 프로젝트파이낸싱 방식

### 가. 신디케이트대출(syndicated loan)

PF에서 자금공급은 주로 민간 국제상업은행들로 구성된 신디케이트가 담당하게 되는데, 이 방식이 프로젝트 수행에 있어 거액의 자금이 소요되고, 다양한 프로젝트 위험을 분산하기 위한 목적에 부합되기 때문이다.

### 나. 국제개발금융기관의 뱅크론(bank loan)

세계은행(IBRD)과 국제금융공사(IFC)가 개도국을 위한 개발프로젝트금융을 취급하는 주요 기관이고, ADB, EBRD와 같은 지역개발은행, 미국의 수출입은행과 같은 수출금융 기관이 뱅크론을 제공할 수 있다.

#### 다. 국제리스

PF에 이용되는 리스는 개개의 시설을 빌리는 것이 아니라 투자자들에게 프로젝트일체를 신탁을 통해 양도하고 이를 다시 리스받는 소위 'sale and leaseback'의 형식을 취한다. 리스금융은 세금 및 회계처리 등에서 유리한 자금조달원이 될 수 있다.

#### 라. 국제채 발행

신디케이트대출에 의한 대출만기가 전형적으로 15-18년인 데 비해 국제채 시장을 이용하는 경우 30년까지 가능하기 때문에 상대적으로 장기적인 금융구조 설계가 가능하다는 장점이 있다. 또한 채권보전을 위한 각종 계약조항 패키지(bond covenant package)가 은행대출에 비해 훨씬 단순화되어 있기 때문에 차주로서는 다소 자유롭다. PF에 주로 이용되는 국제채로는 유로달러채, 사무라이채, 양키채 등이 있다. 또한 미국의 경우 최근에는 사모(private placement)에 의한 채권발행이 급증하고 있는데, 이는 SEC의 등록과 채권등급평정이 요구되지 않으므로 사업주의 지명도가 높지 않은 경우와 공모발행 이전단계에 자금이 필요한 경우에 이용된다.

한편, 공모 발행에 있어 최적투자등급을 받는 경우도 있는데, 이는 프로젝트의 사업주들이 신용도 및 지명도가 높은 업체라는 점 이외에도, 프로젝트회사가 채권투자자를 보호하기 위해 선순위채무를 더 이상 부담하지 않겠다는 약속을 하고 합작사업주에 대해서도 일정 기간동안 배당금 지급을 제한하겠다는 약속을 하는 등 강력한 계약구조를 제시했기 때문이다.

한편, 한국기업의 경우에도 신인도가 높다면 글로벌채권의 공모 발행을 생각해 볼 수도 있다. 이를 위해서 먼저 민영화를 위한 글로벌 DR 발행의 성공이 필수적인 전제조건으로서 충족되어야 할 것이다.

#### 마. 지분참여(equity participation)

지분출자자는 일반적으로 설비·원료공급자, 제품구매자, 프로젝트 관리운영자, 건설업체 등과 같이 프로젝트에 직·간접적으로 이해관계를 가지고 있는 투자자와, 순수하게 투자목적만을 가진 투자자들로 구성된다. 특히 후자에 속하는 예로는 펀드 등 기관투자자들이 있는데, 이들은 장기적인 지급의무를 지고 있기 때문에 어느 정도 예측가능한 장기수익을 보장해 주는 PF를 이상적인 투자수단으로 보고 있다. 한편, 최근 들어 아시아 지역의 인프라 민영화 사업에 집중적으로 투자하기 위해 은행, 보험회사, 연금기

금 등이 주축이 되어 소위 ‘인프라투자기금’의 설립이 확산되고 있다. 한편, 복수의 사업주가 지분참여를 하는 경우 고려해야 할 중요한 사항은 프로젝트회사의 경영통제권을 어떻게 행사하며 분쟁발생시에 어떻게 해결할 것인가인데, 이러한 사항들은 지분참여계약서에 명시적으로 표현하는 것이 바람직하다.

<표 43> 인프라투자기금의 예

기금명	자본규모	주요 투자자	투자분야
AIDEC (Asian Infrastructure Development Co.)	3억달러(10억달러 표)	· 노무라프로젝트금융(NPFI) 주관 · ADB, OECF, 일본 신용은행, 메이지생명, 미쓰비시중공업, 이토추상사	· 아시아지역의 전력, 통신, 교통
ABB Funding Partners	5억달러	· ABB	· 전력 및 운송
AIG Asian Infra. Fund	10-12억달러	· AIG, 싱가포르정부, 백텔	· 아시아의 전력, 통신, 교통 · 중국에 35-50% 투자
Asian Infra. Fund	10-15억달러	· Peregrine Investment Holdings, ADB, IFC, Frank Russell Co., Soros Fund Management	· 아시아의 전력, 통신, 교통분야 · 중국에 40% 투자
Global Power Investment Co.	20-50억달러	· IFC, ADB, GE Capital Corp., Soros Fund Management	· 세계적으로 급부상하는 시장의 전력개발
Emerging Market Corp.	10-20억달러	· Mr. Lloyd Bentsen, Mr. Qureshi 설립	· 아시아 및 라틴아메리카 인프라 개발
Scudder Latin America Trust for Independent Power	1-3억달러	· IFC, NRG Energy, CMS Energy, Corporation Andida de Formento	· 전력부문

자료: 해외건설협회.

## 6. 프로젝트 위험분석

### 가. 의의

프로젝트 위험분석은, 첫째 프로젝트 위험의 파악, 둘째 적절한 위험분산 조치의 강구, 셋째 현금흐름 분석, 넷째 계약 내용 내지 PF 지원조건의 적정성의 검토로 이루어져 프로젝트의 원리금 상환능력을 파악하게 된다.

### 나. 위험의 유형 및 감소방안

#### (1) 건설위험

건설위험은 공사파기/미완공위험, 공사비초과(cost over-run) 위험, 완공지연위험을 포함한다. 이는 대출금이 인출된 후, 사업주가 자본금출자 의무를 이행하지 못하거나 관계당국으로부터 인·허가를 취득하지 못하여 프로젝트가 완공되지 못하고 중도에 파기될 위험이다. 이의 회피방법으로는, 사업주의 공사완공보증(completion guarantee), 사업주의 자본금을 대출금보다 먼저 투입, 대출금과 자본금을 같은 비율로 인출, 확정가격 일괄도급계약 체결, 사업주의 공사비초과 지원(cost over-run support), 건설업체의 지체보상금(liquidated damage) 등이 있다. 한국기업의 경우 주로 한국기업설비(한국기업-originated equipment)가 설치되고 국내에서 많은 관련공사를 해 본 경험이 있으므로 건설위험은 매우 낮다고 할 수 있다.

#### (2) 가동위험(operating risk)

가동위험에는 기술위험, 운영위험이 있는데, 이는 사용되는 기술이 적합하지 않아 계획된 생산량을 생산하지 못하거나, 완공된 프로젝트의 운영 잘못으로 인하여 원리금 상환을 못할 위험이다. 이의 회피방법으로는 검증된 기술(proven technology)의 사용, 경험있는 회사와의 장기운영·보수 계약 (operations and maintenance contract) 체결이 있을 수 있다. 한국기업의 경우 기술력이 있고 국내에서 많은 운영·보수 경험이 있으므로 가동위험은 매우 낮을 것이다.

### (3) 원료공급위험

이는 생산원료의 확보 부족으로 계획된 생산량을 생산하지 못할 위험이며, 회피방법은 원료장기공급계약(long-term feedstock supply agreement) 체결이 있다. 그러나, 한국기업의 경우에는 생산업체가 아니므로 이러한 위험에 노출되지는 않는다.

### (4) 판매위험

이는 시장수요가 예측보다 적어 생산된 제품을 판매하지 못할 위험이며, 이를 회피하기 위해 'take-or-pay' 조건으로 장기구매계약(long-term off-take agreement)을 체결할 수 있다. 한국기업의 경우 판매의 대상이 서비스이므로, 전화료 등 서비스이용료의 연체가 발생하거나, 다른 대체통신업자를 이용하는 위험이 있다. 그러므로 위와 같은 장기구매계약이 어려우며, 대신 아래 설명하는 자산담보부증권(ABS)의 발행을 생각해 볼 수 있다.

### (5) 정치적위험(political risk)

이는 프로젝트소재 주재국 정부의 외환위기, 전쟁, 몰수, 지불정지 등에 의해 원리금 상환을 받지 못할 위험이며, 이의 회피방법으로는 국가신용등급이 BBB(S & P's) 또는 Baa(Moody's) 미만인 국가내에서의 프로젝트인 경우 정치적위험에 대한 수출보험에 가입할 수 있다. 또한 정부기관의 'comfort letter' 방식, 정치적 영향력을 행사할 수 있는 국제기관의 참여, 현지 금융기관이나 국영기업의 참여, 'escrow account'의 개설 등도 그 대안이 될 수 있다. 한국기업도 프로젝트를 수행할 경우 당연히 보험 등에 가입할 필요가 있지만, 보험료의 지급은 반드시 한국기업가 할 필요는 없다.

### (6) 재무위험(financial risk)

이는 운영비용의 증가 위험, 환율 및 이자율의 변동에 따른 원리금상환 비용의 증가 등과 관련한 위험으로서, 적절한 상환스케줄의 작성, 사업주의 현금부족시 지원(cash deficiency support), 제품판매가격의 비용 연동, 재무위험 헷징 등을 들 수 있다. 특히, 한국기업의 경우에는 프로젝트의 현금유입이 원화가 아닌 미달러화 등 기타 통화로 표시될 것이기 때문에 가장 초점을 두어야 할 위험이다. 즉, 한국기업이 사업주인 경우 현금의 유입과 유출에 따른 매칭 문제, 제품 및 서비스가격과 비용의 매칭 문제, 헷징의

방법(운영 또는 재무헷지) 등을 주의깊게 분석해야 할 것이다.

## 7. 현금흐름분석

### 가. 의의

프로젝트 위험분석 결과를 바탕으로 프로젝트에 영향을 미치는 모든 요소를 계량화하여, 해당 프로젝트의 사업성 및 원리금 상환에 필요한 자금이 충분히 확보될 수 있는지 여부를 검토하는 것이다. 분석단계에는 첫째 현금흐름의 예측 단계로서 모든 수입 및 지출 항목의 각각에 대해 프로젝트 기간중 매년의 금액을 예측하고 그것을 가감하여 연도별 예상 순현금흐름을 산출한다. 둘째, 예상 순현금흐름을 조달금리로 할인하여 NPV를 산출한다. 셋째, 원리금 상환능력을 평가하는데, 부채상환계수(DSCR: Debt Service Coverage Ratio)를 산출하여 평가한다. 넷째, 프로젝트의 내부수익률(IRR)을 산출하여 사업자체의 수익성을 파악한다.

#### (1) 대주 은행의 입장

##### ① DSCR

각 원리금 분할상환 기간동안 발생하는 현금흐름이 동기간의 원리금 상환액을 어느 정도 충당할 수 있는가를 측정하는 비율로서, 다음 공식에 의해 산출된다.

$$\cdot \text{DSCR} (\%) = 100 * \text{EBITDA} / (\text{P} + \text{I})$$

여기서 EBITDA는 이자, 세금, 감가상각비, 원리금 분할상환액을 공제하기 전의 이익 (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization)을 나타내며, P는 기간 중 원금 분할상환액, I는 이자비용을 나타낸다. 이 비율은 통상 130% 이상이 요구된다.

##### ② LLCR(loan life coverage ratio)

이는 대출만기까지의 원리금상환 능력을 측정하는 비율로서 공식은 다음과 같다.

$$\cdot \text{LLCR} (\%) = 100 * \text{매년도 EBITDA의 현재가치의 합계} / \text{P}$$

여기서 P는 대출원금을 나타낸다.

## (2) 사업주의 입장

가. NPV: 일반 재무관리 교과서의 국제자본예산 전략 참조.

나. IRR: 일반 재무관리 교과서의 국제자본예산 전략 참조.

다. ROE

투자개시 이후의 사업주 내지 출자자에게 귀속되는 지분현금흐름의 내부수익률로, 사업주의 관점에서 프로젝트의 수익성을 나타내는 지표이다. ROE는 자기자본 운용수익률을 나타내므로 자기자본비용을 상회하는 것이 바람직하다. 일반적으로 사업주의 수익과 대주에 대한 상환의 안정성은 상반관계(trade-off)에 있어, 출자를 늘리면 상환의 안정성은 제고되나 ROE는 낮아지게 된다. 대주의 입장에서는 ROE를 검토함으로써 사업주의 자기자본비율 인상 수준을 추정할 수 있다.

## 제 2 절 프로젝트파이낸싱의 활용사례

### 1. PF 사례연구 I

가. 프로젝트의 개요

A회사는 프로젝트회사로서 인도네시아의 국영통신회사인 Telkom과 공동으로 인도네시아의 인구 밀집지역인 West Java주의 지역전화교환기 프로젝트를 개선, 관리 및 운영하기 위해 1995년 10월에 설립된 특수목적법인(special purpose vehicle)이다. 또한, A회사는 인도네시아와 외국간의 합작회사이며, 합작파트너들 내지 프로젝트 사업주들은 Artimas, US West, 및 AIF 등 3개사이다.

지역전화교환기 사업운영권(concession)을 허가받은 A회사는 인도네시아의 5개 인도네시아·외국간 합작법인들중의 하나이며, Java섬에서 이 사업이 허용된 2개사중의 하나이다.

사업운영을 위한 법인은 KSO(공동운영시스템: Joint Operation Scheme) Unit이며, 인도네시아 정부는 통신인프라를 개선하려는 계획의 일환으로 KSO 개념을 확립하였는데, 이에 따라 국제전화사업자들은 15년 만기의 KSO 협정하에서 사업운영권에 대한 대가

로, 전국적으로 220만의 고정전화회선을 건설하는 데 필요한 전문지식과 자본을 공급한다.

A회사는 인도네시아 정부가 소유하고 있는 전국통신공급업체인 Telkom과의 KSO 협정 및 기타 관련 협정들을 체결하고, KSO 협정하에서 기본적인 전화서비스를 독점공급하는 권리를 가진다. 이 협정하에서 A회사는 Access Line Units(이하 ALU)라고 불리는 500,000개의 추가적인 전화회선(최소신규설비)을 설치할 것이다. 더 나아가, A회사는 위의 사업운영권과, 기존의 350,000명 전화가입자, Telkom이 이미 구축한 440,000개의 ALUs, 그리고 최초 건설기간중에 Telkom이 완성하고 시험을 거쳐 KSO Unit에 이 전할 108,000개의 추가적인 ALUs로부터 수익을 얻게 될 것이다. 사업운영권의 허가기간 동안 KSO 협정하에 실제 운영책임은 US West에게 있게 된다.

주간사회사들(lead arrangers)은 이 프로젝트에 대한 제한적 소구권이 있는 (limited-recourse) 자금조달 패키지를 인수하였다. 신용공여퍼실리티(credit facilities)와 관련있는 서류에 1996년 4월 30일에 주간사회사들과 차입자가 서명하였다. 이러한 Confidential Memorandum의 목적은 잠재적 대주들 내지 미래 수익흐름 수취자들에게 그들이 신용공여 확약을 하는 데 참고가 되도록 정보를 제공하는 것이다.

프로젝트에 대한 확신과 지원을 보이기 위해 A회사의 주주 내지 출자자들은 A회사에 대해 최고 1억6천백만 달러까지 증자 내지 후순위 주주대출금을 투자하기로 확약했다. 더 나아가 재무예측에서의 추정치를 초과하는 프로젝트 공사완공 비용을 조달하기 위해 추가적으로 7천4백만 달러까지의 우발상황 조건부(on a contingency basis) 자금공여에 대한 확약을 했다.

#### 나. 차입자와 보증인

원천과세상의 이점들로 인해 A회사는 AWI를 차입자로 법인화하였다. AWI는 네덜란드에 소재하는 단일목적의 특수법인으로서 A회사에 대한 신용공여퍼실리티하에서의 단일 차입자 역할을 할 것이다. 이 협정하에서 A회사는 모든 AWI의 채무들을 보증하는 역할을 할 것이다.

A회사는 1억6천백만달러의 수권자본금을 보통주로 소유하고 있으며, 우선주는 발행되지 않았다. A회사의 현재 주주 구성은 Artimas가 52.5%, US West가 35.0%, AIF가 12.5%의 지분을 각각 소유하고 있다.

Artimas는 인도네시아의 지주회사로서 인도네시아의 주요 인프라 프로젝트에 투자할 목적으로 설립되었다. 현재 주요 자산은 A회사의 주식지분이며, 지배주주는 Mr. Edwin Soeryadjaya이다.



US West는 미국 콜로라도주의 Englewood시에 소재하는 US West, Inc.가 100% 간접적으로 소유하는 자회사로서, 다각화된 글로벌통신회사이며, 주요 사업분야는 통신, 오락, 정보서비스 및 마케팅서비스를 포함한다.

AIF는 아시아의 국가들의 인프라 시설을 개발하고, 소유하며, 운영하는 데 관계된 회사들이 발행한 비상장 주식 또는 주식연계증권들에 투자하기 위해 설립된 민간주식펀드 회사이다.

#### 다. 사업전략

West Java주에 위치한 Division III 지역의 전화수요를 충족시키기 위해 A회사는 KSO 건설협정하에서 요구하는 것보다 프로젝트를 가속적으로 추진하고 있다. A회사는 기초 건설계획을 완수하기 위해 이미 실증된 WLL과 DPG 기술들을 활용할 것이다. WLL과 DPG 기술은 세계적으로 유사한 통신망에 널리 이용되고 있다. 더욱이, 현재의 통신망에 있어 교환기 설비능력이 상당히 과다하므로, A회사는 현재의 교환기를 개선함으로써 기존의 교환기 설비능력의 활용을 증대할 계획이다. 이러한 개선으로 말미암아 새로운 교환기 구매를 줄임으로써 자본지출을 최소화하고 건설과정을 아주 단순화할 수 있게 된다.

A회사의 주요 마케팅목표는 이용가능한 전화회선에 대한 높은 전화가입률을 달성하고, 기존 및 신규 전화회선에 대한 높은 이용률을 유지하는 것이다. 이 목표들을 달성하기 위해 A회사는 다음과 같이 회사의 이미지를 세울 계획이다.

- 설치 및 작동의 용이성
- 효율적이고 정확한 전화료청구(billing) 시스템
- 믿을만하고 즉각적인 고객서비스
- 즉각적인 유지보수

A회사는 추가적인 전화회선 및 서비스에 대한 고객의 요구를 지원하기 위한 네트워크실행 계획을 개발하고, US West는 A회사에게 필요한 마케팅 전문지식을 제공한다.

#### 라. 자금의 원천 및 운용

기본 사업계획에 의거하여 7억3천4백만달러에 달하는 예상 프로젝트코스트의 원천은 3억4천9백만달러의 중장기대출(term loan), 1억2천9백만달러의 보통주 지분출자, 1천3백만달러의 운전자본, 및 사업운영으로부터의 2억4천3백만달러의 현금흐름을 포함한다. 자금의 운용은 6억5천8백만달러의 자본지출, 4천2백만달러의 초기 투자자 지급금 및 최

초 수수료들, 1천6백만달러의 건설기간중의 이자 및 수수료, 1천8백만달러의 현금준비금을 포함한다.

마. 신용공여퍼실러티

주간사회사들은 아래와 같이 A회사가 이용가능한 포괄적 자금조달 패키지를 구성하기 위해 6억1천4백8십5만 달러에 달하는 다수의 트란체(multi-tranche)를 가진 선순위 신용공여 퍼실러티를 인수하고 서명하였다.

<표 44> 신용공여 퍼실러티의 내용

(단위: 백만달러)

퍼실러티명	금액	만기	LIBOR Spread/Fee
중장기대출 퍼실러티	430.00	9	187.5 bppa <sup>2)</sup>
운전자본 퍼실러티	25.00	5	187.5 bppa
MTR <sup>1)</sup> 퍼실러티	119.00	9	150 bppa
이행보증금(Performance Bond) 퍼실러티	40.85	3	150 bppa
총 신용공여 퍼실러티	614.85		

주: 1) MTR은 Minimum Telkom Revenues의 약자로서 A회사가 Telkom에 대해 기존 시설을 이용함으로써 창출되는 현금흐름에 대한 보상으로 매달 제공하는 사전결정된 지급금입.

2) 최초 인출금액에 대한 연율 베이스포인트(basis points per annum).

바. 프로젝트 거래상의 이점들

이러한 프로젝트, 주주 및 거래구조를 다른 거래의 그것들과 구별시키는 몇가지 특성들이 있다. 이러한 요인들의 결합으로 인해 운영권의 질, 경영, 및 아마도 가장 중요한 사업계획의 효과적 실행능력의 관점에서 A회사가 부각된다.

(1) 초과수요

인도네시아의 고정전화회선의 공급은 많은 인구와 급격한 경제성장에 따른 수요를 충족시킬 수 없다. 1995년 6월 현재, 단지 280만 회선이 1억9천5백2십만여에 달하는 인구를 서비스하고 있다. 그나마, 전화망의 약 39%가 전체 인구의 5% 미만을 차지하는 자

카르타 지역에 집중되어 있다.

자카르타 지역을 제외하는 Division III 지역은 1천8백8십만여에 달하는 인구를 서비스하기 위해 단지 440,000개 회선의 전화망을 가지고 있다. 건설기간이 종료될 시점에서 이 지역의 총 전화회선은 1백5만개로 증가할 것으로 예측되어 인구 100명당 단지 약 5.3개의 전화가설률(penetration rate)을 기록할 전망이다.

A회사의 서비스 지역은 자카르타 지역에 인접하여 다양한 경제적 기반을 가지고 있으며, 구매력 기준으로 1인당 GDP는 3,300달러이다. 특히, Bandung시(인구 2백7십만명),Cirebon시(인구 1백4십만명), Tasikmalaya시(인구 1백6십만명)는 상대적으로 조밀한 인구와 적절한 지리적 특성 뿐만 아니라 많은 잠재적인 전화가입자 수가 대기하고 있다. A회사의 내부 매출액조사에 따르면 건설기간 동안에만도 ‘최소신규설비’를 초과하여 추가적으로 100,000개의 ALUs에 달하는 충분한 수요가 존재한다.

## (2) US West의 지원

프로젝트를 수행할 수 있는 A회사의 능력은 US West의 기술 및 경영 측면의 강점에 의해 지원된다. US West는 (1990년대 초반의 동부유럽과 러시아와 같은) 어려운 사업환경을 극복한 경험과 함께 최고의 통신기술로 평판이 높다. US West는 방대한 국제적 영업망 및 경험 기반을 가지고 있으며, 미국외 15개 국가에 1백8십만여에 달하는 고객들에 대한 통신서비스를 제공하고 있다.

기술지원협정에 따른 A회사에 대한 서비스 제공에 추가하여,US West는 A회사의 독특한 기술, 마케팅, 재무 및 문화의 맥락내에서 성공하기에 필요한 경험과 실적을 보유한 몇몇 주요 임원들을 A회사에 파견하였다. A회사는 US West의 최우선순위 프로젝트들중의 하나이다.

지분투자자와 우발상황에 대한 금융지원 확약, Telkom에 대한 US West 국제지주회사(US West International Holdings, Inc.)의 보증을 통한 상당한 금융지원은 이 프로젝트가 US West 그룹에 얼마나 중요한 것인가를 보여주는 또 하나의 증거이다.

## (3) 혁신적 사업계획

적절한 경영과 함께 기존의 설비는 현재보다 더 많은 추가적인 수익을 창출할 수 있다. A회사는 다음과 같은 대책들을 활용하여 기존의 네트워크로부터 보다 많은 운영수익을 획득할 수 있는 세부적인 사업계획을 세웠다. 그 대책에는 첫째, 통신망을 디지털화함으로써 현대화하고, 둘째 최신의 DPG 기술을 통해 기존의 회선 능력을 확장하고,

셋째 소규모 교환기를 원거리 교환기 모듈로 전환함으로써 교환기 처리장치 숫자를 감소시키고, 넷째 trunk network architecture에서 SDH self-healing 광섬유 rings을 도입하고, 다섯째 네트워크를 통괄하는 네트워크운영센터를 구축하는 것이 모두 포함된다.

A회사의 내부 매출액조사를 통해 확인된 초과수요를 충족시키기 위해, A회사는 WLL 기술을 도입하고, primary pairs가 공급부족 상태에 있는 DPG 시스템을 설치하고, 시스템 설치 및 가동과 함께 직원 훈련을 실시할 것이다. 특히 WLL 기술로 인하여 A회사는 Division III내의 확인된 수요가 많은 지역들을 신속히 그리고 정확히 목표시장화할 것이다. WLL로의 전환에 의해 서비스되는 전화가입자들은 고정회선망에 연결됨에 따라 WLL 설비는 가장 많은 초과수요가 있는 다음 지역들로 재배치될 것이다. 궁극적으로 WLL 설비는 고정회선망을 설치하기에 아주 비싼 원거리 지역들에 영구히 설치될 것이다. 이러한 계획은 프로젝트 수행비용을 절감하고, 건설과정을 용이하게 하여 A회사는 고객들로부터 보다 빨리 수익을 창출하기 시작할 것이다.

US West의 지원으로 A회사는 동시에 기술배치 전략을 보완하는, electronic mapping이나 목표시장 세분화를 포함하는 선진 마케팅 프로그램을 실행할 수 있을 것이다.

A회사는 프로젝트와 관련된 사업 및 재무위험들을 완화하기 위한 구조화된 계획을 가지고 있으며, Johnson & Higgins를 위험관리 및 보험에 관한 외부 자문사로 고용했다.

A회사의 사업계획에 대한 외부적인 평가자로서, Arthur D. Little 회계법인이 A회사가 추정한 수익, 운영비용 및 자본지출 예측치들에 대한 독립적인 평가조사를 수행하였고, 이 예측치들이 보수적인 기준의 범위와는 다소 차이가 있지만 합리적인 범위내에 존재한다고 평가하였다.

더욱이, 주간사회사들은 또한 Sedgwick Group을 보험자문사로, Norconsult Telematics를 기술자문사로 지정하고, 프로젝트의 적절한 기술적 감독을 수행할 것이다.

#### (4) 기존 사업운영의 질

Division III의 KSO Unit내에는 이미 상당한 자산 및 운영사업들이 존재한다. 전국적 네트워크와 비교하여 Telkom의 Division III내 기존 시설은 상당한 부분이 현대적 기술을 사용하고 잘 유지·보수되고 있다. 이에 따라 (A회사가 구축할 최소신규시설을 통한) 확장사업의 관리가 용이하게 될 것이다.

훌륭한 Telkom의 스태프들이 KSO Unit로 전근해 음에 따라 프로젝트의 수행에 상당한 도움을 줄 것이다. Division III의 생산성(ALU당 직원수 기준)은 이미 전국 평균의 두 배였다. Division III의 Cianjur Kandatel은 1995년에 'Best in Class Kandatel' 지위

를 획득했다. 이 KSO Unit의 책임자인 Adek Julianwar는 1995/96년에 인도네시아 대통령에 수여하는 'Small Business Award'를 수상했다. A회사는 KSO Unit의 스태프들에 대한 지속적인 교육훈련을 약속했고 US West가 이미 제공하고 있는 적절한 교육훈련 프로그램을 실시할 것이다.

A회사는 지금까지 여러 거래에서 Telkom과 강력한 파트너십을 발전시켜 왔다. 이러한 관계를 공고히 하는 또 하나의 사실은, Telkom의 본부가 Bandung시에 위치하므로, 전환과 확장 과정의 관리를 다른 KSOs에 비해 용이하게 할 수 있다는 것이다.

#### (5) 재무예측

A회사는 신용공여 퍼실리티를 지원할 수 있는 그들의 능력을 보여주고, 주주들에게 상당한 수익률을 제공하기 위해 일련의 포괄적인 재무예측들을 수행했다. Coopers & Lybrand 회계법인은 Division III에 대한 세밀한 타당성 검토(due diligence review)와, 인도네시아의 일반회계원칙에 따라 세금 및 다른 회계원칙들이 적절한 적용되었는가와, 재무예측치가 정확한가를 검토했다. Arthur D. Little사는 또한 시장수요, 자본지출 및 운영비용 항목들에 대한 재무예측치들이 근거하고 있는 가정들을 검토했다.

다음의 <표 45>는 기본적 상황에 따른 원리금상환 채무를 충족시킬 수 있는 프로젝트의 능력에 대한 몇가지 측정치들을 제시한다. 이러한 비율들은 이러한 채무를 충족시키기에 합리적인 완충장치임을 나타낸다.

<표 45> 프로젝트의 주요 원리금상환서비스관련 비율 (단위: 배수)

비율	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
DSCR	2.30	3.45	4.53	4.65	1.95	2.33	2.22	2.10	1.85	2.64
Debt to EBITDA	4.89	3.61	2.55	1.94	1.58	1.09	0.91	0.70	0.26	0.04

#### (6) 거래구조

신용공여 퍼실리티는 A회사가 작성하고 외부의 독립적인 전문가들이 확인한 재무예측과 사업계획을 수용하기에 적합한 포괄적인 금융팩키지를 제공하도록 구조화되었다. 이러한 금융구조의 주요 특성들은 다음과 같다.

- 기본적인 주주의 지원: 1억6천백만달러 상한
- 우발적 상황에 따른 금융지원: 7천4백만달러 상한

- 부채 대지분 비율: 최고 60:40
- 보수적인 DSCR과 EBITDA에 대한 부채 비율 제한

추가적인 위험완화 수단들이 퍼실러티에 포함되었는데, 정치적위험의 커버, 금리 및 환위험 헷징, 포괄적 담보팩키지에 관한 구속적인 조항들이 그것이다.

#### 사. 거래의 이점들 - KSO 프로그램

프로젝트와 신용공여 퍼실러티 구조에 독특한 이점들과 별도로, 인도네시아 정부의 KSO 프로그램의 몇가지 특징들이 KSO 프로젝트의 지속적인 성공의 가능성에 관해 추가적인 안전장치를 제공할 수 있다.

##### (1) 경쟁으로부터의 보호

각각의 KSO Unit는 KSO Division 내에서 공동운영의 형태로 기본적인 통신서비스를 제공할 수 있는 독점적인 허가권(KSO License)를 가지며, 더 나아가 추가적인 신규설비와 관련하여 Telkom과 우선 협상을 할 수 있는 권리를 가진다. 전국적인 이동통신서비스가 곧 도입되지만, 상당한 초과수요의 존재와 함께 서비스 질과 가격면의 이점들이 KSO 허가권의 지속적인 경쟁력과 가치를 유지한다.

##### (2) 기존의 운영사업

각 KSO Unit는 해당 지역내 Telkom의 기존 자산 및 전화가입자 베이스에 대한 통제권을 가진다. 결과적으로 KSO 투자자는 신규프로젝트를 수행하는 것이 아니고, 수익과 (+)의 현금흐름을 창출하기 위한 충분한 능력이 있는 기존 사업을 개선하고 확장하고 있는 것이다.

Telkom의 내부 재무보고서들은 다섯 개의 KSO Division이 모두 독립채산제하에서 현재 수익성이 있음을 나타내고 있다. Telkom의 직원들은 각각의 KSO Unit로 전근되어, 운영상의 연속성을 확보하고 기존의 네트워크 및 지역내에서 가치있는 경험을 제공하고 있다. 이에 따라 개선 및 확장 과정의 효율성이 제고된다.

##### (3) Telkom과의 협력

각 KSO Unit는 효과적으로 Telkom의 한 부분을 형성한다. Telkom은 필요한 부차적인 전송능력을 공급하는 데 KSO Units와 함께 지속적으로 중요한 역할을 수행할 것이다. Telkom도 또한 서비스협정에 명시된 대로 KSO Units에게 다른 특정한 서비스들을 제공하는 데 동의했다. KSO 프로그램이 기대하는 효율성과 수익성의 개선은, Telkom이 DKSOR에 대한 지분과 MTR 수취가 총 수익중의 상당한 부분을 차지함에 따라 Telkom에게 중요한 관심사이다.

Telkom이 1985년말에 국제적인 기업공개(IPO)를 성공적으로 달성한 반면, 인도네시아 정부는 아직 Telkom에 대한 통제 지분을 소유하고 있으며, 이에 따라 Telkom의 가치를 유지하고 제고하는 데 경제적 유인이 있다. 그러므로 투자자본을 유인할 수 있는 규제환경이 이어질 것이다.

#### (4) KSO 프로그램의 위치

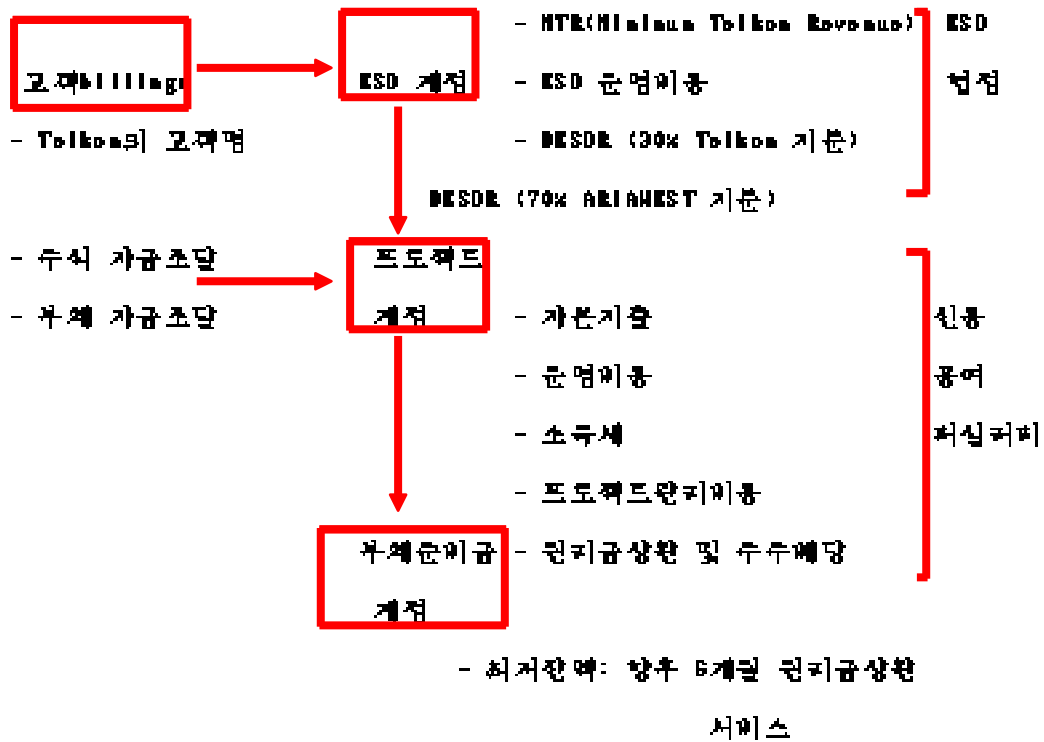
인도네시아의 통신망의 성장과 발전은 'Repelita VI'라고 불리는 경제개발계획에서 국가적인 우선순위를 지닌다. KSO 시스템은 이와 관련하여 인도네시아 정부의 전략의 핵심이며, 이는 세계은행이 이의 디자인과 개발에 상당히 개입되어 있음으로 해서 증명된다. KSO 구조의 많은 유리한 특징들이, 입찰과정에서 세계적인 통신사업자들이 지대한 관심을 가지고 참여한 것과, 선정된 공공통신사업자(PTO)들의 높은 품질수준으로 증명된다. 인도네시아 정부와 Telkom의 KSO 프로그램은 지금까지 예정대로 잘 수행되고 있다. KSO 운영과 외국인투자의 방대한 규모와 함께, 효율적인 통신이 경제성장에 중요한 역할을 한다는 정부의 인식은 협조적인 분위기를 내포한다.

#### 아. 프로젝트일정

- D-2 월 16일                   Co-arrangers와 Participants에 대한 신디케이트 초청
- D-2 월 20일                   Confidential Information Memorandum 배포
- D-2 월 27일                   Bank Meeting - 싱가포르
- D-2 월 29일                   Bank Meeting - 뉴욕
- D-2 월 31일                   Bank Meeting - 런던
- D-1 월 14일                   Co-arrangers로부터의 확약 기일
- D-1 월 17일                   Lead-arrangers와 Co-arrangers에 대한 최종 인수확약 배분
- D-1 월 28일                   Participants로부터의 확약 기일

- D 월 1일 Lead-arrangers, Co-arrangers 및 Participants에 대한 최종 인수확약 배분, Co-arrangers 및 Participants에 대한 서류 배포
- D 월 19일 Signing Ceremony

<그림 2> A회사 프로젝트파이낸싱 자금흐름도



## 2. PF 사례연구 II

가. 사업주: an Indonesian joint venture company



- 소유구조
  - 인도네시아 통신회사 - 60%
  - 외국통신회사 자회사 - 23.1%
  - 폐쇄형주식펀드회사 - 12.7%
  - 일본계 총합상사 - 4.2%
- 기타사항: 회사개요, 조직구조, 회사목표, 시장수급상황, 1인당GDP, 현재의 전화가입비율, 향후 10년간 전화가입자 수의 증가율 예측, 전화가입비율 예측

#### 나. 프로젝트의 개요

- 영업현금흐름 예측, 서비스 질, 경쟁력
- 경쟁전략

#### 다. 사업주 소유회사들의 개관

#### 라. 기술적 타당성

- 기술비교, 기술목표, 네트워크 기술도
- 원자재구매
  - 마케팅, 기술 및 재무 사항들을 종합적으로 고려함.
  - fixed price turnkey contract: from Ericsson and FTT
  - blanket contract, constant unit price, 단계별 실행
  - 구매방식 장점: 규모의 경제를 통한 가격 인하, 보다 나은 현금흐름, 공급계약자의 성과 통제 양호, 설치위험이 공급자에게 존재
- 확장전략

#### 마. 경제적 타당성

- 재무적 예측 및 재무모델: 독립적 금융자문회사의 컨설팅
- 경제적 가정들(p.a.): 인플레이션율, 임금상승률, LIBOR,

### 루피아화 가치하락률

- 수익과 EBITDA의 예측
- 자본지출: cost over-run의 가능성 없음, contingencies provision 5천5백만 달러
- 비용:
  - 영업외비용: 이자비용과 이자율위험헤징 프로그램
  - 영업비용
- 수익
  - 전화료 예측

### 바. 대출퍼실리티

- 자금의 원천과 운용
- 중장기대출퍼실리티(Term Loan Facility)
  - 퍼실리티금액(4억달러), 7년만기, 네트워크확장 용도, 인출기간 2.5년
  - 마진: 인출기간중 LIBOR + 1.55%, 인출기간후 LIBOR + 1.55%  
다만, 인출기간후는 debt/cashflow 비율에 따라 조정가능
  - 약정수수료: 0.375% p.a.
  - 보증수수료(LC fee): 0.125%
- 주요 계약내용
  - 2.0 x debt to equity 비율
  - DSRC 최저한도:
    - 인출기간 후 6개월부터 인출기간 후 18개월까지 1.25 x
    - 인출기간 후 18개월부터 인출기간 후 42개월까지 1.5 x
    - 그 이후 1.75 x
  - debt to cashflow 비율 최고한도
    - 인출기간 후 6개월부터 인출기간 후 18개월까지 4.5 x
    - 인출기간 후 18개월부터 인출기간 후 30개월까지 3.5 x
    - 그 이후 3.0 x
  - subscriber 관련계약
    - 인출기간 동안 각 분기말 현재 조정된 subscriber의 수가 적어도 예측된

subscriber 수의 70%는 되어야 됨.

subscriber당 월평균 수익 예측치

- 충분한 담보패키지
  - 주식과 자산(운영계좌를 포함한)
  - 프로젝트협정과 계약
  - 원리금상환준비금 계좌(6개월 롤링)
- 주주들의 책무
  - 주주불입금
  - 스폰서들에 의한 최소지분 유지
  - 스폰서의 경영 및 기술 전문성
  
- 기타사항
  - 재무구조의 변동예측
  - 부채 대 EBITDA 변동예측
  - 원리금상환준비금 비율 변동예측

사. 위험분석 및 위험회피방안

- 규제/정치적 위험
  - 1965년 이후 수하르토 정부하에서 외국인투자에 대한 매력적이고 안정적인 환경 유지
  - 정부의 지속적인 경제성장 목표
  
- 공사미완공/공사비초과 위험
  - 네트워크는 이미 운영중
  - 네트워크구축 및 개설비용은 이미 주식으로 자금조달
  - 명성있는 공급업자와 확정가격 일괄도급계약 체결
  - 공급계약상의 공사지체보상금 규정
  - 일반우발충당금 설정
  
- 경쟁위험
  - 네트워크(GSM)의 우수성

- 프로젝트회사의 전략 우수성

- 가동위험

- 세계적인 통신서비스업체들에 의한 훈련 및 교육의 제공
- 스폰서의 경영, 기술, 마케팅, 엔지니어링, 고객서비스 측면의 전문성

- 경제적 위험

- 대출퍼실리티 약정상 해징프로그램의 설치
- DSRC는 미달러화 표시이며 역외자금임.
- Sensitization에 의한 루피아화의 가치하락 및 고금리 대책

- 부실채무위험

- 기업고객과 신용카드 사용자를 목표고객으로 함.
- 신용카드와 전자자금이체에 의한 지불장려.
- 종합적인 고객billing 및 정보시스템 구축

- 대체위험

- 네트워킹구축까지의 라이선스 획득에 필요한 장기의 리드기간 필요
- 현재의 낮은 전화료는 가격경쟁을 추구하는 신규업체에 대한 진입장벽
- 위성네트워크는 1999년전에는 운영되지 않을 것임.

- 기술위험

- 검증된 기술
- 스폰서들의 명성

아. 프로젝트일정

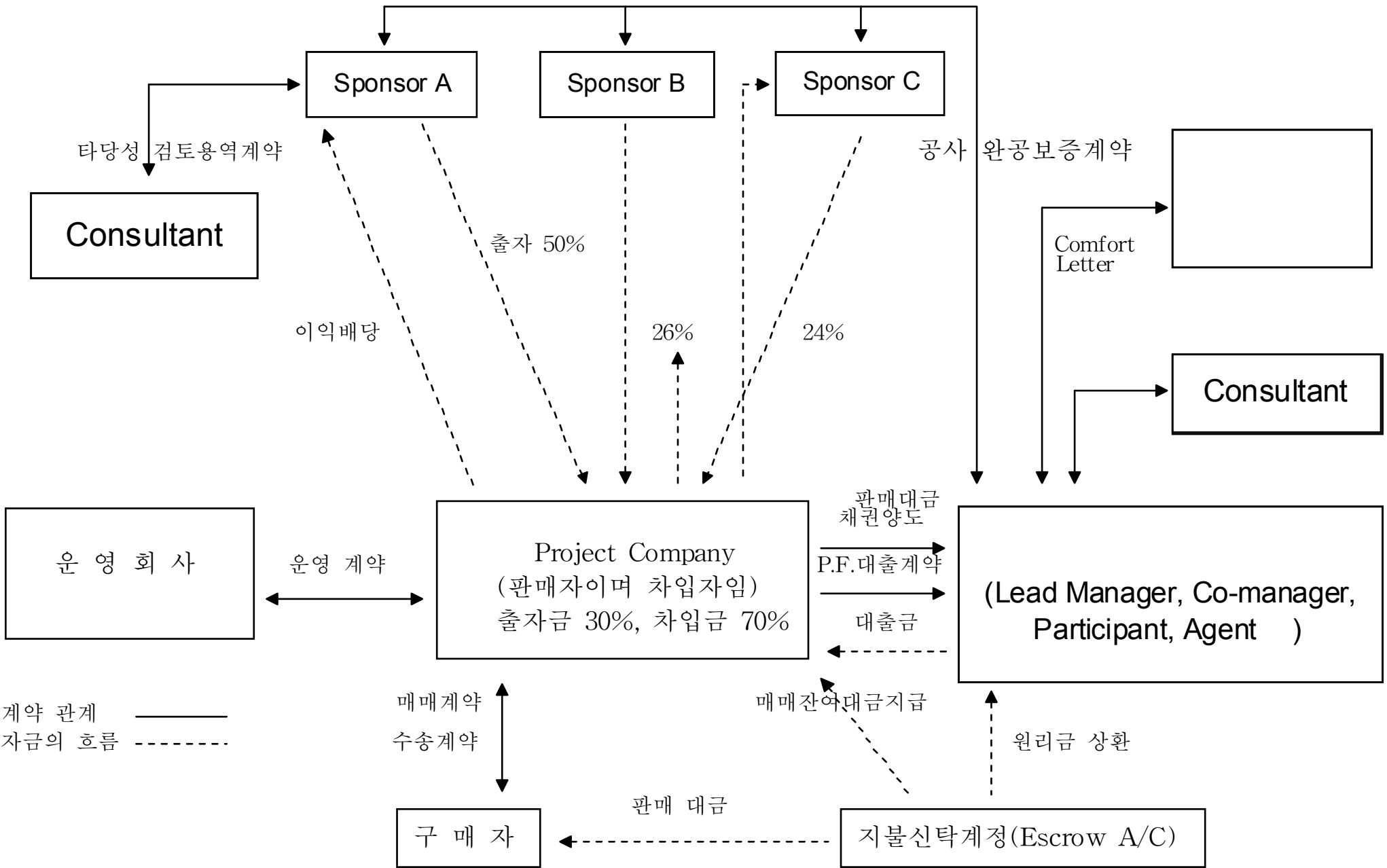
- D-2 월 19일 Co-arrangers 프레젠테이션
- D-1 월 4일 Co-arrangers 프로젝트참여표시 기한
- D-1 월 7일 신디케이션 launch
- D-1 월 11일 - 15일 로드쇼 - 런던, 홍콩, 싱가포르
- D-1 월 25일 은행들 참여표시 기한
- D 월 2일 signing
- D 월 9일 인출개시

### 3. PF 사례연구 III

- 프로젝트회사 Comunicacion Celular S.A.의 신용공여퍼실리티 조건
- 주관사회사: Citicorp Securities, Inc.
- 퍼실리티: 1억달러의 선순위 담보부 중장기대출
- 최종만기: 6년
- 약정수수료: 미사용잔액에 대해 0.5%
- 차입이자율: LIBOR + 3.25%

(단, 프로젝트성과에 따른 조정 가능: 아래 표 참조)

총부채/EBITDA	LIBOR Margin(bps)
$\geq 12.0$ x	325.0
$\geq 8.0$ but $< 12.0$	300.0
$\geq 6.0$ but $< 8.0$	275.0
$\geq 4.0$ but $< 6.0$	225.0
$< 4.0$	175.0



<그림 3> 프로젝트파이낸싱의 기본구조

## 제 6 장 국제증권화/자산담보부증권 활용

### 제 1 절 국제증권화의 기본 개념

#### 1. 증권화의 정의

증권화(Securitization)는 미래에 안정적으로 발생하는 현금흐름을 기업으로부터 분리하여 이를 담보로 하고, 이에 따라 이러한 현금흐름이 기업의 파산이나 국가의 자본통제 등 미래에 발생가능한 위험에 영향을 받지 않으면서, 이러한 현금흐름이 투자자에게 지급이 되도록 적절한 구조를 갖추어 유가증권을 발행하는 것이다. 이 때 발행되는 증권을 자산담보부증권(Asset-Backed Securities, 이하 ABS)이라 부른다. ABS는 할부대출, 리스, 또는 만기마다 회전(revolving) 신용장 등에 의해 지지되는 증권으로서, 구조의 차이는 있지만 모두 높은 신용등급과 투자자의 매도자의 신용위험에 대한 노출 제한을 가져오는 신용도제고 장치를 특징으로 한다.

#### 2. ABS 투자의 동기

증권화로 발행된 유가증권, 또는 자산담보부증권(Asset-Backed Securities, 이하 ABS)은 흔히 발행기업의 신용등급이나 국가신용등급보다 좋은 등급을 받아 낮은 이자율로 발행될 수 있다. ABS는 투자자에게 다음과 같은 이유로 인기가 있다. 첫째, 높은 신용도를 가지고 있는데, 기초자산의 역사적 손실비율을 배수로 커버하는 소구조항과 제 3자 신용도제고 장치가 있다. 둘째, 유사한 만기나 신용등급의 채권 수익률보다 높은 수익률을 제공한다. 셋째, 발행시장이 급속하게 성장하고, 유동성있는 유통시장이 형성되어 일반 회사채보다 유동성이 높다. 예를 들어, 최근 국제금융시장에서는 미국 기업들을 중심으로 글로벌자산담보부채권(Global Asset-Backed Bonds)의 발행이 크게 증가하고 있다. 넷째, ABS는 비교적 예측가능한 현금흐름을 가지고 있는데, 대부분의 ABS가 선지급위험을 내포하고 있지만, 부동산저당증권(MBS)과는 달리 선지급은 시장금리 수준의 변화에 대해 사실상 영향받지 않는다. 다섯째, ABS의 만기는 일반적으로 5-6년의 만기를 가지고 있으나, 원금수취까지의 평균 기간은 1-3년으로 보다 짧다.

한편, 투자자의 주요 ABS매입 기준은 다음 요인들을 고려한다: 신용도, 현금흐름의 연속성, positive convexity, 수익률프리미엄, 유동성.

매우 다양한 형태의 재무자산들이 ABS구조로 이용될 수 있으나 다음과 같은 특성을

지닐 때 더욱 유리하다: 예측가능한 현금흐름, 지속적으로 낮은 부실채무율 경험, 시장 평균 ABS수익률보다 높은 수익률, 만기시 원금의 전액상각, 1년 이상의 평균대출기간, 인구학적으로, 지역적으로 다양한 채무자층, 기초가 되는 담보들의 높은 청산가치와 채무자에 대한 높은 효용가치.

ABS의 다양한 이점들로 인하여 투자자층은 광범위하여, 은행, 투자신탁회사, 투자자문회사, 주택저당대출기관, 보험회사, 공공 및 민간 연금기금, 국내외 기업들이 매입하고 있다.

### 3. ABS 시장의 성장

1985년말 First Boston이 최초로 리스담보부증권을 판매한 이후로, 1980년대말 현재 500억달러 이상의 발행이 이루어졌는데, 주요 담보자산은 자동차대출, 신용카드매출채권이다. ABS는 최초 발행된 이후로 1989년 말까지 총 550억달러가 발행되었으며, 1988년에는 150억달러가 발행되고 89년에는 기록적인 200억달러가 발행되었다. 1988년까지 대부분의 ABS는 자동차대출 위주였으나 그 이후 신용카드매출채권 위주로 담보자산이 바뀌었다.

신용카드 ABS는 원금상환 유예기간이 존재하지만, 자동차대출 ABS는 그렇지 않다. 그러므로, 신용카드 ABS 발행의 경우 평균 만기가 더 길다.

한편, 새로운 종류의 ABS가 계속 발행될 것으로 예상되는데, 이는 기초자산의 거래량이 매우 커지고 있으며, ABS 발행자는 그들의 레버리지비율을 계속 줄이고자 하기 때문이다. 새로운 ABS의 발행은 여러가지 형태를 띠고 있으며, 대부분의 경우 신용등급이 AAA이며, 미국에서는 공모로 발행되고, 유럽에서는 사모로 발행되고 있다. 특히 사모시장에서는 농기계 매출채권, 보험료, RV 등의 자산도 증권화되고 있다.

### 4. ABS의 구조

모든 ABS가 여러 공통적인 특징을 가지고 있지만, 담보의 종류가 할부계약과 회전 신용장의 두가지로 대별된다. 먼저, 자동차, 트럭, RV, 보트 등의 구입과 관련한 할부 대출은 상각계획표와 확정된 만기일을 가지고 있다. 둘째, 신용카드 소지자에게 제공되는 회전대출은 상각계획표나 만기일이 없으며, 차입자의 요구로 만기가 연장되고 계속적인 상황이 이루어진다.

대부분의 담보는 조기상환 위험에 직면해 있다. 그러나 대부분의 신용카드 ABS는 기초자산의 그것보다 더 확실한 원금지급 계획표를 제공하도록 설계된다. 또한, ABS



잔고가 적을 때의 관리부담을 경감시키기 위해 소위 “잔액” 수의상환 (cleanup call) 조항이 있다.

모든 ABS는 다음에 설명할 여러 형태의 신용도제고 장치를 가지고 있다.

ABS는 부동산저당증권(MBS)과 유사하게 일종의 신탁으로 구조화된다. 그러나 통일상업법규에 의해 수탁자(trustee)는 MBS와는 달리 매출채권 지분을 확보하기 위한 계정서류의 실질적 소유는 하지 않고 있다.

#### 가. 할부계약 ABS

전형적인 할부계약 ABS는 부동산저당전가증권(Mortgage Pass-through Securities)과 구조적으로 유사하다. ABS 투자자들은 발행자가 구성한 신탁에 대해 분할되지 않은 지분을 가지게 되며, 신탁을 구성하기 위해 발행자는 할부계약 내지 대출을 총합(pool)한다. 풀내의 할부계약들은 만기가 다양한데, 대체로 5년 미만이다. 대출계약의 금리는 ABS의 금리보다 높으며, 실질적으로 매달 동일한 원금분할상환을 통해 만기까지 원금은 완전상각이 된다.

투자자는 ABS 잔액에 대해 매달 이자를 수취한다. 일반적으로 GNMA(Government National Mortgage Association)의 부동산저당전가증권에 비해 이자지급이 다소 늦춰지는데, 즉 매달의 이자와 원금이 다음 달 15일에 투자자에게 송금된다. 투자자는 선지급이 발생하면 이에 대한 한 달 동안의 전체이자를 수취하며, 각 투자자는 매달 원금과 이자의 동일한 비율을 수취한다. 각 지급에 포함된 원금액은 기초담보의 상각률과 선지급률에 달려 있으며, 선지급이 일찍 발생하면 할수록 ABS의 평균만기는 짧아진다.

발행자는 일반적으로 ABS의 발행후 대출에 대한 서비스를 계속한다. 예를 들어, 부실대출에 대해서는 이자와 원금을 선급해야 하며, 제한적 보증이 존재하는 경우 발행자는 정해진 최대소구 수준까지 채무불이행된 매출채권을 재매입해야 할 수도 있다.

#### 나. 회전신용 ABS

신용카드 ABS는 특정 회전기간 동안 원금을 상각하지 않고, 그 대신에 매출채권으로부터의 원금은 수탁자가 추가적인 매출채권에 대한 재투자를 위해 보유한다. 신용카드 부채에 대한 높은 원금상환율로 인해, 회전기간의 길이가 대체로 ABS의 평균만기를 결정한다. 발행자는 매출채권에 대한 서비스를 계속하며, 일단의 채무자(obligors) 계정들에 대한 매출채권들이 거래에 포함된다. 신용카드 ABS에 대한 이자는 일반적으로 매달 15일에 다소 늦춰져 지불되며, 대부분의 거래는 고정이자 기준인 데 비해 LIBOR에 기

준한 변동금리 발행도 있다. 원금 지급은 회전기간 말에 이은 상각기간 동안 매달 이자 지급과 함께 배분된다. 원금 배분의 금액은 신용카드 소지자로부터의 원금지급액이 수취됨에 따라 결정된다.

네가지 유형의 ABS 구조가 존재하는데 원금 회수의 방식에 따라 차이가 있다. 첫째, 회사채와 가장 유사한 구조는 만기일시 원금상환(bullet maturity payment) 방식인데, 이 때 제 3자가 만기연장위험을 실질적으로 제거하는 만기보증을 제공한다. 둘째, “soft-bullet” 방식은 만기보증을 제외하고 첫 번째 구조와 동일하다. 세 번째 구조는 원금상각 또는 감채기금 조항이 있다. 네 번째 구조는 최소한의 상환확실성을 제공하는데 투자자들은 실제 담보의 지급률에 따라 원금을 수취한다.

신용카드 ABS는 통상 두가지로 구조화되는데, 첫째 신용카드 매출채권의 소유증명서를 활용한 매각 방식이고, 둘째, 매출채권에 의해 담보된 노트를 활용하는 차입 방식이 있다.

매출채권의 매각 방식에서는 매출채권에 대한 지분참여를 통해서 또는 투자자들이 소유한 신탁에 대해 매출채권이 매각된다. 이후 증권화된 신용카드 고객계정의 포트폴리오로부터 창출된 새로운 모든 매출채권들은 창출 즉시 자동적으로 매각된다. 계정내 총 매출채권 금액의 변동성 때문에, 이러한 변동성을 흡수하기 위해 자산매각자가 지분규모가 증감하는 제 2의 소유자 계층을 유지할 수 있다. 담보노트 발행에 있어서는, 발행자가 직접 또는 특수목적회사를 통해 매출채권을 담보로 하는 노트를 발행하는데, 이 때 노트는 발행자의 일반적 채무가 된다.

## 5. 신용지원장치

ABS는 투자자를 가장 합리적으로 기대되는 사건들로부터 격리시킬 수 있도록, 즉 피해를 입지 않도록 구조화되는데, 그럼에도 불구하고, 담보의 질이 중요하다. 대표적인 신용지원장치로는 자산매각자 또는 발행자에 대한 소구조항(자가보험(self-insurance)이라고도 불림) 내지 이들에 의한 제한적 보증, 은행의 신용장, 제 3자 보험(surety bond), 준비금계정(reserve or spread account), 초과담보(overcollateralization), 선순위/후순위 구조, 이상 여러 장치들의 조합 등을 들 수 있다.

증권평가기관들이 요구하는 신용도제고 금액은 기초가 되는 자산풀로부터의 현금흐름에 대한 보수적 가정에 토대를 두면서, 통상 기대대출손실의 배수이다. 예를 들어, GMAC가 제공한 5% 제한적 보증은 기대대출손실의 10배수에 해당하는 금액이었다. 따라서, ABS의 신용등급을 높이기를 원하면 이 금액이 높아야 된다.

자동차대출은 채무불이행시 자동차점유에 의한 일부 손실 회수가 가능하기 때문에

1.5-2.5%라는 역사적으로 비교적 낮은 손실률을 기록하고 있다. 그러나 최근에는 손실이 증가하고 있는데 이는 부분적으로 보다 공격적인 대출관행 때문에 기인한다. 높은 신차 가격과 경쟁 증가는 자동차할부금융회사에 대해 대출 만기를 연장시킴으로써 포트폴리오 위험을 증가시켰다. 장기 대출은 차입자가 차에 대한 지분을 쌓는 데 보다 오랜 시간이 걸리기 때문에 대출손실이 단기 대출보다 클 수 있다. 그러나 대출자는 높은 대출 쿠폰금리로 보상을 받는다. 신용도제고 수준은 자동차대출 ABS의 담보위험 증가를 보상하기 위해 상향 조정되고 있다. 대부분의 자동차대출 ABS는 Moody's나 Standard & Poor's로부터 AAA의 신용등급을 받고 있다.

신용카드 ABS의 신용의 질은 증권화된 매출채권이 인출되는, 고객 계정의 질로부터 부분적으로 파생된다. 신용카드 매출채권의 손실은 자동차대출보다 많고 그 변동성도 높은 경향이 있다. 역사적인 신용카드 포트폴리오의 성과가 미래의 손실률의 예측치로서 활용될 수 있다. 신용지원 수준이 손실 위험으로부터 투자자를 보호하기 위해 정해지는데, 신용지원은 자동차대출담보 증권보다 신용카드 ABS에 대해 높으며, 초과서비스료 또는 수익률스프레드도 이러한 신용도제고 수단이다.

신용카드 증권은 소위 “배당사건”(payout events)이라고 불리는 독특한 장치에 의해 보호받고 있다. 이는 이 사건이 지속되면 거래를 악화시키고 투자자 손실의 위험을 증가시키는 거래기간 중의 가능한 사건들이다. 수탁기관이 배당사건이 발생했다고 결정할 때 증권은 즉시 상각되기 시작하여 원금을 투자자에게 액면가로 돌려 주게 되는데, 배당사건의 예들은 다음과 같다.

- 기초가 되는 대출포트폴리오의 손실률의 상당한 증가
- 자산매각자가 유지하는 지분율의 상당한 감소
- 카드발행자의 파산 내지 법정관리신청이 대출서비스의 질에 영향을 미침.
- 기초 대출포트폴리오의 수익률 감소로 증권에 대한 이자와 다른 비용들을 지불하는 데 필요한 자금의 감소
- 신탁이 1940년의 투자회사법하에서 투자회사로 결정될 경우.

투자자에게 있어 배당사건은 두가지 엇갈리는 의미가 있다. 이는 투자자 손실에 대한 보호를 제공하지만 반면에 원금상각이 기대보다 훨씬 빨리 발생하기 때문에 금리가 하락하는 경우에는 부정적인 영향을 미친다. 그러나 배당사건이 발생하는 것은 매우 이례적인데, 손실이나 지불유예도 천천히 발생하므로 배당사건이 예기치 않게 발생하지는 않는다.

모든 자산담보부증권은 신용지원장치가 있는데 일정한 최대 금액까지 일정률의 보험 내지 보증처럼 간주된다. 통상 보증비율은 자동차대출담보 증권의 경우 액면금액의

8-15%, 신용카드담보 증권의 경우 8-20%이다.

## 6. ABS의 현금흐름 특성

일반적으로 ABS의 기초가 되는 대출계약의 현금흐름 특성이 ABS의 현금흐름 특성을 결정한다. 자동차대출담보증권의 현금흐름 특성은 담보의 특성과 매우 유사하지만, 신용카드대출담보증권은 투자자에 대해 보다 안정적인 현금흐름을 제공하기 위해 기초대출의 현금흐름 특성을 상당히 수정한다.

자동차대출은 만기까지 기간에 걸쳐 원금을 상각하지만 예정된 만기에 앞서 전액상환될 수 있다. 사실상 차입자의 옵션에 따라 대부분의 대출이 조기상환될 수 있다. 조기상환이 발생할 때 원금은 증서 소지자에게 동일한 비율로 배분된다. 예기치 않게 높은 조기상환은 증권의 평균만기를 단축시키므로, 증권을 평가하기 위해서는 조기상환율을 예측할 필요가 있다. 신용카드 대출은 대출잔액의 일정비율까지 최소한의 월 지급을 요구하지만 원금상각 조항은 존재하지 않는다. 실제 매월 원금지급률은 10-20%이므로 통상 포트폴리오의 원금상환은 매우 빨리 발생한다. 이에 따라 신용카드대출담보증권은 원금상환 유예기간(lockout period)이 존재한다. 즉, 발행후 일정 기간까지는 원금이 투자자에게 상환되지 않는다. 이는 최초 대출이 상환되더라도 새로운 매출채권을 매입함으로써 원래의 잔액을 유지하게 된다.

신용카드 소지자는 주기적으로 신용한도에 대해 차입하고 상환하기 때문에, 풀에 추가된 신규대출은 원래의 대출과 동일한 고객계정으로부터 발생하게 된다. 통상적인 상환유예기간은 18개월에서 길게는 10년까지이며, 상환유예기일이 지나면 이 때부터 증권의 원금상각 기간이 시작되며 새로운 매출채권이 매입되지 않고 상환된 대출은 증권소지자에게 배분된다.

신용카드 소지자의 월간 지급률이 신용카드 ABS의 상각속도를 결정한다. 이 지급률은 산업마다 기간마다 상이하지만, 어느 포트폴리오에 대한 조기상환율은 시장금리 움직임에 따라 큰 변동이 없다. 그 결과 상각기간의 길이는 단기로서 예측이 가능하다.

## 7. ABS의 가치평가

ABS는 평균투자기간에 대해 현금흐름의 타이밍과 확실성을 근거로 그 가치가 평가된다. 이는 증권의 신용등급, 원금지급형태, 조기상환율의 평가를 포함한다. 전통적인 채권과 매우 상이한 부동산담보대출증권과는 달리, ABS는 금리변화에 대한 가격변화의 관점에서 조기상환불능 채권과 매우 유사하다. ABS와 채권간에는 현금흐름의 예측가능

성에서 다소 차이가 있다. 이에 따라 채권에 대해 ABS는 작은 수익률 프리미엄이 존재한다.

재무성채권에 대한 ABS의 스프레드는 ABS 시장이 성숙됨에 따라 다소 낮은 범위에서 움직이고 있다. 2년 만기 ABS의 스프레드는 65-95 bp 사이에서 움직이며, 자동차 ABS는 현금흐름의 예측가능성이 다소 낮으므로 이보다 5 bp 넓은 범위에서 거래된다.

ABS는 역사적으로 유사한 만기의 회사채와 비교하여 좋은 가치를 제공해 왔으며, ABS에 대한 투자자의 관심은 ABS의 수익률 이점, 높은 신용등급, 만기의 단기 및 예측가능성, 높은 유동성 때문에 지속적으로 높을 것으로 전망된다.

## 제 2 절 국제증권화 거래구조

### 1. 의의와 특징

국제증권화(international securitization) 거래는 기본적으로 국경을 넘어 증권화 거래가 실행되는 것이다. 이러한 거래에는 서로 다른 국가들에 거주하는 매도인(sellers), 채무자(obligors), 투자자(investors), 그리고 인수중개자(arrangers)가 관련된다.

증권화가 개도국 내지 신흥공업국 기업들과 관련하여 이루어질 경우 다음 세 가지 방식으로 거래가 성립된다. 첫째, 국내 증권화 방식인데, 어느 한 신흥공업국에서 초기적인 자본시장이 존재한다는 점에서는 자국통화 표시의 증권화가 성립할 수 있다. 그러나, 이러한 국내 증권화를 성취할 수 있는 신흥공업국 국가 내지 자본시장은 거의 존재하지 않는다. 신흥공업국은 여전히 자본의 순수입국이기 때문이다.

두 번째 방식은 국제증권화인데, 특히 자금조달 금액이 많을 경우에는 해외에서의 자금조달이 필수적이다. 이 때 OECD 등 선진국 투자자들은 신흥공업국의 자국통화 증권화와 관련된 환위험의 부담을 기피하기 때문에, 신흥공업국 기업들은 증권화 거래를 이행하기 위해서 미달러화 등 경화(hard currency)표시 매출채권(receivables)만을 담보로 사용해야 한다.

세 번째 방식은 최근에 와서 더욱 보편화되고 있는 것으로서, 이는 미래(future) 매출채권의 증권화를 의미한다. 일반적으로 신흥공업국의 기업들은 운영규모가 소규모이기 때문에 또는 (통상 자국통화의 가치가 하락하는 환경에서) 가능한 한 빨리 대금을 회수하고 최소한의 거래조건을 뛰어 넘어서는 신용공여를 하지 않기 때문에, 증권화에 필요한 거액의 기존의(existing) 매출채권을 가지고 있지 않다.

## 2. 한국기업의 증권화 활용

한국기업의 증권화는 미래에 안정적으로 발생하는 현금흐름, 특히 선진국시장에서의 매출채권에 대한 미달러화 등 경화표시 현금흐름, 정보통신업의 경우 해외에 진출한 한국기업을 고객으로 한 국제전화요금 정산액 등을 한국기업으로부터 분리하여 이를 담보로 하여 ABS를 발행할 수 있다. 이 때, 지급불능이나 한국 정부의 자본통제 등 위험은 거의 없거나 낮다는 점을 투자자에게 강조해야 할 것이다. 한편, 한국기업은 해외금융자회사를 설립하여 이를 증권화를 위한 특수목적법인(Special-Purpose Vehicle)으로 하여 이 법인에 대해 미래 현금흐름 내지 매출채권(receivables)을 매도하게 되며, 이로써 발행증권의 원리금을 상환할 수 있다.

한국기업의 증권화의 대표 사례로는, 현대자동차가 1998년 4월 29일 미국에서 자산담보부 채권을 발행하여 3억달러(약 4,000여억원)를 조달한 것을 들 수 있다. 미국내에서 현대자동차의 딜러에 대한 금융은 물론 현대차 구매고객에게 할부금융과 리스금융을 제공하는 현지법인인 현대할부금융회사(HMFC)의 매출채권을 담보로 채권을 발행한 뒤 이를 투자자들에게 매각하고 그 자금을 국내에 들여오는 방식을 취했다. 이 채권은 1년 만기 단기채권(2억2,000만 달러)과 3년 만기 중기채권(8,000만달러)의 2가지 형태로 발행됐다. 발행금리는 각각 5.99%(LIBOR + 18bp), 6.14%(미국 T-Note 수익률 + 60bp)로 낮은 것이었다.

3억달러 한도에 12억달러 이상이 청약되는 등 미국 투자자들의 큰 호응을 받은 이 채권에 대해 신용평가기관인 S&P는 AAA, 무디스사는 Aaa 등급을 지정했다. 이전에도 현대자동차는 93년 한국계 기업으로는 처음으로 ABS 공모발행 형식으로 1억1,500만 달러를 조달한 바 있다.

## 3. 한국기업 증권화의 의의

한국기업의 증권화로 SPC가 발행한 증권은 한국기업의 신용등급(현재 투자적격등급(investment grade) 이하)에 비해 보다 좋은 등급을 받아 낮은 이자율로 발행될 수 있을 것이다. 즉, 한국기업이 발행하는 ABS는 투자자에게 다음과 같은 이유로 인기가 있을 수 있다.

- 산업의 매력도: 모회사인 한국기업의 산업매력도와 국제사업의 활성화 전망
- 높은 신용도: 기초자산의 역사적 손실비율이 아주 낮지만 이를 배수로 커버하는 소구조항과 선진국 은행 등 제 3자 신용도제고 장치

를 들 수 있음.

- 수익률: 환위험 등 제위험요인을 완화하는 장치를 제공함으로써 위험조정 수익률을 적절하게 제공할 수 있음.
- 유동성: 최근 국제금융시장에서 인기가 있는 글로벌자산담보부채권(Global Asset-Backed Bonds)의 발행을 통해 유동성 베이스를 넓힘.
- 비교적 예측가능한 현금흐름: 한국기업의 ABS는 선지급위험이 존재하지 않으며, 기초자산인 국제사업 대금도 정확하게 예측될 수 있는 안정적인 현금흐름임.
- 만기: ABS의 만기는 일반적으로 5년의 만기를 가지고 있으며, 최장기 10년까지 발행할 수 있으므로 투자자에게 유리함.
- 채무자층: 선진국의 다수 국제사업자 내지 고객들을 채무자층으로 확보할 수 있음.

#### 4. 한국기업의 국제증권화 거래

한국기업의 국제증권화 거래는 기본적으로 국경을 넘어 증권화 거래가 실행되는 것이다. 이 거래에는 한국에 거주하는 매도인(seller) 한국기업, 한국기업의 자회사로서 증권 발행자(issuer)인 SPC, 채무자(obligors)인 선진국의 주요 국제사업자 내지 고객들, 선진국의 주요 기관투자자들(institutional investors) 내지 사모채 투자자들, 그리고 인수주 간사(arranger)인 국제투자은행이 관련된다.

특히 자금조달 금액이 많을 경우에는 글로벌시장을 통한 자금조달이 필수적이다. 이때 OECD 등 선진국 투자자들은 환위험의 부담을 기피하기 때문에, 한국기업은 미달러화 등 경화표시 매출채권만을 담보로 사용해야 한다. 부득이한 경우 예를 들어 마케팅 전략상 해외에 진출한 한국기업의 국제사업 대금을 연화(soft currency)로 수취한 경우에는 한국기업이 대신 환위험을 헷지함으로써 투자자에게 이를 전가해서는 안될 것이다.

#### 5. 미래 매출채권 국제증권화의 위험

미래 매출채권의 국제증권화와 관련된 위험은 멕시코 국영전화회사인 Telmex의 사례를 통해 다음 네 가지로 구분할 수 있다.

## 가. 위협의 배경

미래 경화표시(여기서는 미달러화) 매출채권의 국제증권화는 Citibank의 중개로 1987년 멕시코 국영전화회사인 Telmex를 위해서 이루어졌다. 이 때 Telmex는 1980년대 라틴아메리카 제국의 외채 위기로 인하여 멕시코경제가 여전히 비틀거리고 있는 상황에서 거액의 달러표시 자금조달이 필요한 시기였다. 이는 한국의 현재 상황과 유사한 것을 주목할 필요가 있다. 한편, 국제상업은행들도 1970년대 대출이 이루어진 이미 만기가 지난 차관의 대금 회수를 위해 노력하고 있는 상황에서 이미 채무 이행을 지체하고 있는 국가들의 공공부문 사업체에 대해 추가적인 용자를 확대할 수 없었다. 그러므로, Telmex는 새로운 자금조달원을 찾지 않으면 안되었다.

## 나. 한국기업의 국제증권화 위협의 배경

1997년에 들어 잇따른 한보 등 한국기업의 도산사태와 이에 따른 금융기관들의 부실채권 규모의 거대화, 아시아 금융위기의 전염(contagion) 현상은 한국의 국가위험 내지 한국 금융기관과 기업들의 신용위험을 높임으로써 국제금융시장에서의 자금조달의 어려움이 커지고 있다. 한편, 산업의 글로벌 경쟁이 치열해지고 국내적으로는 구조재조정이 현안으로 등장함에 따라 한국기업은 특히 재무구조 개선을 위한 자금조달이 주요 현안으로 등장하게 되었다. 결국, 한국기업은 신용위험 뿐만 아니라 자금의 가용성위험(availability risk)을 완화하기 위해 적절한 자본비용의 새로운 자금조달방식을 찾지 않으면 안되게 되었다.

## 다. 국경횡단(cross-border) 위협의 완화

Telmex와 관련한 국제증권화 거래는 미국의 비은행 기관투자자들이 미국내에서 발생하는 Telmex의 미달러화 표시 수익흐름(국제전화요금 정산액)이 멕시코로 송금되기 전에 자신들의 수익으로 전환할 수 있다는 확신에서 출발하였다. 요컨대, Telmex는 AT&T에 대해 통신서비스를 수출하고 있었다. 이는 미국내 전화가입자들이 멕시코로 국제전화 통화를 할 때 Telmex가 AT&T의 국제전화 통화연결을 도와줌으로써 이루어졌다. 이러한 서비스에 대해 AT&T는 미국의 발신자에게서 징수한 전화료를 정산하여 이중 일부를 Telmex에게 주어야 했다.

투자자들이 이러한 현금흐름을 통제하여, 그들이 AT&T로부터의 지급대금을 회수하고 이중 자신들에 대한 원리금상환 대금을 유보하고 그 나머지 대금만을 Telmex에게



송금해 줄 수 있게 함으로써, 국경횡단 재무위험은 효과적으로 완화되었다. 멕시코 정부의 채무상환 능력은 더 이상 문제가 되지 않았다. 멕시코 중앙은행은 더 이상 미달러 흐름에 대한 통제를 행사할 수 없었다.

이러한 국제증권화 아이디어는 사실 훌륭했다. 그러나, 그것이 실행될 수 있을까? AT&T가 지시 받은 대로 지불하는 것에 동의를 할 것인가? 어떻게 Telmex는 자신들과 멕시코 정부의 기존 금융협정들에 있는 금지담보조항(negative pledge clauses)을 처리 할 것인가? (Telmex는 그 당시 100% 정부 소유였다. 금지담보조항의 가장 중요한 특성은 부채의 안전을 위해 대출자가 차입자에 대해 수익을 담보로 하는 것을 금지하는 것이었다.)

금지담보조항을 면밀히 검토한 결과, 미래 매출채권의 담보제공(pledge)은 전혀 불가능한 것이지만, 이 조항이 미래 매출채권의 매도(sale)까지 금지할 수는 없다는 확신이 섰다. 전자의 매출채권의 담보제공은 투자자가 매출채권을 담보물로 간주하고 차입자에게 전액 상환청구권을 유지하고 있다는 의미이다. 반면, 매출채권의 매도는 투자자가 매출채권 계약하에서 매출채권의 채무자(obligor)의 상환 위험을 부담하며, 차입자인 매도인에 대해서는 상환청구권을 가지지 않게 된다. 결국 만약 투자자들이 원리금상환을 전적으로 매출채권에 의존하고 Telmex에 대한 상환청구권을 포기하는 데 만족한다면, 금지담보조항은 적용할 수 없는 것이다.

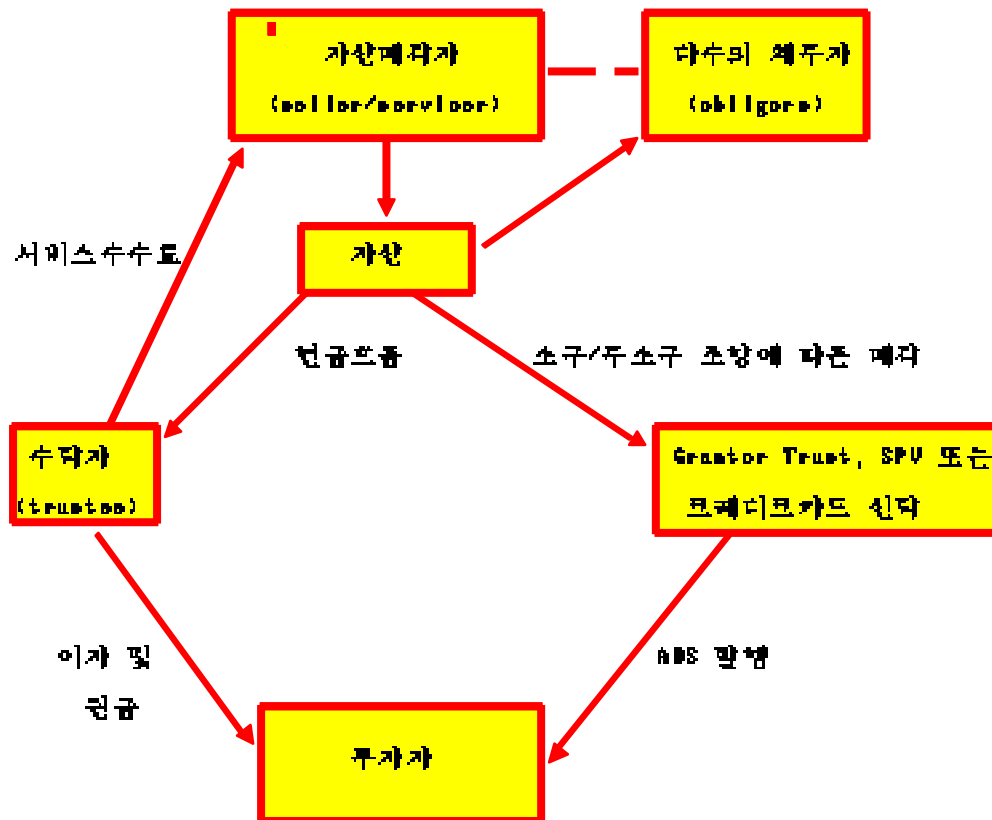
또한, Telmex의 미국내 자회사가 없기 때문에, 미국의 연방통일상법(UCC)하에서 매출채권에 대한 증권지분의 완성은 Telmex가 단순히 AT&T에게 통지해 줌으로써 달성될 수 있었다. 이러한 통지(notice)는 AT&T에 대해 Telmex의 매출채권이 매도되었음을, 그리고 AT&T가 지금부터는 지정된 제3자(수탁인)에게 지불을 하도록 Telmex가 취소불능으로 지시하고 있음을 알려준다. AT&T는 이러한 통지에 따라야만 한다.

몇 가지 요소들의 조합, 달리 말하면 “구조”(structure)는 투자자의 입장에서 국경횡단 위험을 효과적으로 완화하는 수단으로 인식된다. 이러한 형태의 자산증권화는 멕시코가 (그리고 더 나아가 남미제국이) 국제자본시장에서 다시 자금을 조달할 수 있게 되는 방식이 되었다. 이는 1982년에 잃어버렸던 OECD 투자자들의 확신을 일부분 회복하는 데 도움이 되었다. (Telmex의 ABS의 기본구조와 원리금상환 흐름에 대한 <그림 5>와 <그림 6> 참조)

국제전화사업과 관련한 국제증권화 거래는 남미제국의 국제전화사업자들의 성공 사례가 말해 주듯이 국경횡단 위험이 거의 존재하지 않는다고 할 수 있다. 즉, 선진국의 한국기업 ABS 투자자들로 하여금 미래 발생하는 국제전화 정산요금의 매출채권 현금흐름을 통제하게 하거나, 신탁회사 내지 은행의 지불신탁계정을 활용하여, 그들이 선진국 전화사업자로부터의 지급대금을 회수하고 이중 자신들에 대한 원리금상환 대금을 유보

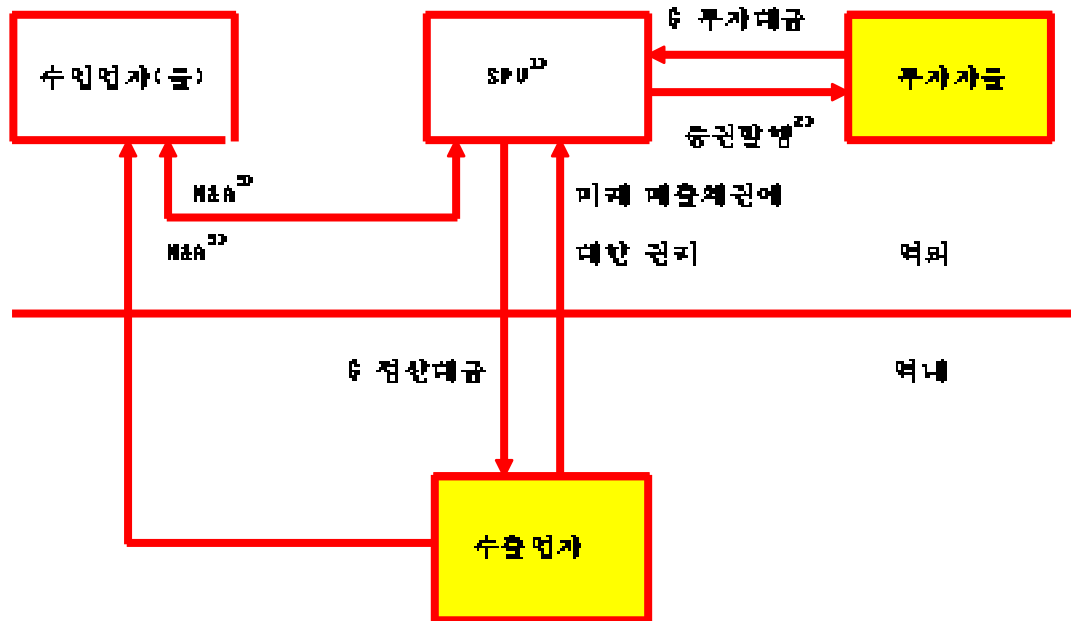
<그림 4>

ABS의 기본구조



<그림 5>

Telmex ABS의 기본구조



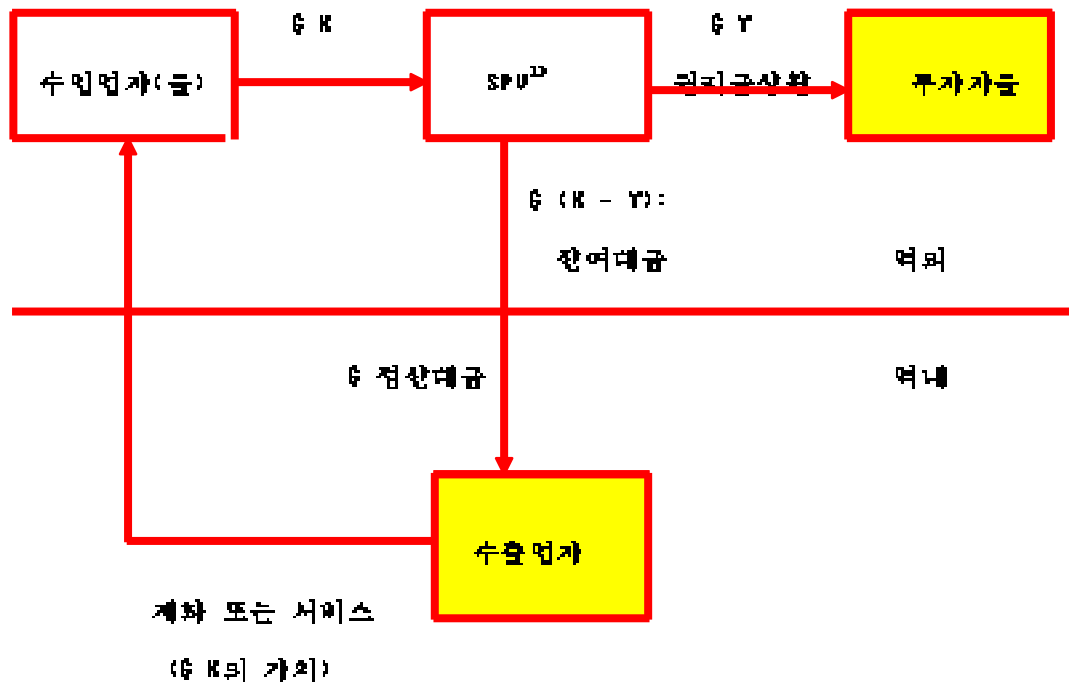
주: 1) 특수목적법인 (Special Purpose Vehicle) 또는 신락회사

2) 증권 또는 신락증서

3) 수입업자에 대한 매출채권의 제도 용지 (Notion)와  
수입업자의 승인 (Acknowledgment)

<그림 6>

Telmex의 ABS 원리금상환 흐름



하고 그 나머지 대금만을 한국기업에게 송금해 줄 수 있게 함으로써, 국경횡단 재무위험은 효과적으로 완화될 수 있다.

한편, 매출채권의 담보제공 내지 매도와 관련하여 여러 국가의 법체제를 검토할 필요가 있다.

#### 라. 지불위험(Payment Risk)

증권화 거래에서 대부분의 경우 매출채권의 매도인(여기서 Telmex)은 투자자들의 신용분석의 초점을 자신에게서 멀리하여 채무자(여기서 AT&T) 쪽으로 돌리고 있다.

미국과 다른 OECD국가들에서, 증권화 거래는 수천 명 또는 수백만 명의 채무자들에게 지불위험을 분산시킴으로써 발행증권의 신용을 높인다. 매출채권의 풀(pool)과 관련한 상환의 연체, 희석화, 및 기타 다른 변수들의 역사적 패턴을 연구하면 초과담보화(overcollateralization)와 증권화구조의 개선점들에 대한 적절한 수준을 결정할 수 있다. 이러한 연구는 매도인이 자신이 스스로 성취할 수 있었던 것보다 더 높은 발행등급을 가져오게 된다.

그러나, 신흥공업국에서는 위에 제시한 접근방식이 제대로 작동되지 않는다. 다수의 채무자들에 대한 역외대출에 참여하는 신흥공업국의 기업들은 드물다. 매출채권을 창출하는 기업들은 일반적으로 상품을 수출하던 서비스를 수출하던 간에 그들의 수출활동의 일부로서 매출채권을 창출한다. 그들은 한 명에서 아무리 많아도 예컨대 25명 이하의 고객이나 채무자를 가진다. 25명 이상의 고객이나 채무자가 있는 경우는 거래가 빈번하지 않은 또는 소규모의 수입업자일 경향이 있다. 더욱이 그러한 고객들이 주요 고객이 아니라면, 수출업자는 전형적으로 화환신용장과 상업은행의 단기무역금융 경로를 통한 지불을 요구한다. 한편, 증권화에 유용한 매출채권은 거액으로 이용가능해야 하며, 무역금융에 대한 담보로 제공되어서는 안된다. 이러한 신흥공업국 기업들의 상업활동의 특성으로 인해, 신흥공업국의 증권화 거래는 다수의 채무자를 사용할 수 없게 되며, 이에 따라 지불위험이 소수 내지 한 명의 채무자에게 훨씬 집중된다고 볼 수 있다. 실제로, 증권화와 관련한 신용과 지불위험 분석의 초점은 기업에 대한 신용분석의 그것과 다를 바 없다. 그것은 단지 매도인으로부터 채무자에게 옮겨졌을 뿐이다.

예를 들어, 채무자가 AT&T(Telmex의 경우처럼)이거나 VISA International이라면, 투자자들은 지불위험에 대해 안심할 것이다. 만약 채무자가 낮은 투자등급의 회사라면 증권화 거래는 권고할만 하지도 않고 실현가능성도 없을 것이다.

한국기업의 증권화 거래에는 하나 내지 소수의 선진국 전화사업자가 채무자이기 때문에 이러한 위험은 아주 낮을 것이다.

## 마. 기업성과위험(Performance Risk)

기존의(existing) 매출채권의 매도는 매출채권 창출을 위하여 필요로 하는 활동이 이미 발생했기 때문에 기업성과위험을 수반하지 않는다. 투자자는 채무자로부터의 대금회수에만 신경을 쓰면 된다. 이에 대해 미래(future) 매출채권의 매도에는, 매도인이 약속한 대로 미래에도 지속적으로 기업성과를 내고 매출채권을 창출해야 한다는 위험이 수반된다. 사실상, 아직 매출채권이 존재하지 않기 때문에 매도인은 매출채권 그 자체가 아닌 미래의 매출채권에 대한 권리(right)를 파는 것이다. 기업성과위험에는 많은 측면이 있다. 그것의 정확한 본질은 거래에 따라 다양하다. 그리고 그것은 매도인의 기업 내에서 또는 그 바깥에서도 기인할 수 있다.

기업성과위험의 다양한 정도는 다음 세 가지 형태의 거래들을 고려함으로써 설명될 수 있다. Telmex의 경우와 같은 미래 국제전화 정산액 매출채권의 경우에는 미국내의 수백만 발신자들은 매출채권을 기초로 한 자금조달이 있다는 것을 전혀 인식하지 않고 멕시코로 국제전화를 할 것이다. 여기서 Telmex가 해야 할 일은 단지 스위치를 계속 켜 놓는 것이다. 이와 마찬가지로 미래 신용카드 매출채권의 경우에는, 수백만 명의 전화이용자 대신 수천 명의 여행객이 매출채권을 창출시킬 것이다. 여기서 신용카드 서비스를 제공하는 은행은 지점 전산망과 중앙처리 컴퓨터센터를 유지하는 것이 필요하다. 그러나, 미래 무역관련 매출채권의 경우에는 오직 하나의 경제주체만이 매출채권을 창출시키고 기저에 있는 자금조달의 세부사항을 완전히 알고 있다. 또한 매출채권의 창출과정은 보다 복잡하고 적절히 유지하기 힘든 경향이 있다.

한국기업이 해외 사업자나 고객에 대해 가질 것으로 기대되는 미래(future) 매출채권의 매도와 관련해서, 한국기업의 미래 경영성과가 문제가 된다. 특히 국내시장의 개방, 국내기업들간의 경쟁이 심화되고 있는 상황에서, 한국기업이 미래에도 지속적으로 기업성과를 내고 매출채권을 창출해야 한다는 위험이 수반된다.

기업성과위험과 관련한 요소들을 예시하면 다음과 같다.

### (1) 신용과 재무

매도인이 투자자들에게 지불을 하지 않을 것이라고 기대되는 경우, 매도인의 재무상태는 매우 중요한 요소이다. 매도인의 재무제표에 대한 철저한 분석과 충분한 주의관찰이 항상 필요하다. 파산한 회사나 유동성의 문제가 있는 회사는 해외로 판매하는 상품이나 서비스의 생산을 지속할 수 없을지 모른다. 만약 그러한 일이 발생하면 매출채권의 창출은 늦어지거나 아예 정지될 수 있다.

## (2) 경영

잘 경영되지 못하는 기업은 재무적으로 허약한 기업과 동일한 문제점들에 직면할 수 있다. 비효율적인 운영이나 충분하지 못한 마케팅 노력으로 인해 경쟁력과 고객, 시장 점유율을 유지할 수 없을 것이다.

## (3) 노동

노사관계의 건전성은 경영의 질과 매우 밀접한 관계에 있다. 파업과 소요사태는 수출 활동의 적시적 이행을 위태롭게 할 수 있고, 결과적으로 매출채권 창출에 악영향을 주게 된다. 역사적으로 노사관계가 원만하다는 것이 중요한 요소이다.

## (4) 운영

기업의 운영은 사안별로 고려되어야 하는 다양한 요인들에 의해 영향을 받을 수 있다. 신용카드회사는 기대되는 현금흐름을 관리할 수 있는 충분한 컴퓨터시스템을 갖추어야 한다. 알루미늄 생산회사는 전력공급중단에 대비하여 충분한 자가발전기를 갖추어야 한다. 석유화학 회사는 신뢰할 수 있는 원재료 공급업체들을 가져야 한다.

## (5) 자연현상

자연은 때때로 매출채권 창출에 영향을 끼칠 수 있다. 신용카드 매출채권은 관광사업에 의존하므로, 지진(멕시코시티, 1985)이나 허리케인(자메이카, 1989)에 의해 영향을 받을 수 있다. 광산업은 홍수 철에는 하향한다.

## (6) 정치적 위험

정치적 또는 국가 위험은 기업성과에 영향을 줄 수 있다는 점에서 지속적으로 중요한 요인이다. 재무적 국경횡단 위험을 완화한다고 해서 자동적으로 모든 정치적 위험이 제거되지는 않는다. 정부가 매출채권 창출에 악영향을 줄 수 있는 새로운 법안을 통과시킬 수도 있다. 그 예로서 수출 활동을 불가능하게 하거나 수익성이 없게 하는 수출세의 부과 (이것은 국내경제를 위해 중요한 상품 생산자에게 영향을 줄 수 있다), 생산시설의 국유화 (예를 들어, 석유와 관련된 부문에 영향을 준다), 정부의 독점적 매수인이 되

어 (농산물 수출에 영향), 여행객의 안전 문제 (신용카드 매출채권에 영향) 등이 있다.

#### 바. 위험완화수단

기업성과위험은 그것의 특유한 측면들을 다루는 구조화 기법들을 통해서 완화된다. 초과담보화, 또는 이런 경우 더 정확하게는 “Coverage” (최초일에 기존의 매출채권이 발행된 증권을 초과담보하는 것은 말할 것도 없고 100% 담보하기에도 충분하지 못하기 때문에)는 여러 다양한 문제들을 해결하는 데 도움을 줄 수 있다.

첫째, 이는 투자자들에게 안심을 준다. 투자자들이 매입하고 있는 매출채권은 매도인의 기준 내에서 안전한 것이기 때문이다. 매도인이 증권의 원리금상환을 위해 필요한 것 이상으로 매출채권을 창출시킬 수 있는 능력이 있을 뿐만 아니라 또한 지금까지 일정기간 동안 그렇게 해오고 있는 것이다.

둘째, 이 수준에 일단 도달하면 매출채권 대금회수 과정의 가속화(acceleration)를 가져오는, 촉발(trigger) 수준이라고 불리는 “최소한의 허용가능한 담보수준”(minimum acceptable coverage level)을 설정할 수 있다. 가속화란 투자자가 완전한 원리금상환을 받을 때까지 모든 대금회수액이 유보되고 증권의 원리금상환에 전액 기여되는 것을 의미한다. 이 기간동안, 매도인은 매출채권을 지속적으로 창출해야 하지만, 어떠한 현금흐름도 가져가지 않는다. 이러한 구조하에서는 가속화 촉발수준이 주의깊게 설정되어야 한다. 매출채권 수준의 갑작스럽고 급격하고 일시적인 하락으로 인해 가속화가 발생하는 것은 어느 누구의 이득도 아니다. 그러한 하락은 거래에 장기적 영향을 주지 않고 실물 상업활동의 맥락에서 일어날 수 있는 것이다. 반면에, 촉발장치들은 갑작스럽고 급격하고 장기적인 하락이나, 시장 또는 정치적 힘에 의해 야기되는 매출채권 금액의 점진적인 하락을 탐지해야 한다.

기업성과위험을 완화시키는 다른 구조화 기법들로는 계절적 변동의 영향을 완화하기 위한 대금회수기간의 조정, 의외의 사태들을 고려한 지불신탁(escrow) 계정이나 신용장의 개설, 매출채권의 수준과 1차상품시장의 변수들의 연계와 그것들의 헷징, 매출채권의 대체를 위한 조항 등이 있다.

#### 사. 법적 위험과 규제 위험

앞에 언급한 위험들을 완화시키는 구조는 상당한 정도로, 그 구조를 지지하는 어떤 법과 규제체제의 적용가능성에 기반을 두고 있다.

국제증권화 거래의 본질은 그 정의에 의해서, 하나 이상의 법체제가 관련된다는 것을



의미한다. 신흥공업국은 아직 법체제 안에 증권화 거래를 지배하는 하부구조를 가지고 있지 않다.

미국은 증권화에 적용할 수 있는 가장 발전된 법과 규제, 회계 기준의 체제를 가지고 있다. 그러므로 신흥공업국들이 가능한 한 많이 미국과의 연계를 추구하려 하는 경향을 가져 온 것은 우연한 일이 아니다. 이를테면, 매출채권의 매도는 어떤 남미국가 법 체제에서는 권리의 양도로 간주된다. 그 결과는 비슷하지만 법적 지원은 거기에서 끝난다. 그러므로, 증권 또는 소유지분의 완성은 미국법이나 다른 적절한 체제하에서의 다음 단계에서 이루어져야 한다.

뉴욕주와 영국의 법은 둘 다 국제증권화 거래를 지배해 왔다. 증권지분의 완성은 더 많은 법적 관할지역 내지 국가에서 달성될 수 있게 되고 있으며, 그 추세는 지속될 것이다.

일단 국제증권화 거래가 종료되면, 이와 관련된 법적 위험은 국내증권화 거래의 그것과 그리 다르지 않다. 법적 위험은 새로운 입법이나 규제 또는 법의 해석으로 인한 법의 변화로부터 기인한다. 예를 들어 Telmex가 갑자기 국제통신의 독점권을 잃게 된다면, — ABS 발행 당시, 1996년에 상실하는 것으로 계획되어 있었다 — 매출채권의 흐름은 영향을 받을 것이다. 미 의회가 신용카드 발행사가 카드소지자에게 부과할 수 있는 이자율을 제한할 목적으로 입법을 생각하고 있던 1991년에 증권화 시장은 압박을 받았는데, 법적 위험의 실체를 잘 대변해 주는 사건이다. 더욱이, 국제증권화의 경우에는 그것이 하나 이상의 나라의 법체제의 변화에 의해 영향을 받을 수 있다는 점에서 다수의 법적 위험이 존재하게 된다.

## 6. 시사점

위에서 언급한 신흥공업국의 미래 매출채권의 국제적 증권화에 영향을 줄 수 있는 위험들과 함께, ABS 투자자에게 발생하는 이익들이 같이 고려되어야 한다. 즉, 이런 국제적 증권화 거래를 둘러싼 모든 불확실성에 대해 어떠한 이익 동기를 가지고 충분한 투자자들이 기꺼이 참여할 것인지는 의문일 수도 있다. 그러나 사실상 이런 거래에 참여하는 투자자들은 관련된 위험의 여러 형태를 분석하기 위해 필요한 능력을 가지고 있는 국제거래 참가자들(이를테면, Citicorp, Goldman Sachs, Salomon Brothers and JP Morgan)이다. 그들은 종종 위험/수익의 상반관계가 자신들에게 유리하다고 결론을 내린다. 이것은 실제 매도인과 투자자 둘 다 이익을 보는 재정거래이다.

<표 46>은 1992년 3월까지 남미 제국에서 완료된 통신관련 국제증권화 거래를 나타낸다. 이러한 거래를 통해 이들 기업은 자산 담보 없이 얻을 수 있는 것보다 더 저렴하

게 자금조달을 하게 되었다. 사실 증권화란, 매도인의 신용등급보다 더 높은 신용등급으로 자금을 조달하는 것을 의미한다. 보통채의 발행자들은 보통 자국의 신용등급보다 높은 신용등급을 얻지 못한다. 국제증권화 거래는 그 국제적 본질과 구조적 개선장치들 때문에, 미국 NAIC, Duff and Phelps, Standard & Poors에 의해 투자등급으로 매겨진다. 남미에서 국제적 증권화 개념의 실현 가능성을 보여주었기 때문에, 신흥공업국들이 국제자본시장에서 기채를 할 수 없거나, 매우 높은 자본비용을 지불해야 하는 때에는 국제증권화가 향후 중요한 역할을 하리라는 것은 의심의 여지가 없다. 한국기업도 최근 한국의 현실과 같이 국제자본시장에서 자금가용성 위험이나 자본비용이 높을 때에는 ABS 발행과 같은 새로운 자금조달방식을 적극적으로 추구해야 할 것이다.

<표 46> 남미 통신관련 국제증권화

(단위: 백만달러, 년)

발행자	국가	발행금액	만기
Telmex	멕시코	420.00	5
Jamintel	자메이카	30.00	10
Telmex	멕시코	287.00	5
Entel	아르헨티나	17.43	5
Jamintel	자메이카	20.00	10
Telmex	멕시코	324.00	5
ANTEL	엘살바도르	25.00	5
CFE	멕시코	235.00	5
Embratel	브라질	50.00	10
Banamax	멕시코	130.20	3
Bancomer	멕시코	228.72	5
ICE	코스타리카	18.00	7
Hondutel	온두라스	11.50	7
Sivensa	베네주엘라	60.00	5.5
Telmex	멕시코	567.50	5
NCB	자메이카	30.00	5
Banamax	멕시코	181.00	5
Varig	브라질	55.00	5
Shell do Brasil	브라질	152.00	5
IBM do Brazil	브라질	126.00	5
Banca Serfin	멕시코	80.00	5
계	..	3,048.35	..

자료: Stone, Charles A., Zissu, Anne, and Jess Lederman (eds),

*The Global Asset Backed Securities Market*, Probus Publishing Co., 1993.

## 제 7 장 결론

### 제 1 절 한국기업의 글로벌자금조달 전략 10대 주요 지침

#### 1. 투자규모에 따른 상이한 자금조달방식 선택

국내외 기업의 사례 및 현황에 관한 지금까지의 논의를 바탕으로 종합적으로 고려해 볼 때 한국기업은 투자규모에 따라 상이한 자금조달방식을 선택하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 여기에서는 기업의 투자를 소규모투자, 중규모투자, 대규모투자, 초대형 투자로 나누어 각각의 경우 가장 적절한 자금조달방안에 대해 논의해 보기로 하자.

먼저, 1,000만 달러 미만의 소규모 투자의 경우 자기자본으로 투자자금을 조달하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 한국기업의 자금조달능력을 고려해 볼 때 1,000만 달러 미만의 투자에 대해 별도의 자금조달방안을 강구하는 것은 비경제적일 것으로 보이며 이에 자기자본으로 해외투자자금을 조달하는 것이 가장 적절할 것으로 생각한다.

다음으로, 투자규모 1,000만 달러에서 1억 달러의 해외투자에서는 국제금융시장에서 증권을 발행하거나, 본사 보증하에 또는 본사와 은행 본점과의 협의를 통해 현지법인이 은행으로부터 차입을 하여 자금을 조달하는 것이 가장 경제적이라고 판단된다. 이 경우 적극 활용할 수 있는 해외증권으로는 유로본드, 양키본드, 글로벌본드, 유로MTN, 해외전환사채, 해외신주인수권부사채, 주식예탁증서(DR) 등을 들 수 있다. 물론, 본사 지급보증하에 현지법인이 은행으로부터 차입하는 경우에는 현지금융시장을 이용하거나 역외금융시장(유로시장)을 이용할 수 있을 것이다.

투자금액이 1억 달러를 초과하는 경우 프로젝트파이낸싱이나 자산담보부 증권을 이용하여 소요자금을 조달하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 특히, 최근 국내은행들도 3,000억원 이상의 투자에 대해서는 원칙적으로 프로젝트파이낸싱을 의무화하겠다고 선언함으로써 앞으로 프로젝트파이낸싱을 이용하지 않고는 거액의 자금을 차입하기가 매우 어려워질 것으로 예상되므로 대규모 투자에 대해서는 프로젝트파이낸싱을 적극 활용하여야 할 것이다. 더구나, 최근 국내건설업체와 종합상사들도 프로젝트파이낸싱을 적극 활용하고 있으며 외국의 은행들 뿐 아니라 국내은행들도 프로젝트파이낸싱 업무를 적극 강화하는 등 국내외적으로 프로젝트파이낸싱에 관한 관심이 그 어느 때보다도 고조되어 있는 만큼 프로젝트파이낸싱을 이용하는 경우 보다 용이하게 소요자금을 조달할 수 있을 것으로 기대된다.

마지막으로, 러시아 및 동구권 국가의 민영화사업과 같은 초대형 사업의 경우 국내외

기업 및 금융기관이 함께 컨소시엄을 형성하여 동반진출하는 것이 바람직하다고 생각된다. 최근 대우그룹의 카자흐스탄 및 우즈베키스탄 진출에서 볼 수 있듯이 체제전환국들의 국영기업 민영화사업의 경우 투자금액이 20억 달러를 상회하는 경우도 있어 단독으로 이와 같은 대규모의 사업을 벌이는 것은 매우 위험할 뿐만 아니라 자금조달도 용이하지 않을 것으로 예상된다. 따라서, 국내외 기업 또는 금융기관과 컨소시엄을 형성하여 투자자금을 분담하는 방안을 적극 검토해 보아야 할 것이다. 예를 들어, 해당사업에 노하우가 있는 외국의 금융기관과 동반으로 진출하여 현지 국영기업 지분의 일부를 공동으로 인수함으로써 보다 용이하게 자금을 조달함과 동시에 정치적, 경제적 위험도 크게 줄일 수 있을 것이다. 이 경우 외국계 은행은 자금조달을 책임지고, 한국기업은 마케팅, 기술 등과 관련한 운영노하우의 문제를 책임지며, 현지의 국영기업은 현지에서의 영업을 책임짐으로써 효과적으로 해외사업을 수행할 수 있을 것이다. 물론 이 경우에도 한국기업이 부담하여야 하는 조달자금은 프로젝트파이낸싱이나 자산담보부 증권을 이용하는 것이 바람직하다고 생각된다. 아래의 <표 47>은 이상의 논의를 요약해서 보여주고 있다.

<표 47> 한국기업의 자금조달 방안

투자규모	자본조달방법
1,000만 달러 미만	· 자기자본, 국내주식·채권 발행
1,000만 달러~ 1억 달러	· 자기자본 및 해외증권(CB, BW 등) 발행 · 자기자본 및 본사보증하의 현지차입 (역외금융)
1억 달러~ 10억 달러	· 프로젝트 파이낸싱 또는 자산담보부 글로벌채권 · 글로벌주식예탁증서(GDR) 또는 미국식주식예탁증서(ADR)
10억 달러 이상	· 국내외 기업/금융기관과 컨소시엄 형성 · 프로젝트 파이낸싱 또는 자산담보부 글로벌채권

## 2. 자금조달 주체에 대한 고려

앞서 살펴본 바와 같이 고무 플라스틱 제조업체인 국내의 C기업은 국내외 금융기관과 합작으로 Virgin Islands에 금융자회사(paper company)를 설립하여 동 금융자회사가 중국측의 합작선과 합작투자를 하는 형식으로 해외투자를 수행하였다.

C기업의 경우 금융자회사가 해외에서 직접 자금을 조달하지는 않았지만 기업은 향후 금융자회사를 통하여 역외시장에서 자금을 조달할 수도 있을 것이다. 즉, 소규모의 자기자본으로 조세회피처에 금융자회사를 설립한 후 본사 보증하에 동 금융자회사가 역외금융시장(유로시장)에서 자금을 조달하여 이 자금으로 해외투자를 수행하는 방식을 택할 수 있을 것이다. 더구나, 조세회피처와 피투자국간에 이중과세방지협정이 체결되어 있으면 이자소득이나 배당소득에 대해 원천징수세를 거의 물지 않고 유리한 조건으로 자금을 조달할 수 있을 뿐 아니라 해외차입이 본사의 자본구조에 미치는 영향을 최소화할 수도 있을 것이다.

즉, 조세회피처에 금융자회사를 설립한 후 동 금융자회사를 통하여 역외금융시장에서 차입을 하여 해외투자자금을 조달하는 경우 다음과 같은 이점을 누릴 수 있을 것이다.

- 적은 자금으로 대규모 해외투자를 수행할 수 있다.
- 이중과세방지협정을 적절히 이용할 경우 원천징수세를 거의 물지 않고 저리의 자금을 조달할 수 있다.
- 해외차입은 본사의 대차대조표상에 나타나지 않기 때문에 본사의 재무구조에 영향을 미치지 않아 건전한 재무구조를 유지할 수 있다.

우리나라는 1995년 1월 그동안 금지해 왔던 제조업체의 해외 금융자회사(paper company) 설립을 허가하였으며, 이에 따라 최근 몇몇 제조업체들이 아일랜드의 더블린, 말레이시아의 라부안 등지에 금융자회사를 설립하고 있다. 금융자회사형을 효과적으로 활용하기 위해서는 아래와 같은 두 가지의 조건을 모두 갖춘 지역에 회사를 설립하여야 한다.

- 피투자국과 이중과세방지협정이 체결되어 있는 국가일 것 : 피투자국과 금융자회사가 소재한 국가간에 이중과세방지협정이 체결되어 있으면 피투자국에 소재한 현지 법인이 금융자회사에게 송금하는 배당 또는 이자에 대해 피투자국 정부가 원천징수세를 거의 부과하지 않기 때문에(부과하더라도 세율이 낮음), 금융자회사가 현지 법인에 대해 낮은 금리로 자금을 제공해 줄 수 있다.
- 조세회피처일 것 : 조세회피처란 법인세, 원천세, 양도세 등의 각종 세금을 거의 부과하지 않는 국가를 말한다. 피투자국과 금융자회사 소재국간에 이중과세방지협정이 체결되어 있다라도 금융자회사가 소재한 국가가 금융자회사의 배당소득 또는 이자소득에 대해 과세를 하는 경우 금융자회사는 피투자국 정부가 경감해 준 원천

세를 자국 정부에 납부하여야 한다. 따라서, 원천세 경감효과를 누리기 위해서는 법인세, 원천세, 양도세 등의 각종 세금을 거의 부과하지 않는 경과세국, 즉 조세 회피처에 금융자회사를 설립해야 한다.

### 3. 국제경제 및 국제금융에 대한 인프라 구축

선진기업과 한국기업 재무의 비교에서 볼 수 있듯이, 한국기업은 글로벌재무전략 실행의 전단계로서 인프라 투자를 적극적으로 할 필요가 있다. 물론, 부득이한 경우에는 외주(outsourcing)를 할 필요가 있다. 이러한 면에서 최근의 국책 내지 민간 경제연구소 수난 사태는 하루빨리 시정되어야 한다. 경제연구소의 구조조정은 인력감축보다는 기능 개편에 초점을 맞추어야 한다.

경제예측을 위해서는 사내에 기본적으로 경제자료에 관한 인프라를 구축할 필요가 있다. 이를 위해 기업내부에 데이터베이스를 구축하거나 또는 구미의 데이터베이스회사에서 외주를 할 수 있는데, 선진국 기업의 예를 들면 후자의 방법이 선호되고 있다. 데이터베이스 등 인프라가 구축된 다음에는 적정규모의 연구인력이 배치되어서 이들을 전문가로 육성하고 경제를 분석판단하는 노하우를 쌓을 필요가 있다.

일단 경제예측이 이루어지고 환율, 금리 등 가격변수에 대한 미래 범위전망치가 획득되면 이를 글로벌재무전략과 연계할 필요가 있다.

### 4. 국내경제 및 국내금융 동향에 따른 자금조달

개도국 기관이나 기업의 해외자금조달의 경우 현지요인이 발행의 시점 선택 등에 중요한 역할을 하는 것으로 실증됨에 따라 국내의 경제 및 금융시장 동향에 따라 유연한 자금조달이 이루어질 수 있어야 한다. 특히 멕시코와 아시아의 외환위기에서 볼 수 있듯이 국제투자자들의 소위 “질로의 도피”(flight to quality) 현상이 발생하고 차입자 차별화가 심화되는 시기에 대비하여 자금가용성위험(availability risk)을 줄일 수 있는 대책을 강구해야 되며, 그에 앞서 재무구조를 건실화하는 구조조정이 필수적이다. 예를 들어, DR 등 국제주식의 발행, 인수약정퍼실러티(committed facilities)의 활용, 신용도제고를 위한 자산담보부증권 발행, 신용도관련 파생상품(credit derivatives)의 활용 등의 자금조달전략을 적극적으로 추구하여야 할 것이다.

### 5. 자금조달과 위험관리의 연계

자금조달은 부채의 발행과 향후 이자지급 및 원금상환의 현금유출을 의미하므로 자산으로부터의 현금유입과 연계하여 관리할 필요가 있다. 이 때 물론 부채의 만기, 통화표시 등이 자산의 그것과 매치되도록 하여야 할 것이다. 또한 발행조건이 유리한 자금조달을 적극적으로 추구하고 사후적으로 금리, 통화표시를 전환하고자 하는 경우에는 이자율 또는 통화스왑을 활용할 수 있다.

신용등급이 하락하여 자금조달 조건이 불리할 경우에는 신용스프레드(credit spread)와 관련한 선물환, 옵션 등 신용등급 변화관련 파생상품 등을 활용하여 향후 신용등급이 상승할 경우에는 자본비용을 낮출 수 있다. 캡과 칼러 등 환위험·금리위험 헤지상품 등도 적극적으로 활용할 필요가 있다. 또한 환위험 관리를 위해 선물환, 역외선물환(NDF) 등을 활용할 수 있다. 그러나 무엇보다도 위험관리는 금융시장을 활용하는 것에서 더 나아가 운영측면도 고려되는 총체적 위험관리시스템(Total System)이 구축되어야 할 것이다.

## 6. 국제신인도의 제고 및 관리

멕시코 폐소화 위기 및 아시아금융 위기후 투자자들은 차입국과 차입자의 신용도 내지 국제신인도에 더욱 초점을 맞추고 있다. 이에 따라 Standard & Poor's, Moody's, Fitch ICBA 등 신용등급 평가기관들의 중요성이 증대되면서 이들의 평가가 자금조달 조건에 절대적인 영향을 미치고 있다.

그러므로 한국기업은 다음과 같은 국제신인도 내지 신용등급 전략을 적극적으로 추구할 필요가 있다. 첫째, 신용평가의 대상이 되는 위험요인들을 면밀히 분석하여 이를 관리하여야 할 것이다. 특히 기업이 통제할 수 있는 위험요인들, 예를 들면, 노사관계, 순부채비율, 재무적 유연성, 기업지배구조의 선진화 등을 사전에 관리될 수 있어야 한다. 환위험, 이자율위험 등 재무위험도 전사적시스템 차원에서 관리되어야 한다.

둘째, 신용평가기관의 평가자문 자회사를 잘 활용하여 신용도개선의 노하우를 전략 실행 내지 기업구조조정에 앞서 획득해야 할 것이다.

셋째, 신용등급 평가에 있어 국제간에 동종 기업들과 상호비교가 중시되는 점을 고려하여, 동종산업내의 우량 국제기업을 벤치마킹할 필요가 있다.

넷째, 정부와 협력하여 회계기준, 거시경제 안정성 등을 확보해 나가야 할 것이다.

## 7. 국제재무 인력 양성

글로벌재무전략을 수립·운영하기 위한 재무전략가를 양성할 필요가 있는데, 글로벌재무전략가를 크게 구분하여 보면 딜링전문가, 국제금융전문가, 직능별전문가 및 지역전문가 등을 들 수 있다. 딜링전문가는 외환딜링(FX dealing), 단기금융딜링(money market dealing), 채권딜링(bond dealing)에 관한 전문가를 양성할 필요가 있다.

국제금융전문가에는 국제loan 조달, FRN 발행, 국제채 발행 등과 관련한 외화자금조달 전문가, 프로젝트금융, 합병매수(M & A) 등과 관련한 외화자금운용 전문가를 필요로 한다. 직능별 전문가는 경제분석가, 국제변호사 등을 들 수 있는데, 경제분석가는 국내외 금융환경에 대한 경제분석 및 국제금융정보분석시스템의 운영 및 기획을 담당하는 전문가이며, 국제변호사는 현지 및 국제금융관련 법적 해석 및 처리를 담당하는 전문가이다.

지역전문가는 현지법인에 배치되어 세계주요지역의 경제, 금융, 법률 환경 등을 분석하고 자금의 조달과 운용과 관련한 주요 전략자문을 본사의 글로벌재무전략가에게 제공해 줄 수 있다.

한편, 글로벌금융전문가의 체계적 양성을 위한 체계적 교육훈련 프로그램이 필수적이지만, 단시일에 필요한 전문가 확보를 위해서는 외부스카우트도 고려해야 할 것이다.

## 8. 국제증권화 및 기관투자자의 활용

기관투자자의 국제금융시장 영향력이 증대하는 상황에서 한국기업은 이들을 잘 활용할 필요가 있다. 특히, 글로벌 자산담보부 채권의 주요 고객이 이들 기관투자자임을 감안할 때 국제기관투자자들과의 IR전략은 기업이 적극적으로 추구해야 할 재무전략이라 할 수 있다. 그러므로 이러한 기관투자자들의 기능, 투자패턴, 규제 등을 면밀히 분석할 필요가 있다.

또한, 전문펀드매니지먼트 회사들은 새로운 금융환경의 중요한 일부로 자리잡으면서, 금융기관들의 운영방식에 중요한 영향을 미치고 있다. 요컨대, 펀드매니지먼트는 기관투자자들을 대신하여 투자포트폴리오의 관리를 포함하는 서비스를 제공하는 기관으로 볼 수 있다. 최근 미국 펀드매니지먼트 산업에서 주목할만한 특징 하나는 통합추세이다. 이에 따라 기업들은 이러한 통합된 펀드의 매니저들과 고객관계금융을 추구할 필요가 있다.

최근에는 Tiger Fund의 SK텔레콤 경영관여에서 볼 수 있듯이 기업지배구조의 감독자 내지 주주행동주의(shareholder activism)의 견인차로서 기관투자자의 역할이 증대되고 있으므로, 한국기업은 기관투자자들을 주요한 기업의 이해관계자(stakeholder) 내지 고객으로서 이들을 만족시키고 재무전략에 적극 활용할 수 있다.



## 9. 외화자산과 부채의 매칭

1997년 한국의 외환위기에서도 볼 수 있듯이 한국의 외채는 많은 부분 단기외채로 구성되어 있고 장기외채도 변동금리부 외채가 많아 국제금리의 변동위험에 노출되어 있다. 또한, 금리가 낮은 엔화차입을 통해 달러화 등의 자산을 매입함으로써 통화불일치(currency mismatch)로 인한 환위험에도 노출되어 있다. 한편, 외환 또는 금리노출을 헤지할 수 있을 때에는 환율과 금리의 변동을 우려하지 않고서도 외채를 발행조건이 좋은 국제금융시장에서 발행할 수 있다. 그러나, 대외노출도와 관련한 위험의 관리는 내부거래 및 노출한도의 시행과 함께 상당한 기술적 전문성, 정교한 정보기술 및 엄격하게 통제되는 내부위험관리절차를 필요로 한다. 그러므로, 한국 정부는 외채관리시스템을 다음과 같이 획기적으로 개혁함으로써 자본흐름의 변동성 증대와 시장통합에 대응하여야 한다. 첫째, 외채관리는 정치적 간섭에서 배제되고 그 실행에 있어 투명성과 책임성이 확보되어야 한다. 둘째, 외채관리는 위험관리 기법과 관련한 정교한 지식과 풍부한 경험이 있는 포트폴리오관리자에게 위임되어야 하며 그들의 성과는 여러 기준들에 대해 측정평가되어야 한다. 마지막으로, 자질높은 스태프를 고용하고 스태프를 지원할 정교한 시스템을 구축하기 위해 충분한 자원이 배분되어야 한다. 소위 범국가적인 민간 외환ALM이 구축되어야 한다.

## 10. 해외증권 내지 주식연계채의 적극적 발행

해외증권 발행은 한국기업에게 다음과 같은 이점을 안겨줄 수 있다. 첫째, 새로운 또는 추가적인 자본조달원으로서 국내시장을 넘어서 여러 시장에서 증권을 발행할 수 있는 기회는 기업으로 하여금 보다 효율적으로 자본구조를 관리할 수 있게 하며, 해외증권의 발행을 통한 자본조달원의 다양화는 장기적으로 기업의 자본비용에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

둘째, 주식연계채권 내지 주식예탁증서의 경우에는 투자자 기반의 확대 및 주식수익률의 개선을 가져올 수 있다. 곧 개인 및 기관투자자들이 국제적으로 다양해지는 것은 한국기업 주식의 유동성을 증가시키는 경향이 있으며 이는 중장기적으로 주식수익률을 개선시키게 된다.

셋째, 한국기업의 국제적 인지도를 제고하고 특히 해외영업 확장을 꾀하고 있는 한국기업에게는 해외증권발행이 중요한 수단이 될 수 있다.

한편, 국제적으로는 여러가지 시장자율적인 제한들이 존재하는데, 향후 국제자본시장

에서 차입자에 대한 차별화가 심화될 것으로 전망되며, 투자자들은 신용위험 등을 회피할 목적으로 차입국가 및 기업의 대외신용도와 수익성을 가장 중요한 투자기준으로 삼을 것이다. 또한 개도국 기업들이 자국의 경제성장에 힘입어 자금수요가 증가추세에 있으므로, 국내기업과의 불가피한 경합으로 자금의 가용성이 더욱 제한될 수 있다.

한국기업은 해외증권 발행을 계획하는 데 있어 다음과 같은 점들을 신중히 고려할 필요가 있다. 첫째, 해외기채에는 단계적 접근방법이 요구되는데 한국기업은 이미 양키본드를 발행한 명성이 있으므로 DR 등 해외증권 발행에 있어 발행조건을 유리하게 할 수 있을 것이다.

둘째, 해외증권 발행의 타당성 검토시 국내외 주가, 금리와 환율의 동향 및 장단기 전망, 해외사업 전략과의 조화 등을 충분히 고려해야 할 것이다. 아울러 해외증권의 발행시점의 선택이 발행조건에 결정적인 영향을 미치는 점을 고려할 때 국내외 자본시장의 환경변화 등을 예측하여 유연한 발행시기의 선택이 이루어져야 할 것이다.

셋째, 향후 주식연계증권 시장을 통한 자금조달에 어려움이 있을 경우를 대비하여 자산담보부증권, 유로MTN 등 다양한 수단을 통한 기채를 모색하여야 할 것이다.

넷째, 장기금리의 상승 또는 하락 전망에 따라 고정금리 또는 변동금리부의 기채를 결정하여야 한다. 또한 변동금리채나 이중통화채를 발행하고 금리스왑이나 통화스왑을 이용함으로써 고정금리자금이나 필요한 통화표시의 자금을 확보할 수 있다. 변동금리를 유지, 지급하여야 할 경우에는 선물, 옵션 등을 이용한 금리위험을 헷지할 수 있는 방안을 강구하여야 할 것이다. (금리위험 헤지전략 참조) 향후 금리가 낮아질 것으로 예상되는 경우에는 스왑선의 매입도 고려할 수 있다.

다섯째, 국제자본시장에서의 기채는 주로 중장기자금의 조달을 목적으로 하므로 최소한 5년 이상의 장기환율 전망을 토대로 기채통화를 결정해야 할 것이다. 특히 미달러화와 엔화 이외에 국제자본시장에서 비중이 늘고 있는 DM 등 기타국 통화와 ECU 등 복합통화표시 기채를 늘리는 방안도 검토해야 할 것이다. 또한 해외투자 입지선정에 따라 기채통화가 다양화되어야 하며, 이에 따른 환율변동에 대비 통화 스왑, 선물, 옵션 등을 활용한 환위험관리 전략도 세워야 할 것이다. (환위험 헤지전략 참조)

## 제 2 절 본 연구의 한계

본 연구에서는 글로벌 재무전략 중 특히 자금조달전략에 초점을 맞춘 한계가 있다. 후속 연구에서는 한국기관의 해외증권투자 증대 추세와 관련하여 투자전략과 함께 위험관리에 관한 주제가 다루어질 수 있다.

첫째, 위험관리에 관한 주제가 보다 면밀하게 다루어질 수 있다. 특히 기업의 외화부

채에 관한 위험측정과 위험관리시스템에 관한 연구가 필요하다. 즉, VAR분석, 위험조정수익률(RAROC) 분석, 갭 및 듀레이션갭 분석, 위험관리 상품들에 대한 분석 등이 종합적으로 이루어질 수 있다.

둘째, 파생금융상품 거래의 경우 회계처리 문제를 심도있게 다룰 수 있다. 특히 BIS의 자본규제에서 부외거래 상품의 시장위험과 관련한 국제회계 기준에 관한 연구가 필요하며, 이는 국제신용등급의 제고를 위한 필요조건이 될 수 있다.

셋째, 유로(EURO)화의 출범과 함께 정부의 공적인 대외준비자산과 한국기업의 결제통화 및 해외차입 통화의 선택과 관련한 통화믹스(currency mix) 전략에 대한 연구가 이루어질 수 있다.

자금조달전략 측면에서도 추가적으로 자금조달 주체의 특성에 따라 상이한 전략이 실행될 수 있으므로, 한국의 제조기업 뿐만 아니라, 금융기관, 공기업 등으로 분류하여 보다 세밀한 전략을 분석·제시할 수 있다. 또한, 세후자금조달 비용의 분석을 위해 국제간에 서로 다른 세제 문제가 다루어져야 할 것이다.

한국의 금융위기가 초래된 배경, 이를테면 과도한 차입경영, 중복 및 과잉투자에 대한 분석이 제시되어 향후 글로벌재무전략 수립에 좋은 피드백을 줄 수 있는 연구도 필요하다.

## 참 고 문 헌

국제재무연구회(공역), 파이낸셜엔지니어링, 삼성경제연구소, 1995년 8월.

쌍용투자증권, 「해외증권발행실무」, 1992년 4월.

재무부, 재정금융통계, 각월호.

증권감독원, 「자본시장년보」, 각년호.

한국금융연구원, 「주간국제금융다이제스트」, 각호.

한국산업증권, 「외화증권발행실무」, 1994년 5월.

한국은행, 「기업경영분석」, 각년호.

한신증권, 「알기쉬운 해외증권 100문답」, 1994년 4월.

김동순, “한국기업의 주식예탁증서 프리미엄과 투자심리,” *재무연구*, 14호, 1997년 10월, 171-202.

김동순, “미국식 주식예탁증서의 수익률 결정요인”, 한국국제경영학회 춘계심포지엄 학술발표회 논문집, 1998년 2월.

김동순, “한국기업의 해외전환사채 발행 및 유통시장에 관한 연구,” *국제경영연구*, 9권 1호, 1998년 4월, 71-102.

김동순, 위정범, “해외전환사채와 기업특유요인,” *증권학회지*, 제 23집, 1998년 12월, 211-252.

김동순, 정태영, “한국통신의 해외사업투자를 위한 재무전략,” 한국전자통신연구원 연구보고서, 1997년 10월.

Aldred, Peregrine, *Convertibles and Warrants*, Euromoney Publications, 1987.

- Asquith, P. and D. Mullins, "Convertible Debt : Corporate Call Policy and voluntary Conversion," *Journal of Finance*, 1991, pp 1273~1289.
- Bank for International Settlements, *International Banking and Financial Market Developments*, each edition.
- Brennan, M. and E. Schwartz, "Convertible Bonds: Valuation and Optimal Strategies for Call and Conversion," *Journal of Finance*, 1977, pp 1699~1715.
- Brennan, M. and E. Schwartz, "Analyzing Convertible Bonds," *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 1980, pp 907~929.
- Credit Lyonnais Securities, *A Guide to Asian Convertible Bonds*, Oct. 1994.
- Credit Lyonnais Securities, *A Guide to Asian Equity Warrants*, Oct. 1994.
- Dann, L. and W. Mikkelson, "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information: Some New Evidence," *Journal of Financial Economics*, 1984, pp 157~186.
- Das, Satyajit (eds), *Credit Derivatives*, John Wiley & Sons Ltd., 1998.
- The Economist, *The Economist*, each edition.
- Euromoney Publications, *The Capital Markets Yearbook*, March 1994.
- Euromoney Publications, *Corporate Finance*, November 1993.
- Euromoney Publications, *Euromoney*, September 1994.

Finnerty, J., "The Case for Issuing Synthetic Convertible Bonds," *Midland Corporate Finance Journal*, 1986, pp 73~82.

Green, R., "Investment Incentives, Debt, and Warrants," *Journal of Financial Economics*, 1984, pp 115~136.

Harris, M. and A. Raviv, "A Sequential Signalling Model of Convertible Debt Call Policy," *Journal of Finance*, 1985, pp 1053~1070.

International Finance Corporation, *Emerging Stock Markets Factbook*, 1993.

IFR, *International Financing Review*, each edition

IFR, *World Equity*, each edition

Ingersoll, J., "A Contingent Claims Valuation of Convertible Securities," *Journal of Financial Economics*, 1977a, pp 289~322.

Ingersoll, J., "An Examination of Corporate Call Policy on Convertible Securities," *Journal of Finance*, 1977b, pp 463~478.

Institutional Investor, *Capital Markets*, July 1994.

Jensen, M. C. and W. C. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976, pp 305~360.

Kidwell, D. and Richard L. Peterson, *Financial Institution, Markets, and Money*, 3rd ed., Dryden, 1987, p. 79.

Kim, Y., "Informative Conversion Ratios : A Signalling Approach," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1990, pp 229~243.

- Kim, Yong C. and R. Stulz, "The Eurobond Market and Corporate Financial Policy: A Test of The Clientele Hypothesis," *Journal of Financial Economics*, 1988, pp 189~206.
- Kuhn, R. ed., *The Library of Investment Banking*, Vol. 1~6.
- Jorion, P. and E. Schwartz, "Integration vs. Segmentation in the Canadian Stock Market," *Journal of Finance*, 1986, pp 603~613.
- Lee, S., F. Jen, and D. Choi, "Adverse Selection, Cost of Financial Distress, Growth Funding and Asset Substitution : A Test of the Differential Impact of Convertible Debt Offerings on the Shareholders' Wealth" SUNY Buffalo, Working Paper, 1992.
- Merrill Lynch, *Size and Structure of the World Bond Market*, October 1994.
- Mikkelson, W. "Convertible Calls and Security Returns," *Journal of Financial Economics*, 1981, pp 237~264.
- Myers, S., "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 1984, pp 575~592.
- Myers, S. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 1984, pp 187~221.
- OECD, *Financial Market Trends*, 각호.
- OECD, *Financial Statistics Monthly*, 각월호.
- OECD, *Non-Financial Enterprises Financial Statements*, 1995.
- Smith, Clifford W. and Charles W. Smithson, *The Handbook of Financial*

*Engineering*, Harper Business, 1990.

Stehle, Richard, "An Empirical Test of The Alternative Hypotheses of National and International Pricing of Risky Assets," *Journal of Finance*, 1977, pp 493~502.

Stone, Charles A., Zissu, Anne, and Jess Lederman (eds), *The Global Asset Backed Securities Market*, Probus Publishing Co., 1993.

Sturgess, Brian and Catherine Leen, *Mezzanine Finance*, IFR Publishing Ltd., 1991.



# ABSTRACT

## Global Financing Strategy of Korean Businesses

Dong-Soon Kim

In the early 1990s, international investors had been eager to enhance their yield through investments in emerging markets despite some inherent risks. In the recent years, however, they have come back to industrialized countries in the aftermath of Asian crisis in 1997 and Russian moratorium in 1998. This phenomenon is called "flight to quality." Consequently, Korean businesses and financial institutions have had hard time to raise funds in global capital markets. Despite all these, they should try best to access global financial markets in order to survive in ever-growing global competition.

This study purports to provide Korean businesses with guidelines in relation to their global financing strategy in the future. For this purpose, we specifically analyze recent phenomena and prospects of global capital markets, financing behaviors of firms in industrialized and developing countries, and Korean firms' global financing trends. Furthermore, we conduct some empirical studies on Korean euroconvertible bonds and depositary receipts as well as American depositary receipts as major means of global equity-related financing. We also suggested strategies relating to international credit rating improvement, project financing and asset-backed securities.

The conclusion of this study is summarized as the 10 strategic guidelines of global financing. First, a diversity of financing methods should be pursued depending upon firm size and investment size. Second, whether parent companies or special financing subsidiaries would have comparative advantages in raising global funds should be considered. Third, Korean firms should have forecasting infrastructure

relating to international and domestic finance and economics. Fourth, terms of financing depends on economic and financial trends at home and abroad, so forecasting is indispensable. Fifth, financing and risk management should be linked. Sixth, Korean firms should improve their capital structure and implement corporate restructuring to manage their credit rating. Seventh, experts in international finance should be educated and given incentives for their performance. Eighth, international securitization should be utilized, and investor relations with international institutional investors including pension funds and mutual funds should be strategically emphasized. Ninth, a company-wide foreign currency asset and liabilities management system should be established. Tenth, Korean firms should actively issue overseas securities including global depositary receipts if they can.