

중국경제 현안 브리핑

03-10호 / 02월 21일

중국의 資本市場 對外開放 현황과 문제점

1. 개요

- WTO 가입 이후 중국정부가 다양한 자본시장 개방조치를 시행 혹은 검토하고 있으나, 국내시장의 미성숙과 관련제도 및 법규의 미비 등으로 실질적인 개방에는 상당한 시간이 걸릴 것으로 예상됨. 현재 이미 시행중이거나 논의과정에 있는 중국의 자본시장 개방조치들은 다음과 같음.
 - 첫째, 작년 6월 중국정부가 중외합자 증권회사 설립을 정식 허용함에 따라 해외 금융기관이 중국 국내 자본시장에 진출할 수 있게 됨.
 - 둘째, 해외 상장기업의 국내 주식시장 채상장을 허용하는 “중국예탁증서 (Chinese Depositary Receipt, CDR)” 제도 도입이 논의되고 있음.
 - 셋째, 국내 기관투자자의 해외 증권시장 투자를 제한적으로 허용하는 “인가받은 국내기관투자자(Qualified Domestic Institutional Investors, QDII)” 제도 도입이 검토되고 있음.
 - 넷째, 작년 12월 중국정부는 “인가받은 해외기관투자자(Qualified Foreign Institutional Investors, QFII)”의 국내 증권시장 진출을 허용함.

2. 자본시장 대외개방 현황과 문제점

가. 중외합자 증권회사

- 작년 6월 중국증권감독위원회(이하 중국증감위)는 <중외합자 증권회사 설립규칙>과 <중외합자 펀드관리회사 설립규칙> 등을 제정하여 중외합자 증권회사 설립을 정식 허용함.
 - 중국은 수년 전부터 합자증권사 허용 문제를 논의해 왔으며, 2001년부터는 실질적인 시행검토 단계에 들어갔음.
 - 작년 3월 현재 국내외 금융기관간 펀드운영 합작 건수는 19건에 달했으며, 이후 국내외 증권사간 합작이 급증하는 추세임.
 - 상기 <규칙>에 의하면 합자증권사는 주식(A주, B주, H주)과 채권(정부채권 및 회사채)의 인수, 외자주(B주, H주)의 중개, 채권(정부채권 및 회사채)의 자체거래 및 중국증감위가 비준한 기타 업무를 취급할 수 있음.
- 합자증권사는 국내 자본시장의 발전에 여러가지 긍정적인 영향을 미칠 것임.
 - 해외투자자로부터 국제기준에 부합된 규범과 경험을 전수받을 수 있어, 국내 자본시장의 국제화 수준이 제고될 것임.
 - 합자증권사는 성숙한 기관투자가 육성을 촉진시킴으로써 국내 투자자구조조정에 도움이 될 것임.
- 그러나 현행 규정상 합자증권사가 제 기능을 발휘하는 데는 많은 제약요인이 존재하는바, 중방과 외자, 어느 쪽도 굳이 합자증권사를 설립해야 할 인센티브가 크지 않음.

- 우선 인수업무 측면에서 보면, 규정상 합자증권사는 설립후에도 중국증감위의 별도 허가를 얻지 않는 한 상당기간 동안 주식과 채권의 인수업무만 취급할 수 있음.
 - o 중국증권사 입장에서는 이미 A주 인수업무에 관한 노하우를 충분히 갖고 있고, 인수 가능한 정부채와 회사채 규모가 제한되어 있기 때문에 외자와 합자한다고 해서 인수능력 증강을 기대할 수 없음. 게다가 많지 않은 수익을 외자측과 분배해야 함.
 - o 외국투자은행도 B주, H주 등 외자주 인수 경쟁이 치열한 상황에서 합자를 통한 인수경쟁력 제고를 기대하기 어려우며, 외자측에 대한 주식보유권 제한(1/3)으로 인해 인수권을 확보한 후에도 수익이 크지 않을 것임.
 - o 또한 합자증권사는 국내외 규칙 및 관행의 차이로 인해 인수업무 경영과정에서 상당한 마찰이 예상됨.
- 거래업무와 관련한 제약요인에는 다음과 같은 것들이 있음.
 - o 자본계정이 자유화되지 않은 상황에서 합자증권사는 상당기간 동안 A주의 대리매매와 자체매매를 할 수 없으며, 외국주 거래만으로는 수익성이 없음.
 - o 중국 채권시장이 개방되지 않은 상황에서 합자증권사 설립은 국내 채권시장 진출을 위한 수단이 될 수는 있으나, 시장규모가 작아 수익성이 크지 않음.
- 조직형식면에서도 단독투자 혹은 적어도 지배주주의 지위를 원하는 외국투자은행 입장에서 외자측의 주식보유 비율을 제한하는 현행 합자증권사는 큰 매력이 없음.
 - o 또한 합자증권사를 설립해도 외자에 대한 이익 및 권리상의 제한이 많아 외자측으로부터 관리기법이나 경험 등을 전수받기 어려움.
- 상기와 같은 문제점들로 인해 국내 증권사와 해외 투자은행은 아직까지 합자증권사 설립에 신중한 입장을 보이고 있음.

나. 중국예탁증서(CDR)

□ 중국은 해외에서 상장한 주식을 국내 증권시장에 다시 상장할 수 있도록 하는 소위 “중국예탁증서(CDR)” 제도의 시행을 검토중임.

- CDR은 이미 해외에서 상장된 증권을 현지 은행에 예탁한 후 국내 증권예탁은행에서 동일한 가치의 예탁증권을 발행하는 방식으로 국내 증권시장에 재상장하여 거래하는 방식임.

○ 2001년 이래 CDR 방식을 통해 해외상장 주식을 국내에서 재상장한 사례는 대부분 홍콩 증권거래소와 미국 NASDAQ에 상장된 중국기업들에서 나타남.

□ 그러나 중국내에서 CDR을 실행하기에는 여러가지 제약요인이 존재함.

- 이 제도는 미국예탁증서(ADR)를 모델로 하고 있는데, 1960년대 미국은 ADR을 통해 외국주식을 국내 주식시장으로 흡수하여 투자자의 수요를 충족시켰으며, 동시에 국내 주식시장에 진입하는 외국주식 및 상장기업을 미국법률의 통제하에 둬으로써 투자자의 권익을 보호하였음.

- 그러나 현재 중국의 여건은 당시 미국과 큰 차이가 있어 CDR이 실질적인 효과를 거두기 어려울 것임.

○ 첫째, 중국 자본시장은 국제 자본시장과 연결되어 있지 않으며, 현재 국내 투자자는 해외 주식시장에 직접 투자할 수 없음.

○ 둘째, 국내기업의 주식 발행과 상장조차 효율적으로 이루어지지 않는 상황에서 해외상장기업을 국내에 재상장할 필요성이 그리 크지 않음.

○ 셋째, 국내법률과 관련 제도는 국제적인 수준과 현저한 차이가 있으며, 기존의 법률과 제도도 급변하고 있음.

○ 넷째, 현재 중국 인민폐의 태환화가 이루어지지 않아 국내외 주식시장을 연결하기 어려움.

- 한편 홍콩 증권거래소에 상장한 회사는 주로 국유기업이므로 CDR 제도가 비국유기업에게는 별 혜택이 없을 뿐만 아니라 국유기업에 자금을 집중시켜 비국유기업에 오히려 불리하게 작용할 수 있음.
- o 또한 해외 저가주식을 국내주식으로 전환하여 고가 매각할 경우 국내자금의 해외유출을 초래할 수 있음.

다. 인가받은 국내기관투자가(QDII) 제도

□ “인가받은 국내기관투자가(QDII)”는 아직 국내 자본계정이 개방되지 않은 상황에서 증권감독기관이 조건을 갖춘 일부 기관투자가에 한해 해외자본 시장에 대한 투자를 허용하는 제도임.

- QDII는 국내 기관투자가의 홍콩자본시장 진출에 따른 현행 제도적 장벽을 해결하고 국제 금융시장의 경쟁에 참여할 수 있는 길을 마련하기 위한 것임.

□ QDII의 중국내 시행에는 다음과 같은 제약요인이 따름.

- 국내 기관투자가에 대한 명확한 허가기준이 마련되어 있지 않으며, 허가 과정에서 국내 감독기관과 홍콩 감독기관 간에 인식의 차이로 인한 마찰이 예상된다.
- o 즉 국내 기관투자가 선정과정에서 기업의 성격, 지배구조, 재무상황, 위법 기록 등 세부적인 문제를 둘러싼 마찰이 야기될 것임.
- 외화증권투자펀드를 추진할 여건이 성숙되어 있지 않음.
- o 국내펀드관리회사들의 위법행위 증가로 인해 합당한 국내기관투자가 많지 않음.
- o 국내 기관투자자의 자금규모가 너무 작아 QDII를 통한 홍콩 주식시장의 활성화를 기대하기도 어려움.

라. 인가받은 해외기관투자가(QFII) 제도

□ 중국정부는 작년 12월 <인가받은 해외 기관투자가의 국내증권시장 투자 관리 잠정방법>을 시행하여 해외기관투자가가 국내증권시장에 진출할 수 있는 길을 마련함.

- QFII는 QDII와 함께 “양Q”로 불리는 제도로 해외기관투자자들이 중국증권감위의 비준과 외환관리국의 투자한도액에 대한 인가를 거쳐 국내증권시장에 투자할 수 있게 하는 제도임.

○ 국내투자가 가능한 해외기관투자자에게는 해외펀드회사, 보험회사, 증권회사 및 기타 투자회사 등이 포함됨.

- QFII는 국제적으로 통용되는 방법은 아니지만 국내 증권시장에 대한 충격을 완화하면서 개방을 추진할 수 있다는 잇점이 있음.

□ 해외기관투자가의 국내 증권투자는 국내기관투자가의 해외 증권투자에 비해 제약요인이 상대적으로 적으며, 국내 자본시장에도 긍정적인 영향을 미칠 것임.

- 국내 감독기관은 특별계정을 통해 단기자본의 유출을 제한함으로써 국내에 유입된 자본을 투기자본이 아닌 장기적 투자자본으로 전환할 수 있음.

- 정부는 해외 기관투자가의 국내 증권투자 허용시 해외에서의 국내투자자 권익보호 등과 같은 복잡한 문제를 피할 수 있으며, 국내 법률로 국내 투자자의 권익을 보호하기만 하면 됨.

- 또한 해외 기관투자가의 국내 증권시장 진출은 다음과 같은 측면에서 국내 자본시장의 발전에 기여할 것임.

○ 첫째, 국내 자본시장의 규범과 제도를 국제화함으로써 국내 자본시장의 대외개방 여건을 조성함.

○ 둘째, 국내 증권회사의 관리구조 개선과 자본시장의 경쟁메커니즘 강화에

기여할 것임.

- 셋째, 국내기관투자가와 개인투자자의 투자능력을 제고함으로써 국내 자본시장의 건전한 발전을 촉진함.
- 넷째, 국내 증권감독당국은 해외기관투자가에 대한 감독을 통해 국제적인 표준과 경험을 축적함으로써 감독수준을 제고함.

□ 그러나 해외 기관투자가의 진출이 국내 증권시장에 미치는 영향은 당분간 상당히 제한적일 것임.

- 표면상 해외 기관투자가는 국내 증권시장에서 거래되는 A주식과 각종 채권에 모두 투자할 수 있으나, 실제로 투자할 만한 상품과 규모는 크지 않음.
- A주식의 시장수익률이 해외 주식시장의 수익률보다 여전히 높긴 하지만 A주식 가격이 계속 하락하고 있어, 해외투자자가 A주식 투자에 매력을 느낄 수 없음.
- 해외기관투자가는 중국 채권시장의 규모가 작고 수익률이 낮으며, 채권을 통한 자금조달의 필요성이 크지 않으므로 채권에 대한 투자를 늘리지 않을 것임.
- 또한 QFII는 보험회사를 제외하고는 합자증권사와 업무가 중복될 수 있어, 양자간 업무영역의 조정 문제가 야기될 수 있음.(***)