

중국 자본시장의 발전현황과 전망

목 차

I. 머리말

II. 중국 자본시장의 발전 현황

III. 중국 자본시장의 안정성장을 위한 해결과제와 전망

I. 머리말

중국 자본시장에 변화의 바람이 불고 있다. 개혁·개방의 20여 년 역사가운데 가장 더딘 움직임을 보인 자본시장이 최근 들어 법률 정비, 제도 개선 등을 통해 내실 있는 성장을 모색하고 있다. 중국 자본시장의 본격적 성장은 1990년 상하이 증권거래소가 설립되면서부터이다. 그로부터 10년이 지난 현재에 이르기까지 중국 주식시장은 양적으로는 엄청난 성장을 하였다. 그럼에도 불구하고 주식시장은 급등락을 반복하면서 투기장이라는 인식을 심어주게 되었고, 채권시장은 국채를 제외하고는 투자자들로부터 별다른 관심을 끌지 못했다. 자본시장의 개방은 핫머니 유출입 등으로 국가경제의 기간을 흔들어 놓을 수도 있다는 판단 하에 철저히 배제되어 왔다.

개방·개혁의 과정중 중국은 천안문 사태와 같은 정치적 격변이 있었고, 동아시아 경제위기의 여파로 위안화 절하, 금융위기 발생 우려 등 최대의 경제적 어려움을 겪기도 하였다. 그러나 개혁개방으로 인해 중국이 미국과 함께 경제대국의 중심국가로 부상하는 성과를 거두었음을 누구도 부인하지는 못할 것이다. 하지만 이러한 경제적 성과의 이면에는 아직도 어두운 그늘이 등지우고 있다. 빈부격차와 같은 사회적 문제와 아직도 정부보호의 그늘에서 벗어나지 못하고 있는 국유기업 개혁 등이 미해결과제로 남아있기 때문이다. 특히 국유기업 경영난은 중국경제의 순조로운 발전을 저해하는 최대 악재로 작용하고 있어 주식제 시행 등으로 돌파구를 찾고 있어 이와 관련된 자본시장의 변화 또한 불가피한 실정이라 하겠다. 구체적으로는 기업들의 지나친 간접금융 의존도를 줄이고 주식 상장 및 회사채 발행 등과 같은 직접금융을 통해 기업스스로가 자금을 조달하도록 정부가 유도한다는 것이다. 이와 관련

하여 지난해 9월 15기 공산당 중앙위원회 4차회의에서 국유기업 개혁과 관해 채무주식화(debt-equity swap), 직접금융 비율 인상, 회사채 발행조건 완화 등의 조치를 발표하기도 하였다.

이러한 일련의 정책이 소기의 성과를 거두기 위해서는 근간이랄 수 있는 자본시장의 발전이 필수적이다. 따라서 본고는 중국의 자본시장의 발전과정과 최근 동향 및 향후 전망에 대해 살펴보고 이러한 자본시장의 변화가 對 중국 투자기업에 어떠한 시사점을 주는 가를 살펴보고자 한다.

II. 중국 자본시장의 발전 현황

1. 중국기업의 자본시장 활용 현황

한 나라의 자본시장이 어느 정도 발전해 있는지의 여부는 직접금융과 간접금융의 비중을 통해 알 수 있다. 즉, 금융 차입과 같은 간접금융 보다는 주식 상장이나 회사채 발행 등과 같은 직접금융을 통해 기업이 자금을 조달하는 비중이 높을수록 자본시장이 발달해 있음을 의미한다. 이러한 척도를 통해 중국 자본시장의 발전 정도를 살펴보면 그리 만족스럽지 못한 결론이 나온다.

현재 중국기업의 자금 조달 내역을 보면 직접금융보다는 간접금융의 비중이 월등히 높게 나타나기 때문이다. 1998년 중국기업의 총 자금조달액은 1조 1,520억 위안인데 이중 간접금융 비율이 82.6%이나 차지하고 있다. 나머지가 직접금융 비율이라고 할 수 있는데 이중에서도 장기 조달금액이랄 수 있는 주식과 채권 발행비중은 7.1%에 불과하고, 나머지 10.3%는 간접금융과 거의 다를 바 없는 어음할인이다. 아직도 중국 자본시장은 초보적 단계를 크게 벗어나지 못하고 있음을 알 수 있다.

<표 1> 중국 기업금융의 구성 추이

단위 : 억 위안, %

	1996		1997		1998	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
총 조 달 규 모	13,458	100.0	14,795	100.0	13,948	100.0
1. 금융기관차입	11,140	82.8	11,400	77.0	11,520	82.6
2. 직접금융조달	2,318	17.2	3,395	23.0	2,428	17.4
주 식	425	3.2	1,285	8.7	840	6.0
채 권	268	2.0	250	1.7	147	1.1
상업 어음	1,625	12.0	1,860	12.6	1,441	10.3

자료 : 中國人民銀行, 「中國金融展望」, 1999년판

이처럼 아직까지 중국기업들의 직접금융 비중이 낮은 데에는 자본시장의 여건 미성숙에도 원인이 있지만 일반 국민들의 채권 및 주식시장에 대한 재테크 수단으로서의 인식 부족도 한 몫을 한다. 1997년이래 정부는 침체일로에 있는 내수시장을 견인하기 위해 금리를 수 차례에 걸쳐 인하하여 왔다. 그럼에도 불구하고 오히려 예금규모는 지속적으로 늘어나는 추세이다. 가계 부문의 금융자산 포트폴리오 구성내역을 보면 은행예금 비중은 88.4%에 달하고 있는 반면, 주식과 채권 비율은 각각 0.3%, 7.3%에 불과하다.¹⁾ 그나마 채권의 경우에도 회사채보다는 국채가 대부분이어서 기업들의 가계부문에서의 직접금융 조달 여건이 얼마나 열악한 가를 알 수 있다. 이를 통해 볼 때 아직까지 일반인들이 중국 자본시장에 참여할 의사가 별로 없음을 말해주고 있다.

한편, 이러한 간접금융 조달액 가운데 국유기업의 조달비중이 70% 이상이나 차지하고 있어 국유기업의 개혁이 시급한 과제임을 여실히 보여주고 있다. 오히려 국유기업의 차입 비중은 계속 늘어나고 있는 상황이다. 국유기업이 잇따라 도산하면 실업 급증 등 사회적 부작용이 커지기 때문에 정부는 울며 겨자먹기식으로 은행으로 하여금 국유기업 지원을 독려할 수밖에 없다. 어떻게 보면 정부가 국유기업 경영난 → 금융지원 강화 → 금융기관 부실화 → 경제위기 우려의 시나리오를 조장하고 있는 셈이다.

최근 정부는 문제의 심각성을 인식하고 이러한 악순환적 연결고리를 차단하는데 많은 노력을 기울이고 있다. 그 중의 하나가 금융·자본시장의 건전한 발전과 육성이다. 핵심 방향은 기업들의 자금조달 수단을 은행 용자라는 간접금융에서 점차 회사채 혹은 주식 발행 등을 통한 직접금융 방식으로 전환한다는 것이다. 이러한 측면에서 최근 중국의 자본시장 변화 동향과 향후

1) 중국금융연감, 1998년판

전망에 대해서 살펴보는 것은 의미있는 일이라 하겠다.

2. 중국 자본시장의 제도적 발전과 증권법 시행

가. 중국 자본시장의 제도적 발전

중국의 자본시장²⁾은 1980년대 초반 국채발행 재개, 주식제 도입 등으로 초보적인 채권 및 주식시장이 형성되기도 하였다. 그러나 본격적인 발전은 1990년 들어서 시작되었다고 할 수 있다. 1990년과 1991년 각각 상하이와 선전에 증권거래소가 설립되어 본격적인 주식 및 채권이 유통되기 시작하였으며, 정부의 지원 하에 주식제가 점차 확산되면서 주식발행 기업도 크게 늘어나기 시작하였다. 또한 1992년에는 국무원 산하의 증권위원회와 중국 증권감독관리위원회가 설립되어 증권시장에 대한 체계적인 관리감독체계가 갖추어짐으로써 증권거래에 대한 일반인들의 신뢰도를 제고시켰다.³⁾

1990년대 중국 자본시장의 제도적인 발전은 이렇듯 초반 증권거래소의 설립과 감독기관의 설립 이외에는 이렇다할 만한 진전이 없었다. 주식시장의 교란행위를 금지하고 시황의 변동에 맞추어 정부가 적절히 개입하기 위한 단편적인 정책을 펼쳐오는데 그쳤기 때문이다. 1991~1993년에 걸쳐 주식시장 열기가 고조되면서 투기장화되자 1994년부터 정부는 금융질서 교란 행위자에 대한 강력한 단속과 함께 국채에 대한 선물거래제도를 폐지하는 등 시장개입에 나서기도 하였다. 또한 10%를 웃도는 인플레이션 발생 등 경기과열에 대한 우려감으로 긴축정책을 추진하였다. 이에 따라 1994~1995년에는 증권시장이 크게 침체되자 다시 정부는 1996년부터 경기완화정책과 함께 주식제의 강화 등 주식시장 활성화를 위한 정책을 도입하기 시작하였다.

1999년 이후 중국 자본시장은 상당한 제도적 변화를 꾀하고 있는 것으로 보인다. 우선 동아시아 주변국의 경제위기를 겪으면서 자본시장의 틀을 대외

2) 넓은 의미로는 자본거래가 이루어지는 추상적 시장을 모두 지칭하는 것으로 증권시장을 비롯하여 주로 단기 자본거래가 이루어지는 금융시장과 보험시장까지 포함하는 개념임. 그러나 자본시장은 통상적으로 기업의 장기자본조달의 창구역할을 하는 증권시장을 뜻함. 증권시장은 사채나 주식과 같은 유가증권이 발행되고 거래되는 시장으로써 본고에서의 자본시장 또한 증권시장과 동일한 개념으로 간주함.

3) 1998년 정부는 국무원내 증권위원회를 없애고, 감독관리업무는 중국증권감독위원회로 일원화시킴으로써 통일된 증권감독관리체계를 구축함.

개방에 맞추어 경쟁력 강화를 꾀하고 있으며, 중국 또한 미국과의 WTO 가입 협상 타결 등으로 자본시장 개방 확대가 불가피해질 것이기 때문이다. 우선 1999년 7월 정부는 중국 자본시장 제도 구축의 근간이 될 증권법을 시행한다고 발표하였으며, 9월에는 국유기업 개혁 강화와 발맞추어 기업의 직접 금융을 활성화하는 등 근본적인 변화의 움직임을 보이고 있다. 또한 WTO 가입을 앞두고 자본시장의 대외개방 확대와 함께 A주와 B주의 통합, 하이테크 기업의 효율적인 자금조달을 위한 차스닥(CHASDAK) 설립을 검토하고 있어 중국 자본시장의 대내외적인 변화 속도는 더욱 빨라질 것으로 보인다.

<표 2> 중국 자본시장 관련 법규 시행 및 제도 변화 추이

	공통	채권시장	주식시장
1981		- 국채발행	
1984			- 주식제 도입
1985		- 회사채·금융채발행	
1990	- 증권공사관리감독관리관법 - 증권거래영업부감독관리관법 - 상하이 증권거래소 설립 - STAQ(증권자동거래시스템) 개통	- 국채 신디케이트 인수	
1991	- 선전 증권거래소 설립		
1992	- 국무원 증권위원회 및 중국증권관리감독위원회 설립 - 화하증권, 국태증권 등 수 개의 증권회사 설립		- B주식 발행 허용
1993	- 사회주의 시장경제체제 확립에 관한 결정	- 기업채권관리조례 - 국채 선물거래 개시	- 주식발행 및 거래관리 규정조례 - 기업내용공시실시세칙 - H주식 발행 허용
1994	- 공사법		
1995	- 금융질서 파괴처벌에 관한 결정	- 국채 선물거래 정지 - 담보법	
1996		- 국채를 통한 공개시장 조작	
1997	- 증권거래소관리규칙	- 전환사채관리감독방법 - 은행간시장에서의 채권 거래 허용	
1998			
1999	- 증권법 - 미국과의 WTO 가입 협상 - 증권감독기구 일원화		- B주식 발행조건 완화 및 거래세 인하
2000 (예정)			- A주와 B주의 통합 검토 - 차스닥(CHASDAK) 설립 검토

나. 증권법 시행과 특징

위에서처럼 중국 자본시장의 발전과 관련해 많은 제도와 법규가 시행되어 왔지만 그 중에서도 주목할 만한 것은 1994년의 공사법(회사법)과 1999년의 증권법 시행이다. 공사법은 법인격을 지닌 기업이라면 반드시 지켜야 할 기본법규로써 중국이 시장경제체제에서 기업을 경제주체로 인정하는 최초의 법규라고 할 수 있다. 공사법에서는 기업을 유한회사, 국유독자회사 및 주식회사로 나누고, 주식회사의 경우 주식의 공개발행 및 상장에 관해 규정하고 있다. 또한 회사채에 관한 규정도 있어 기업이 회사채를 발행하여 자금을 조달할 수 있도록 하고 있다.

그리고 1999년 7월 시행된 증권법(1998년 12월 제정)은 1993년 7월 제1차 초안이 나온 지 6년이라는 오랜 산고 끝에 탄생한 법규이다. 그 만큼 중국 정부는 증권법 시행에 신중을 기했다. 왜냐하면 아직 국유기업의 개혁이 아직 마무리되지 않고 공유제가 경제체제의 근간을 이루고 있는 상황에서 증권법은 자본주의 시장경제를 가장 잘 대변하는 법규라는 인식이 있었기 때문이다. 따라서 중국 증권법은 여타 자본주의 국가의 증권관련 법규와 다소 차이가 있다. 이하에서는 중국 증권법의 규정에 따른 특징에 대해 살펴보기로 한다.

첫째, 유가증권의 범위가 다르다. 중국 증권법에서의 유가증권이란 중국 내에서 발행, 유통되는 주식, 사채 및 국무원이 인정하는 기타 채권을 말한다.⁴⁾ 따라서 금융채, 상업어음(commercial paper), 국채, 해외에서 발행된 국채 및 기타채권 등은 포함되지 않은 특징이 있다. 둘째, 신용거래 및 선물거래의 금지이다. 현재 중국 증권법상 증권거래는 모두 현물거래이며 증권회사가 고객에게 투자자금을 용자하거나 혹은 대주를 통해 증권거래를 할 수 없도록 정하고 있다.⁵⁾ 이는 증권시장이 투기화되는 것을 막고, 위험회피 및 시장질서를 안정시키기 위함이다. 셋째, 증권회사의 분류기준이 다르다. 현재 중국 증권회사는 약 90사⁶⁾이다. 정부는 증권회사의 경쟁력 강화차원에서 증권회사를 종합증권회사와 중개증권회사로 분류하고 있다. 종합증권회사는 자본금은 5억 위안 이상이며, 중개증권회사는 5,000만 위안 이상이다. 이외에도 증권법에서는 주식 및 사채 발행시 기존의 허가제에서 심사인증제로 바꾸어 일정 자격 요건만 갖추면 가능케 함으로써 행정개입의 여지가 상당히 줄어들었다.

4) 증권법 제2조

5) 증권법 제3조, 제36조

6) 신탁투자공사도 증권매매업무를 하고 있으므로 이를 합치면 약 300여사로 늘어남.

3. 자본시장의 발전 현황

가. 채권시장

1) 국채

개혁·개방 이후 중국정부는 재정적자 보전과 공공개발 자금 확보를 위해 1981년부터 국채를 발행하기 시작하였다⁷⁾. 초기에는 발행 규모가 그리 크지 않았으며, 유통시장 미형성, 일반 국민의 국채에 대한 인식 부족 등의 이유로 그다지 활성화되지 못했다.

그러나 1990년대 들어서는 국채시장 규모가 급격히 증가하기 시작하였다. 우선 정부 재정적자 규모가 크게 늘어남에 따라 이의 보전을 위한 국채발행 역시 동반하여 늘어났고, 상하이와 선전 증권거래소 설립으로 유통시장이 활성화되기 시작하였으며, 재테크 수단으로 점차 각광을 받기 시작하였기 때문이다. 특히 1990년대 중반 이후 발행 규모가 기하급수적으로 늘어났다. 1994년 1,000억 위안을 넘어선 국채발행 규모는 1998년에는 3,454억 위안에 달했으며, 최근 5년간(1994~1998년) 평균 국채발행 증가율은 무려 45%에 달하고 있다. 이러한 국채발행 급증으로 국채발행 잔액은 8,211억 위안(이중 유통가능 물량은 약 절반수준인 3,900억 위안임)에 달하고 있다. 최근 국채발행의 급증에도 불구하고 GDP 대비 10% 미만에 그치고 있어 미국, 일본 등 선진국의 경우 거의 35~70%에 육박하고 있는 점을 감안한다면 아직까지 그리 우려할 만한 수준은 아니다.⁸⁾

7) 중국 국채는 1950년 ‘人民勝利折實公債’를 발행한 것이 처음임. 이어 제1차 5개년계획기간(1953~57년)중 사회간접자본 건설 재원마련을 위한 건설국채가 발행되기도 하였으나 소규모에 그쳤고 이후 20년간 발행되지 않다가 1981년 國庫券의 형식으로 다시 발행되기 시작함.

8) 1998년 말 현재 미국과 일본의 국채 발행잔액의 GDP 대비 비중은 각각 39%, 62%에 이르고 있음.

<표 3> 중국 국채의 발행 추이

단위 : 억 위안, %

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
발행액	281	461	381	1,138	1,511	1,848	2,412	3,809	3,454
상환액	112	238	123	392	497	787	1,264	2,061	2,500
발행잔액	1,060	1,283	1,541	2,286	3,300	4,361	5,509	7,257	8,211
대GDP비중	4.9	4.8	4.4	4.9	5.6	6.4	7.4	9.6	..

주1) 1998년 국채 발행액에는 4대 국유 상업은행 자기자본 확충을 위한 2,700억 위안 규모의 특별국채와 560억 위안의 지방정부 발행 국채는 포함되지 않았으며, 따라서 실질적인 국채발행 규모는 이보다 훨씬 컸다고 할 수 있음.

자료 : 中國證券監督管理委員會編, 中國證券期貨統計年鑑 1999 및 資本市場雜誌 “99國債的發行結構”, 2000.1

초기 국채발행 당시 정부는 개인과 국유기업에게 강제로 할당하였으며, 5년 이상의 장기인데다가 중도환매도 인정되지 않아 高인플레이 시기에는 국민들의 불만이 많았다. 그러나 1991년부터 강제할당방식을 은행, 증권회사 등을 중심으로 한 채권단 인수 혹은 경쟁입찰 등 시장메커니즘 기능을 강화하는 방식으로 전환하고, 기간구조도 7~10년의 장기에서 3~5년의 중기 혹은 1년 미만의 단기로 다양화시켰다. 또한 상하이 증권거래소 개설 등 공식적인 유통체계를 갖추고 개인 매입 국채의 유통을 허용하는 등 국채 유통시장의 활성화를 꾀함으로써 현재 국채는 주식, 부동산 등과 함께 대표적인 투자수단으로 각광받고 있다. 특히 일반개인의 발행 국채에 대한 매입비율이 85%에 달할 정도로 국채에 대한 선호도가 높다.

2) 회사채(기업채권)

1980년대 초반 일부 지방기업이 채권 발행을 통해 자금을 조달함으로써 경영상태가 양호한 집체기업이나 합자기업들이 발행하는 경우도 있으나 대부분은 국유기업에 의해 발행되고 있다.

현재 중국 회사채시장은 여러 가지 문제로 인해 별로 활성화되지 못하고 있다. 우선 기업이 회사채를 발행하고 싶어도 정부가 엄격히 이를 통제하고 있어 실제 발행기업이 한정되어 있다는 점이다. 회사채 발행은 발행규모, 자금용도 등에 대한 정부의 규제를 받고 있으며, 정부의 총량규제를 받고 있다. 또한 연간 발행액의 약 10%가 채무불이행 사태로 이어지고 있어 일반 국민들의 회사채에 대한 인식이 상당히 부정적이기 때문에 회사채의 유통이 제대로 이루어지지 못하고 있는 것도 하나의 문제점이다. 이 때문에 회사채

발행 규모는 오히려 매년 감소추세에 있으며, 1998년에는 148억 위안을 발행하는데 그쳤다. 이에 따라 총 발행잔액은 564억 위안에 머물고 있고, 이는 국채발행 잔액의 10%에도 미치지 못하는 수준이다.

<표 4> 중국 회사채의 발행 추이

단위 : 억 위안

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
발행액	250	684	236	162	301	269	255	148	136
상환액	114	193	255	282	336	318	220	105	..
발행잔액	331	822	802	682	647	598	521	564	..

주) 1999년 통계는 1~11월중 기간임.

자료 : 中國證券監督管理委員會編, 中國證券期貨統計年鑑 1999, 및 中國銀行國際金融研究所, 1999~2000 國際金融報告, 2000.1

나. 주식시장

중국 기업의 주식발행은 1984년 7월 베이징(北京)의 티엔차오(천교)백화점이 효시이다.⁹⁾ 이어 상하이페이러(上海飛樂)음향고분유한공사, 상하이엔중(上海延中)실업공사 등이 주식을 발행함으로써 점차 발행기업이 증가하기 시작하였다. 주식 발행기업이 점차 늘어나자 1987년부터 정부가 공식적으로 국유기업의 주식 발행을 허용하였고 이에 따라 이의 원활한 매매를 위한 초보적인 유통시장도 점차 형성되었다.¹⁰⁾

1990년대 들어 중국 주식시장은 본격적으로 성장하기 시작하였는데 이는 증권거래소 및 증권관련 감독기구의 설립으로 시장의 신뢰도를 높였기 때문이다. 그 동안 중국 주식시장은 정부 주식시장에 대한 지나친 개입과 경제여건의 변화에 따라 급등락을 거듭하는 불안정한 모습을 보였다. 이러한 와중에서도 매년 상장 기업수와 시가총액 등 주식시장의 총량지표는 꾸준히 증가하였다. 이에 따라 1999년 말 현재 시가총액은 2조 6,471억 위안에 달해 GDP의 32.2%에 이르고 있으며, 1990년대 초반 GDP 대비 시가총액 비중이 3.0%에 불과한 점과 비교한다면 연평균 100% 이상의 놀라운 성장을 거듭해 왔다(<표 4>

9) 당시 이 회사는 액면가 100위안, 3년 만기의 기한으로 3만 주를 회사 내의 종업원에게 판매하였다. 다만, 만기후 전액 국가가 인수한다는 조건이어서 주식보다는 오히려 채권에 가깝다고 할 수 있음. 일반투자자를 대상으로 한 실질적 의미의 주식 발행은 1984년 11월 상하이페이러(上海飛樂)음향고분유한공사가 처음이라고 할 수 있음.

10) 1986년 9월 상하이신탁투자공사가 처음으로 징안(靜安)증권업무부를 신설하고, 상하이페이러와 상하이엔중의 2개 주식에 대한 점두거래를 시작하였으며, 1987년 9월에는 심천특구증권공사가 설립되어 주식 매매업무를 시작함.

참조).

<표 5> 중국 주식시장 발전 추이

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
상장기업수(사)	54	181	291	323	530	745	851	947
상장주수(억주)	74	358	639	763	1,110	1,899	2,526	2,998
거래규모(억위안)	708	3,696	8,127	4,023	21,332	30,721	23,544	26,320
시가총액(억위안)	1,047	3,542	3,691	3,474	9,842	17,529	19,506	26,471
대GDP비중(%)	3.9	10.2	7.9	5.9	14.5	23.4	24.5	32.2

자료 : 中國證券監督管理委員會編, 中國證券期貨統計年鑑 1999 및 www. p5w. net

Ⅲ. 중국 자본시장의 안정성장을 위한 해결과제와 전망

1. 최근 정부의 자본시장 활성화를 위한 움직임

가. 주식시장의 통일

중국 주식시장의 통일은 주식 형태의 통합과 지역적 통합 두 가지를 말할 수 있다. 먼저 주식형태의 통합은 A주식과 B주식¹¹⁾의 통합이다. 중국 정부는 주식제 시행에 따른 외국기업의 중국기업에 대한 지분확대와 이를 통한 경영권 확보의 우려를 없애기 동일한 기업의 주식을 A주와 B주로 구분하여 유통시켰다. 그러나 당초 판단과는 달리 외국인투자자들은 중국기업에 대한 주식투자에 그리 적극적이지 않았다. 투자절차의 복잡함, 중국기업에 대한 신뢰도 저하, 공시제도의 미비 등 중국 주식시장이 갖는 문제점이 있으며, 중국 우량기업은 H주 형식으로 홍콩 주식시장에 상장되어 있기 때문에 홍콩 주식시장을 이용하면 된다는 외국인투자자들의 판단때문이었다.

그 결과, 동일기업임에도 불구하고 A주보다 B주에 대한 가격이 낮게 형

11) 중국 주식의 종류는 소유형태에 따라 ① 중앙 및 지방정부가 보유한 국가주, ② 국유기업이 보유한 법인주, ③ 해당기업의 종업원, 일반 개인 및 투자펀드가 보유한 개인주, ④ 외국인투자자가 보유한 외자주의 4가지 종류로 나뉘어짐. 이 중에서 국가주는 유통이 불가능하며, 법인주는 법인간에 한해 유통이 가능함. 따라서 실질적으로 증권거래소를 통해 유통되는 주식은 개인주와 외자주라 할 수 있음. 통상 개인주는 A주, 외자주는 B주라고 불리움. 그리고 중국기업이 해외 주식시장에서 직상장하는 경우, 발행장소에 따라 홍콩증권거래소에서 상장되면 H주, 뉴욕증권거래소에 상장되면 N주, 런던증권거래소에 상장되면 L주 등으로 불리우고 있음.

성되는 현상이 계속되었다. 최근 정부는 B주 거래시 인지세를 인하하고, 비국유기업도 조건만 충족된다면 B주 발행을 허용하는 등 B주 시장에 대한 활성화대책을 내놓고 있으나 별 효과를 보지 못하고 있다. 결국 A주와 B주의 구분이 오히려 중국 주식시장의 발전을 저해하고 있다고 판단하고 A주와 B주의 통합 방안이 검토중인 것으로 알려지고 있다.

그리고 지역적 통합으로는 현재 중국의 증권시장은 상하이와 선전 증권거래소가 서로 분리되어 있음을 말한다. 양 증권거래소가 어떤 특성에 따라 상장 요건을 달리하는 것도 아니다. 다만 지역별로 분리되어 있어 상장을 원하는 기업들은 어느 한곳에 상장신청을 하면 된다. 이렇기 때문에 중국 주식시장의 정확한 분석을 위해서는 상하이와 선전을 분리하여 별개로 조사해야 한다. 두 시장이 별개로 움직이는 것은 아니나 어쨌든 정부의 주식시장에 대한 감독관리가 별도로 이루어져야 하며, 투자자도 서로 분산될 수밖에 없는 등 혼돈을 주기도 한다.

중국 정부는 상하이를 중국 금융의 중심지로 육성하는 한편, 선전의 경우 홍콩과 인접해 있음을 이유로 홍콩 금융과 연계해 발전시키기 위해서 상하이와 별도의 주식시장을 설립한 것으로 생각된다. 그러나 금융의 전산화가 이루어진다면 증권거래소는 현재대로 두 곳에 그대로 두되 상장기업을 통합하여 하나의 전산망을 통해 거래되게 한다면 투자자 및 정부 모두에게 효율적이지 않을 까 생각된다.

나. 국가주 유통 허용

현재 중국 주식 유통시장의 커다란 문제점 가운데 하나는 발행주식수에 비해 유통주식 비율이 35%에 불과하다는 점이다.¹²⁾ 즉, 국유기업들은 주식시장에 상장된다 할지라도 발행 주식이 모두 유통될 수 있는 것이 아니고, 국가소유주와 법인소유주는 유통되지 못한 다는 점이다. 이처럼 중국이 국가주나 법인주에 대한 거래를 허용하지 않은 이유는 사회주의의 근간인 공유제 유지차원에서 국유기업의 지배력을 확보하기 위해서이다.

최근 정부는 늘어나는 정부 재정적자를 국채 발행에만 의존해왔으나 이에 따라 재정적자의 국채의존도가 크게 높아지자 그 대안으로 국가주 매각을 꾀하고 있다. 국가주 매각을 통해 국채의 재정의존도를 줄이고, 국유기업의

12) 1999년말 현재 상하이증권거래소 상장기업의 주식소유지분별 구성 현황을 보면 유통 불가능한 국가주, 법인주 및 직공주의 비중이 각각 37.2%, 24.4%, 1.2%로 전체의 62.8에 속하고 있으며, 선전 증권거래소의 경우에는 37.7%, 25.1%, 2.5%로 전체의 65.3%에 달하고 있음.

경영에 민간부문이 참여하여 효율성을 높인다는 것이다. 그러나 국가주 매각의 전면허용은 대량의 물량이 일시에 시장에 출현하여 수급구조를 악화시킬 수 있기 때문에 부분 매각과 같은 점진적인 방안이 마련되어야 할 것이다.

다. 하이테크 기업을 중심으로 한 제2 주식시장 창설

현재 중국정부는 하이테크 기업의 육성을 위해 상하이 및 선전 증권거래소 내에 별도의 주식시장을 창설할 계획을 갖고 있다. 즉, 미국의 나스닥이나 우리나라의 코스닥과 유사한 차스닥(CHASDAK)을 설립함으로써 우수한 기술력을 갖고 있지만 자금부족으로 상용화하지 못하는 벤처기업을 대상으로 기존 거래소에 비해 상장조건을 대폭 완화하여 상장시킴으로써 직접금융을 조달할 수 있도록 한다는 것이다. 아직 이에 대한 구체적인 내용은 발표되지 않고 있지만 금년 6월경에 확정 발표될 것으로 알려지고 있다. 그리고 하이테크 기업에 대한 우대조치로 상장 및 증자발행 조건 완화, 신주인수권 발행 허용, 하이테크 인증 기업이 기존 상장기업의 최대주주가 된 경우, 기존 상장기업의 업종 전환 조건 완화 등의 조치가 거론되고 있다.

2. 중국 자본시장의 문제점 및 향후 전망

가. 중국 자본시장의 문제점 및 해결과제

위에서 거론하다시피 중국 자본시장은 1980년대 초보적인 모습을 보이기 시작하였고, 1990년대 들어 본격적인 성장세를 보였다. 이렇게 보면 중국 자본시장의 역사는 불과 10여 년에 불과하다. 더군다나 경제체제의 근간이 아직 사회주의의 원칙인 공유제에서 벗어나지 않고 있기 때문에 시장경제의 첨병이랄 수 있는 자본시장의 발전은 중국에서는 한계가 내포될 수밖에 없다. 이하에서는 중국 자본시장의 순조로운 발전을 위한 해결과제이자 동시에 문제점이라 할 수 있는 사항에 대해서 살펴보고자 한다.

첫째, 주식시장의 급등락으로 매우 불안정한 시장으로 인식되고 있다는 점이다. 1990년대 이후 중국 주식시장은 다섯 차례의 폭락과 급등기를 겪으면서 전형적인 투기장세의 모습을 보였다. 상하이증권시장을 예를 들어보자. 1992년 5월 1,422포인트에서 같은 해 11월 394포인트로 떨어졌고, 1993년 2

월에는 1,537포인트에서 다음 해 7월 다시 334포인트로 1/5수준으로 급락하였다. 1995년 9월 1,037포인트로 다시 천 포인트 대를 넘어섰지만 다음 해 초 537포인트로 다시 절반 가량으로 떨어졌다. 그리고 1997년 중반 동남아 외환위기가 발생하기 전에는 1,600포인트로 사상 최고수준을 기록하였지만 외환위기 이후 다시 절반 가량인 800포인트로 떨어졌다. 물론 세계 여타국의 주식시장도 자국 및 세계경제 여건에 따라 등락을 거듭하지만 중국과 같은 극심한 변화를 보이지 않았다는 점에서 중국 주식시장의 불안정성은 여타국에 비해 크다고 할 수 있다.

둘째, 증시 관련자들의 건전한 환경조성 노력이 미흡하다는 점이다. 현재 중국 증권시장이 내실을 기하지 못하고 있는 것은 증시에 참여하는 투자자, 중개인 및 감독기구 모두에게 책임이 있다. 중국 증권시장에서는 내부자거래, 시세조정, 증권회사와 발행기업의 투자자 사기행위, 허위 공시, 금지되어 있는 증권회사의 주식매매자금 용자, 금지되어 있는 은행의 간접적인 주식투자 등의 불법행위가 빈번하게 발생하고 있어 문제시되고 있다. 물론 이는 증권시장 감독기구의 관리 소홀과 함께 정부의 지나친 시장 개입이 오히려 자연스런 시장 흐름을 방해요인으로 작용하는 경우도 있다. 감독당국은 직접적인 시장개입보다는 현재 개인 중심의 주식투자방식에서 탈피하여 기관투자가로 하여금 시장을 안정화시키는 간접적인 관리감독 체제를 마련해야 할 것이다.

그리고 기업 스스로도 자본시장의 건전한 발전에 노력할 필요가 있다. 주식제 시행 이후 많은 중국 기업들이 주식회사로 변화되고 있기는 하나 경영방식, 회계제도, 당과 정부의 직간접적인 간여 등에 있어서 여전히 과거의 습관을 버리지 못하고 있다. 주지하는 바처럼 기업의 주식가치는 당해 기업의 수익력을 원천으로 하며, 주식시장 또한 기업의 건실한 경영이 없으면 발전할 수 없다. 그러므로 주식시장의 안정적, 장기적 발전을 위해서는 기업정보 공시제도의 확립, 소유자의 법적 지위 보장, 당과 정부기관의 간여 배제 등과 같은 기업제도의 재구축이 절대적으로 필요하다.

셋째, 채권시장의 구조적 취약성이 보완되어야 한다는 것이다. 아시아 경제위기의 원인가운데 하나가 잘 가꾸어진 채권시장이 없기 때문이라는 분석도 나오고 있다. 중국의 저축률은 약 40%에 달해 세계 최고수준으로 알려져 있다. 중국 정부가 소비 확대를 통한 경기부양을 위해 금리를 수 차례에 걸쳐 인하해도 자금은 여전히 은행에 몰리고 있다. 채권이나 주식과 같은 자본시장이 이를 대체하지 못하고 있기 때문이다. 채권시장이 활성화되기 위해서는 채권발행기업에 대한 신뢰도가 제고되어야 한다. 이를 위해서는 채권가

격을 정확히 평가할 수 있는 가격지표가 만들어져야 하며, 기업에 대한 공정한 평가등급을 매길 수 있는 신용평가기관이 설립되어야 하며, 장기채 매입이 가능한 연기금시장도 대폭 확대되어야 할 것이다.

마지막으로 상장회사의 경영실적이 미흡하며, 상당수가 적자상태를 보이고 있다는 점이다. 지금까지 중국 주식시장에 상장하는 기업들은 다분히 경영실적에 의해 결정되기보다는 정부의 정책과 입김이 작용하여 실적이 나쁘더라도 상장을 허용받은 경우가 많다. 이 때문에 중국 주식시장에 상장된 기업들은 우량기업이라는 인식을 받지 못하고 있는 것도 사실이다.

나. 중국 자본시장의 발전 전망 및 시사점

위에서와 같은 문제점에도 불구하고 그 동안 중국 주식시장과 채권시장은 시장규모로 놀라운 양적 팽창을 가져왔으며, 중국의 경제력과 성장잠재력으로 보아 앞으로도 이러한 추세는 계속될 것이다. 우선 중국이 경제개발을 위해서는 여전히 대량의 개발자금이 필요하며, 이를 위해서는 자본시장의 발전이 필수적이라는 점이다. 최근 중국 정부는 빈부격차를 해소하고 전국토의 균형적 발전을 이루기 위해 이른바 ‘西部大開發’을 주창하고 있다. 서부지역의 풍부한 부존자원을 활용하기 위해서는 이 지역의 인프라를 확충해야 하고 그러기 위해서는 대규모 개발자금이 필요하다는 것이다. 이미 대규모 재정적자 상태가 계속되고 있는 정부로서는 재원마련의 한계를 인식하고, 기업 스스로가 필요자금을 직접 조달하여 인프라 개발에 투입하거나 외국인투자기업들의 참여를 기대하고 있다.

게다가 지난 11월 중국과 미국의 WTO 가입 협상 타결로 시장개방 확대가 불가피해졌으며, 주식시장 및 채권시장에서의 외국인투자자들의 참여가 늘어날 것이라는 점이다. 즉, 그 동안 중국 주식시장에 외국인들의 참여가 저조했던 점은 자본거래에 대한 위안화 태환 불가능, 1997년 아시아 외환위기 이후 정부의 자본시장에 대한 엄격한 통제 등으로 외국인의 자본시장 진입이 어려웠기 때문이다. 중국의 WTO 가입과 관련하여 정부는 중외합작기금관리공사 및 중외합자증권공사의 설립을 조만간 허용할 예정이며, 중국 내 외국인투자기업의 A주식 발행을 허용함으로써 외국인투자기업의 중국에서의 직접금융 조달 여건을 개선시킬 방침에 있다. 이러한 시장개방을 통해 주식 및 채권거래가 보다 자유로워지고, 외국계 금융기업의 시장진입 요건이 완화된다면 향후 중국 자본시장의 성장 속도는 더욱 빨라질 것으로 보인다.

중국 자본시장의 향후 전망을 낙관적으로 보는 또 다른 이유는 다른 나라

에 비해 상대적으로 자본시장이 국가경제에서 차지하는 비중이 낮다는 점이다. 우리나라나 대만 등과 비교해 볼 때 아직 GDP 대비 주식시장 시가총액의 비중이 절대적으로 낮게 나타나고 있다. 1998년 말 현재 중국 주식 시가총액의 對GDP 비중은 24.5%인데 이중 유통가능 주식만 고려한다면 10%에도 미치지 못하는 수준이다. 미국, 영국 등 선진국뿐만 아니라 우리나라, 대만, 인도 등 유사 개도국들도 이미 100%를 넘어선 점을 감안한다면 중국 주식시장의 발전여지는 아직도 상당히 많다고 할 수 있다.

이러한 중국 자본시장에 대한 개방 확대 및 성장 지속의 낙관적 전망은 우리나라 對중국 투자기업들에게도 시사하는 바가 크다. 그 동안 우리나라 對중국 투자기업은 거의 전부가 母기업의 출자 혹은 금융차입을 통해서만 자금을 조달하여왔는데 앞으로는 현지 투자기업의 중국 혹은 홍콩 주식시장에의 상장 및 회사채 발행을 통한 직접금융 조달 가능성을 넓혀주었기 때문이다. 이미 일부 투자기업가운데에는 중국 혹은 홍콩 증시에의 상장을 통한 자금조달계획을 수립하고, 이미 타진을 검토중인 것으로 알려지고 있다. 특히 최근 중국에서는 벤처기업을 중심으로 한 제 2주식시장인 차스닥 설립이 조만간 현실화될 것으로 보이는 바, 최근 활발한 진출이 이루어지고 있는 국내 벤처기업들로서는 이러한 차스닥을 활용한 중국 시장진입을 고려해 볼 수 있을 것이다.

다만 현실적으로는 중국에 진출한 국내기업가운데 중국 자본시장에 참여하여 자금을 조달할 능력이 있는 기업이 그다지 많지 않다는게 문제이다. 먼저 우리나라 중국 투자기업의 대부분이 주식회사가 아닌 유한회사로 시작하였기 때문에 주식상장을 위해서는 주식회사로 전환해야하는 부담이 있다. 또한 회계장부의 조작, 기업수익의 변칙 운용 등과 같은 근시안적 기업운영방식에서 탈피하여, 진출 초기부터 자본시장에서의 자금조달을 위해서 주식회사로의 진출, 국제기준에 맞는 회계기준 작성 등을 통해 신뢰감을 주는 기업 이미지를 구축할 필요가 있을 것이다.

<참고 문헌>

1. 郭小芳, “99國債的發行結構”, 資本市場雜誌, 2000.1
2. 金琮根, 中國 株式市場의 現況과 展望, 대외경제정책연구원, 1997.12
3. 黃冠山, 中國證券市場 湖北人民出版社, 1999.9
4. 厲以寧 外3, 中國資本市場發展的理論與實踐, 北京大學出版社, 1998.4

5. 王雪冰, 1999~2000 國際金融報告, 中國銀行國際金融研究所, 2000.1
6. 陳玉萍, 世紀之交的中國證券市場, 經濟科學出版社, 1999.8
7. 中國金融出版社, 中國金融年鑑, 各년도
8. 中國人民銀行, 中國人民銀行統計季報, 2000.3
9. 中國證券監督管理委員會編, 中國證券期貨統計年鑑 1999
10. 桑田良望, 中國の國有企業改革と證券市場, 國際金融, 1999.11.15
11. EIU, "Godot gets nearer", Business China, 2000.1.31
12. <http://www.p5w.net>