

자본자유화와 해외자본조달

閥相基

-『목 차』.....
- | | |
|-----------------------------|---|
| 1. 서 론 | 3. 해외자금조달 |
| 2. 자본자유화의 진전과 선결조건 | 1) 유효이자율과 외화차입 |
| 1) 자본시장국제화 장기계획(1981) | 2) 자본통제와 외화차입 |
| 2) 원화국제화 단계별 추진계획
(1988) | 3) 자본자유화와 외화도입
(1) 통화의 선택
(2) 금융시장 및 기업의 선택 |
| 3) 자본시장국제화 중기계획(1988) | |
| 4) 자본자유화의 선결조건 | 4. 결 론 |

1. 서 론

최근 국제수지의 흑자폭이 급격하게 감소하여 그 열기가 줄어든 듯하지만 국제경제의 일원으로서 우리나라도 무역, 외환, 자본 등 모든 국제거래의 자유화를 적극적으로 추진해야 한다는 주장이 지난 3년간 줄기차게 이어져 왔다. 무역자유화는 농산품 및 서비스거래의 일부를 제외하고는 이미 거의 자유화되었으며 외환자유화는 1988년 11월 IMF 8조국 이행과 더불어 적어도 경상거래에 관한 한 외환거래는 대폭 자유화되었다.

자본자유화란 “생산요소의 하나인 자본의 국제간 이동을 자유로이 하는 것”이라고 정의 할 수 있다. 즉, 자본자유화란 외국으로부터의 자본유입과 외국으로의 자본유출이 자유로 와집을 의미하며 기업의 입장에서 볼 때 전세계에서 가장 차입비용이 싼 시장에서 자금을 조달하고 또한 가장 투자수익이 높은 곳에 투자할 수 있는 기회가 주어짐으로써 국제경쟁력을 유지 또는 증대시킬 수 있다는 점에서 자본자유화에 큰 기대를 걸고 있다.

본고에서는 2절에서 지금까지 우리나라에서 추진되어 온 자본자유화가 과연 자본의 유입 및 유출의 자유화에 어느 만큼 기여했는가를 살펴보고 3절에서는 기업들의 자금조달에서 통화선택을 하는 일반기준을 제시한 후 이 기준을 바탕으로 자본통제가 있을 때와 자본자유화가 되었을 때의 해외자금조달의 의의 및 기법들을 분석하여 자본자유화가 추진되는 과

정에서 우리나라 기업들이 해외자금조달에 대한 지침을 제시하고자 한다.

2. 자본자유화의 진전과 선결조건

우리나라에서 자본자유화가 처음으로 논의된 것은 1978년 경이었다. 전국이래 만성적인 경상수지적자에 어려움을 겪다가 1977년 비록 무역수지는 여전히 적자였으나 무역외수지 및 이전거래의 흑자 때문에 12백만불이라는 소액이기는 하나 처음으로 경상수지흑자를 달성했다. 여기에 우리가 항상 경쟁국으로 인식하는 대만 역시 1976년부터 처음으로 경상수지흑자를 달성하여 1977년 그 흑차폭이 920백만불에 달하자 1978년 자국통화인 대만달러의 환율을 38대 1에서 37,050대 1로 약 5% 평가절상함에 따라 국내에서도 우리나라 환율을 평가절상하자는 논의와 함께 한 걸음 더 나아가 선진국가들의 모임인 OECD에 가입하고자 하는 토론과 OECD에 가입하기 위한 선결조건인 자본자유화에 대한 논의가 진행된 것이다.

그러나 1978년의 원화평가절상 및 자본자유화논의는 극히 단명으로 끝이 났다. 1978년 10억 달러 이상의 경상수지적자가 났으며 제 2차 석유파동이 시작된 1979년에는 그 적자폭이 41억 달러로 1980년에는 53억 달러로 급증하여 원화환율은 평가절상은 커녕 1980년 1월 12일 환율을 484대 1에서 580대 1로 대폭 평가절하했으며 동년 2월 27일부터는 환율제도를 달러연계제에서 복합통화연계제로 바꾸어 달러환율을 유동화시킴에 따라 달러에 대한 원화 평가절하는 급속히 진전되어 1988년 말에는 660원에 이르게 된 것이다. 한편 자본의 유출입을 자유화하는 자본자유화의 토론 및 OECD가입문제도 또다시 거론할 수조차 없게 된 것은 물론이다.

1) 자본시장국제화 장기계획(1981. 1. 14)

1981년에 이르러 국제금융시장에서 우리나라의 신인도가 극히 낮아 차입이 어려워진 환경 하에서 외채상환의 부담이 없는 외화자금을 유인하기 위한 수단으로 발표된 것이 1981년 1월 14일의 자본시장국제화 장기계획이다. 이 장기계획은 4단계의 단계별 추진내용으로 되어 있는데 1984년까지의 1단계에서는 증권시장개방을 위한 수용태세의 경비기간으로 설정함과 동시에 국제투자신탁을 제한적으로 허용하며 1985년경의 2단계에서는 외국인 개인의 증권투자를 제한적으로 허용하고 1980년대 후반의 3단계에서는 외국인 개인의 본격적인 투자를 허용함과 동시에 국내증권의 해외발행도 추진하기로 되어 있다. 마지막 단계인 4단계는 1990년대 전반으로 추정되어 이 단계에서는 외국인의 증권투자를 완전자유화하고 내국

인의 해외증권투자도 허용하겠다는 내용이었다.

그러나 엄밀한 의미에서 이 장기계획은 자본자유화의 계획과는 거리가 멀었다. 즉, 외채의 부담속에서 외화자금의 도입창구를 다변화한다는 의미에서 증권시장을 개방하는 계획이었지 4단계에 내국인의 해외투자를 허용한다고는 되어 있으나 자본의 유출에 대해서 진지한 계획은 아니었다.

1981년부터 경상수지적자폭이 줄었다고는 하나 1981년 46억불 1982년 26억불 1983년 16억불 등 경상수지는 계속 적자가 지속되었으며 1982년 멕시코의 외채상환불능선언에 따른 외채위기 속에서 세계에서 외채 규모가 4위였던 우리나라로서는 자본자유화가 논의제목이 아니라 자본유입의 원활화가 관심의 초점이었던 것이다. 1981년의 장기계획은 자본도입의 측면에서 볼 때 순조로이 진행이 되었다. 즉, 1981년 11월 한국투자신탁과 국민투자신탁에 각각 2,500만불 규모의 외국인전용수익증권사가 설립이 되었고 1984년 8월에는 뉴욕에 Korea Fund가 설립되었으며 85년에 당시 3개 투자신탁회사에 대해 각각 3,000만 달러 규모의 새로운 국제투자신탁(Seoul International Trust), 한국성장신탁(Korea Growth Trust), 서울신탁(Seoul Trust)을 통해 외국인전용수익증권을 발매했다. 1981년 외국인전용수익증권발매에 대한 외국인의 관심이 높아 성공적으로 출범하자 우리나라 증권시장을 부분적인 개방에 의한 외자도입의 가능성에 자신을 얻은 정부는 1981년의 장기계획에는 80년대 후반의 제3단계에서 추진하기로 했던 국내증권의 해외발행계획을 1983년 수정하여 1985년부터 시행하기로 했으며 이 계획에 따라 1985년 12월 6일 삼성전자, 1986년 대우중공업 및 유공이 해외전환사채를 성공적으로 판매하였다.

1985년까지 만성적인 경상수지적자를 나타내던 한국경제가 1986년부터 180도 방향이 바뀌어 경상수지흑자국으로 바뀌었다는 것은 주지의 사실이다. 이에 즈음하여 대미달러환율도 1985년 10월 25일 893.40을 기점으로 하락(원화의 평가절상)하기 시작했다. 그러나 1987년까지는 우리나라 국민 및 정부 모두 경상수지흑자를 이룬 것은 사실이나 경상수지흑자의 기조가 정착되었다고 믿지를 못했으며 누구나 외채의 규모가 86년 말에도 445억불이나 되어 자본의 유출도 허용해야 하는 자본자유화에 대해서는 논의할 형편이 되지 못했다. 원화도 1986, 1987 미국달러에 대해 평가절상을 계획했지만 그 폭에 있어서는 인근 경쟁국인 대만이나 일본보다 훨씬 적었던 것이 사실이다.

2) 원화국제화 단계별 추진계획(1988. 6)

1987년 말의 경상수지흑자폭이 100억불에 달하자 1988년부터 대내외적으로 자본자유화에

대한 압력이 커지기 시작했으며 그 압력을 정리해 보면 (1) IMF 8조국으로의 이행 압력 (2) 통상압력과 관련하여 국내자본시장개방압력 (3) 경상수지흑자에 따른 통화량증가압력 등이다.

1988년 5월 시점 외환통제를 하지 않겠다는 IMF 8조국의 수는 64개국이었다. 이 64개국 내에는 24개국의 OECD가입국을 제외하고도 남미, 아프리카의 후진국들도 다수 포함되어 있었다. 한편 우리나라의 무역거래규모는 1986년 663억불로서 세계 14위였으며 87년에는 883억불로 10위정도가 되었을 뿐 아니라 경상수지 흑자기조도 어느정도 정착이 되었기 때문에 세계경제의 일원으로서 책임을 다한다는 의미에서 IMF 8조국으로의 이행을 하지 않을 수 없었다. 이에 정부에서는 1988년 6월초 경상무역외거래 자유화 및 원화의 국제화를 내용으로 하는 금융국제화방향을 발표했다. 이 발표 중 자본자유화와 관계를 가지고 있는 것은 원화의 국제화이며 정부는 원화국제화의 단계별 추진계획을 <표 1>과 같이 발표했다.

이 추진계획은 4단계로 구성되어 있으며 단계별 해당되는 년도는 지정해 놓고 있지 않고 있지만 경상수지흑자정착기인 제 1 단계에서는 경상거래원화표시를 전면 허용하고 외국환은행 국외지점에의 원화예금을 제한적으로 허용하는 것을 내용으로 하고 있다. 환율, 금리의

<표 1> 원화국제화의 단계별 추진계획

구 분	내 용
제 1 단 계 경상수지 흑자 정착기	경상거래시 원화표시 전면 허용 외국환은행 국외지점에의 원화예금 제한적 허용 ○ 비거주자가 해외반출한 일정 범위내
제 2 단계 환율, 금리의 시장기능 제고 및 자본수출 초기	비거주자 자유원계정 설치 ○ 경상거래시 취득한 원화의 국내은행앞 예치, 사용 경상거래시 원화결제 허용(원화의 지정통화화) 외국환은행 국외지점에서 원화예금 전면허용
제 3 단계 국내금융기관 선진화 및 본격적 자본수출기	비거주자 자유원계정에 자본거래적 성격 예금허용 자본거래시에도 원화결제 허용 ○ 경상거래 및 자본거래시 원화의 지급 및 수령자유화 외국환 집중의무 철폐 ○ 민간의 외환보유 및 외환, 자본거래 자유화
제 4 단계 원화의 완전 국제화 및 국내 금융, 자본시장 개방	원화표시 B.A시장 운용 ○ 비거주자의 B.A시장을 통한 자금조달, 운용 비거주자의 원화표시 내국채 취득 허용 비거주자의 원화표시 내국채 발행 및 상장 허용 거주자 및 비거주자의 유로원채 발행 허용 국제금융시장에서의 유로원 대출취급 허용

자료 : 재무부, 1988. 6.

시장기능이 제고되고 또한 자본수출이 시작되는 시점에서는 경상거래시 원화결제를 허용하고 비거주자의 자유원계정 설치도 허용하며 국내금융기관의 선진화가 이루어지고 본격적인 자본수출기가 된 제3단계에서는 자본거래에도 원화결제를 허용함과 동시에 비거주자 자유원계정에 자본거래적 성격의 예금을 허용한 후 원화를 완전국제화하는 제4단계에서는 원화표시 B.A시장, 비거주자의 원화표시 내국채발행, 상장, 취득을 허용하고 거주자 및 비거주자의 유로원채 발행을 허용함과 동시에 국제금융시장에서의 유로원 대출취급도 허용하겠다는 내용이다. 1988년 6월 금융국제화방향은 발표의 주체가 재무부 국제금융국이고 또한 발표한 경위가 IMF 8조국으로 이행하기 위한 선행조건인 경상무역외거래 자유화와 원화의 국제화에 있었으므로 원화국제화가 자본자유화의 중요한 요소임에도 불구하고 IMF 8조국 가입에 필요한 정도의 성의만 표시했을 뿐이며 자유화와 관계된 원화국제화는 시점을 예측할 수 없는 제4단계로 모두 미뤄놓은 인상을 풍긴다.

3) 자본시장국제화 중기계획(1988. 12)

1988년 11월 말 정부는 11월 1일로 소급하여 IMF 8조국으로 이행한다고 발표를 했다. 그 내용은 1989년부터 1992년까지의 국내자본시장 및 증권산업의 대외개방과 해외자본시장진출 및 증권산업의 해외진출에 대한 중기계획이며(<표 2> 참조) 비록 거주자의 해외투자에 대한 계획도 포함이 되어 있으나 이 발표의 주된 관심은 우리나라 증권시장 및 증권산업개방을 촉구하는 외국의 압력을 완화하는 데 있었다. 따라서 국내자본시장과 증권시장의 대외개방을 여전성숙 이전단계와 이후단계로 나누고 환율의 안정과 금리자유화가 정착되지 않고 금융설명화가 정착되지 않은 단계에서는 현재까지 추진되던 간접적인 방법으로 국내시장에 투자하던 방식을 고수하되 그 규모를 약간 확대하는 정도로 하고 여전이 성숙되면 외국인의 직접증권투자를 단계적으로 허용하겠다는 내용이다.

자본자유화의 또 하나 압력은 경상수지흑자 증대에 따른 통화량증가이다. 즉, 1988년에 경상수지흑자가 143억불에 이르자 외화집중제인 우리나라의 경우 바로 통화량증가를 뜻하게 되므로 정부로서는 직·간접투자를 막론하고 해외투자를 촉진하고자 했다. 그러나 해외직접투자는 단순히 자본이동의 문제가 아니라 기업특유의 독점경쟁력이 있어야 하므로 단시일에 늘어나는 데 한계가 있으며 국내증권시장이 호황이며 또한 국내명목이자율이 해외명목이자율보다 높고 원화도 절상될 것이 거의 확실한 상황에서 해외간접투자도 이루어질 환경이 되지 못했다. 따라서 인플레압력에서 통화량증가에 관심이 집중된 정부로서는 외국으로부터의 자본유입을 금지 또는 제한시키는 데만 열중하게 되었다. 따라서 자본자유화를 자본의 유입 및 유출의 자유화라고 정의한다면 자본의 유출은 제한적으로 자유화되었으나

〈표 2〉 자본시장국제화의 단계적인 확대추진방향

1. 국내자본시장 및 증권산업의 대외개방 ('89~'92)

가. 여전성숙 이전단계

시장개방	산업개방
외국인 전용펀드 및 외국인 전용수익증권 발행 확대 해외증권 전환주식의 외국인간 매매 자유화(장외거래) <ul style="list-style-type: none"> • 국내원주의 해외유통 방지를 위하여 주식 예탁증서의 발행을 촉진 해외증권(CB, BW, DR 등)의 발행 확대 (제 1단계) <ul style="list-style-type: none"> • 자금용도 등 제한 완화(제 2단계) • 일정한 요건하에 해외증권 발행을 단계적으로 확대 	<ul style="list-style-type: none"> • 외국증권사의 국내사무소 추가설치 허용 • 기존 국내 증권사에 대한 외국증권사의 지분참여 범위 확대

나. 여전성숙단계

시장개방	산업개방
외국인 직접증권투자의 단계적 허용(1단계) <ul style="list-style-type: none"> • 해외증권 발행 전환주식의 국내시장 판매분에 대한 국내 재투자 허용(2단계) • 전환주식에 대한 관련없이 일반적인 외국인 직접증권투자 허용, 투자한도 등 설정 운용 	<ul style="list-style-type: none"> • 외국증권사의 국내지점 또는 신규합작 증권사의 제한적인 설치 허용 • 숫자, 대상업무 및 국내-외 참여자격 등 제한 • 상호주의 원칙하에 추진

2. 해외자본시장진출 및 증권산업의 해외 진출 ('89~'92)

가. 여전성숙이전단계

시장진출	산업개방
해외증권투자펀드의 설치운용 해외증권투자기관의 범위 확대 <ul style="list-style-type: none"> • 증권사 등...모든기관투자가 기관투자가의 해외증권투자 한도 확대 • 일반법인의 해외증권투자 허용 	<ul style="list-style-type: none"> • 국내증권사의 해외사무소 추가 설치 허용 • 국내증권사의 국제업무 허용 확대

나. 여전성숙단계

시장진출	산업개방
일반 개인의 해외증권투자 허용	<ul style="list-style-type: none"> • 국내증권사의 해외지점 및 합작증권사 설치 허용 • 상호주의 원칙하에 추진

자료 : 재무부 1988.12.

유출할 동기가 없고 자본의 유입은 오히려 과거보다 더욱 더 통제되어 있으므로 현재 자본 자유화가 과거보다 더욱 추진되어 있다고는 절대로 볼 수 없는 실정이다.

4) 자본자유화의 선결조건

어떤 경제에서든지 금리를 완전히 자유화하거나 또는 환율을 완전히 자유화할 경우 국제

〈표 3〉 자본자유화와 자본거래통제

환율	금리	자유화	통제
자유화		자본자유화	자본자유화
통제		자본자유화	자본거래통제 필요

적으로 자본흐름을 통제할 필요가 없게 된다. (〈표 3〉 참조)

가령 자국의 통화가 평가절상되려고 할 때 자국통화의 환율을 안정시키려면 금리를 현격하게 낮추면 되고 반대로 금리를 특정수준에 안정시키려면 환율의 변동을 허용하면 된다. 그러나 국내저축 및 투자의 균형문제로 금리도 그 나라에서 독자적으로 결정하고 또한 실물거래에서 수출과 수입의 균형의 문제로 환율도 그 나라에서 독자적으로 결정한 수준에서 안정을 시키려고 한다면 내외명목금리차가 기대환율변동과 우연히 동일한 경우를 제외하고는 자본이동이 특정한 방향으로 쏠릴 것이기 때문에 자본거래를 통제하지 않을 수 없게 되는 것이다.

1988년 외환자유화, 원화국제화 및 자본시장국제화에 대한 정부의 발표가 잇달아 있었지만 이들 발표들은 IMF 8조국이행이라든가 또는 외국의 국내증권시장개방에 대한 압력을 완화하기 위한 특정목적을 가지고 발표된 것이며 진정한 의미에서의 자본자유화의 일환이라고 볼 수는 없다. 자본자유화가 진정하게 추진되어 자본의 유출과 유입이 자유로워지기 위해서는 특정자본거래를 허용할 것인가 아닌가의 논의보다 근본적으로 국내금리 또는 환율을 어떠한 단계를 거쳐서 자유화할 것인가에 대한 논의가 필요하다고 할 것이다.

3. 해외자금조달

1) 유호이자율과 외화차입

어느 기업이든지 자금을 조달할 때는 조달비용을 극소화하고자 하는 것은 너무나 당연한 요구이다. 국내시장에서는 자본조달을 할 경우 환위험이 있으므로 금리가 가장싼 자금조달 방법으로 차입을 하면되나 외국에서 자금조달을 할 경우는 환위험이 개재되므로 이에 대한 수정을 해야 한다.

즉, 스위스 프랑으로 차입을 하면 명목이자율이 5%이고 원화로 차입하면 명목이자율이 10%라고 할 때 명목이자율로만 보면 스위스 프랑으로 차입하는 것이 유리할 것 같으나 만약 스위스 프랑이 1년에 5%이상 평가절상을 할 경우에는 오히려 더 불리한 결과가 되어

버리는 것이다. 이를 식으로 나타내면

$$P(1+i(W)) = P(1/S(0)) (1+i(SF)) \tilde{S}(1) \quad (1)$$

이 되는데 이제 이를 정리하면

$$\frac{i(SF) - i(W)}{1+i(SF)} = \frac{\tilde{S}(1) - S(0)}{S(0)} \quad (2)$$

이 되어 만약 외국의 이자율 $i(SF)$ 가 크지 않다면 두나라의 명목이자율차이와 환율의 기대변동이 통화표시를 결정하는 기준이 됨을 알 수 있다. 차입기간이 1년이 넘는 경우의 시장균형조건은

$$(1+R(n)^A)^n = \frac{\tilde{S}(n)}{S(0)} (1+R(n)^B)^n \quad (3)$$

이다.

$\tilde{S}(n) = n$ 년후의 기대환율

$S(0) = A$ 국 통화표시의 현행환율

$R(n)^A = A$ 국본드의 만기수익율

$R(n)^B = B$ 국본드의 만기수익율

(식 3)의 의미는 만약 모든 나라의 차입자(또는 투자가)들이 통화표시를 달리하는 같은 만기의 채권을 통해 차입(또는 투자)할 경우 모두가 유효이자율을 기준으로 평가한다면 경쟁시장에서는 기대환율변동과 명목이자율의 차이와 동일하다는 것이며 이를 국제피셔효과라 한다. 따라서 어떤 기업의 미래환율예측이 시장전체의 미래환율예측보다 정확하다는 증명이 없는 한 차입통화의 선택에 의해 조달비용을 극소화한다는 것은 불가능하다는 결론이 된다.

<표 4>에는 미국의 이자율, 한국의 이자율, 환율의 변화 등이 나타나 있다. 미국의 이자율은 1978년에서 1984년 까지의 기간을 제외하고는 1961년 이래 줄곧 한자리 숫자였으나 한국의 이자율은 계속 두자리 숫자였다. 따라서 명목상의 이자율만 본다면 1980년대 초 몇 년을 제외하고는 언제나 원화금융보다는 미국달러로 자금을 조달하는 것이 유리한 듯한 인상을 준다. 그러나 외화로 차입을 하는 경우 단순한 명목이자율차이보다 환율의 변동분을 감안한 유효이자율의 차이가 더욱 중요하다. 즉, 명목이자율로만 볼 때 미국달레이자율이 5%정도 싸다하더라도 원화가 10% 평가절하해 버린다면 유효이자율로 볼 때는 미국달레이자율이 더 비싸게 되는 것이다.

우리나라의 경우 1980년대초반까지는 국내인플레가 높기도 하고 또한 저축을 증대시키기 위해 고금리정책을 취해 왔었다. 따라서 명목이자율로 볼 때 원화이자율이 미국달레이자율

〈표 4〉 환율 및 유효이자율 차이의 추세

YEAR	$i(K)$ (%)	$i(US)$ (%)	Ex. rate (₩/\$)	Change (%)	$Ei(US)$ (*) (%)	differ (%)
1961	15.0	3.54	130.0			
1962	15.0	3.47	130.0	0.0	3.47	-11.5
1963	15.0	3.67	130.0	0.0	3.67	-11.3
1964	15.0	4.03	256.0	96.9	100.95	86.0
1965	24.0	4.22	272.1	6.3	10.49	-13.5
1966	24.0	5.23	271.2	-0.3	4.91	-19.1
1967	24.0	5.03	274.6	1.25	6.28	-17.7
1968	26.0	5.69	281.5	2.51	8.20	-17.8
1969	24.6	6.33	304.5	8.17	14.50	-10.1
1970	24.0	5.25	316.6	3.97	9.22	-14.8
1971	22.0	4.25	373.2	17.88	22.13	0.1
1972	15.5	5.50	398.9	6.89	12.39	-3.1
1973	15.5	8.75	397.5	-0.35	8.40	-7.1
1974	15.5	9.50	484.0	21.76	31.26	15.8
1975	15.5	6.00	484.0	0.00	6.00	-9.5
1976	17.0	6.13	484.0	0.00	6.13	-10.9
1977	16.0	7.75	484.0	0.00	7.75	-8.3
1978	18.5	11.50	484.0	0.00	11.50	-7.0
1979	18.5	15.50	484.0	0.00	15.50	-3.0
1980	19.5	21.00	659.9	36.34	57.34	37.8
1981	16.5	15.75	700.5	6.15	21.90	5.4
1982	10.0	11.50	748.8	6.90	18.40	8.4
1983	10.0	11.00	795.5	6.24	17.24	7.2
1984	10.0	10.75	827.4	4.01	14.76	4.8
1985	10.0	9.50	890.2	7.59	17.09	7.1
1986	10.0	7.50	861.4	-3.24	4.26	-5.7
1987	10.0	8.75	792.3	-8.02	0.73	-9.3
1988	10.0	9.50	684.0	-13.67	-4.17	-14.17

* 한국 ₩으로 환산한 US \$의 유효이자율

보다 높았으며 환율은 매년 평가절하되었다고 하지만 1964, 1971, 1974, 1980년의 급격한 조정을 제외하고는 언제나 소폭 평가절하되었으므로 미국달러차입이 원화차입보다 유리한 추세를 보여주고 있었다. 물론 자본조달에는 차입비용만큼이나 중요한 것이 자금의 이용 가능성(availability)인데 국내저축이 모자랐던 실정에서 대규모 투자 특히 외국의 자본재를 도입해야 하는 투자에 대해서는 거의 무조건 외화표시로 자금조달을 하지 않을 수 없었던 시기이기도 하며 따라서 외자도입심의를 거쳐 외국차관을 하는 것이 특혜조치로 간주되었던 시기이기도 하다.

1980년대초반부터 우리나라도 인플레가 억제됨에 따라 원화이자율이 급격히 하락하여 때

마침 고금리체제를 맞은 미국달러의 명목이자율보다 1981년부터 1984년까지는 오히려 낮았으며 여기에다 원화가 계속 절하하였으므로 유효이자율면에서 볼 때 미국달러차입이 원화 차입보다 비싸게 되었으며 이 때 외국은행 국내지점들이 외화대출을 하는 데 어려움을 겪어서 원화금융을 끼워 팔기도 하였다.

1986년부터 미국달러의 명목이자율도 하락하고 또한 우리나라가 국제수지흑자를 기록함과 동시에 원화가 평가절상되기 시작하자 유효이자율면에서 미국달러금융이 더욱 유리하게 되어 기업들은 미국달러차입을 원했으나 국제수지흑자에 의한 통화팽창으로 국내 인플레이션을 염려한 통화당국은 해외차입을 엄격히 제한을 하고 있는 실정이다.

2) 자본통제와 외화차입

만약 두나라의 명목이자율의 차이와 두나라 통화간의 기대환율변동폭이 동일하여 기대유효이자율이 동일하다고 하고 차입자가 위험에 대해 중립적이라면 사실 국내통화든 외국통화든 어떤 통화로 차입을 하더라도 차입비용의 측면에서는 차이가 없다.

그러나 우리나라의 경우 <표 4>에서 보는 바와 같이 우리나라는 미국과 비교할 때 역사상 유효이자율이 균형을 이룬 적이 없으며 그 괴리는 현재시점에 더욱 크다. 이 괴리를 자본통제라는 방법으로 해결하지 않으려면 우선 이자율과 환율이 시장에서 자유로이 결정될 수 있도록 자유화되어야 하나 아직 우리나라는 이자율과 환율이 실물경제 및 인플레이션에 미치는 영향이 크므로 완전자유화를 시킬려고 하지 않고 보다 관리가 쉽다고 생각하는 자본통제의 방법을 취하고 있는 것이다.

자본통제란 모든 기업체가 외국으로부터 차입을 못 한다는 뜻이 아니고 한정된 수의 기업만이 외국으로부터 차입을 할 수 있다는 뜻이므로 이 선택된 기업들은 절대적인 의미에서 자금조달비용을 절약할 수 있다는 장점외에도 상대적으로 경쟁기업에 대해 가격경쟁력을 누릴 수 있다는 의미가 된다. 따라서 기업들은 어떻게 해서라도 정부로부터 차관할 수 있는 특권을 얻고자 노력할 것이며 이 과정에서 정경유착의 가능성에 대한 논란이 60년대 후반부터 계속되어 왔다. 1988년 12월의 자본국제화 발표에 따르면 내외금리차와 기대환율변동이 일치하지 않는 여건성숙 기간중에 전환사채 및 워런트부사채 발행의 임고를 중대시 키겠다는 내용인데 이 기간중에도 외화사채를 발행할 수 있는 특권을 획득하기 위해 기업들 간의 경쟁이 심할 것은 당연하다.

외화차입으로 이익을 얻을 수 있는 데 정부로부터 정식 외화차입의 허가를 얻지 못한 기업들은 이를 운명으로 받아 들이고 수수방관만 하지 않을 것이며 여러가지 이유로 자본통제를 하는 정부정책에 적극적으로 호응을 하지는 않고 오히려 자본통제를 우회하는 방법들

을 동원한다는 사실을 알아야 한다. 자본통제 하에서 외화자금을 사용하는 방법으로는 평행 차관(parallel loan), 선지급 및 후지급(leading and lagging), 대체가격(transfer pricing) 조작 등 수 많은 방법들이 전 세계적으로 사용되었지만 우리나라에서 1987년부터 1988년 초사이에 스왑과 옵션과 같은 위험관리수단을 외화자금조달수단으로 사용한 것은 세계에 전례가 없었던 창작품이었다.

원래 스왑이란 교환한다는 의미이며 금융시장에서 스왑금융이라 함은 고정이자율의 부채(또는 자산)를 유동이자율의 부채(또는 자산)와 교환하는 이자율 스왑과 A통화표시 부채(또는 자산)를 B통화표시의 부채(또는 자산)와 교환하는 것을 의미한다. 그러나 우리나라 기업들은 스왑에 의해 받을 금리는 현재시점에서 받고 지불할 금리는 미래로 연기를 하여 사실상 외화도입수단으로 사용한 것이다. 이에 한국은행에서는 이자지급과 이자수입이 동일 시점에 이루어지지 않는 경우 스왑으로 인정하지 않기로 한 결과 기업들은 옵션을 통한 외화자금조달을 피한 것이다. 옵션이란 특정한 행사가격으로 미래시점에 팔 수 있는 권리(풋 옵션)로서 한국기업들은 이 권리를 파는 대신 현재시점에 옵션프리미엄을 받고 만기전 미래시점에 이 옵션을 다시 사들이는 수법을 사용하여 사실상의 외화자금조달방법으로 사용한 것이다. 이러한 풋옵션을 사용하기 위해 한국기업들은 외국은행 국내지점과의 접두거래에서 정상적인 시장거래에서 형성될 수 없는 행사가격으로 거래를 했기 때문에 정부는 외국의 선물 또는 옵션거래소를 이용하지 않은 접두거래의 옵션거래를 전면 금지시켜 버렸다.

국제수지흑자로 국내통화관리에 고심하는 정부의 입장에서만 보면 정부의 의지에 반하여 외화자금조달을 불법적(?)으로 행한 스왑·옵션금융은 분명코 매도할 사건이었으나 이러한 거래들이 발생한 것은 원화와 미국달러화와의 유효이자율의 차이가 너무 큰 데 기본원인이 있었다는 것은 부정할 수 없으며 따라서 세계 어디서나 이윤을 추구할 수 있는 유인을 남겨놓고 자본의 흐름을 인위적으로 통제한다는 것은 행정상 불가능하다는 것을 깨달아야 할 것이다.

3) 자본자유화와 외화도입

자본자유화가 이루어진다는 것은 단순하게 외화도입 또는 유출이 자유로워 졌다는 것 이외에도 자본통제를 하지 않고도 편찮을 정도로 우리나라와 외국의 명목이자율의 차이가 기대환율변동폭과 동일해졌다는 것을 의미한다. 따라서 외화로 자금을 도입하는 것은 유효이자율의 측면에서 볼때 원화로 자금을 도입하는 것과 완전히 동일해짐을 의미하며 이 경우 과연 외화로 자금을 도입할 유인이 있겠는가 하는 의문이 발생한다.

이제 자본자유화의 상황하에서 외화도입의 가능성은 (1) 국제피셔효과로부터의 일탈 (2) 기업특유의 환위험노출의 측면에서 먼저 살펴보고 일단 외화표시로 차입을 한다고 결정되었을 때 차입방법을 살펴보기로 하자.

(1) 통화의 선택

〈1〉 국제피셔효과로부터의 일탈

국제피셔효과는 환위험이 없는 국내차입과 환위험이 있는 외화차입의 기대가격이 동일하다고 주장함으로써 환위험에 대한 프레미엄이 없는 위험중립적인 기업을 가정하고 있다. 그러나 기업들을 위험중립자로 보기보다는 위험기피자로 가정하는 것이 타당할 것이며 이 경우 위험을 택하는 만큼의 위험할증(currency premium)이 존재해야 되며 위험할증이 존재한다면 두나라의 명목이자율의 차이는 두 통화의 기대환율 변동폭과 동일하지 않다는 결론이 된다. 다만 두 통화로 표시된 채권이 서로 다른 나라의 차입자들에게는 환위험이 존재하기 때문에 균형환율이 어느 나라 차입자에게 유리하게 작용할 것인가 하는 문제가 발생한다. 이에 대해 Frankel(1979)은 내부자산과 외부자산으로 구분하여 외부자산이 존재할 경우에만 위험프레미엄이 존재한다고 주장하고 있다. 내부자산은 거래자들이 투기적인 목적이 아닌 다른 목적에 의해 보유하고 있는 자산으로서 만약 시장에서의 수요와 공급이 내부자산으로서만 청산이 가능하다면 위험프레미엄이 존재하지 않으며 다만 청산이 되지 않고 순수요 또는 순공급초과가 발생하여 외부자산이 존재해야만 청산이 가능할 때 이 외부자산에 대해 위험프레미엄이 지불되어야 한다는 것이다. 따라서 강세통화와 약세통화 사이에서는 약세통화 상대국가 금융에 대한 초과수요가 있으므로 강세통화에 통화프레미엄이 있어서 기대치로만 본다면 강세통화국의 기대유효이자율이 약세통화국의 기대유효이자율보다 낮으므로 강세통화 즉 명목이자율이 낮은 통화로 차입하는 것이 차입비용이 더 싸다는 결론이 된다.

〈2〉 기업특유의 환위험노출

국제자본이동을 논의할 때는 자본잉여국 또는 자본부족국이라는 용어를 자주 사용한다. 즉, 외환보유고의 변화가 없는 한 경상수지 적자국은 자본거래에서 외국으로부터 자금을 도입하지 않을 수 있으며 반대로 경상수지흑자국은 자금을 유출하게 된다. 그러나 마치 실물거래에서도 동일한 산업내에서 수출과 수입이 동시에 일어나듯이 자본거래에서도 특정국 가는 자본의 유출과 유입을 동시에 하고 있음을 간과해서는 안되겠다. 국제금융시장에서 경상수지적자를 가진 후진국이 순차입자인 것은 사실이나 차입하는 금액으로 따져서 본다면 일본기업들의 외자도입이 훨씬 크다. 일본의 경우에는 만성적인 무역흑자국이어서 국내저축

율이 투자율보다 훨씬 높기 때문에 국내에서도 자금의 이용가능성(availability)의 문제는 없으며 또한 달러의 명목이자율이 원체 낮기 때문에 아무리 달러가 절상될 것으로 기대된다 하더라도 외화표시의 자금이 언제나 더 유리하다고 할 수는 없을 것이다. 그런데도 일본기업들이 국제시장에서 중요한 차입자가 되는 것은 기업들의 실물거래의 형태에 따라 노출되어 있는 환위험에 틀리며 이 틀리는 환위험노출에 따라 금융의 통화단위표시도 틀려야 하기 때문이다. 가령 일본기업 중 미국에 수출을 많이 하고 있는 기업체의 경우 현금 유입은 미국달러표시가 되기 때문에 미국달러에 대한 매입초과포지션의 환위험을 지게 된다. 물론 이 환위험을 선물환 및 통화선물을 통해 분산할 수도 있겠으나 금융을 할 때 미국달러로 할 경우 자연적으로 매출초과포지션을 발생하여 실물거래의 매입초과포지션을 헛지할 수가 있을 것이다. 이를 들이켜 보면 미국의 기업체가 일본에 수출을 할 경우 환포지션관리에 유리하게 하기 위해 일본달러표시의 차입을 하는 원인이 되는 것이다. 따라서 종래에는 자금을 동일상품으로 간주하여 자본잉여금 즉 수출초과국에서 자본부족국 즉 수입초과국으로 흐른다는 단순생각에서 자본자유화가 되는 환경속에서는 자금의 흐름이 국가단위보다 기업단위의 특성에 의해 결정된다는 것을 인식해야 할 것이다.

(2) 금융시장 및 기업의 선택

〈1〉 역외시장의 이용

여러기준에 의해 일단 미국달러로 차입을 하기로 결정되었다고 하더라도 다음 단계로 이 미국달러가 법화인 미국에서 빌릴 것인가 아니면 미국이외의 역외시장(external market 또는 Euromarket)에서 빌릴 것인가를 결정하여야 한다.

유로시장은 미국이 자본유출을 제한하던 1974년까지는 주로 미국달러를 미국으로부터 차입하기 힘들기 때문에 유럽을 중심으로 미국달러를 중개하기 위해 시작되었으나 현재는 자본통제의 이유가 아니라 유로시장의 자체적인 효율성에서 미국시장을 능가하기 때문에 계속 존재하고 있는 것이다.

간접금융인 유로달러시장은 미국내에서 은행기관과는 달리 자본준비, 업무영역제한, 업무지역 등의 제약을 받지 않기 때문에 중개비용을 절약할 수 있으며 따라서 유로달러시장의 예금금리는 미국시장에서의 예금금리보다 높고 대출금리는 오히려 낮다. 한편 직접금융인 유로달러본드의 경우에는 발행을 원천파세를 징수하지 않는 국가에서 하기 때문에 미국에서 본드를 발행할 때보다 원가도 적게 들 뿐 아니라 SEC와 같은 감독기관도 없으므로 발행절차도 단순하다는 장점이 있다. 따라서 유로시장의 이용은 외국기업들 뿐 아니라 미국기업들도 많이 이용하고 있으며 최근 일본기업들도 유로시장에서 유로달러표시 차관 또는 채

권발행을 통해 차입을 많이 하고 있다. 이와 같이 역외시장을 통해 자국통화표시의 중개업무를 외국에 많이 빼앗기자 미국은 1982년부터 뉴욕에 IBF(international banking facility)를 만들어 자국내에 비거주자의 거래에 한하여 모든 통제를 완화하는 조치를 취했으며 일본도 1987년부터 offshore거래에 한하여 동경에서 통제를 벗어난 자유거래를 할 수 있도록 하였다. 우리나라의 경우는 아직 원화의 국제화가 제한되어 있어 비거주자들이 자유로히 원화를 소유할 수 없기 때문에 유로원의 거래라든지 또는 국내에 OBU(offshore banking unit)를 만드는데는 한계가 있으나 비거주자간의 외화표시거래를 자유화하는 OBU를 설립하고자 하는 움직임이 있었다. 특히 아세아의 4개의 신흥공업국 중 싱가폴과 홍콩은 이미 국제금융센타로 널리 세계에 알려져 있고 대만도 OBU업무를 1986년부터 시작했으며 일본마저 OBU를 1987년 시작했기 때문에 우리나라도 국가전체를 통한 외환 및 자본거래 자유화는 어렵다고 하더라도 OBU설립을 통해 자유로운 국제금융업무를 조장할 필요가 있다고 하겠다.

〈2〉 분해된 금융수단(unbundle security)의 활용

국내시장의 경우 기업이 자금조달을 할 경우 조달방법은 기업의 미래소득에 관계없이 일정한율의 이자를 지불하는 은행차입과 채권발행의 방법과 기업의 미래소득에 연계된 청구권을 파는 주식발행의 방법으로 크게 두가지 방법으로 나뉘어 진다. (*) 전환사채의 경우는 일정한율의 이자를 지불하는 것을 최소한의 보상으로 미래에 특정한 가격에 주식으로 전환할 수 있는 선택권(option)을 추가한 것이다.

그러나 최근 국제금융시장에서는 증권화현상이 만연하여 과거의 금융수단들이 분해(unbundling)되어 새로운 금융수단들이 속출하고 있으며 이들을 적절하게 이용함으로써 차입비용을 절약할 가능성이 발생하게 되었다. 과거에는 은행에서 차입을 할 경우 특정만기동안 고정이자율로 장기차입을 한 것이 보통이었다. 그러나 현재 국제금융시장에서는 이 은행의 기간차입을 기능상으로 잘 살펴보면

- (1) 은행이 만기동안 자금공급보증을 하는 기능
- (2) 은행이 만기동안 자기자금을 공급하는 기능

* 자본조달을 증가하는 금융기관에 따라 중개기관이 차입자의 신용을 그대로 투자가에게 전가하는 것 이 아니라 자신의 신용으로 새로운 증권을 발행하는 은행을 통한 자본조달을 간접금융, 단순히 인수업무를 통해 발행자의 위험을 그대로 투자가에게 전가하는 사채 및 주식의 발행을 적절금융이라 고 분류하는 방법도 있다. 기업들의 신용이 은행의 신용보다 낮았을 때는 은행을 통한 신용증가가 의미가 있었으며 또한 1930년 이후 정부규제로 적·간접금융 증가를 금융기관에 따라 업무 영역을 제한한 경우에는 이 분류가 의미가 있었으나 최근 은행의 신용도가 오히려 더 낮고 또한 금융기관의 업무 영역 제한이 완화되어 가는 시점에서는 적·간접금융의 분류는 의미가 약해졌다.

(3) 은행이 만기동안의 이자율 변동위험을 부담하는 기능

(4) 이자율이 하락할 때 차입자가 조기상환할 수 있는 권리를 제공하는 기능

등으로 분해할 수 있으며 사실 현재 국제금융시장에서는 과거와 같은 고정이자 장기대출은 사라지고 이것이 분해되어 (1) 은행의 인수보증(underwriting facility) (2) 인수단에 의한 채권매출(tender panel) (3) 유동이자율부채를 고정이자율부채로 교환하는 이자율스왑거래(interest swap) (4) 만기까지 언제나 행사할 수 있는 아메리칸 풋옵션(put option)으로 각기 거래가 되고 있다. 국내에서는 아직도 은행거래라는 것은 복합거래이므로 그 서비스에 대해 원가계산이 힘들다고 주장하는 측이 있으나 국제금융시장에서는 금융수단의 분해로 NIF(note issuance facility)가 대두하여 금융비용이 절약되었으며 최근에는 국제적으로 신용이 높은 기업은 은행의 인수보증비마저도 절약하기 위해 Euro CP를 사용하여 금융비용을 더욱 절약하는 추세에 있다.

〈3〉 스왑금융과 비교우위 활용

스왑거래란 유동이자율과 고정이자율 교환의 이자율스왑과 A통화표시를 B통화표시와 교환하는 통화스왑이 있으며 원래는 이자율위험 또는 환율위험을 회피하는 수단으로 도입이 되었다. 그러나 최근에는 각 차입자들이 특정금융시장, 특정금융수단에 대한 비교우위를 활용하는 수단으로 스왑거래를 사용하고 있다.

여기에서는 먼저 고정금리간 통화스왑을 통해 차입비용을 절약한 외국의 예를 살펴보고 통화-이자스왑(cross currency interest swap)을 통해 차입비용을 절약한 우리나라 한국전력공사의 예를 보기로 한다.

a) 고정금리간 통화스왑의 사례

세계은행은 미국의 자본시장에서 지명도가 높아 상대적으로 유리한 조건으로 달러화표시 채권발행이 가능하였으나, 지난 수년간 저금리통화로 자금을 차입한다는 방침아래 스위스 프랑화 채권을 추가 발행하고자 할 경우 동 은행의 채권을 과다보유하게 된 스위스 자본시장에서 스위스 프랑화 채권을 발행해 왔다. 이 경우 세계은행이 스위스 투자자들은 세계은행 채권 매입시 프리미엄을 요구하고 있어 다소 높은 금리수준으로 채권을 발행하여야 할 입장에 있다. 한편 미국의 다국적기업인 I.B.M.사는 미국 자본시장에서 달러화표시 채권을 발행할 경우 신용등급이 다소 낮고, 특히 이미 발행된 달러화채권 규모가 상당하여 추가 발행시 높은 이자부담을 지게 되어 있다. 그런데 지금 세계은행과 I.B.M.사가 각각 미달러화와 스위스 프랑화 채권시장에서 채권을 발행할 경우 전자는 미달러화 채권시장에서, 후자는 프랑화 채권시장에서 각각 비교우위의 입장에 있다.

	미국 채권시장	스위스 채권시장
세계은행	10%	4%
IBM 기업	11%	3.5%
금리차이	1%	(0.5%)

따라서 세계은행은 미국채권시장에서 아이-비-엠사는 스위스채권시장에서 각각 10%, 3.5%로 채권을 발행한다. 그러나 원래부터 세계은행은 스위스프랑채권을 발행하고자 했으며 아이-비-엠사는 미국달러채권을 발행하고자 했으므로 서로 통화스왑을 통해 부채를 교환하는데 그 교환비율이 6%에서 8.5% 사이에서 타결되는 한 각 기관은 자기가 원하던 시장에서 채권을 발행하는 방법보다 비교적 우위가 있는 시장에서 채권을 발행하여 통화스왑을 통해 교환하는 것이 차입비용을 절약하게 되는 것이다. 가령 통화스왑의 가격을 6.5%라고 하면 스위스프랑으로 발행한 아이-비-엠은 세계은행에 매년 6.5%의 이자율을 지불하여야 하나 스위스 채권 발행시 이자율이 3.5%밖에 되지 않으므로 미국달러 표시 채권의 발행원가가 10%밖에 되지 않아 직접 미국채권시장에서 발행했을 때보다 1%의 발행비용절감효과가 있었다. 또 한편 세계은행도 직접 스위스채권시장에서 채권을 발행했을 경우는 발행비용이 4%인데 반하여 스왑을 통하여 0.5%의 절감효과를 가지게 되었으며 아이-비-엠 및 세계은행은 원래부터 각각 미국달러, 스위스프랑으로 채권을 발행하고자 계획하였으므로 통화위험도 새로이 발생한 것이 없다.

b) 통화—이자스왑거래

한국전력은 차입통화포트폴리오상 유로달러시장에서 차관을 하기로 하고 차입비용을 타진해 본 결과 LIBOR+0.7%정도로 차입할 수 있다는 연락을 받았다. 한편 외국의 모기업은 유로달러시장에서 인지도가 높아 LIBOR+0.3%로 차입할 수 있으나 기업의 환위험형태상 ₩표시 고정금리채의 발행을 원하고 있었으나 일본사무라이본드시장에서는 인지도가 낮아 6.5%의 이자를 지급해야 한다. 이때 한국전력은 직접 유로달러시장에서 차관하기 보다 일단 비교적 인지도가 높은 일본사무라이본드시장에서 채권을 발행한 후 유동금리 유로달러 차관으로 통화—이자스왑을 하는 가능성을 타진해 본 결과 사무라이본드시장에서 6%로 발행할 수 있음을 알았다.

	사무라이본드	유로달러
한국전력 외국기업,	6% 6.5%	LIBOR+0.7% LIBOR+0.3%

따라서 한전은 사무라이본드시장에서 외국기업은 유로달러시장에서 각각 차입하여 서로 스왑(스왑률 LIBOR-5.8%)을 한 결과 한전은 달러를 유동이자율로 LIBOR+0.2%로 차입할 수 있게 되었고 외국기업은 원화를 6.1%로 차입할 수 있게 된 것이다. 차입비용이 비록 0.5%밖에 절감되지 않았다고는 하지만 스왑한 금액이 100억 원(약 75백만불)이나 되었기 때문에 아무런 이자율—통화위험이 없이 단지 스왑거래를 사용함으로써 매년 35만불의 이자 지급을 절약할 수 있었던 것이다.

〈4〉 조세재정거래의 활용

국가들 사이에 자본거래가 자유화되었다고 해서 각 국가들 사이에 모든 조세가 동일하게 된 것은 아니다. 따라서 각국의 다른 조세제도를 이용한 조세재정거래를 통해 차입비용을 절약할 기회가 발생하는 것이다.

일본에서는 한 때 이자수입에 대한 조세와 자본수익에 대한 조세가 크게 차이가 있었다. 따라서 일본에서 채권을 발행하는 경우 이자를 지급하는 이채부채권보다 이자분만큼을 발행가격에서 할인하는 할인체방법이 유행했으며 외국인 투자가들도 이러한 괴리를 스왑방법을 통해 이용하였다.

한편 영국에서는 자국의 투자를 촉진하기 위해 투자액에 대해 투자한 원년에 100%세액 공제를 해 준 적이 있다. 이 투자유인책을 활용하기 위해 영국의 리스회사가 일단 투자를 해서 투자공제를 받고 외국기업들은 리스를 하는 형식을 취한 적이 있다.

이중과세방지협정은 동일소득에 대해 두나라이상의 정부가 과세를 하지 않도록 체결하는 협정이나 때에 따라서는 소득원천지국가가 면제한 조세를 거주지국가도 면제를 해주는 경우가 있다. 즉, 외국차관을 한 국가가 차관을 한 금액에 대한 이자수입에 대한 원천지과세를 면제해 주는 경우 차관을 한 나라의 국가가 당연히 이자수입에 대한 과세를 해야 하나, 이를 이중과세방지협정을 할 때 면제를 해 주는 경우이다. 이런 경우 이 차관에 대한 이자는 어느 국가에서도 과세를 하지 않는 TAX SPARING MONEY가 되어 대출하는 은행기관의 입장에서 볼 때 이 자금을 조달할 때 지불하는 이자에 대해서는 경비처리를 할 수 있고 대출에 대한 이자수입에 대해서는 세금을 낼 필요가 없게 되므로 명목금리로만 보면 조달금리보다 싸게 대출을 할 수 있게 된다. 따라서 외국차관 특히 외국은행기관들로부터 차관을 할 때 TAX SPARING MONEY가 있는 은행기관이 신디케이트에 많이 참가하는 경우에는 LIBOR이하로도 차입을 할 수 있으므로 신디케이트 은행단조직에 유의해야 한다.

4. 결 론

우리나라는 1981년부터 국내 증권시장을 개방하기 위한 장기계획을 수립하여 기대했던 것보다 외국 투자가의 호응이 좋아 큰 진척이 있었으며 1988년 11월에는 IMF 8조국 이행을 위한 원화 국제화를 추진했고 이어 12월에는 국내 증권시장 및 증권산업개방을 위한 중기계획도 발표되었기 때문에 자본자유화가 줄기차게 추진되어 온 듯한 인상을 주고 있다.

그러나 들이켜보면 1981년 계획은 외화자금을 유입하는 데만 급급한 계획이었고 1988년 계획은 외화자금 유입을 억제하는 것만이 목적인 계획이어서 국제간 자본이동의 자유화란 진정한 의미에서의 자본자유화는 아직까지 추진된 적은 없었다고 할 것이다.

이와같이 우리나라에서 자본자유화가 추진되지 못했던 것은 유효이자율면에서 외화자금 조달이 절대적으로 유리 또는 불리해서 자유화한 경우 자본흐름이 일방적으로 일어날 환경이었기 때문이다.

유효이자율 면에서 균형이 이루어지지 않을 때 정부는 불가피하게 국제간 자본거래를 통제하지 않을 수 있으며 통제하에서는 외화자금거래를 할 수 있는 특권에 대한 경쟁 또는 통제를 우회하기 위한 노력을 경주할 것이며 CB 발행의 특권을 얻기 위한 기업들의 경쟁 및 스왑과 옵션을 통해 불법적으로 외화자금을 조달할려고 했던 것이 우리나라의 현재 실정이다.

기업들은 자본자유화가 되면 싼 금리로 외국에서 자금을 도입할 수 있게 될 것을 기대하고 있다. 그러나 자본자유화를 한다는 사실은 그 자체가 외화차입이 유효이자율 면에서 절대로 유리하지 않을 때에만 가능하다는 것을 감안하면 기업가들의 기대는 근거가 없음을 알 수 있다. 따라서 자본자유화를 기대하는 기업의 입장에서는 자본통제하에서 특권으로 얻었던 유효이자율 면에서 절대적으로 유리한 외화자금조달을 기대해서는 안되며 기본적으로 유효이자율이 균형이 된 상태에서 외화자금조달이 어떠한 의미를 가지는가를 면밀히 검토해야 할 것이다.

원칙적으로 유효이자율이 균형을 이루더라도 만약 기업가들의 위험기피성향으로 강세통화에 대해 통화할증이 있는 경우에는 통화별 기대유효이자율의 차이가 발생할 수 있으며 따라서 기대치로만 본다면 강세통화로 차입하는 것이 유리하다는 논의는 너무 이론적으로 들릴 지 모르나 설사 유효이자율이 균형을 정확하게 이루고 있더라도 기업들은 실물거래에서 환위험노출상태가 틀리므로 그 기업에 적합한 환위험관리를 하기 위해서는 기업에 따라

자금조달의 통화선택이 틀려야 한다는 것은 명심해야 한다.

일단 통화선택이 결정되면 그 다음 단계로 역외시장의 활용, 분해된 금융수단의 활용, 스왑금융을 통한 비교우위활용 및 조세재정거래의 활용 등으로 차입비용을 더욱 절약할 기회가 있음을 본고는 예를 들어 제시하고 있는 바 급변하는 국제금융시장에서는 기업들의 노력에 따라 차입비용을 절약할 수 있는 금융기법들이 계속 개발되고 있으므로 이를 포착 할 수 있는 노력이 있어야 하겠다.

지금까지 자본통제하에서 유효이자율면에서 외화자금조달이 절대적으로 유리한 환경에 만 익숙한 우리나라 기업들은 자본자유화가 되면 이 유리함을 향유할 수 있을 거라고 기대하고 있으나 이는 당상이며 자본자유화가 되기위해서는 또는 되면 유효이자율면에서의 절대 유리성은 사라지므로 기업들의 국제금융시장에 대한 면밀한 검토에 의한 시장선택, 금융기법선택에 의해서만 차입비용을 줄이거나 또는 차입에 따른 이자율, 환율위험을 극소화시킬 수 있음을 깨달아야 할 것이다.

참 고 문 헌

고병우, 「자본자유화와 기업의 대응」, 대한상공회의소, 1987.

송 자, "자본자유화와 기업의 대응—기업의 재무정책적 측면", 「상장협」, 한국상장회사 협의회, 1988 춘계호, pp. 45-64.

지 청, "자본자유화와 증권시장의 국제화", 「상장협」, 한국상장회사협의회, 1988 춘계호, pp. 9-26.

민상기, "국제금융시장균형가정 : 이론과 실증", 「경영논집」, 서울대학교 경영대학 경영연구소, 1986. 6, pp. 26-62.

민상기, "외환—자본거래자유화를 보는 관점", 「경제백서」, 경제기획원, 1988, pp. 405-414.

재무부, 「자본시장국제화 참고자료」, 중권국, 1988. 10.

Aliber, R.Z., "A Theory of Direct Foreign Investment", *The International Corporation* ed. by Kindleberger, C.P., M.I.T. Press, 1970.

Frankel, J.A., "The Diversifiability of Exchange Risk", *Journal of International Economics*, Vol 9, 1979.

Bank for International Settlements, *Recent Innovations in International Banking*, April 1986.

Euromoney, *Risk Management*, A Supplement to Euromoney, April 1989.