

자본시장 질적 심화는 경제 혁신의 초석*

함 준 호 연세대학교 국제학대학원 교수(jhahm@yonsei.ac.kr)

최근 발표된 경제혁신 3개년 계획을 보면 고용 창출과 잠재성장률 제고를 견인할 동력으로 창업, 벤처 등 혁신 중소기업의 활성화가 강조되고 있다. 그러나 보증 위주의 양적 금융자원 투입만으로는 상업적 원리에 따른 혁신의 자생적 유인이 발동되기 어렵다. 차제에 자본시장 발전의 걸림돌을 제거하고 질적 심화를 이룸으로써, 혁신의 주체로서 민간부문의 역할을 강화하고 금융구조의 균형 발전을 통해 성장 패러다임의 진화를 뒷받침해야 한다.

❖ 금융과 성장동력 간 연계 약화가 우리 경제의 현안 문제

우리 경제는 자본, 노동 등 요소 투입에 의한 외연적 성장단계에서 벗어나 생산성 향상을 통한 내연적 성장단계에 진입하고 있다. 이에 따라 산업구조도 고도화하고 있으나 이러한 변화를 견인하고 지원할 금융부문의 역할은 여전히 미흡하다. 보다 전문적이고 특화된 기술기반 정보를 효율적으로 집합하여 투자위험을 평가하고, 수용·분산시키는 자본시장의 기능이 더욱 긴요해지고 있음에도, 효율성, 활동성, 실물지원 등 본연의 기능면에서 국내 자본시장의 질적 심화는 아직 요원해 보인다. 지난 십여년 간의 부단한 제도 개선과 양적 팽창에도 불구하고 아직도 본질적으로 은행 중심의 금융구조를 벗어나지 못하고 있는 것이다.

현재 우리 경제가 직면하고 있는 근본적인 문제는 금융구조의 불균형에 따른 금융과 성장동력 간 연계 약화이다. 주지하다시피 금융부문이 국민경제의 성장에 기여하는 경로는, 투자재원 조달을 통한 고정자본형성 촉진, 선별기능과 모니터링, 구조조정 등을 통한 생산성 제고, 정보 비대칭성 완화를 통한 중개비용 감축 등을 들 수 있다. '97년 외환위기 이전 우리 금융부문은 생산성 제고는 차치하고라도 최소한 고정자본형성을 견인하여 성장에 기여하였다. 그러나 최근에는 금융이 생산성 향상은 물론, 고정자본 축적에도 크게 기여하지 못하고 있는 실정이다. 위험은 따르지만 생산성이 높은 실물부문으로 배분되어야 할 금융저축이 과도하게 은행에 편중되어 가계대출로 이어지고 있으며, 자본시장도 소매금융 위주로만 팽창하면서 불완전판매, 불공정거래 등으로 신뢰기반이 훼손된 채 본연의 기업금융

우리 경제는 생산성 중심의 내연적 성장단계에 진입

자본시장과 은행, 소매 및 기업금융이 균형을 이루는 금융구조는 아직 정립되지 못해

* 본고의 내용은 집필자 개인의견으로 하나금융경영연구소의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

기능은 활성화되지 못하고 있다. 여기에 정책금융의 과잉공급으로 시장의 상업적 원리에 따른 자생적인 혁신 동력은 크게 위축되어 있다. 한마디로 국내 금융업은 자체적인 부가가치 창출에 실패하고 있음은 물론, 본연의 실물증개기능도 크게 약화된 채, 성장 잠재력의 저하와 더불어 구조적인 침체 기로에 직면하고 있는 것이다.

❧ 자본시장의 질적 성장을 가로막는 걸림돌 제거해야

우량기업의
외부자금수요 감소,
잠재부실기업의
구조조정 지연으로
도매금융시장 위축

자본시장통합법 등 그간의 법규 및 제도 개선에도 불구하고 자본시장의 질적 발전이 저해되고 있는 데에는 다양한 원인이 있다. 우선 발행자 측면에서의 양극화 현상을 들 수 있다. '97년 이후 투자부진과 내부자금 축적에 따른 자금잉여로 우량기업의 외부자금수요가 감소하는 가운데, 잠재부실기업의 구조조정 지연에 따른 시장 불확실성 증대와 부실기업의 역선택 등으로 도매금융시장이 위축되었다. 자산규모 일천억원 미만 기업군 중 3년 연속 이자보상배율 100% 이하인 기업의 비중이 21.4%에 달하는 등 신용위험이 여전히 과도하게 높다. 투자자 측면에서는 다양한 위험선호와 자산구성 및 투자전략을 보유한 기관투자자 풀이 없고, 국민연금, 우정사업본부 등 안전성 선호 기관에 대한 편중도가 높아 자본시장의 다원화가 이루어지지 못하고 있다.

다양한 위험선호의
기관투자자 풀 부재,
기업금융 인프라 부족
등도 제약요인

아울러 외부자금 공급이 필요한 신기술, 고위험, 첨단 혁신산업 관련 정보생성, 평가 등 시장인프라가 취약하여 혁신기업에 대한 자본시장의 기업금융 기능이 취약하다. 중소기업 자금조달 가운데 직접금융의 비중은 20%를 하회하고 있으며, 보증대출 위주의 과도한 정책금융 공급에 따른 상업적 베이스의 위험투자시장 위축도 문제이다. 한편 유통시장에서는 거둬진 회사채, CP위기, 불완전판매와 불공정거래 등으로 투자자 신뢰기반이 크게 훼손되어 있으며, 외국인 투자자금의 유출입에 따른 높은 변동성도 극복해야 할 과제이다.

금융투자산업의
자본력, 전문성 부족,
신뢰 저하에도
구조조정엔 지연

금융투자산업도 위기에 봉착해 있다. 증권사들은 겸업화, 대형화가 진전된 은행권과는 달리, 소매금융 위주의 천수답식 수익구조로 위탁매매, 집합투자증권, 파생결합증권 판매 등 개인상대 수수료 수익에만 크게 의존하고 있으며, 도매기업금융 업무를 수행하기 위한 자본력과 유가증권 인수, 위험평가 및 관리의 전문성이 부족하다. 단기성과주의와 왜곡된 판매유인, 투자자보호 미흡으로 고객의 신뢰도 크게 저하되어 있다. 그럼에도 불구하고

지배구조 문제와 과도한 건전성 위주의 규제 등으로 시장경쟁에 따른 구조조정이 지연되고 있다.

❧ 중소기업금융 역량 강화와 다양한 위험자본 형성이 필수적

자본시장의 질적 발전을 위해서는 우선 자본시장 고유의 기업금융 기능이 정상화되어야 한다. 도매기업금융 특히 외부자금수요가 높은 중소기업 금융서비스 역량이 확충되어야 하며, 벤처, 혁신 중소기업에 대한 자본공급, M&A중개 등 IB기능이 활성화되어야 한다. 정책금융에 의존한 은행 일변도의 자원배분 체제에서 탈피하여, 중소기업의 유형과 성장단계에 맞추어 자본시장이 은행과 더불어 유망기업의 성장과정을 효율적으로 뒷받침할 수 있도록 금융서비스 공급체계를 다원화하여야 한다.

둘째, 고령화시대의 새로운 금융수요에 부응한 자산관리역량을 확충하여 금융저축을 기업투자로 연계시켜야 한다. 향후 막대한 규모의 금융저축이 연금자산으로 축적될 전망이며, 가계의 부동산자산도 점차 금융자산으로 전환되면서 중장기 자산관리서비스에 대한 수요가 높아질 것이다. 이러한 장기자금이 실물부문에 효율적으로 투입될 수 있도록 다양한 투자상품을 개발하고, 고객입장에서의 자산관리 및 자문서비스 제공을 통해 신뢰를 확보하는 한편 수익기반도 확충해야 한다.

셋째, 기관투자자 풀을 다원화해야 한다. 실물부문의 창의와 혁신을 뒷받침하기 위해서는 다양한 위험 및 만기선호의 위험자본 형성이 필수적이다. 연기금에 대한 금융자산 집중과 향후 예정된 대규모 매각은 시스템위험으로까지 이어질 수 있다. 국민연금을 위험과 만기선호에 따라 분할 운용하는 등, 다층적 기관 풀이 형성될 수 있는 기반을 마련해야 자본시장이 심화되고 유통시장의 거래도 활성화될 수 있다.

넷째, 시스템리스크를 초래하지 않는 자본시장 영역에 대해서는 과감한 규제 완화를 추진할 필요가 있다. 증권사 구조조정을 서둘러 대형화와 차별화에 의한 경쟁력 강화가 이루어질 수 있도록 해야 한다. 그러나 규율 없는 규제 공백은 더 큰 위험을 초래함을 직시하고, 금융소비자 교육과 투자자보호 강화를 통해 시장규율의 제고에도 힘써야 한다. 이를 위해서는 적격성심사제도 도입, 단기실적 위주의 경영관행 개선 등 자본시장 관련 기관의 지배구조 개혁도 필요하다. **5**

혁신 중소기업 IB기능 및 중장기 자산관리서비스 역량 확충, 용자 중심 정책금융의 투자중심 전환 등이 시급

기관투자자 풀 다원화, 증권사 구조조정 촉진, 투자자보호와 시장규율 강화를 통한 신뢰기반 재구축도 긴요한 과제