ASEAN-5의 자본시장 현황

고 영 경* (UNITAR International University)

ASEAN 지역은 전세계 이머징마켓 가운데에서도 높은 경제 성장률을 유지하고 있으며, 그 가운데 인도네시아와 말레이시아, 태국, 베트남, 필리핀이 이 지역의 경제발전을 이끌고 있는 대표적인 5개 국가이다. 새로운 5마리의 용으로 부상하고 있는 ASEAN-5의 자본시장은 선진국에 비해 그 규모나 비중이 작지만, 경제발전과 함께 빠른 성장세를 보이고 있다. 본 서는 ASEAN-5에 대한 관심과 투자도 점진적으로 늘어가는 상황에서, 주식/채권시장, 이슬람금융, Private Equity 및 벤처캐피탈 시장을 중심으로 각국의 자본시장 현황을 파악하는데 그 목적을 두고 있다. 주식/채권시장은 말레이시아와 태국이 그 규모나 유동성 측면에서 앞서 있지만, 최근 베트남과 필리핀, 인도네시아는 IPO 시장의 확대와 Private Equity 투자유입으로 빠른 성장세를 보이고 있다. 말레이시아는 이슬람금융의 중심지로 전세계 이슬람 은행과 채권, 그리고 펀드의 비중이 높지만, 최대 무슬림 인구수를 가진 인도네시아가 최근 이슬람금융을 정책적으로 육성하고 있다. M&A와 벤처캐피탈 분야에서 ASEAN-5는 중요한 투자처로 부상하고 있으며, 스타트업 활성화를 통한 디지털 이코노미 발전정책을 각국 정부가 적극적으로 주도하고 있다. 국내 투자자들도 지역적 시장확대 측면뿐만 아니라 가치제고 및 다양한 분야 투자를 위해서는 보다 적극적인 투자전략과 전문성이 강화된 시장분석에 나서야 할 필요가 있다.

[1] 들어가며

전세계에서 가장 빠르게 성장하는 경제블록으로 손꼽히는 데는 ASEAN지역이다. ASEAN은 10개 국가로 이루어진 국가연합으로 2016년에는 경제, 정치 및 문화공동체를 지향하는 ASEAN 공동체(ASEAN Community)가 출범했다. 한국은 ASEAN의 회원국은 아니지만, 정치영역이나 경제부문에서 ASEAN이 차지하는 비중이 크기 때문에, 최근 대통령 특사가 파견되기도 하였고, ASEAN 대사가 별도로 존재한다. 한국 기업들이 많이 진출해있고, 교역량이 많기 때문에 이 지역 상품시장에 대한 이해도와 연구는 많이 진행된 반면, 자본시장에 대한 관심은 그에 미치지 못한 상태이다.

ASEAN 경제공동체(ASEAN Economic Community)가 출발했지만, 유럽연합만큼 통합된 경제블록으로 보기는 어려우며 단일한 성격의 시장으로도 볼 수 없다. 1인당 소득이나 국민총생산 등의 지표로

* Assistant Professor of Finance, Center for Research and Consultancy, UNITAR International University, Malaysia. E-mail : youngkyung.ko@unitar.my

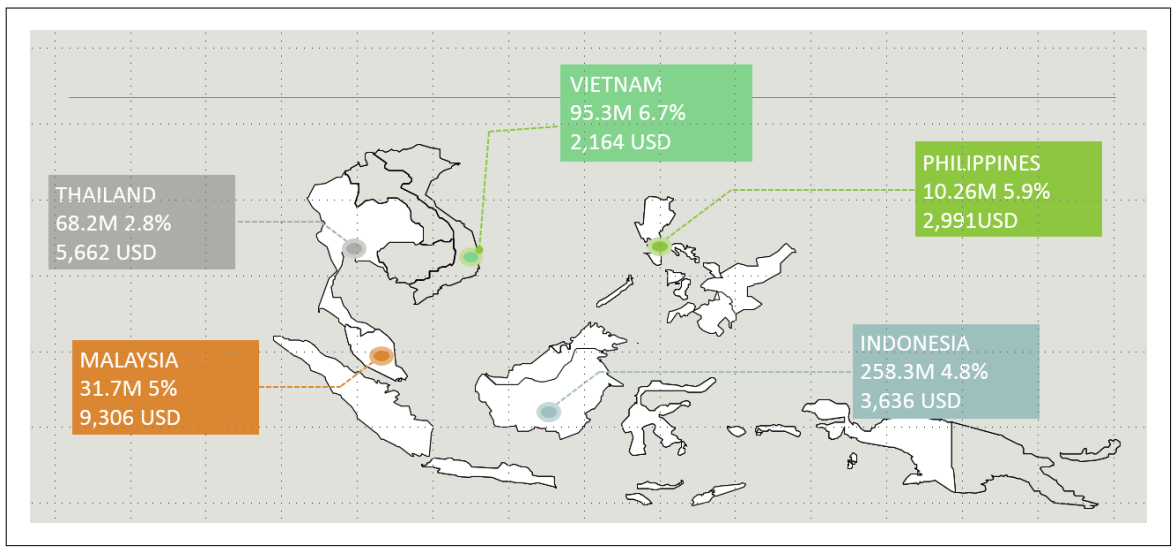
www.kci.go.kr

대표되는 경제발전 정도가 다른데다, 언어와 문화 및 종교에서도 각기 다른 10개 국가가 참여한 느슨한 연합체이다. 따라서 자본시장의 크기와 발전상태도 크게 차이가 난다. 예를 들어 싱가포르는 1인당 국민소득이 5만달러가 넘지만 미얀마는 1,300 달러에 불과하다. 싱가포르는 홍콩과 경쟁하는 금융중심지로 부상했지만, 미얀마는 지난해에야 처음으로 주식시장이 문을 열었다. 미얀마와 캄보디아는 각각 4개 회사만 상장되어 있고, 라오스에는 5개 상장사가 있다. 브루나이에는 아예 주식시장 자체가 없다. 따라서 본 서는 ASEAN 10개국 전체를 다루기보다는 ASEAN- 5(인도네시아, 태국, 베트남, 필리핀, 말레이시아)를 중심으로 크게 주식 및 채권시장, 그리고 이슬람 금융 그리고 사모펀드 등 3가지 부문으로 나누어서 현황을 살펴보고자 한다.[1)]

[2] Why ASEAN-5 ?

1967년 창설된 동남아국가연합(ASEAN: Association of South East Asian Nations)은 현재 10개의 회원국으로 구성되어 있다. 7억명이 넘는 인구, 그리고 2013년부터 이미 중국보다 더 많은 외국인직접투자가 몰려드는 경제블록으로 자리잡았고, 생산기지에서 떠오르는 소비시장으로 글로벌 기업들이 주목하고 있다. 이러한 경제적 성과와 중요성은 주로 ASEAN의 5개 국가에 의해서 생성된 것이다. 인도네시아, 태국, 베트남, 필리핀 그리고 말레이시아, 즉 5마리의 용을 ASEAN-5라고 부른다. ASEAN-5의 인구는 5.6억명에 달하고, GDP는 총 2140억 달러이다. 1인당 평균 GDP는 4,752달러에 불과하지만PPP는 약 14천달러에 달한다. 이 5개 국가들은 지난 10여년간 전세계에서 경제성장률 상위권을 꾸준히 차지해오면서 높은 성장잠재력을 과시하고 있다.

〈그림 1〉 ASEAN-5 : 인구와 1인당 GDP (2016년)



출처 : IMF, World Bank

1) IMF과 FTSE에서는 베트남 대신 싱가포르가 포함되어 있다. 최근 대부분의 미디어와 전문기관에서는 베트남을 포함시키고 있는데, 이는 그만큼 베트남의 경제규모가 커진데다, 동시에 이들 5개 국가가 "Southeast Asia's tigers"로 빠른 성장률을 보이고 있는 이머징 마켓이라는 공통점을 갖고 있기 때문이다. (Forbes, 2016년 4월25일, *"ASEAN Is Looking Like A 'China 2.0 Play'"*참조)

www.kci.go.kr

2012년부터 2015년까지 ASEAN-5의 GDP 성장률은6.3%이며, 이는 같은 기간 이머징 마켓의 5.8%를 넘는 수치이다. 2016년 실질 GDP 성장률은 5.08%를 기록했는데, 이는 이머징 마켓 및 개발도상국가경제 평균 4.1% 과 전세계 평균 3.1% 보다 훨씬 높은 성장세를 보여주고 있다. IMF는 이러한 추세가 2017년과 2018년에도 계속 이어질 것으로 예상하고 있다. GDP대비 정부부채 비율도 50% 미만으로 미국이나 영국의 비해서 낮은 편으로 거시경제 측면에서도 안정성을 확보하고 있다. 향후 소득수준의 향상 및 빠른 경제성장은 소비시장의 확대뿐만 아니라 금융시장의 발전과 확대를 필연적으로 가져올 수 밖에 없다.

〈표 1〉 실질 GDP (연간 증가율)

(단위 : %)

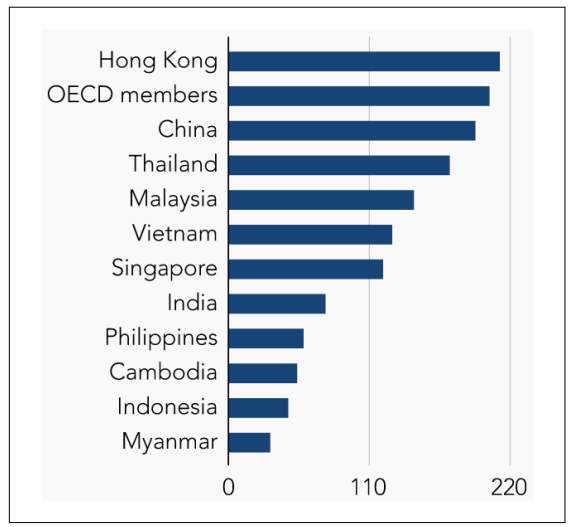
	실질 GDP 및 예측치					GDP 대비 정부부채 비율
	2014	2015	2016	2017*	2018*	
인도네시아	5	4.9	5	5.1	5.3	27.90%
Thailand	0.9	2.9	3.2	3	3.3	41.20%
Malaysia	6.0	5.0	4.2	4.5	4.7	53.20%
베트남	6	6.7	6.2	6.5	6.3	58.30%
Philippines	6.2	5.9	6.8	6.8	6.9	42.10%

*최근 예측치
출처 : IMF

World Bank의 발표에 따르면 선진국의 국내금융부문이 GDP에서 차지하는 비중은 대략 200%에 이르지만, ASEAN 국가들의 경우 평균적으로 100%에도 미치지 못한다. 금융부문이 상대적으로 활성화되어 있는 ASEAN5개국 가운데 2015년을 기준으로 태국과 말레이시아, 베트남은 110%를 넘지만, 필리핀과 인도네시아는 그렇지 못하다. 따라서 현재 금융분야가 뒤쳐져 있지만, 산업에 대한 투자와 개발이 지속적으로 이루어지기 위한 필수조건이기 때문에, 향후 발전 가능성이 훨씬 더 높은 상태에 놓여 있다고 볼 수 있다.

ASEAN-는 우리 나라와의 교역과 투자에서도 높은 비중을 차지한다. 2013년부터 2015년까지 한국의 ASEAN직접투자는 다소 감소하였지만, 여전히 1200억 달러 이상을 유지하고 있다. ASEAN에 대한 전체 투자액 대비 5개국 투자 비중은 2014년 감소하였다가 2015년에는 다시 44.5%로 증가하였고, 돋보이는 지역은 단연 베트남이다. 한국수출입은행의 발표에 따르면 대 베트남 투자는 꾸준히 증가하여, 2016년 29.9억 달러에 달해 아시아 국가 가운데는 가장 많은 금액을 차지했으며, 한국의 전체 해외 투자순위에서도 4위를 차지하였다.

〈그림 2〉 2015년 GDP대비 금융부문 국내 신용 비율



출처 : World Bank

www.kci.go.kr

〈표 2〉 한국의 대 ASEAN-5 투자

(단위: 백만 달러)

Host Country	2013	2014	2015
ASEAN	124,864.51	129,995.07	120,818.81
ASEAN-5	*59436.97*	*51420.59*	*53758.1*
비중	47.6%	39.6%	44.5%
인도네시아	18443.84	21810.42	16916.79
말레이시아	12297.38	10875.31	11289.6
필리핀	3859.79	5814.57	5724.22
태국	15935.96	3720.21	8027.49
베트남	8900.00	9200.08	11800.00

출처 : ASEAN STAT

금융 및 보험업 투자 부문에 대한 투자는 아직까지는 상대적으로 미비한 수준으로 2016년 전체 투자신고금액 42.3억 달러 가운데 5.8억으로 전체 13.7%에 불과하다. 특히 말레이시아와 태국에는 금융 및 보험업투자 비중이 1%에도 못 미칠 정도로 매우 낮은 것으로 나타났다. 반면에 인도네시아는 전체 신고금액의 43.1%가 이 산업에 투자되었다.

비록 한국의 대 말레이시아의 금융 및 보험업 투자신고금액이2억달러에 그치고 있지만, 말레이시아는 ASEAN-5 가운데 가장 먼저 금융부분의 발전시키는데 힘을 쏟은 국가이다. 말레이시아 중앙은행(Bank Negara Malaysia)는 이미 1990년대말 금융부문 마스터플랜(Financial Sector Masterplan)을 추진한 바 있으며 2011.12월부터는 정부의 고부가가치, 고소득 경제 전환정책을 뒷받침하기 위해 금융 청사진(Financial Blueprint 2011-2020)을 수립하여 시행중에 있다.

〈표 3〉 2016년 한국 대 ASEAN-5 해외투자 현황

국가	신고건수	신규법인수	신고금액	송금횟수	투자금액	금융/보험업 신고금액
말레이시아	123	42	236	183	200	0.06
베트남	2,137	672	2,993	3,623	2,273	250.30
인도네시아	274	59	708	501	643	305.09
태국	187	75	110	243	107	0.00
필리핀	200	52	182	282	152	24.00

출처 : 한국수출입은행

[3] 주식 및 채권시장

앞서 언급한 바와 같이 ASEAN-5의 주식 및 채권시장의 규모는 크지 않다. 2016년말 기준으로, 가장 큰 태국 주식시장도 전체 상장기업 시장가치로 보면 한국 주식시장의 35%에 불과한 규모이며, 베트남의 경우(호치민과 하노이 주식시장 합계)에는 10%에도 미치지 못한다. 그러나 경제성장에 따라 자본시장, 특히 주식시장도 크게 매년 커지고 있다. GDP 대비 주식시장의 가치의 비율은 국가별로 차이가 많이 난다. 태국과 말레이시아의 경우 100%를 넘지만, 다른 3개 국가는 50% 미만이다. 말레이시아를 제외하고는 4개 모두 시장가치가 증가했고, 특히 베트남과 인도네시아, 태국의 경우 두 자릿수의 증가율을 기록했다. 거래량의 경우 말레이시아와 필리핀을 제외하고는 15% 이상 증가했다.

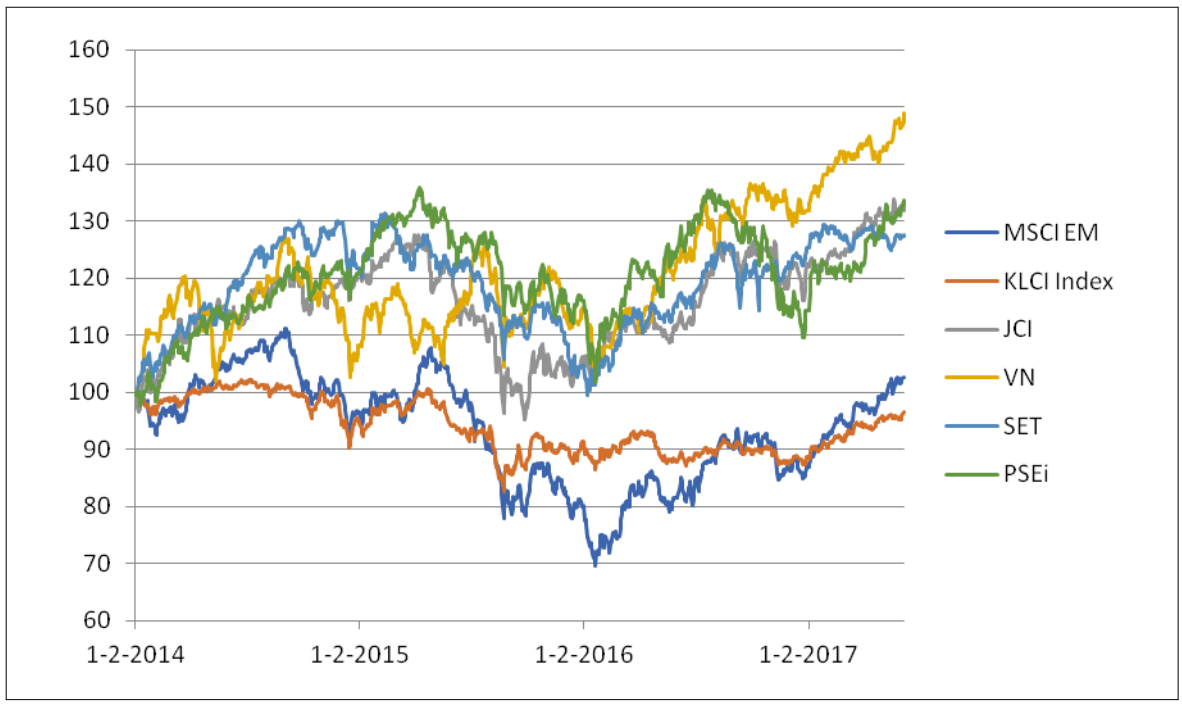
www.kci.go.kr

〈표 4〉 ASEAN-5개국의 주식시장

	인도네시아	태국	말레이시아	베트남	필리핀
주식시장가치(백만 달러)	425,768	432,956	359,788	73,126	239,738
전년대비 성장률	18.1%	23.0%	-1.9%	30.1%*	6.1%
상장주식수	537	656	903	696	265
거래량(백만 달러)	92,053	329,215	106,427	22,647	37,449
전년대비 성장률	19.3%	15.9%	-13.8%	19.5%*	-5.2%
GDP 대비 주식시장가치	45.25%	110.84%	121.39%	36.50%	32.40%
IPO 상장기업수	16	23	11	0	4

*Ho Chi Minh Stock Exchange 증가율
출처 : IMF World Economic Outlook, World Factbook, 국가별 거래소 자료

〈그림 3〉 ASEAN-5 주가지수와 MSCI Emerging Markets Index의 추이 (2014년 기준)



KLCI : Kualal Lumpur Composite Index, JCI: Jakarta Composite Index, VN: Vietnam Ho Chi Minh Stock Index, SET: Stock Exchange of Thailand Index, PSEi: Philippines Stock Exchange Index
출처 : Bloomberg

〈그림 3〉은 2014년을 기준으로 지난 3년간의 주가지수 추이를 보여준다. 2015년까지 오름세를 보이다가 2015년에는 대체적으로 하락했다. 2016년부터 현재까지는 꾸준히 상승하고 있다. MSCI Emerging Markets Index와 비교해보면, 말레이시아 KLSCI index 를 제외하고는 4개 시장이 모두 더 나은 성과를 내고 있다. 특히 베트남 주가지수 (Vietnam Ho Chi Minh Stock Index)의 성장세가 두드러진다.

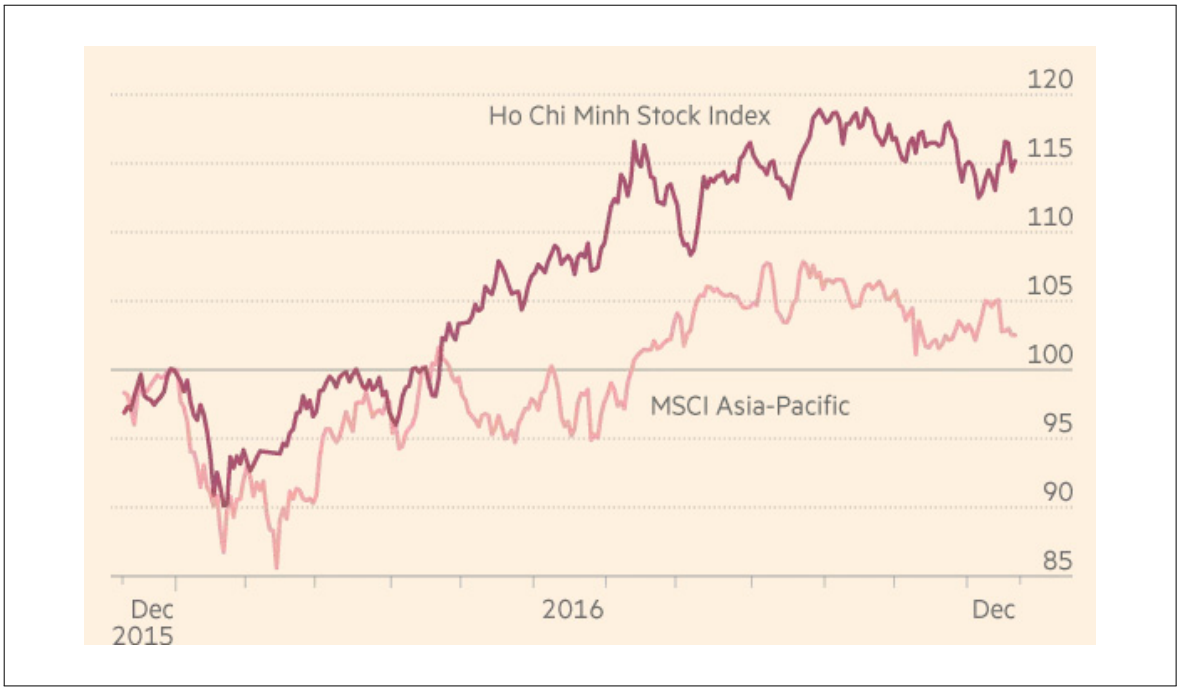
2014년부터 2017년 6월까지의 VN Index는 50% 가까이 상승했으며, 2016년 한해 동안에만도 30%

www.kci.go.kr

가까이 상승하면서, MSCI Emerging Markets Index이나 MSCI Asia-Pacific Index보다 좋은 성과를 거두었다. 이러한 성과는 베트남이 글로벌 생산기지로 부상하면서, 풍부한 자금이 유입되고 있고, 증시 선진화를 위한 제도적 뒷받침이 함께 진행되면서 투자자들을 끌어들이고 있기 때문이다. 특히 외국인 투자제한 제거/완화와 국가경제를 이끌고 있는 국영기업의 민영화가 큰 영향을 미쳤다.[2] 2011년부터 2015년 민영화계획에 따라, Refrigeration Electrical Engineering Corporatin을 필두로 베트남 기업개혁부(Enterprise Renovation Department)는 478개의 국영기업을 민영화하고 일부를 상장하였다. 그리고 2017년부터 2020년까지 State Capital Investment Corporation의 주도로 137개 국영기업을 주식시장 상장을 추진할 것이라고 밝혔다. 더 나아가서, 다양한 분야의 국영기업에 대한 해외투자 유치를 위해 발표된 새로운 법령 Decree 58이 2017년 2월 15일부터 발효되었다. Decree 58은 국영기업을 4개의 범주로 나누고, 각각에 민간 주식허용 범위를 구체적으로 지정하고 있다. 먼저 첫 번째 범주는 국방이나 화폐주조 등의 분야에 관련된 기업으로100% 국가가 소유하며 그 수는 100개에 한정되어 있다. 두 번째, Agri Bank 등 4개 기업은 35%, 세 번째 Mobifone 등 27개 국영기업은 30~50%까지 민간의 주식보유가 허용된다. 마지막 범주는 민간 운영 방식으로 106개 국영기업들이 여기에 속한다.

ASEAN-5 상장기업들의 주가수익비율(PER: Price-to-Earning Ratio)를 보면, 지금까지 추진된 베트남 정부의 정책들을 투자자들은 일관성이 있기에 긍정적으로 평가해왔다. 베트남 주식은 지난해 가격이

〈그림 4 〉 VN Index와 MSCI Asia Pacific Index 추이



출처 : Financial Times

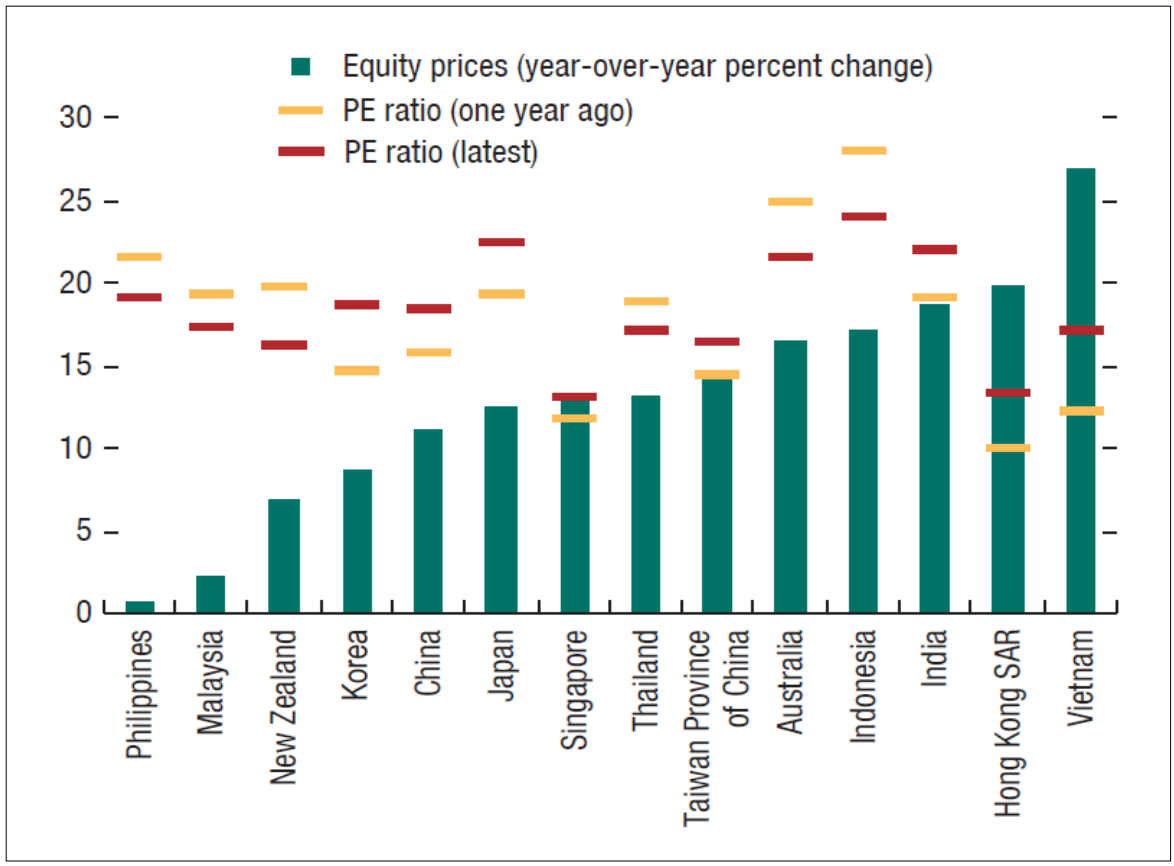
2) 2016년 기준으로 국영기업은 베트남 GDP의 28%를, 100대 상장기업 가운데 36%를 차지하나, 높은 부채비율과 낮은 효율성이 문제점으로 지적되고 있다. ('베트남 국영기업 민영화', KOTRA, 해외시장정보, 2017년 1월 17일, '베트남 100대 기업을 통해 베트남 산업을 엿보자' 2016년 9월 29일)

www.kci.go.kr

크게 올랐으나, 여전히 상승 여력이 있는 것으로 보인다. 베트남 하노이와 호치민 상장기업들의 PER은 태국이나 필리핀 인도네시아에 미치지 못하고 있기 때문이다. 주식시장 성장세에 대한 기대와 민영화는 IPO 시장에 직접적인 영향을 미쳤다. 2014년부터 2016년 사이 전체 409개의 IPO 가운데 147개가 베트남 주식시장에서 일어났다. 베트남 다음으로 상장기업수가 많은 주식시장은 태국으로 총 102건이 있었으며, 그 다음이 인도네시아, 말레이시아 태국 순이다.

IPO 자금조달 규모로 보면 태국이 가장 큰 시장으로 약 66억 달러, 그 다음이 말레이시아로 약 43억 달러를 기록했다. 베트남은 6.7억 달러로 태국에 비하면 10분의 1 수준이다. 여기에 반해 베트남 주식시장 IPO 시장가치는 167억달러로 태국(263억 달러)의 64% 선에 이른다. 즉 IPO하는 기업의 규모에 비해서 조달된 자금이 너무 적은 것이다. 즉, 대형국영기업이 상장되기는 하지만 민간 투자자들이 많은 지분을 사들이지 않기 때문이다. 국영기업의 낮은 이익률과 상장절차가 장애물로 작용한 것으로 보인다. 게다가 외국인 투자제한이 최근에 완화되었고, 자본시장이 아직 성숙하지 못한 탓이 크다.

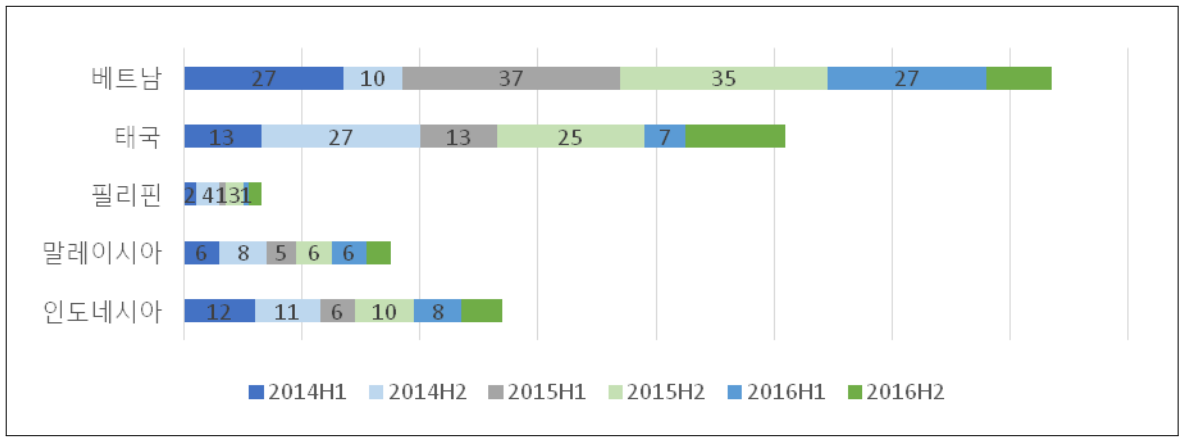
〈그림 5〉 아시아 : 주식가격과 Price-to-Earning Ratios



출처 : Bloomberg 및 IMF Staff calculation, 'Regional Economic Outlook. Asia and Pacific: preparing for choppy seas', IMF (2017년 4월 17일)에서 재인용

www.kci.go.kr

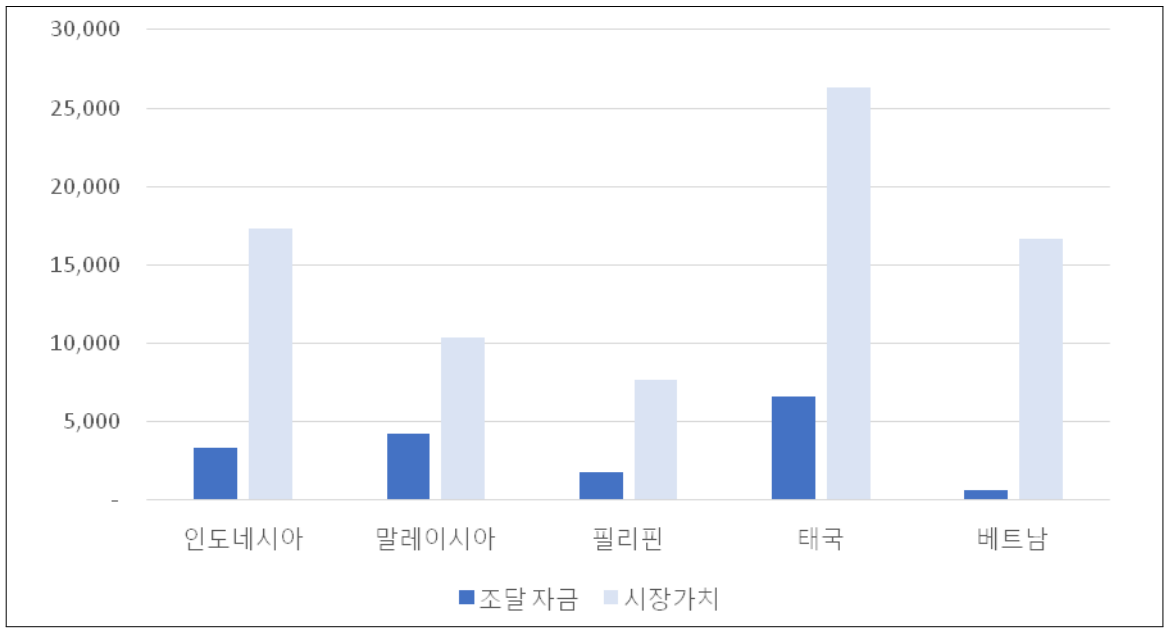
〈그림 6〉 2014-2016 주식시장별 IPO 수



출처 : Southeast Asia IPO market 2016 Report, Deloitte

〈그림 7〉 2014-2016년 IPO 조달 자금 및 시장가치

(단위 : 백만 달러)



출처 : Southeast Asia IPO market 2016 Report, Deloitte

반면 태국은 ASEAN-5 가운데 가장 활성화된 주식시장으로 평가받는다. 2016년 거래액이 3천억 달러 이상으로 풍부한 유동성을 갖고 있으며 개인계좌가 53%를 차지할 정도로 일반투자자가 많다. 인도네시아에서 개인계좌가 10% 남짓한 것에 비교하면 동남아에서 가장 앞서가는 거래소로 평가받는 이유가 충분하다. 태국정부는 2020년까지 전체 시장가치를 2배로 올려 놓겠다는 목표를 세워두고 있으며, 스타트업을 위한 새로운 시장이 곧 개장할 예정이다. 이 시장에는 상장에 필요한 최소자본금 요건이 없어서 600여개의

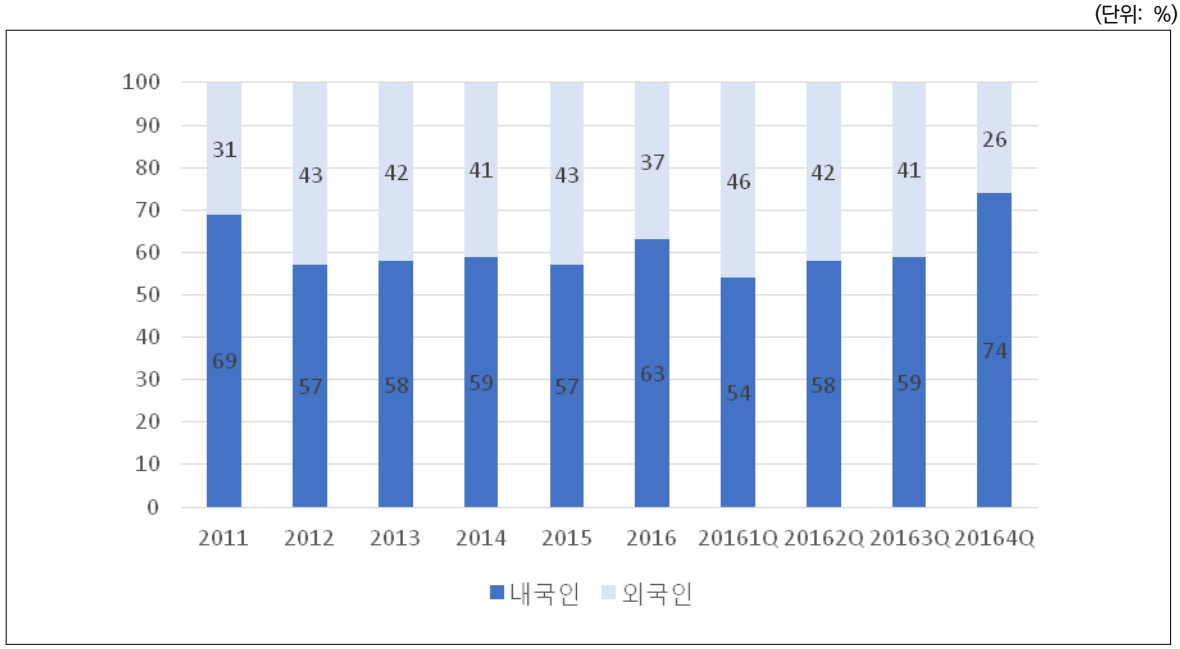
www.kci.go.kr

스타트업이 상장을 예고하고 있다.

인도네시아 주식시장은 그 역사가 깊다. 네덜란드 식민지 시절로 거슬로 올라가 2912년에 바타비아 거래소가 최초로 설립된다. 세계대전과 정치적 견변기를 거치면서 개장과 폐장을 반복하다 1987년 PAJDES87 시행으로 본격적인 증권시장이 성장하게 된다. 이 때부터 외국인 투자자에게 주식투자가 개방되었다. 2007년 수라바야 거래소가 자카르타 거래소에 합병되어 현재의 모습이 갖춰졌다. 오랜 역사를 가졌음에도 불구하고, 주식시장이 기업 자본조달에서 차지하는 비중은 고작 3%에 불과하다. 기업들은 주로 내부자금에 의존하거나 은행 대출을 이용한다. 인도네시아 증권시장에서 주요한 투자자는 외국인으로 전체 매수자의50% 이상을 차지하고 있다.

〈그림 8〉 인도네시아 주식시장 외국인투자자 비중(Regular Market 기준)

(단위: %)



출처 : 인도네시아 증권거래소

다른 ASEAN-5와 마찬가지로 빠르고 높은 경제성장율에 대한 기대감으로 JCI는 2016년 15.3%, 2017년 1사분기에 5.9%를 기록하는 등 최근 강한 성장세를 보여준다. 조코위도도 대통령의 취임과 더불어 각종 개혁정책에 대한 기대감이 반영된 것으로 보인다. 더군다나 세금 사면기간 도입과 국제신용평가기관의 신용등급 상향조정은 자본시장에 확실히 긍정적인 영향을 미치고 있다.[3] 주식시장의 규모는 한국 거래소 시가총액의 40%, 1일 평균 거래대금은 15%에 불과하지만, 일평균 거래주식수는 78억주로 한국의 대략 5배 정도이다.

말레이시아는 일찍부터 금융시장 발전에 공을 들여왔다. 쿠알라룸프르 거래소는 ASEAN-5 가운데에서는 가장 많은 상장기업을 보유하고 있으며, 기업지배구조관련 법률 및 연결제무제표 의무화를 통해 회계투명성을 강화하는 등 제도적 정비를 강화했다. 비록 영국보다는 약하지만 스튜어드쉽 코드 도입도 추진중이다.

3) 미국 신용평가사 스탠더드앤드푸어스(S&P)가 인도네시아의 신용등급을 기존 'BB+'에서 투자등급인 'BBB-'로 상향조정하였다.

www.kci.go.kr

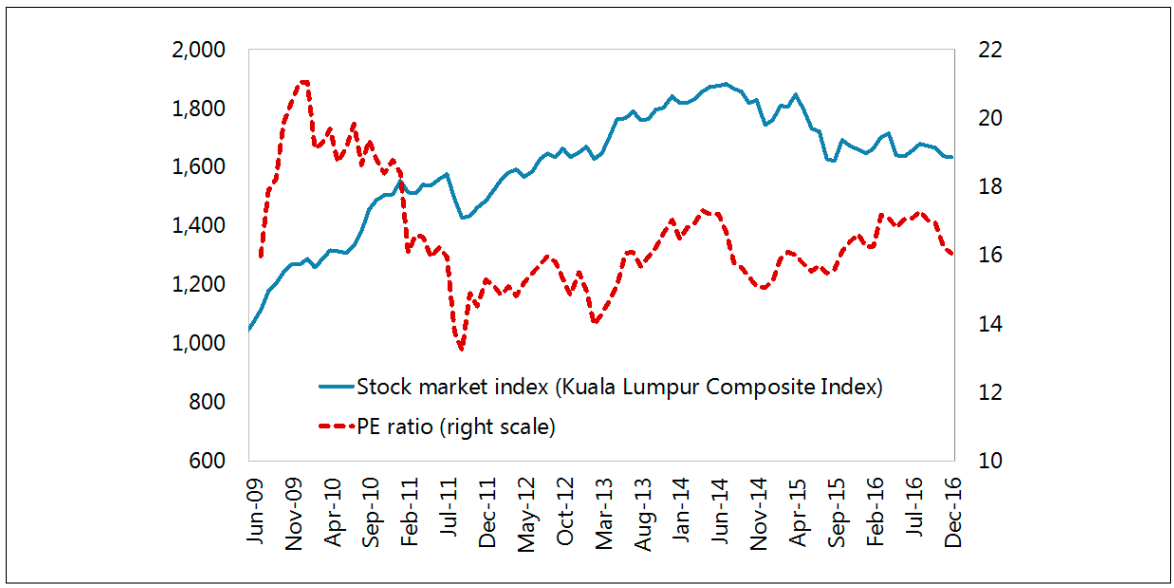
그러나 유가를 비롯한 원자재 가격의 하락과 링깃화 가치 급락, 2015년 상품서비스세(GST) 도입, 여기에 총리가 연관된 부패스캔들로 자본시장은 주춤한 모양새를 그리고 있다. 그러나 어려운 여건 속에서도 2015년 5.0%, 2016년 4.2%의 비교적 양호한 성장세를 유지하고 있으며, IPO 기업수도 매년 줄어들긴 하지만 대폭 감소하지는 않았다. 주가지수는 2014 이후 하락했으나, 2016년이 되어서야 매우 완만한 상승세를 이어가고 있다. PE ratio는 2011년 이후 등락을 거듭하면서 2011년 이후에 겨우15% 수준을 회복하는 중이다.

필리핀 주식시장 역시 지난 3년간 약 30%가량 상승했으나, 2016년 상승폭은 크지 않았다. PE Ratiosms 2015년에 비해서 하락하면서 20%를 밑돌고 있다. 필리핀 페소화의 가치하락과 두테르테 대통령 취임과 더불어 계속되는 정치적 리스크가 외국자본의 유입과 유출이 변동폭이 커진 상태가 자본시장 전반에 영향을 미치고 있다.

ASEAN-5 채권시장은 태국과 말레이시아 두 개 국가와 나머지 3개 국가 사이의 격차가 크다. 태국과 말레이시아는 전체 채권시장의 규모가 각각 3030억 달러, 2600억 달러로 GDP 78%, 88%를 차지한다. . A-로 신용등급이 높은 말레이시아는 국채와 회사채 규모가 비슷한 정도이나, 태국의 경우 회사채 시장이 국채 시장에 비해 37% 밖에 되지 않는다. 인도네시아와 베트남, 필리핀 전체 채권시장을 다 합쳐도 태국 채권시장과 그 규모가 비슷하다. 대부분은 국채에 집중되어 있고, 회사채 시장은 필리핀과 베트남 인도네시아의 경우 GDP 대비 각각 6%, 1%, 2%에 불과하다. 규모가 작을 뿐만 아니라 유통시장이 작아 유동성이 부족한 상황이다.

주식시장과 마찬가지로 채권 시장에서 외국인 투자자들의 영향력이 크다. 인도네시아와 말레이시아 자국통화 정부채의 외국인 보유비율은 30%를 넘는다. 태국은 14%에 불과한데, 주식시장과 마찬가지로 국내 투자자가 많아 유동성이 크다고 볼 수 있다. 2016년 4사분기에 달러 대비 통화가치 하락의 여파로 외국인들의 매도가 일어났지만, 큰 폭의 하락으로 이어지지는 않았다. 이전 보다는 안정적인 경제성장에 기대감이 커졌고, 국내 시장 수요도 이전보다 증가했기 때문으로 풀이된다.

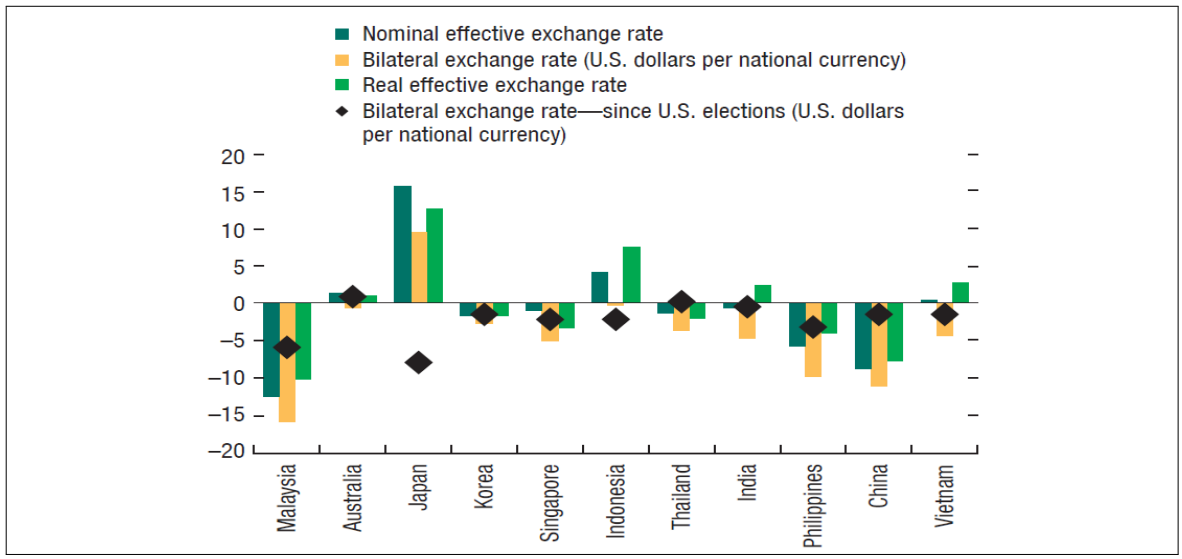
〈그림 9〉 말레이시아 KLSE Composite Index & PE ratio



출처 : IFM Article IV Consultation 2017.

www.kci.go.kr

〈그림 10〉 Asia : 환율 (2015년 6월 이래 변화량 %)



출처 : Bloomberg 및 IMF Staff calculation, 'Regional Economic Outlook. Asia and Pacific: preparing for choppy seas'(IMF, 2017년 4월 17일)에서 재인용

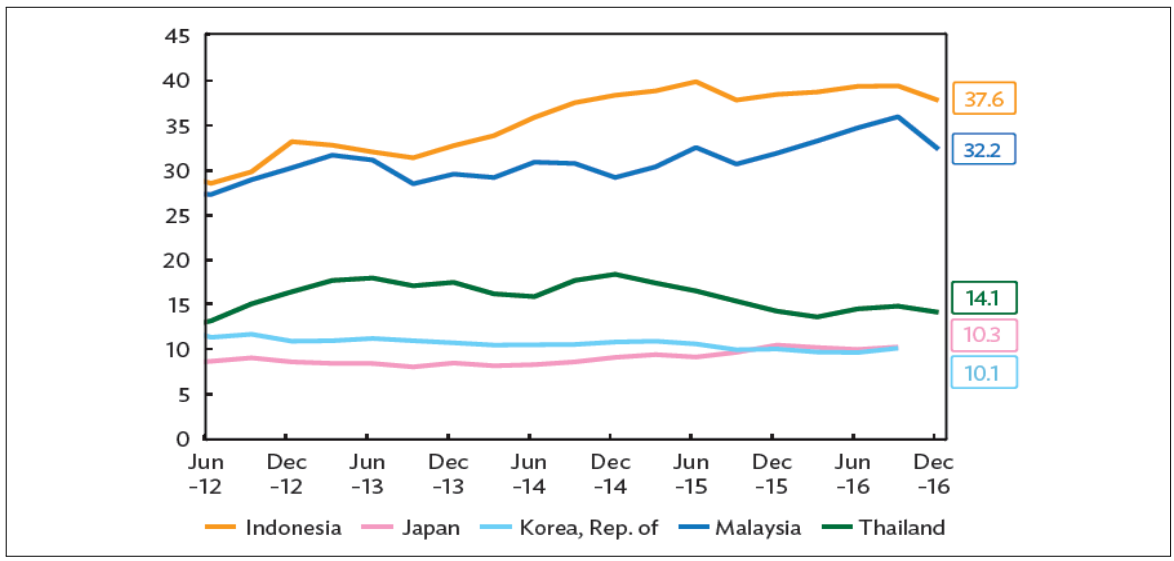
〈표 5〉 ASEAN-5 채권시장 규모와 신용등급

(단위 : 십억 달러)

	인도네시아	태국	말레이시아	베트남	필리핀
국 채	139	221.5	141.23	42	80
회사채	23	81.45	118.97	2	18
신용등급(S&P)	BBB-	BBB+	A-	BB-	BBB

출처 : Asianbondsonline.adb.org

〈그림 11〉 자국통화 정부 채권의 외국인 보유 비율 (%)

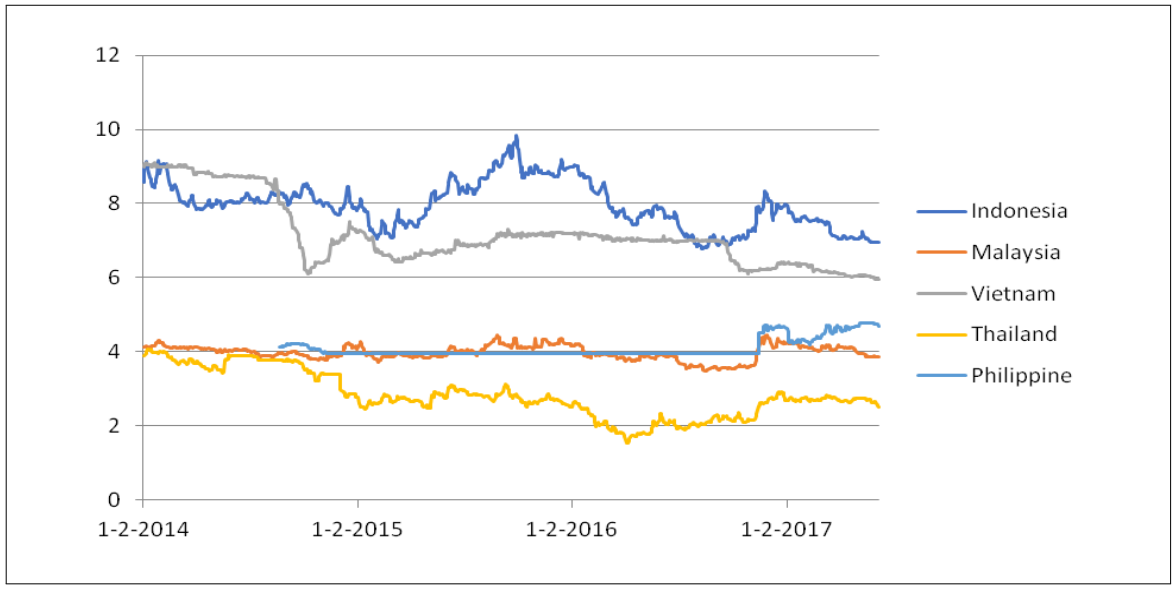


출처 : AsianBondsOnline, 'ASIA Bond Monitor March 2017'에서 재인용

www.kci.go.kr

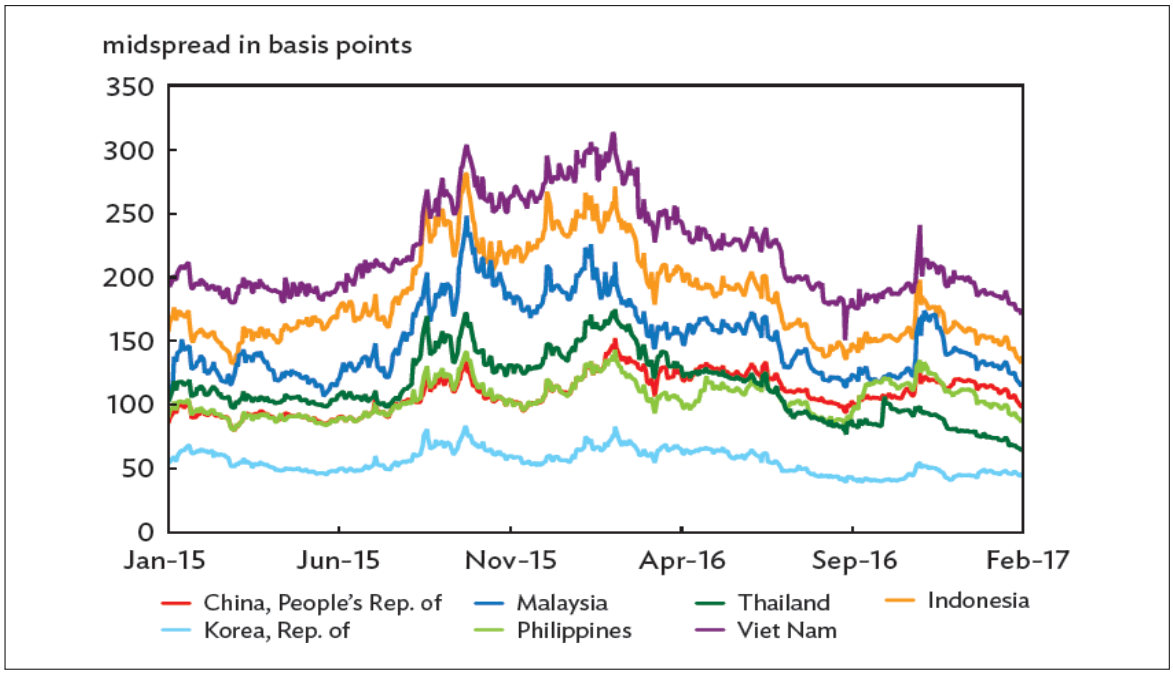
이것은 채권 수익률에도 그대로 반영되어 있다. 2014년부터 2016년 상반기까지 10년 만기 기 정부채권을 보면, 인도네시아와 베트남 수익률이 크게 낮아졌다. 2016년 하반기에는 베트남을 제외한 4개 국가의 정부채권 수익률이 오름세를 보이지만 다시 내려가는 추세이다.

〈그림 12〉 10년만기 Government Bond Yield추이



출처 : Bloomberg

〈그림 13〉 신용부도스와프 (Credit Default Swap) 스프레드



출처 : Bloomberg LP, 'ASIA Bond Monitor March 2017'에서 재인용

www.kci.go.kr

ASEAN-5의 경제성장과 안정성에 대한 신뢰는 신용부도스와프(CDS) 스프레드에서 확연히 드러난다. 2015년에 크게 늘어났다가, 2016년부터 현재까지 지속적으로 감소하고 있다. 특히 인도네시아와 베트남의 CDS스프레드가 대략 300bps에서 각각 1570bps과 그 아래로 크게 낮아졌으며, 태국이 84bps로 가장 낮은 수준을 유지하고 있다.

[4] 이슬람 금융

이슬람 금융은 이슬람 법 샤리아(Shari'a)에 의거한 금융 서비스를 일컬으며 이자(Riba)를 금지하고, 과도한 불확실성(Gharar), 도박(maysir), 공매도, 그리고 사회에 유해를 끼칠 수 있는 행위에 대한 자본조달 등을 금지하고 있다. 거래는 반드시 실물 경제활동에 한해 이루어져야 하고 리스트를 분담하도록 한다.

전세계 이슬람에서 아시아가 차지하는 비중은 인구 비중으로 보더라도 작지 않다. ASEAN-5 가운데 인도네시아와 말레이시아에 2.3억이 넘는 무슬림 인구가 있으며, 이 두 나라를 중심으로 이슬람 금융이 빠르게 커나가고 있다. 아시아지역의 이슬람 금융의 규모는 걸프 협력회의(GCC: gulf Cooperation Council), 중동 및 북미(EX-GCC) 지역 다음으로 4255억에 이른다. 이슬람 금융에서 가장 높은 비중을 차지하는 것은 역시 은행 부문이고, 이슬람 채권 수쿠크(Sukuk)가 그 다음을 차지한다.[4)]

〈표 6〉 지역별 섹터별 이슬람 금융 서비스 산업 (2016년 기준)

(단위 : 십억 달러)

지역	Islamic Banking**	Sukuk Outstanding	Islamic Funds Assets	Takaful Contributions	Total
Asia	218.6	182.7	19.8	4.4	425.5
GCC	650.8	115.2	23.4	11.7	801.1
MENA(ex-GCC)*	540.5	16.6	0.2	8.4	565.7
Africa(Ex-North Africa)	26.6	1.9	1.5	0.6	30.6
Others	56.9	2.1	11.2	0	70.2
Total	1493.4	318.5	56.1	25.1	1893.1

*MENA : Middle East and North America, **2016년 6월 기준
출처 : Islamic Financial Services Board Secretariat Working

말레이시아는 이슬람 협력기구(Organization of Islamc Cooperation)의 회원국으로 이슬람 국가들과의 경제협력 강화뿐만 아니라 세계이슬람경제포럼(WIEF)의 중심국가로서 할랄, 이슬람금융 등 분야에서의 OIC 표준 제정 등을 주도하려는 정책을 추진하고 있다. 특히 세계 이슬람 금융의 허브가 되겠다는 야심

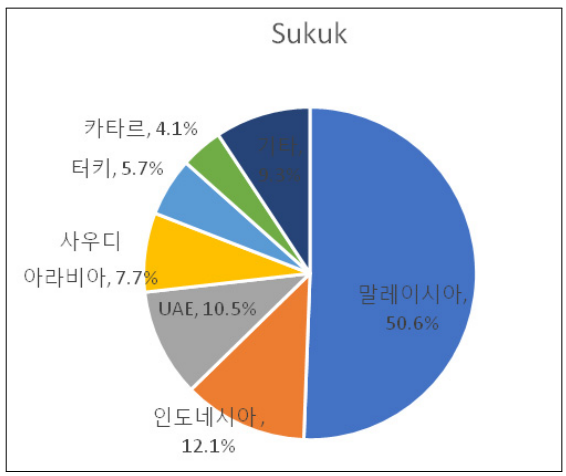
4) 이슬람 금융은 은행과 채권(Sukuk), 보험(Takaful), 그리고 펀드로 나누어 볼 수 있고, 금융상품은 부채성격의 무라바하(Murabahah), 살람(Salam), 이스티나(Istisna), 리스인 이자라(Ijarah) 등이 있다. 파트너쉽 형태(Profit-and loss sharing)는 무다라바(Mudarabah, profit-sharing and loss-bearing) 그리고 무샤라카(Musharakah, pure profit and loss sharing) 등이 있다.

www.kci.go.kr

찬 계획이 있으며, 중앙은행(Bank Negara Malaysia) 이슬람 금융법(Islamic Financial Act 2013)을 바탕으로 이를 이끌고 있다. 이러한 노력은 수치로 드러난다. 지난 2015년 2사분기부터 2016년 2사분 까지 말레이시아의 일반 은행 예금부분은 1.6% 성장하는 동안, 이슬람 은행은 8.2% 증가했다. 이슬람 은행자산은 대략 1400억 달러이며, 시장점유율은 23.8%이다. 전세계 이슬람 은행 자산에서 말레이시아 이슬람 은행의 비중은 9.3%이다.

그러나 이슬람 금융에서 두 번째로 많은 비중을 차지하는 이슬람 채권 수쿠크는 말레이시아 이슬람 금융의 핵심으로 전세계에서 가장 큰 시장이다. 2016년 발행금액을 보면 말레이시아가 347억달러로 전세계 발행금액의 50.6%를 차지하고 있다. 국채(Sovereign Sukuk) 발행금액은 2016년 301억 달러로는 전세계 시장의 50.8%가 말레이시아에서 발행된다. 2015년의 57.6%보다는 줄어든 수치이다. 회사채 역시 말레이시아가 전체 발행금액의 50.2%를 책임지고 있는 세계 최대 시장이다. 2015년에는 71억 달러로 33.7%의 시장점유율을 차지했으나, 2016년에는 77억달러로 증가했다. 증가된 금액에 비해서 시장점유율이 크게 올라간 것은 2012년 이래 전세계적으로 회사채 수쿠크 발행이 줄어

〈그림 14〉 이슬람 채권발행 시장 : 국가별 발행 (2016년)



출처 : Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017

들고 있는데다, 두 번째 큰 UAE의 발행금액이 34억에서 28억달러로 감소한 영향도 있다.

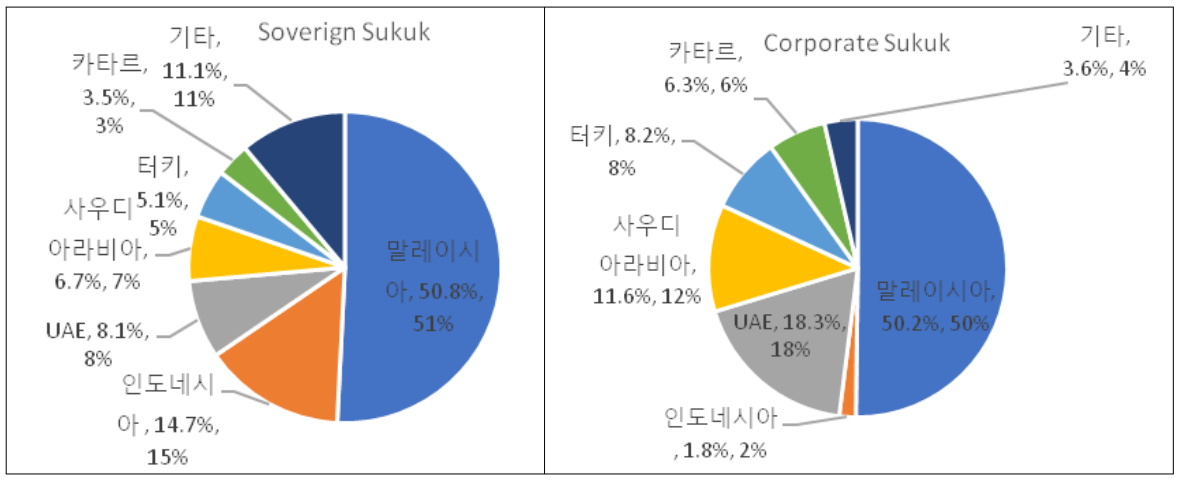
인도네시아는 말레이시아에 비하면 아직 적은 규모이지만, 이슬람 금융을 위한 제도가 정비되고 정책적 지원이 더해지면서 빠르게 성장하고 있다. 금융감독청(OJK, Otoritas Jasa Keuangan)은 인도네시아 이슬람 은행발전 로드맵 2015-2019를 수립하고, 이를 기반으로 7개의 정책방향을 설정, 추진 중에 있다. 인도네시아는 전세계 이슬람 은행 자산에서 1.6%를 차지하고 있으며, 2016년 1사분기와 2사분기에 각각 12%와 7.8% 증가했다. 예금도 2016년 상반기에 만 13%나 증가했다. 더군다나 2016년 수쿠크 발행금액 기준으로 세계 2위를 차지하고 있다. 시장점유율에서 12.1%를 기록하며 말레이시아와는 큰 격차가 있다. 2016년 국채발행 금액은 87.5억 달러로 전세 시장의 14.7%를 차지하고 있으며 전년대비 21% 증가한 금액이다. 여기에는 인도네시아 정부의 역할이 컸다. 인도네시아 재무부는 2016년 10년 및 5년 만기 수쿠크 알-이자라와(Sukuk al-Ijarah) 발행을 통해 총 25억 달러를 조달했다. 반면에 회사채 시장은 2015년 5.7억달러에서 2016년 2.8억 달러로 크게 줄어들었다. 전세계 시장에서 차지하는 비중도 3.2%에서 1.8%로 줄어들었다.

이슬람 펀드 자산은 전체 38%가 사우디 아라비아, 그 다음으로 29%가 말레이시아에 있다. 말레이시아의 이슬람 펀드 규모는 2016년 142억 달러로 전년보다 약 2억달러 가량 줄어들었다. 이는 말레이시아 환율 가치하락에서 비롯된 것으로 보인다. 말레이시아의 뮤추얼 펀드는 은행과 마찬가지로 일반 펀드와 이슬람 펀드로 구분된다. 2017년 4월 말 기준으로 총 630개의 뮤추얼 펀드가 운용되고 있으며, 이 가운데 201개가 이슬람 펀드이다. 이 펀드는 샤리아 원칙에 위배되는 분야의 주식은 매입할 수 없게 되어 있다. 주식시장에서도 EMAS Shariah나 Hijrah Shariah와 같은 이슬람 지수를 별로도 사용한다.

인도네시아의 이슬람 펀드 자산은 대략 20억 달러에 이르며, 전체 시장의 3%를 차지하고 있다. 인도네시아 Jakarta Islamic Index(JII)와 인도네시아 Islamic

www.kci.go.kr

〈그림 15〉 이슬람 국채 및 회사채 시장 : 국가별 비중(2016년)



출처 : Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017

Index (ISSI)를 각각 200년, 2011년부터 사용하고 있으며, ISSI는 현재 30개의 종목으로 구성 6개월 단위로 금융감독청 (OJK)에서 선정된 상장기업 중 선정에 선정된다.

이슬람 보험산업인 타카풀(Takaful)은 사우디 아라비아와 이란에 집중되어 있고, 전체 이슬람 금융에서 차지하는 비중도 높지 않다. 그러나 매년 높은 증가율을 보이고 있으며, 특히 동남아 지역에서 향후 발전 가능성이 높은 분야로 평가받는다. 이 지역의 보험산업 자체가 크게 발전하지 않은 상태이지만, 지속적인 경제성장으로 이 시장이 커지는 것은 분명해 보인다. 따라서 말레이시아와 인도네시아에서는 자국내 보험회사 뿐만 아니라, 일본이나 미국, 영국의 거대 보험사들이 앞다투어 이슬람 보험상품을 내놓거나 현지 기업을 인수합병하면서 본격적으로 시장에 뛰어들고 있는 상황이다. 2015년 기준으로 동남아시아에서 Takaful 상품을 제공하는 보험사는 모두 32개이다.

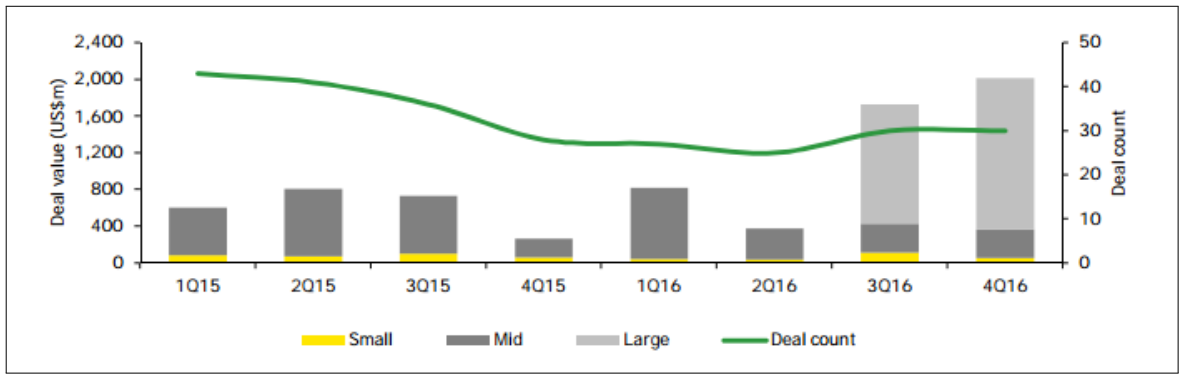
[5] Private Equity 시장

ASEAN-5에서도 점차 아시아 지역이나 글로벌 무대로 진출하는 기업들이 등장하고 있으며, 이들이 더욱 성장하기 위해서는 Private Equity는 기업의 성장에 중요한 역할을 담당한다. 2016년 전세계 Private Equity 시장에 신규 유입된 자금은 6250억 달러, 운용되는 자금은 47천억 달러로 추정된다.[5] 동남아 전체 Private Equity 거래 규모는 2016년말 기준 78억달러로 추정되며, 지역별 비중에서 아주 낮은 수준이지만, 전년대비 41% 증가한 것이다. 2012년부터 2016년까지 5년간의 사모펀드 투자의 80%는 주로 싱가포르와 인도네시아, 말레이시아에 집중되어 있다. 베트남과 필리핀 큰 비중을 차지하고 있지 않으나 글로벌 PE 회사들의 투자가 점차 증가하고 있다.

5) 'a routinely exceptional year' McKinsey Global Private Markets Review, 2017.

www.kci.go.kr

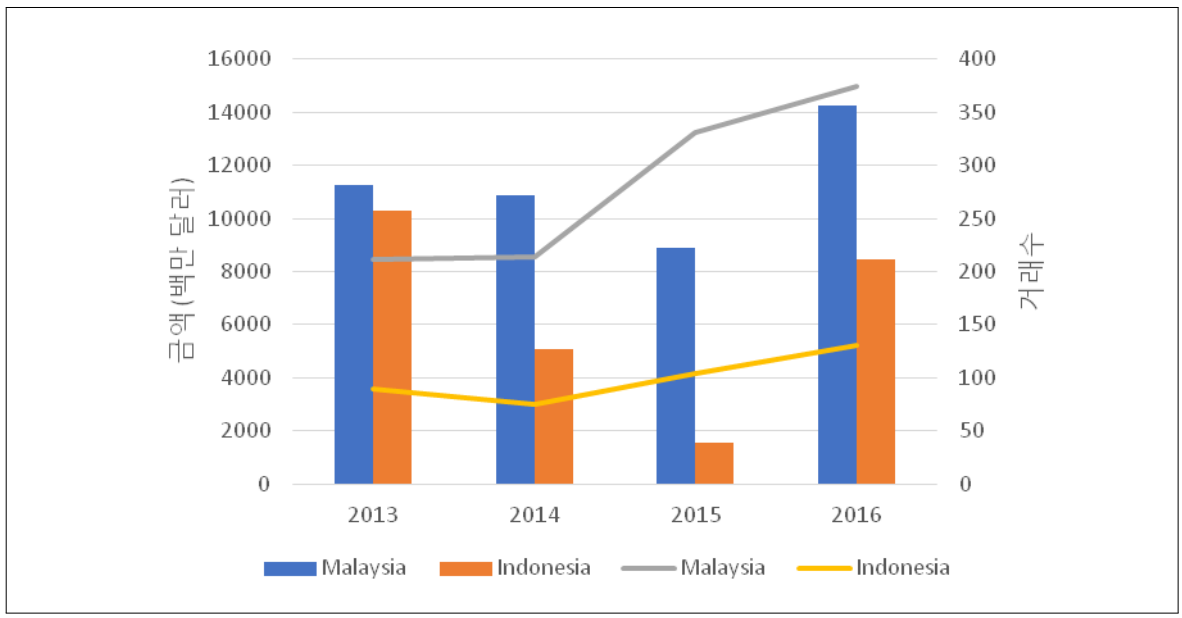
〈그림 16〉 동남아시아 Private Equity 투자 건수와 금액



출처 : Thomson One, Dealogic and Mergermarket, 'Private equity briefing: Southeast Asia, April 2017'에서 재인용

특히 인도네시아와 말레이시아 Private Equity 및 벤처캐피탈 투자는 크게 성장하고 있다. 중국의 경기 둔화와 글로벌 경기 침체 영향으로 2014년 인수합병 거래수와 금액이 모두 하락했으나, 2015년 거래수가 증가하고 2016년은 금액과 거래수 모두 크게 증가했다. 말레이시아는 ASEAN-5 가운데 가장 활발한 M&A이다. 2015년 거래금액이 줄어들긴 했지만, 거래수는 지난 4년간 꾸준히 증가하고 있다. 2016년 기준으로 말레이시아는 모두 375개의 거래에 규모가 143억 달러에 이른다. 인도네시아는 2014년 2.3억 달러로 하락했으나, 2015년 그 2배인 4.6억 달러, 2016년에는 14.74억 달러를 기록했다. 특히 M&A 분야가 괄목할 만한 성장을 이뤘는데, 2015년 105건, 15.7억 달러 규모에서 2016년 131건, 84.5억 달러로 500% 이상 급증했다.

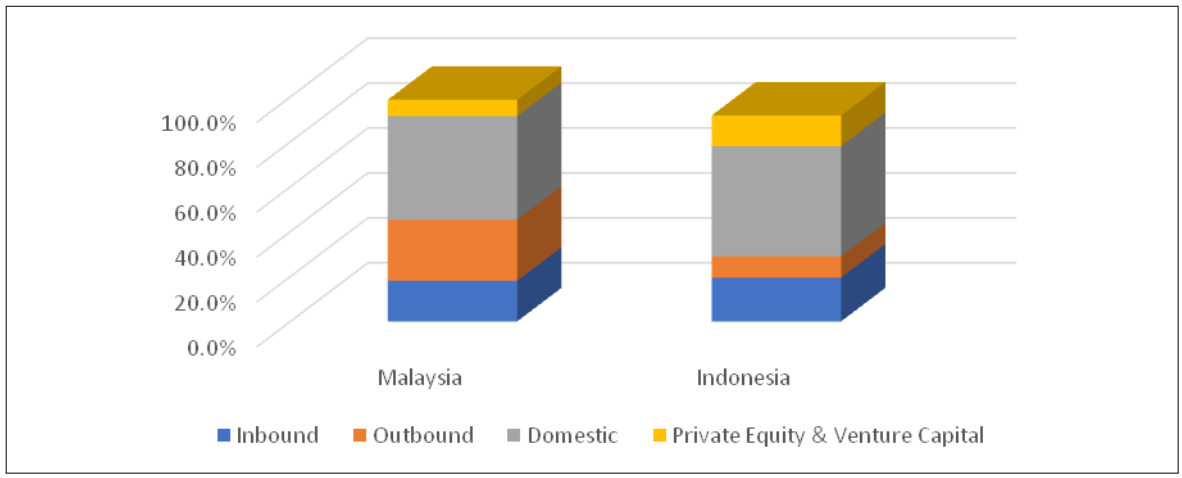
〈그림 17〉 2013-2016년 말레이시아와 인도네시아 M&A



출처 : Transaction Trail, Duff & Phelps Singapore Pte.Ltd

www.kci.go.kr

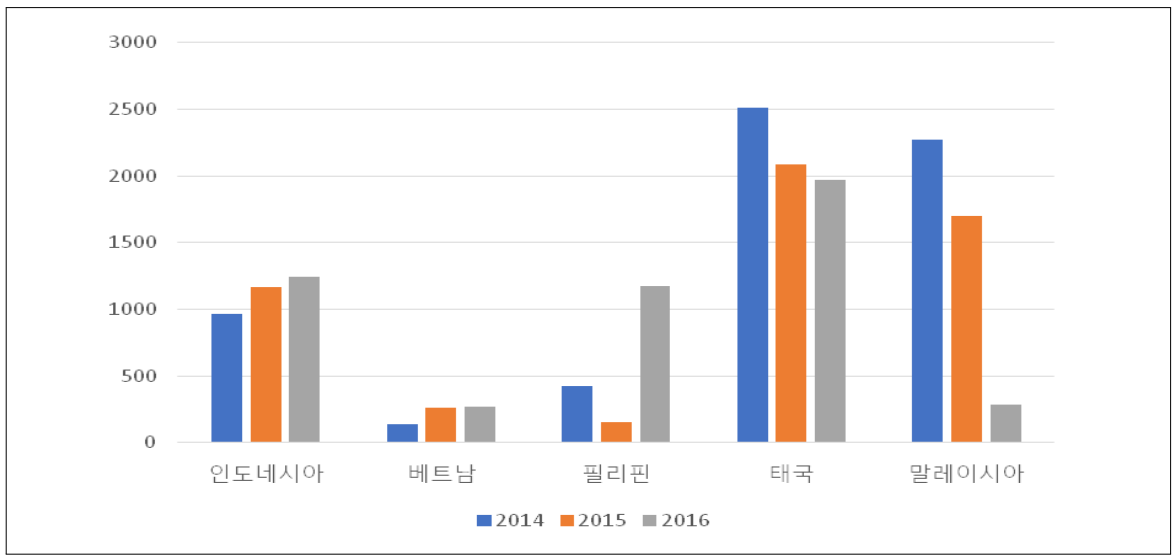
〈그림 18〉 인도네시아와 말레이시아의 M&A, Private Equity and Venture Capital 비중



출처 : Transaction Trail, Duff & Phelps Singapore Pte.Ltd

〈그림 19〉 2014-2016 IPO 조달 자금

(단위 : 백만 달러)



출처 : Southeast Asia IPO market 2016 Report, Deloitte

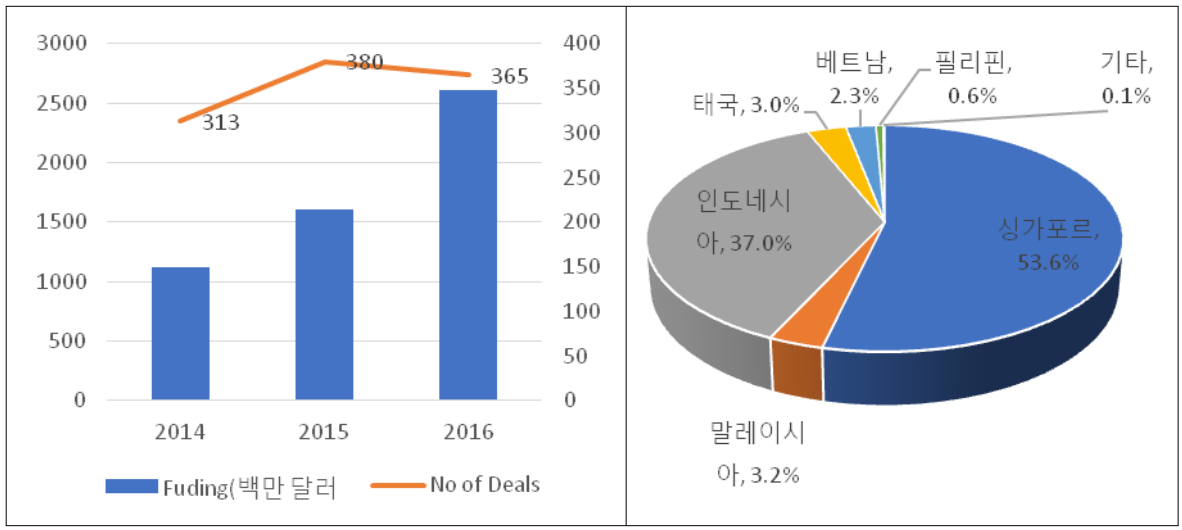
베트남과 필리핀 시장은 IPO 시장을 중심으로 Private Equity 투자가 늘어나고 있다. 2014년부터 2016년까지 신규상장기업의 수는 13개, 조달 자금 규모가 약 18억 달러에 불과하다. 이러한 자금규모는 거의 2016년 IPO 비중이 크다. 2016년 한해 동안 IPO를 통해 조달된 자금은 약 12억 달러로 전년대비 87% 가량 증가한 수치이다. 베트남 시장은 지난 3년간 거의 두 배 가까이 성장했다. 여전히 시장 규모가 작지만, 2017부터 국영기업 민영화와 상장이 본격 추진되면서 성장이 가속화될 전망이다. 최근 SABECO와 VietJet이 상장하면서 공모가 대비 100%, 50%의 주가 상승률을 보이고 있어 한국에서의

www.kci.go.kr

투자도 급속히 늘어난 상황이다. 2017년 6월 기준으로 피데스 자산운용을 필두로 5개의 자산운용사가 모두 18개의 베트남 IPO 펀드를 운용하고 있다.[6]

ASEAN-5의 투자를 이끄는 또다른 축은 벤처캐피탈이다. 〈그림 20〉에서 보듯이 동남아시아의 스타트업 투자는 지난 3년간 꾸준히 증가하고 있으며, 2016년에 투자규모가 전년대비 무려 60% 이상 증가했다. 이 가운데 절반 가량은 싱가포르에서 이루어진 것이지만, 그 다음으로 인도네시아의 스타트업들이 10억 달러 정도의 투자를 받았다. 말레이시아와 동남아시아 최대의 스타트업 유니콘은 Grab은 싱가포르 기업으로 알려져 있지만, 실제로는 말레이시아에서 시작되었으며 설립자도 말레이시아인이다. 인도네시아의 투자 증가를 이끈 기업은 Go-Jek과 함께 벤처캐피탈 투자의 성공사례가 되었다. 그 뒤로 Tokopdia, MatahariMall, Elevenia, ilfix 등이 글로벌 투자자들로부터 투자를 받아 시장과 서비스를 확대하고 있다.

〈그림 20〉 동남아 연간 스타트업 투자규모 및 동남아 스타트업 국가별 투자 비중(2016년)



출처: TECHINASIA 2016

ASEAn-5 각국 정부는 스타트업 활성화를 정책적으로 지원하고 있다. 말레이시아와 인도네시아와 스타트업 경쟁에서 우위를 점유하지 못한 태국은 국가스타트업위원회를 중심으로 디지털 이코노미 정책을 추진중이다. 스타트업의 자금조달을 위한 제3시장(한국의 코넥스와 유사)을 개장할 예정이며, 국가 스타트업센터를 설립, 스타트업 뿐만 아니라 벤처캐피탈과 인큐베이터 등을 종합적으로 관리를 통해 정책적 지원을 강화하고 있다. 베트남 역시 2017년을 스타트업의 해로 만들겠다는 총리의 일성과 함께, 2020년까지 5000스타트업 육성 계획을 추진하고 있다. 하노이시는 인큐베이터 파크를 개장하였고, 호치민에는 코워킹 플레이스인 드림플렉스가 스타트업들을 끌어모으고 있다. 스타트업 투자 규모에서 상당히 뒤쳐져 있는 필리핀도 로드맵은 과학기술커뮤키케이션 오피스(Department of Science and Technology-Information and Communications Technology Office: DOST-ICT Office) 주관으로 디지털 스타트업 로드맵을 발표했다. 스타트업의 성장 환경을 조성하고, 2020년까지 500개의 스타트업, 2억달러의 펀

6) '베트남 IPO펀드 경쟁 심화' 더벨 2017년 6월12일 기사 참조

www.kci.go.kr

딩을 달성하여 현재 5천만 달러 미민인 국내 스타트업의 가치를 대기업수준으로 성장시키겠다는 목표를 세워두고 있다. 필리핀 정부는 로드맵이 성공적으로 진행될 경우, 스타트업의 총 가치가 20억 달러에 이르고 8500여개의 기술전문직이 새로 창출될 것으로 기대하고 있다. 이를 위해 먼저 공공장소 및 대도시에 무료 와이파이를 제공하는 프로젝트를 추진 중이다.

[6] 결 론

ASEAN-5의 경제는 지난 몇 년간 안정적으로 성장했으며, 향후에도 높은 성장률이 기대된다. 따라서 제조업 직접투자 이외의 투자도 점차 증가할 것이고, 자본시장 역시 빠르게 성장할 것이다. 그러나 ASEAN-5는 각기 다른 발전수준과 제도적 환경을 가지고 있기에 동일한 시각으로 바라보기에는 일부 어려움이 따른다.

먼저 이머징 마켓에 남아있는 정치 변동성의 영향을 무지할 수 없다. 말레이시아와 인도네시아, 베트남은 정치적으로 안정된 상황이나, 태국은 정치적 갈등으로 경제침체를 겪었다. 필리핀은 두데르테 대통령 당선을 전후로 시장 변동성이 커졌고 최근 일부 지역의 계엄령 발표로 불안이 가중되고 있다.

두 번째는 선진국 경제와 글로벌 자금 운용에 따라 환율이 크게 영향을 받는다. 높은 경제성장률에도 불구하고 인도네시아와 필리핀, 말레이시아의 환율은 지난 몇 년간 그 변동폭이 작지 않았다. 가장 큰 환율 하락을 경험한 국가는 말레이시아였으나, 앞으로의 전망이 반드시 부정적인 것만은 아니다. IMD (International Institute for Management Development)가 매년 발표하는 국가경쟁력 순위에서 19위(2016년)를 차지했다. 세계화 수준과 국가경쟁력 등이 높은 평가를 받았기 때문이다.

ASEAN-5는 강대국의 정책에 영향을 많이 받는다. 아시아 태평양 경제에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된 TPP는 미국의 기조변화로 아직 마무리 되지 않았다. 현재는 일본이 주도적으로 TPP를 성사시키기 위해 노력 중이다. 일본의 ASEAN 국가 직접투자는 계속 증가하여 전체 외국 투자의 16%를 차지하고 있다. 만일 TPP가 성사되면 말레이시아와 베트남이 직접적으로 수혜를 입을 것으로 예상되며, 다른 세 나라 역시 간접적으로나마 이익을 얻을 것이다. 다른 한 편으로는 중국의 일대일로 정책으로 아시아 각 지역에 투자가 진행 중이나, 남중국해를 둘러싸고 각국의 이해관계가 엇갈리고 있다.

한국의 ASEAN-5 자본시장 진출은 은행부문에 집중되어 있고 최근에야 베트남 투자가 늘어나기 시작했다. 심지어 말레이시아의 경우에는 아직까지 진출한 한국계 상업은행이 없다. 자본시장이 성장하기 시작한 ASEAN-5에 대한 보다 적극적인 진출을 모색할 때이다.

참 고 문 헌

금융투자협회, 2011, '베트남 금융산업과 금융시장 현황'

한국금융투자교육원, 2017, 'Indonesia: High Expectations & Managing Expectations, A

www.kci.go.kr

promising restart'

ASIA Development Bank, 2017, 'ASIA BOND MONITR MARCH 2017'

ASIA Development Bank, 2015, 'Islamic Finance for Asia: Development, Prospects, and Inclusive Growth'

Deloitte, 2017, 'Southeast Asia IPO Market with additional coverage on Singapore and Indonesia 2016 Report'

Duff & Phelps Singapore Pte.Ltd., 2016, 'Transaction Trail''

EY, 2017, 'Private Equity briefing: Southeast Asia'

IMF, 2017, 'World Economic and Financial Surveys Regional Economic Outlook: Asia and Pacific'

IMF, 2017, 'IMF Country Report No.17/101'

Islamic Financial Services Board, 2017, 'Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017'

MacKinsey & Co, 2017, 'McKinsey Global Private Markets Review'

www.kci.go.kr