

# 新증권제도의 파급 효과와 증권사의 대응

김희성 · 현대경제사회연구원 연구위원

증권 발행·유통 시장 및 M&A제도에 관련된 이번의 개편 시안 배경은 증권 시장의 자율성을 제고하고, 국내 업체의 경쟁력 강화를 위한 규제 완화에 있다. 증권 시장의 이러한 변화는 직접 금융을 통해 자금을 조달하는 상장사들의 경영 환경, 투자자들의 투자 패턴, 증권사들의 영업 여건 등에는 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이러한 제도 변화에 국내 증권사가 적극적으로 대응하기 위해서는, 먼저 증시에 미칠 파급 효과를 제대로 파악하여야 할 것이며, 이에 따라 전문화·대형화를 적극 추진해야 할 것이다. 무엇보다도 연구·분석 업무에 집중적인 투자가 있어야 할 것이다.

## 증권 관련 제도 개편의 배경과 주요 내용

지난 7월 소위 '新증권 정책' 이라고 불리우는 증권 관련 제도의 개편 시안이 발표되었다. 그동안 정부 규제 완화나 금융 기관의 경쟁력 확보 방안이 절실하다는 목소리가 금융권 내외에서 수없이 나왔었지만, 실제로 이를 위한 기본적인 제도 변경은 미미한 실정이었다. 물론, 우리나라는 80년대 들어서 금융 정책 및 제도에 대한 개혁을 단계적으로 추진하여왔다. 그러나 그 방향이나 실적이 체계적이지 못했고 임시 방편의 조치에 불과한 것이 적지 않았기 때문에, 증시의 효율성과 안정성 등의 질적인 면에서 우리 증시에는 늘 개선의 여지가 있었다. 금융 시장 내의 불건전한 금융 관행 뿐만 아니라 발행 시장에서의 공개 여건 및 발행 가격 규제 등으로 우리 증시에는 자유 경쟁 원리가 적용되기 어려웠다. 얼마전 '증권감독원장의 구속' 과 같은 사건이 발생되었던 것도 이같은 우리 증시의 현 주소를 말해주는 것이라 할 수 있다.

증권 발행·유통 시장 및 M&A제도에 관련된 이번의 개편 시안은 기본 방향의 제시에 있어서 상당한 효과를 내고 있다. 이러한 제도 개편이 나온 배경은 간단하다. 첫째, 증권 시장에 대한 정부의 직·간접적인 개입 축소를 자율성을 제고하는 것이고 둘째, 개방에 앞서 국내 업체의 경쟁력 강화

를 위한 규제 완화를 추구하는 것이다. 따라서 향후 보완적인 조치가 뒤따라야 할 부문을 제외하고는, 그동안의 여러 단기적인 정책에 비하면 시장 원리에 충실한 증권 제도 개선으로 평가되며, 증권 시장에 획기적인 변혁을 예고하기에 충분하다. 아직 정부 규제가 상당 부분 남아 있고, 주식 시장이 자율적으로 움직여갈 수 있는 여건 조성이 미비한 상태에서 나온 조치이기 때문에 다소 충격적이라고 볼 수도 있다.

증권 시장의 이러한 변화는 직접 금융을 통해 자금을 조달하는 상장사들의 경영 환경, 투자자들의 투자 패턴, 증권사들의 영업 여건에는 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러면 개편 시안의 주요 내용은 무엇인가? 그 세부적인 사항은 생략하고 기본 골격만을 나열해보면 다음과 같다.

첫째, 발행 시장과 관련해서는 정부의 주식 공급 물량 설정 폐지, 기업 공개 및 증자 요건 강화, 증권 회사가 전액 인수하는 총액인수제도의 활성화로 주식 발행 가격 및 소화 방식 개선, 중장기 과제로서 기업 공개와 상장의 분리 운영 등이 있다.

둘째, 유통 시장에서는 정부와 증권 관계 기관의 주식 시장 직·간접 개입을 지양하고 가격 결정의 시장 기능을 제고시키며, 정부는 증권 시장의 기본 정책만을 결정하고 시장 실패를 조정한다는 것이다. 세부적으로는 가격 제한폭의 확대, 위탁 증거금 징수의 자율화, 신용거래제도의 보완, 중장기 과제로서 주식 위탁 수수료의 자율화가 주요 개편 내용이다.

셋째, 합병·인수제도는 시장 기능에 의한 M&A를 가능케 하고, M&A제도의 공정성과 투명성이 확보되도록 제도 및 관행을 개선하는 데 역점을 두고 있다.

## 파급 효과

이러한 증권 관련 제도의 개편 시안은 어떠한 파급 효과를 낼 것인가? 증시의 일반 투자자, 기업, 증권사 등 각각의 경제 주체별로 그 파급 효과를 정리해보면 다음과 같다.

### 1) 일반 투자자

첫째, 시세 차익을 노리는 단기성 투자에서 벗어나 장기성 배당 투자의 관심이 고조될 것이다. 3년간 주당 평균 배당금이 400 원 이상인 상장사에만 유상 증자를 허용키로 함에 따라 배당금을 고려한 투자에 관심을 갖는 것은 당연하다. 따라서 우선주에 대한 투자 성향도 높아질 것이다. 기존에 상당한 인기를 끌었던 공모주 청약제도도 단계적으로 폐지됨에 따라, 여타의 개선(관련된 신상품의 개발)이 없는 한 이 예금 가입자는 급격히 줄어들 전망이다.

둘째, 장외 시장에 대한 관심이 더욱 높아질 것이다. 일반 기업의 경우, 관계 당국은 공개·증자 대상 기업 선정 기준 및 물량 조정 계획을 완전 폐지하는 반면, 공개 요건은 더욱 강화시킴으로써 기업 공개가 곤란한 기업의 경우 장외 시장을 활용할 수 있도록 유도할 것이기 때문이다.

셋째, 일반 투자자의 투자 패턴도 장기·간접 투자로 점차 변화할 것이다. 주식 투자에 대한 투자 위험이 증가하면서 투자자들의 투자 패턴도 직접 주식을 사고 파는 직접 투자보다는 투신사 등을 통한 간접 투자가 점차 확대될 것이다. 왜냐하면 가격 제한폭의 확대, 공개 및 유상 증자 물량의 시가 상장, 공모주 배정의 단계적 축소는 일반 투자자로 하여금 직접 투자를 제한하는 요인으로 작용할 것이기 때문이다. 따라서 수익 증권 투자와 같은 간접 투자 비율이 증가되고, 개인 투자자의 뇌동 매매 투자 성향은 현저히 줄어들 전망이다.

그동안 우리 증시는 정부의 육성 정책에 의존하여왔기 때문에, 시장 참여자들의 증시에 대한 이해도가 성숙되어 있지 않은 편이다. 증시 자료의 신뢰성이나 객관성 여부를 떠나 내부 정보, 시장 심리, 풍문에 의한 높은 매매 회전율을 보여왔다. 하지만, 이제는 이러한 전근대적인 투자 방법에서 벗어나 기업 및 시장 분석에 근거한 정석 투자를 더욱 지향할 것으로 보인다.

## 2) 기업

첫째, 물량조절제도가 사라져 상장사들이 요건만 충족되면 사업 계획에 맞추어 유상 증자를 실시할 수 있게 되었다. 따라서 증자 및 공개 요건을 충족할 수 있는 기업들의 상당한 증자 및 공개 물량이 시장에 나올 가능성이 있다. 공기업의 증자 시기 및 물량은 여전히 정부가 조절할 수 있도록 제한하여 수급 조절의 여지를 만들어 놓고 있다. 또한 10대 그룹에 대한 전년 시가 총액의 4% 내의 증자 허용 규정은 올 증자 한도 잔액이 분명해져, 올해 증시를 통한 최대 자금 조달 가능 규모가 10대 그룹 내의 회사마다 각각 다르게 되었다.

둘째, 상장 요건을 갖추지 못한 기업들, 예를 들어 성장성이 크고 연구 개발 투자를 많이 해야 하는 기업들은 장외 시장(코스닥 시장)을 활용할 가능성이 높다. 또한 低價株 기업들은 증자시 배당금 요건이 불리하므로, 향후 획일적인 배당금 요건이 폐지되든지 아니면, 아니면 향후 배당불로 변할 가능성도 없지 않다. 기업측에서는 주식 배당시 액면 배당이 아닌, 시가 배당으로 해줄 것과 지난 3년 가운데 고배당 기간을 신축적으로 활용할 수 있는 방안을 정부에 건의하고 있다. 하여튼, 조달한 자금을 대한 기업의 자본 비용 의식이 고취되는 긍정적인 효과를 낳고 있는 것은 분명하다.

셋째, 시가 발행으로 자금 조달 효과를 한층 높일 수 있다. 공모가를 현재보다 높이면 공모 증자에 따른 사내 유보불 늘릴 수 있기 때문이다. 이제는 기업의 수익성과 성장성이 발행 가격의 주요한 결정 요소가 되었기 때문에, 기업들은 발행가를 높이기 위해 경영 효율화 및 주가 관리를 위한 기업 IR(Investor Relations)에 더욱 관심을 가질 것이다. 이제는 상장사들도 경영 정보를 허위로 공시할 경우 집단 소송에 따른 책임을 면치 못하게 되었다.

넷째, M&A가 본격적으로 활성화될 전망이다. 이제는 시장 기능에 맡기되 공정성과 투명성이 확보될 수 있도록 제도와 관행을 개선하여 소액 투자자들을 보호하고, 변칙 매수에 대한 어느 정도의

보완 장치도 마련되었기 때문이다. 이는 기업들이 보다 적은 비용으로 신규 사업에 진출할 수 있는 길이 열렸다고 볼 수 있는 반면, M&A를 통한 변칙 상장 가능성도 배제할 수 없게 되었다는 것을 의미한다.

### 3) 증권 회사

첫째, 공개·증자 소화 방식이 개편되어 주간사 회사의 인수 책임이 강화되었다. 즉, 기업 공개시 발행 회사와 주간사 증권사가 협의해 공모 가격을 자율적으로 결정할 수 있도록 하고, 증자시 총액인수제도를 활성화시켰기 때문에 증권사의 위험 부담이 증가되었고, 앞으로 인수 관련 업무 능력에 따라 증권 업계 순위도 뒤바뀔 가능성이 있다.

둘째, 증권사의 고객 세분화 전략의 수행이 용이해진 반면, 수수료 수입 비중은 줄어들 것이다. 수수료 자유화시에는 고액 투자자에게는 저율 적용, 소액 투자자에게는 고율 적용 등의 전략이 가능하다. 그러나 실제로는 증권 회사간 경쟁으로 인해 수수료가 인상되기 보다는 인하될 것이다. 따라서 증권사의 수익 가운데 수수료 수입 비중이 지금보다 떨어질 것으로 예상된다.

셋째, 지점 수와 상관없이 중개 업무의 우열이 가려질 수 있다. 이는 컴퓨터·통신의 발달로 각 회사나 가정에서 컴퓨터를 통해 주문이 가능해지기 때문이다. 모든 증권 관련 정보 서비스가 통신망을 통해 전달되는 비중이 급속히 증가될 것이다. 이는 프로그램과 전산망, 그리고 시스템의 성능에 기인한 증권사간 차별화도 예상할 수 있다.

넷째, IR(Investor Relations), M&A, 위험 관리, 투신업 등에 대한 업무 비중이 증대될 것이다. 이는 이미 앞에서 언급한 기업과 일반 투자자들의 수요 증대에 기인한다.

### 증권사의 대응 방안

이미 공청회나 각계의 전문가들을 통해 이 개편 시안에 대한 여러 평가가 있었다. 따라서 본 고에서는 이번 개편 시안을 평가하기 보다는 증권사의 입장에서 이 新증권제도를 어떻게 받아들이는 것이 바람직한가를 한 번 생각해보기로 하자.

먼저 증권사들은 정부의 정책 방향을 간파하고, 국제 시장의 변화 추이를 파악해야 한다. 국내외 경쟁사들을 면밀히 분석하여 실질적인 전략들을 마련해야 할 것이다. 그 내용을 살펴보면 첫째, 증권사들은 개방화·자유화시대에 무한경쟁시대가 오고 있다는 것을 직시해야 할 것이다. 이미 우리는 국내 증권사와 외국사들과의 경쟁력 차이를 실감하고 있다. 하지만, 그에 대한 원인 분석이나 개선 방안을 마련, 적극적으로 대처하는 증권사는 많지 않은 것 같다. 기존의 경영 방식이나 환경 대응 자세로는 경쟁시대에 생존하기 힘들 것이라는 사실을 분명히 인식하여야 할 것이다.

둘째, 대형화가 절실하다. 우리나라의 업계 상위 증권사들의 규모가 외국사에 비해 상당히 작다.

따라서 업무의 상당 부문에 걸쳐, 규모의 경제가 실현되지 못하고 있다. 금융 위험은 이미 앞서 논의되었듯이, 향후 전문 업무가 될 정도로 그 중요성이 증대될 것이다. 자기 자본력이 충분하지 않은 증권사가 이러한 신규 업무에 적극 진출하기가 쉽지 않을 것이다. 또한 고객도 증권사를 이용할 때 안정성을 고려하지 않을 수 없는 환경이 될 것이다.

셋째, 전문화가 시급하다. 업무의 전문화, 인적 자원의 전문화가 이루어져야 할 것이다. 인적 자원의 전문화에 장애 요인인 기존의 임금 체계도 점차 바뀌고 있고, 전문 인력의 스카웃에 결정적인 제한을 주었던 증권 협회의 자율 규정 - 증권사 직원 1년내 타증권사 취업 불가 - 도 불공정 행위로 지적되었으므로, 이제는 전문 인력을 중시하는 풍토 조성에도 보다 적극적인 자세를 보여야 할 것이다. 또한 증권사들은 고객들로 하여금 증권업에 인수, 발행, 중개 업무밖에 없는 것으로 인식하지 않도록 노력해야 할 것이다. 그동안 정부의 업무 규제로 신규 업무 개발이나, 관련업 진출에 제약이 있었고, 금번 개편 시안에도 신상품 관련 제도 개선이 미흡하다는 지적이 있다. 하지만 아직도 자문업, 투신업, 파생금융상품업 관련 각 증권사 나름대로의 업무 전문화 및 수익 구조 다변화 여지는 있다.

넷째, 대형화와 전문화를 병행해야 할 것이다. 대형화를 통해 규모의 경제 이익을 추구하는 동시에 전문화를 통하여 저렴한 비용으로 정보를 취득하여 중개 비용 절약을 도모해야 할 것이다. 즉, 대형화 추진시 상당 부문 경영 비효율을 초래하기 쉬운데, 이를 제거하기 위한 증권사의 금융 혁신이 요구되며, 新시장을 개척하여 적절한 신규 투자가 이루어질 수 있도록 업무 전문화가 필요하다. 이는 증권사로 하여금 기존의 중개 업무 비중을 축소하며, 새로운 수익원을 지속적으로 창출하는 데 근간이 되기 때문이다.

다섯째, 연구·분석 업무에 대한 집중 투자가 요구된다. 우리 증시가 관변 주도형이라는 비난을 받을 당시에는 연구 분석 결과가 투자자들로부터 외면당할 수밖에 없었다. 하지만 이제는 증시 자율화와 기관화 현상이 두드러지고 시장 참여자들의 수준이 높아짐에 따라, 투자자들도 점차 과학적인 투자 지표를 선호하게 되었다. 또한 기업 공개시 우량 기업 선정을 위한 기업 분석력, 증자 시기 결정을 위한 시장 분석력은 증권사의 경쟁력 척도가 될 것이다. 특히, 총액인수제 도입으로 증권사는 과학적이고 체계적인 기업 평가 방법을 갖추어야 할 것이다. 무엇보다도 고객들에게 차별적인 정보를 제공할 수 있도록 하는 증권사의 연구·분석 능력이 마케팅에 결정적인 역할을 할 것이다.

금융 시장의 자율화와 개방화가 이제 더욱 가속화될 것이다. 국내 증권사들은 상당한 도전에 직면해 있다. 하지만, 이러한 증시의 자율화와 개방화 조치가 정책 방향을 올바르게 인식하고 적극 대응하는 증권사들에게는 위협 요인이기 보다는 상당한 기회 요인으로 작용할 수 있다. 이번 증권 관련 제도 개편 시안을 기회 요인으로 생각하는 국내 증권사가 더욱 많아지길 바란다. 