

# 증권 산업

김희성 · 현대경제사회연구원 연구위원

## 현황

지난 1994년 11월 8일 사상 최고인 1,138.75를 기록하고 줄곧 하락세를 보여 1997년 10월 23일 현재 604.06에 이르고 있다. 3년 이상이나 장기 투자를 하고도 큰 손실을 보는 투자자가 속출하고 있다. 주가 하락 요인으로 경기 침체, 경상수지 적자, 환율 상승, 주요 기업의 도산 및 실적 부진 등이 지적되고 있다. 그러나 증권 시장 및 산업 자체에 문제는 없는가? 우리나라 및 주요 개도국과 선진국의 소비자 물가를 감안한 실질 주가 상승률과 실질

경제 성장률을 비교해보면, 우리나라는 지난 1980~96년 연평균 실질 주가 상승률(9.6%)이 연평균 실질 경제 성장률(8.0%)보다 1.6%포인트 상회하는 데 그쳤다. 이는 선진국이나 여타 동남아 국가에 비해 상당히 낮은 수치이다.<sup>1)</sup> 이를 뒷받침이라도 하듯, IMD의 1997년 국제 경쟁력 비교 보고서를 보면, 국내 증권 시장 부문은 양과 질적인 면에서 1996년보다 오히려 순위가 하락한 상태이다.

〈표 1〉의 결과를 보면 국내 증시 및 산업에 어느 정도의 구조적인 문제가 있음을 짐작할 수 있다.

〈표 1〉 우리나라 증권 산업 부문의 경쟁력 현황

구분	시가 총액	거래 대금	상장 법인수	내부자 거래	주주 권리 의무
연도	1,380억 달러	4,819 달러	760 개사	5.53(평균)	4.87(평균)
1996	16위	14위	7위	23위	-
1997	19위	17위	8위	25위	45위

주: IMD의 1997년 국제 경쟁력 순위 비교임. 순위는 총 46개 조사 대상국 가운데 순위임.

1) 반면에 대만, 태국, 홍콩은 실질 주가 상승률이 각각 13.8%포인트, 10.0%포인트, 6.2%포인트 차이로 실질 경제 성장률 보다 빠른 속도로 증가했음. 선진국인 미국, 일본, 독일도 각각 연평균 실질 주가 상승률이 5.4%포인트, 3.7%포인트, 7.4% 포인트 등의 차이만큼 더 높게 나타났음.

본 고에서는 국내 증권 시장 및 산업의 문제점을 살펴보고, 향후 산업 전망에 근거한 향후 과제들을 검토해보고자 한다.

### 문제점

우리나라 증시는 기업의 직접 자금 조달 여건이 열악하고, 증시의 공정성과 투자의 안정성이 동남아 경쟁국에 비해 떨어지는 낙후된 수준이다. 예를 들어, 우리나라 증시는 그동안 급속한 발전에도 불구하고, 경쟁국 대비 낮은 자본화율<sup>2)</sup>로 증시를 통한 기업의 자금 조달 기회가 제한되어왔다. 특히, 1997년에는 경기 불황이 증시 침체로 이어져 상장 기업의 부도 사례가 속출하는 등 기업의 자본 조달 창구로서의 증권 시장 기능이 더욱 약화되고 있는 실정이다.

이를 좀 더 세부적으로 살펴보면 먼저, 증권 관련 제도의 후진성을 지적할 수 있다. 즉, 기업공시제도, 공인회계사감사제도, 내부 거래의 규제제도, 신용 평가 및 투자 자문 기관의 미발달로 증시 효율성이 낮다. 예를 들어, 우리나라의 경우 재무 구조가 취약한 기업이 금융 원리나 주주 이익에 불충실한 경영을 해도 이에 대한 책임을 지우는 금융 메커니즘이 존재하지 않았다. 겨우 1997년에 들어서야 상법 상의 소수주주권의 행사 요건을 강화하였고, 주주제안제도를 도입하였으며, 기타 기업 투명성 제고 조치를 강구하였을 뿐이다. 또한 국내 증시의 비효율성은 정부 주도의 성장금융체제에서 금융 기능은 자금 공급의 확대에만 치중했고, 자금의 효율적 배분과 관리는 소홀할 수밖에 없었던 데도 그 원인이 있다.

〈표 2〉 기업의 자금 조달 비중

	1994	1995	1996	1997년 1/4분기
주식	14.8	14.4	11.3	4.4
회사채	14.2	15.3	16.9	13.0

자료: 한국은행, 「조사 통계 월보」, 각호.

2) GNP 대비 주식 시가 총액의 비율을 의미하며, 미국, 홍콩, 대만, 일본, 한국의 경우 각각 1.05, 3.25, 0.77, 0.75, 0.47을 보이고 있음.

〈표 3〉 1996년 국내 증권사의 수익 구조 비율

(%)							
구분	수탁수수료	인수주선수수료	상품채권이자	증권매매이익	기타이익	영업외수익	특별이익
비율	27.7	15.3	11.0	13.6	15.6	15.0	1.8

최근 5년간 국내 증시의 규모는 연평균 11.7% 성장하였으나, 주식 거래액은 연평균 35.3% 성장하였다. 이는 투자자들의 매매 회전율이 점점 높아지고 있기 때문이며, 국내 증시 투자자들의 투기성이 높음을 의미한다. 그 이유는 기업 공시의 부실, 경영 투명성 부족, 소액 주주 권익 보호 부족, 매우 낮은 배당 수익률 등에 기인하여 장기적인 투자가 불가능하거나, 불리하다는 견해가 지배적이기 때문이다. 이러한 단기 시세 차익을 노린 투자 및 각종 불건전한 투자 관행은 기업의 성장성과 주가를 괴리시키고 증시 불안올 가중시켰다.

그러면 우리나라의 증권 관련 금융 기관은 어떠한가. 업무 영역이 전문화되어 있지 못하고 단순히 분업화되어 경쟁력이 취약하고, 신규 시장 진출 및 조성에 한계가 있다. 이렇게 분업이 지켜지는 것은 정

부 규제에 의해 서로의 업무 영역에 진출할 수 없기 때문이며, 증권 금융 기관도 업무 영역 내에서 안주하여 과점적 이윤을 얻을 수 있었기 때문이다. 증권사의 수익 기반도 여전히 상당 부분 중개 수수료 수입에 의존하고 있고, 정부 규제로 인해 다양한 상품 개발<sup>3)</sup>에 제약이 있어 신규 주식 수요 창출에 어려움을 겪고 있다.

또한 증시의 수요 기반도 취약하다. 국내 증시는 기관 투자자의 비중이 선진국에 비해 낮을 뿐만 아니라, 중장기적인 투자가 아닌 단기 수익을 노리는 투기성이 강하고, 증시 참여 인구 자체도 선진국에 비해 낮은 편이어서 수요 기반이 취약한 편이다.<sup>4)</sup> 기관 투자자들도 증권사, 은행 등 불안정한 투자자들이 주를 이루고 있고, 연기금 등 장기 안정적 투자 세력은 재정 자금 대출로 인해 증시에 활발히 참여하지

3) 현재 증권사가 취급하는 금융 상품은 기업어음(CP), 근로자증권저축, 양도성예금증서(CD), 환매 조건부 채권(RP), 증권금융공모주 청약예금이며, 최근 들어서 수익 증권 관련 상품도 활발히 취급하고 있음. 수익 증권 관련 상품으로는 SMMF, MMF, 단기공사채, 장기공사채, 장기우대공사채, 주식형 수익증권 등이 있음.

4) 미국, 영국 등 선진국의 경우 성인 인구의 20% 정도가 주식에 투자를 하고 있으나, 우리나라의 경우 5% 수준에 머물고 있고, 심지어 이 수치도 최근에는 감소 추세를 보이고 있음.

못하고 있다.<sup>5)</sup>

## 전망

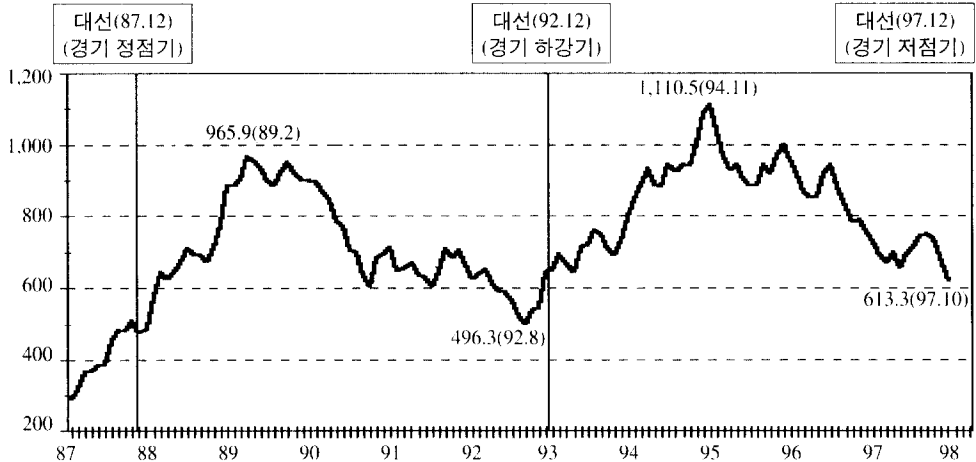
OECD 가입에 따른 국내 금융 시장의 개방 일정에는 외국인의 국내 기존 투신 지분 참여 제한 폐지(1997. 12), 외국인의 국내 기존 증권, 투자 자문 지분 참여 제한 폐지(1998. 12) 등이 있다. 여기에다 최근 증시 침체로 정부는 외국인 한도 확대를 예정보다 앞당기는 등 증시 선진화를 위한 각종 제도 개선이 추진될 전망이다. 외국인의 국내 증시 참여 확대는 결국 국내 증시의 기관화를 촉진할 것이며, 외국 증권사 및 투신사와의 경쟁력을 키우기 위한 국내 금융 기관간의 합병, 통폐합, 전환 등이 상당히 이루어질 것이다. 즉, 증권사들은 수수료율 자율화 및 이에 따른 경쟁력 제고 필요성 증대로 차별화를 적극적으로 추진할 것이다. 예를 들어, 국내 증권사들은 향후 1~2년 이내에 종합 금융 중개 회사이든가 아니면, 단순 할인 중개 회사이든가 둘 가운데 하나를 선택하지 않으면

안되는 상황에 직면할 것이다. 이는 최근 증시 침체와 무관하지 않은데, 시황에 의존하는 이익 구조 하에서 국내 증권사들은 현재의 비탄력적인 영업 비용 구조를 갖고 있는 이상 향후 상당한 어려움에 직면할 수밖에 없기 때문이다. 즉, 금융 기관간 업무 장벽 철폐를 위한 정부의 의지와 외국 증권·투자신탁사의 진출로 추후 증권 산업내 경쟁이 치열해질 것이기 때문이다.

한편, 점차 복잡해지는 투자 환경 및 증시 투자자들의 수요에 부응하여 투자 자문업이 상당히 번창할 것이다. 이는 투신사 설립 자본금이 300억 원에서 5억 원으로 대폭 축소되는 등 투신 시장의 진입 장벽 완화도 상당한 역할을 할 것이다. 따라서 향후 투신 상품의 다양화 및 치열한 마케팅 경쟁이 예상된다. 여기서 증권 금융 업계에서 파생상품의 역할이 부각될 것이며, 기관 및 일반 투자자들에게 이전보다 더욱 다양한 투자 기회를 제공할 것이다. 주가지수 선물은 1997년에 이미 투신 시장의 약정 금액 예상치(약 90조 원)를 초과하는 약 160조 원의 약정 금액을 이룰

5) 국내 연기금의 주식 투자는 총자산의 1.6% 정도를 차지하고 있음. 반면에, 영국, 미국, 일본은 각각 연기금 자산의 80%, 48%, 26%를 주식에 투자하고 있음.

〈그림〉 종합주가지수 추이(1987~97)



것으로 추정된다. 또한 증권사의 동일 상장 법인 주식 보유 한도가 기존의 5%에서 15%로 확대됨으로써 다양한 주식형 상품 개발도 예상된다. 또한 증권사 직원의 일임 매매 허용으로 인하여 거래 활성화도 예상된다. 향후 증권 시장에 간접 투자가 확산되면 될수록 자산 관리자(fund manager)들의 전문화 및 다양화는 가속화될 것이며 이를 위한 성과급제의 정착이 더욱 확산될 것이다.

현재 우리나라는 국내 산업 구조 조정 및 각종 경제 기초 여건이 단기간에 해결되기 어려운 상황이다. 따라서 증권 시장에서도 1997년 말에서 1998년 1/4분기까지 급격한 장세 회복을 기대하기가 어려울

전망이다. 하지만, 대기업의 추가 부도가 없고, 신정부 출범 이후 추가 증시 부양책이 제시되며, 환율이 어느 정도 안정되면, 외국인 투자자들의 국내 시장 참여는 급격히 증대될 것이며, 증시 회복의 원동력이 될 수 있을 것이다. 따라서 늦어도 1998년 3/4분기 이후부터는 본격적인 장세 회복이 예상된다.

**향후 과제**

금융 시장의 자율성과 경쟁성 제고를 위한 전반적인 규제 완화 및 제도의 개선이 필요하다. 특히, 주식 투자가 배당 투자의 기회, 시세 차익의 기회, 경영권 향유의

기회가 되도록 각종 제도 개선이 이루어져야 할 것이다. 이를 위해 업계에서는 시가 배당, 장기 투자자에 대한 세제 혜택, 스팟 펀드 허용, 무기명 채권 발행, 자본 자유화 일정 단축, M&A제도의 명실상부한 활성화, 소액 투자자 보호 등을 거론하고 있다. 그러면 국내 증권 산업을 선진화하여, 증시가 투자자에게는 자금 운용의場이요, 기업에게는 자금 조달의場이 되도록 하기 위해 어떻게 해야 하는가 살펴보자.

첫째, 증권사나 투신사의 상품 운용 대상을 확대해주고, 자산 관리의 자율성을 대폭 확대시켜야 할 것이다. 또한 증권 산업에 대한 진입 규제를 완화하는 동시에 부실 금융 기관 파산을 대비한 투자자보호 기금도 확대 설치되어야 할 것이다. 유가증권의 집중 예탁, 공시회계제도의 개선, 신용정보관리제도의 선진화, 금융권간 전산망 연결로 각종 금융 중개 비용을 대폭 줄여야 할 것이다.

둘째, 증권 관련 금융 기관은 주식 투자자 저변 확대를 위한 대대적인 캠페인과 더

불어 관련 상품의 개발을 통해 수요자를 창출해나가야 할 것이다. 증시의 기관화가 진전됨에 따라, 증권 관련 금융 기관은 안정적인 자금 관리를 원하는 투자자에서부터 고수익을 원하는 투자자에 이르기까지 다양한 요구를 수용하는 금융 상품들을 계속해서 개발하여야 할 것이다. 정부나 기업 모두 증시의 배당 투자를 활성화시키는 제도적 노력(시가배당제 도입)을 기울여, 장기·안정적인 투자자들을 확보해나가야 할 것이다. 특히, 선진국처럼 수요자의 기호에 따라 투자 방식과 목적이 변하는 다양한 펀드를 개발하여 투자자의 증시 간접 투자 선호 추세에 대응해나가야 할 것이다.

셋째, 증권·보험·은행 감독원뿐만 아니라 외국 감독 기관과의 업무 협조를 더욱 공고히 하여, 신금융상품시대의 금융 시장 전반에 걸친 불공정 거래 행위를 사전에 예방할 수 있도록 해야 한다. 특히, 내부자 거래에 관한 철저한 수사 및 처벌을 통해 증시의 건전화를 도모해나가야 할 것이다.<sup>6)</sup> 기업 경영의 투명성을 제고하는 방

6) 80년대 초반 미국의 경우, 수사망을 피하기 위해 내부자 거래가 대부분 외국 금융 기관에 의해 이루어진 특징이 있고, 최근에는 M&A 관련, 주식 옵션 시장을 활용하는 경향이 있는데, 지속적으로 국내 증시를 개방하는 우리나라로서는 이에 대한 감독 업무를 소홀히해서는 안될 것임.

향으로 주주제안제도가 도입되고, 소액 주주의 주권 행사 요건이 대폭 완화되어야 할 것이다.

넷째, 정부는 증권사의 업무 다각화와 증시의 기관화를 촉진하여 안정적인 증시 수요 기반을 마련해나가야 할 것이다. 선진국에 비해 국내 증권사는 업무 영역이 제한되어 있고, 위탁 수수료 또는 자기 매매 비중이 높은 편이기 때문에 수익 구조가 불안정한데, 이는 불공정한 거래를 유발하여 시장의 효율성을 악화시킬 가능성을 높인다. 따라서 관계 당국은 증권사들에게 증권 관련 부수 업무를 예시하고, 겸영 업무를 건별로 허가해주어 증권사의 업무 다각화 및 증시의 기관화를 촉진시켜야 할 것이다. 또한 선물 시장과 같은 선진 금융 시장이 미비하거나 증권사와 같은 금융 기관의 질적 개선없이 증시의 기관화 확대나 활성화를 기대할 수 없을 것이다.

마지막으로, 무엇보다도 정부는 금리·환율·물가에 관한 정책 수립 및 시행에 있어서 투명성을 높여야 할 것이며, 증시의 투자 심리를 안정시키는 데 노력해야 한다. 정부의 정책 목표가 뚜렷하고, 그 목표가 신뢰할 만한 것으로 만들어 정부 경

제·금융 정책의 불신에 의한 자금 가수요 및 보유 주식의 투매 등을 막고, 투자 심리를 안정시켜, 증시 활성화를 지속적으로 도모해야 할 것이다.

## 맺음말

증시가 3년 이상 침체로 이어지다 최근에는 우리나라 경제 및 금융 위기의 우려가 지속되어, 5년만에 600포인트 이하로 폭락하는 사태가 초래되었다. 따라서 국내 증권 산업의 구조적 변혁은 예상보다 가속화될 가능성도 보인다. 즉, 향후 국내 증권 산업은 양적인 성장뿐만 아니라, 증권 금융 기관의 대대적인 변신(예를 들어, 대형화 또는 특화)과 제도의 선진화 등 질적인 성장을 기할 것이며, 또 이러한 노력이 불가피할 것이다. 이는 시장 개방 및 산업내 경쟁의 심화가 예상되기 때문이다. 증권 산업을 선진화하는 데는 정부나 기업뿐만 아니라 금융 기관, 그리고 일반 투자자에 이르기까지 모든 시장 참여자의 노력이 절대적으로 필요하다. **HRI**