

□ 국내 주가, 장기 지지력을 보장해야 한다

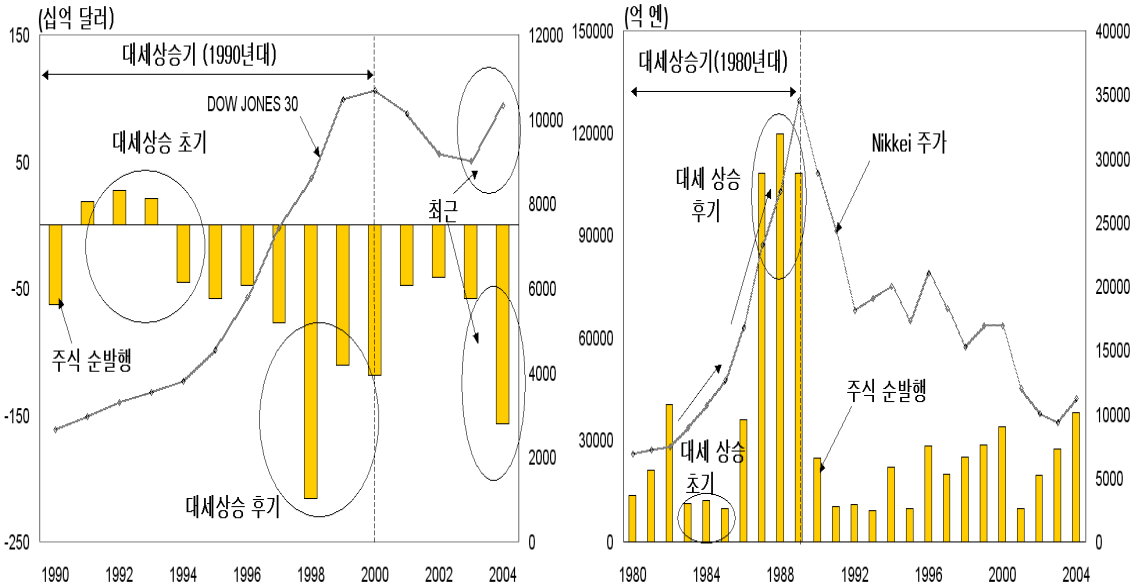
1. 주가 대세 상승론의 부상

- 국내 주가는 최근 역대 2번째로 높은 수준을 달성하면서, 1980년대 일본 및 1990년대 미국 주식시장과 같은 대세 상승기에 있다는 분석이 대두됨
  - 2005년 8월 1일 주가지수는 1,116p로 역대 2번째로 높은 수준을 달성했으며, 조만간 사상 최고치를 경신할 가능성이 높아짐
    - 바이코리아 열풍에다 세계적인 IT 열풍, 9%의 국내 성장률 등으로 경기에 대한 자신감이 높았던 1999년 말~2000년 초보다도 50p 이상 높은 수준
    - 전문가들은 현재의 주가 상승세가 지속되어 3/4분기 중에는 역사상 최고점(1994년 11월, 1,139)을 무난히 초과 달성할 것으로 기대
  - 일부에서는, 최근의 주가 상승이 1980년대 일본과 1990년대 미국 주식시장 처럼 저금리 기조, 간접 투자문화 정착, 베이비 붐 세대의 자산 증식 활동 강화 등의 요인에 의해 이뤄지고 있다는 점에서 대세 상승의 전조로 파악
    - 증권선물거래소의 경우<sup>1)</sup>, 최근 국내 주가의 상승 배경이 1980년대의 일본 및 1990년대 미국 지수 상승기와 매우 유사한 것으로 분석
    - 예컨대, 저금리 기조 지속, 간접 투자문화의 정착, 베이비 붐 세대에 의한 경제 활동 등이 한·미·일의 공통적인 주가 대세 상승 요인으로 지목됨
- 뿐만 아니라, 주가 상승에도 불구하고 주식 공급이 늘지 않고 있다는 점도 미국의 대세 상승기 및 일본의 대세 상승 초기와 공통적인 요인임
  - 미국은 대세 상승기(1990년대) 초반부터 기업의 주식 순 발행액이 감소하여 대세 상승 후반기로 갈수록 주식 발행이 큰 폭으로 감소
    - 1990년대 미국 주가 상승기의 주식 순발행 감소는 M&A에 의한 주식 소각 등에 기인함 (1990년대 미국 내 M&A는 연평균 1조 7,000억 달러 수준)
    - 미국 내 M&A는 2000년 이후 연간 2~3,000억 달러 수준으로 급감했으나, 2003년 5,700억 달러, 2004년 8,333억 달러로 늘어나는 추세이며, 2005년에도 1조 달러 이상으로 늘어날 것으로 예측(제2의 M&A 열풍 가능성 대두)

1) “한·미·일의 지수상승기와 최근 증시 현황 분석”, 증권선물거래소, 2005. 7. 27.

- 다만, 일본은 대세 상승(1980년대) 초반에는 주가 상승에도 불구하고 주식 순발행이 많지 않았으나, 1980년대 후반으로 갈수록 주식 발행액이 급증

< 미국 주가와 주식 순발행 추이 > < 일본 주가와 주식 순발행 추이 >



자료 : BOJ, FRB, NYSE 등

주 : 주식 순발행액은 비금융회사(Non-financial) 기준임

- 우리나라의 경우, 주식 발행 측면에서 보면 1999년말~2000년초는 일본의 대세 상승 후기와 유사하나, 2003년 이후는 일본의 대세 상승 초기와 유사
  - 1999년말의 주가 상승기에는 유상증자 등 국내 기업들의 주식을 통한 자금 조달액이 급증했으나, 2004년 이후에는 주가 상승에도 불구하고 상장 주식 수 및 기업자금 조달액은 오히려 큰 폭으로 감소하는 양상이 나타남

< 주가 및 기업 자금조달 추이 >

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005상반
주가 (연평균)	406 ↓	807 ↑	734 ↓	573 ↓	757 ↑	680 ↓	833 ↑	957 ↑
상장주식수 (백만주)	11,444	17,326	19,639	19,578	26,463	23,662	23,427	22,788
자금조달액 (십억원)	13,489	35,147	5,789	5,316	7,434	7,727	5,168	1,348

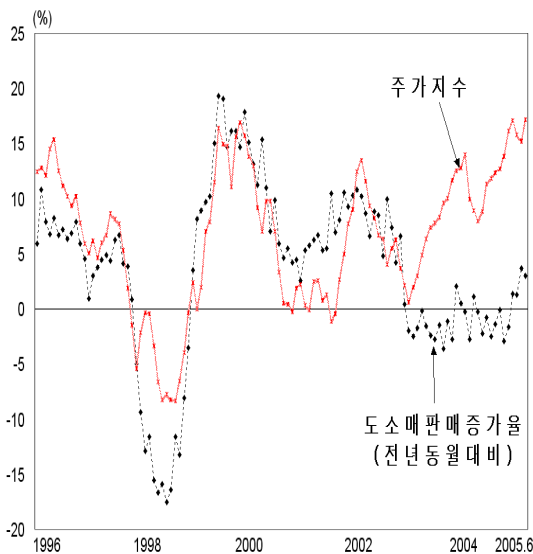
자료 : 금융감독원, 증권거래소.

주 : 자금조달액은 기업공개+유상증자를 의미함(거래소 기준)

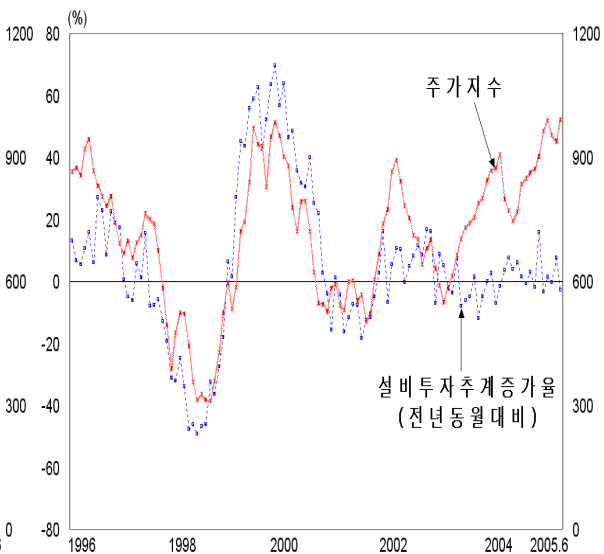
## 2. 주가 지속 상승의 한계

- 그러나, 이상과 같은 대세 상승 요인에도 불구하고, 우리나라의 주식시장은 다음과 같은 한계로 인해 상승 지지력이 매우 취약한 것으로 판단됨
- 2002~2003년 이후 주가와 소비, 투자 사이의 괴리 현상이 심화되는 등 주식시장 선순환 고리가 취약해지고 있음
- 주가와 소비, 투자 간의 괴리가 확산되고 있을 뿐 아니라, 최근의 주가 급등에도 불구하고 가계와 기업의 체감 경기는 오히려 위축되고 있음
  - 2002~2003년 이후에는 주가 상승에도 불구하고 소비와 투자는 정체되는 등 주가와 실물시장간의 괴리가 확대되는 경향이 뚜렷함

< 주가와 소비 >



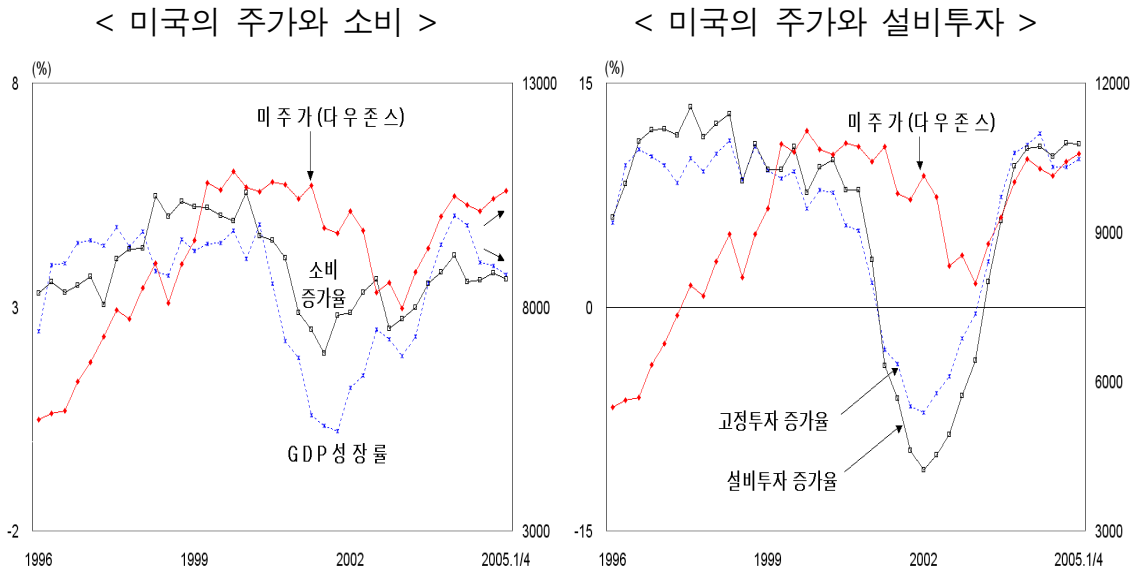
< 주가와 설비투자 >



자료 : 통계청, 증권거래소.

- 종합주가지수는 2005년 4월 전년 말 대비(누적 기준) 1.7%, 5월 8.3%, 6월 12.5% 등으로 급격한 상승세를 보이는 반면, 통계청 CSI(소비자전망지수)는 4월 101.3에서 5월 99.2, 6월 95.4 등으로 하락세
- 같은 기간 중 전경련 BSI(경기실사지수)도 2005년 4월 117.6에서 5월 114.1, 6월 105.1, 7월 96.5 등으로 뚜렷한 하락세

- 참고로, 최근 미국의 경우 주가와 소비와의 관계에 소폭의 괴리가 발생하고 있으나, 주가와 투자 사이에는 긴밀한 관계가 유지
  - 2004년 하반기 이후 주가는 견조한 상승세를 유지하고 있으나, 소비와 경제성장률은 다소 위축되는 양상이 나타남
  - 그러나 기업 투자는 2002년 이후 주가 상승과 더불어 뚜렷한 회복세 지속



자료 : 미 상무성, NYSE.

- 우리나라는 주요한 주식 매입 기반이 외국인이므로 통제할 수 없는 대외 여건에 의해 주식시장이 급랭할 가능성이 존재
- 미국과 일본의 경우, 주가 대세 상승기의 주요한 주식 매수 기반은 개인과 기관 투자자였으나 한국의 경우는 외국인이 주요한 매수 기반임
  - 1970년대 이래 미국의 개인과 기관투자자의 주식 소유 비중은 90% 수준이 유지되고 있으며, 외국인 비중은 1990년대 이후에도 10% 이내에 불과함
  - 1980년대 일본 주식시장 대세상승기에도 외국인 주식보유 비중은 5% 미만
  - 그러나, 최근 한국의 개인과 기관투자자 비중은 38% 내외이며, 외국인 비중은 1999년 18.5%에서 2004년 40.1%로 급증세
- 따라서 상대적으로 국내 여건이 건실하더라도, 환율이나 금리 등 해외 금융시장의 여건 변화에 의해 국내 주식시장이 지나치게 민감한 반응을 보일 가능성이 높음

< 한국과 미국 주식시장의 소유 구조 (2004년말 기준) >

		개인	기관 투자자		외국인	일반 법인	기타
			뮤추얼펀드	연기금 등			
미국		38.1	21.4	27.9	11.2	0	1.4
한국	거래소	18.0	17.6		42.0	18.0	4.4
	거래소+코스닥	20.8	17.0		40.1	18.0	4.1

자료 : NYSE, 한국증권거래소.

○ 또한, 우리나라 주식시장의 단기 매매성향이 많이 줄어들기는 했으나, 선진국 주식시장에 비해서는 여전히 높은 수준임

- 단기 매매성향의 주요 척도인 시가총액 회전율의 경우 최근의 주가 상승에도 불구하고 하락하는 경향이 뚜렷함
  - 비교적 장기 투자성향이 강한 외국인과 기관 투자자들의 주식 보유 비중 확대 영향으로 시가총액 회전율은 꾸준한 하락세임

< 국내 주가와 회전율 추이 >

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005.상반
주가(기말)	1,028.1	504.6	693.7	627.6	810.7	895.9	1,008.2
시가총액 회전율	349.7	233.1	220.7	248.9	193.2	148.3	133.7

자료 : 증권거래소.

주 : 시가총액 회전율 = 월간거래대금/월말시가총액의 12개월분 합계임.

- 그러나, 2004년 말 기준으로 볼 때 우리나라 증권 거래소의 단기매매 성향은 여전히 세계에서 가장 높은 수준에 해당
  - 세계거래소 연맹(WFE : World Federation of Exchanges) 가입 거래소 중 한국 증권거래소(KSE)의 시가총액은 16위에 불과하나 시가총액 회전율은 나스닥, 스페인 거래소, 타이완 증시 등에 이어 4위 수준
  - 2004년 시가총액이 1~5위인 뉴욕, 동경, 런던, 유로넥스트의 시가총액 회전율은 100% 내외에 불과(단, 상장 주식 중 IT 관련 성장주 비중이 높은 나스닥은 249.5%로서 회전율 순위 1위임)
- 규모에 비해 단기 매매성향이 높다는 것은 그만큼 국내 주식시장이 대내외 충격에 취약할 수 있음을 의미함

### 3. 시사점 및 정책 과제

- 최근 국내 주가는 미·일 주식시장의 대세 상승기와 비슷한 요인에 의해 상승하고 있으나, 주가의 안정적 지지력은 여전히 부족한 것으로 평가됨
  - 국내 주가의 대세 상승론은 주식 수요기반의 안정적 증가에도 불구하고 주식공급이 감소한다는 점에서 미·일 주식시장의 대세 상승기와 유사함
    - 이밖에도 6자 회담 재개, 한국 신용등급 상향 등 지정학적 리스크 감소 요인이 경기 부진에도 불구하고 주가를 상승시키는 요인으로 작용하고 있음
  - 그러나 우리나라는 주가-실물간의 괴리, 주식 매입 기반의 편중, 여전히 높은 단기매매 성향 등으로 인해 안정적인 지지력이 부족한 것으로 평가
    - 만일 유가가 계속 상승하거나 세계 경기가 침체 국면에 진입하면서 불확실성이 높아질 경우 미국 주가는 일정한 범위까지만 하락할 것이지만, 한국의 주가는 매우 큰 폭으로 하락할 것임
- 정책 당국은 간접 주식투자 확대로 주식 수요 기반을 확대하고 주가 상승이 기업 투자로 연결될 수 있는 정책을 개발하는 한편, 주식시장 버블이 발생하지 않도록 감시의 수준을 높여야 할 것임
  - 간접 주식투자 상품에 대한 세제 완화 방침의 조기 가시화는 물론, 퇴직연금의 주식 투자에 대해서도 세제 혜택을 부여하는 방안 고려
  - 기업이 적대적 M&A에 대한 우려 없이 정상적으로 투자 활동을 영위할 수 있는 방안 마련
    - 적대적 M&A는 기업 효율성을 높이는 장점이 있으나, 우리나라에서의 적대적 M&A는 이미 경영을 잘하고 있는 기업에 집중되고 있다는 게 문제
    - 따라서 경영 성과가 좋은 기업이 경영권 불안 없이 주식 발행과 투자를 지속할 수 있도록 적대적 M&A 규제는 강화하고 각종 투자관련 규제는 완화
  - 한편 주식시장에서의 불공정 거래 등에 대해서는 감시 수준을 더욱 철저히 함으로써 주가에 버블이 발생하지 않도록 함
    - 주식 파파라치 제도 등을 도입하여 작전, 허위 공시, 내부 정보 이용 등으로 주가를 교란하거나 주식시장 신뢰를 떨어뜨리는 세력을 철저히 색출

노진호 연구위원 (3669-4031, jhno@hri.co.kr)