

# 금융산업 분석과 주식시장에 대한 시사점

2003. 8

연구위원 노희진

연구원 주윤신

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

## 序 言

금융시스템은 크게 은행중심형과 시장중심형으로 구분되는데, 각각의 시스템에 대한 상대적 장단점은 오랜 기간 동안 학문적 논란의 대상이 되어 왔다. 즉, 기업의 확장이나 신규기업 설립시의 효율적인 자원 배분, 기업감시 등에 있어 자본시장보다는 은행을 이용하는 것이 보다 유리하다는 주장과 이와 상반되는 주장을 제기하는 학자들간의 논쟁이 있어 왔다.

일반적으로 독일과 일본은 금융시장 구조가 은행중심형 국가로 분류되고 미국과 영국은 시장중심형 국가로 분류된다. 시장중심형 국가에서는 자원의 배분, 기업감시 등에 있어 상대적으로 자본시장의 역할이 중요하고, 은행중심형 국가에서는 은행의 역할이 중요하다. 오늘날 금융시스템은 자본시장을 중시하는 쪽으로 변화하고 있다.

우리나라는 1960년대부터 경제개발 계획을 실행하기 위해, 정부주도하에 부족한 자원을 전략적으로 육성이 필요한 부분에 은행을 통하여 집중적으로 투입하는 정책을 취하였다. 따라서 우리나라의 금융시스템은 정부주도하의 은행중심형이라고 할 수 있었다. 그러한 은행과 기업의 관계에서 기업 부분의 부실이 은행에 전가되어 누적된 결과가 1997년 말의 금융위기를 야기시키는 주요 원인이 되었다고 볼 수 있다.

우리나라 금융산업은 금융위기 이후 이전과는 완전히 다른 새로운 환경에 직면하게 되었다. 금융구조조정에 대한 압력이 거세어져 금융기관 퇴출과 인수·합병 등으로 금융기관의 대형화와 겸업화가 촉진되었고, 자본시장 개방이 더욱 촉진되어 외국자본의 국내 금융산업 진출이 본격화되었다. 이러한 자본시장 개방과 외국자본 진출, 구조조정 도구의 필요성 등이 복합적으로 작용하여 자본시장이 빠르게 발전하고 금융신

상품들의 도입이 확산되고 있다. 그러나 이러한 노력에도 불구하고 우리나라의 자본시장은 여전히 금융 선진국에 비해서는 뒤쳐진 측면이 크다고 볼 수 있다.

본 보고서에서는 이처럼 급변하는 금융환경변화 가운데 우리나라 금융산업이 나아가고 있는 방향을 점검하고 내재하는 문제점을 파악하여 해결방향을 제시하고자 한다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 노희진 박사와 주윤신 연구원의 노고에 감사를 드린다. 또한 훌륭한 조언을 해준 본 연구원의 조성훈 박사와 전임 오혜진 연구원에게도 고마움을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2003년 8월

한국증권연구원

원장 박 상 용

# 목 차

---

---

Executive Summary .....	vii
I. 머리말 .....	3
II. 국내 금융산업의 변화 추이 .....	9
1. 금융산업의 제도적 변화 .....	9
2. 금융기관과 자본시장의 규모 변화 .....	12
3. 금융자산별 비중 추이 .....	18
4. 투자주체별 금융자산 보유 추이 .....	24
III. 주식시장 관련 시사점 .....	35
1. 시사점 .....	35
2. 주식시장 저조의 원인분석 및 대책 .....	44
IV. 맺음말 .....	81
참고문헌 .....	87

## 표 목 차

---

---

<표 II- 1> 국내 금융기관의 수(2002년 12월말 현재) .....	14
<표 II- 2> 금융기관별 총자산 규모 .....	15
<표 II- 3> 국내 자본시장 규모 추이 .....	17
<표 II- 4> GDP 대비 금융자산 추이 .....	18
<표 II- 5> 금융연관비율의 국제비교 .....	20
<표 II- 6> GDP 대비 금융자산별 국제비교 .....	20
<표 II- 7> 금융부문의 금융자산별 규모 .....	25
<표 II- 8> 금융부문의 금융자산별 보유비중 국제비교 .....	26
<표 II- 9> 금융부문의 기관별 주식보유 비중 국제비교 .....	27
<표 II-10> 개인부문의 금융자산별 규모 .....	28
<표 II-11> 개인부문의 금융자산 구성비율 국제비교 .....	29
<표 II-12> 외국부문의 금융자산별 규모 .....	31
<표 II-13> 주식·출자금 및 채권의 외국부문 비중 추이 .....	32
<표 II-14> 외국인의 상장 및 등록기업 주식보유 비중 .....	32
<표 III- 1> 기업의 자금조달 수단별 국제비교 .....	38
<표 III- 2> 해외 주요국의 경제성장률 대비 주가지수 변화 비교 .....	45
<표 III- 3> 회사채·주식 수익률의 국제비교 .....	45
<표 III- 4> 5천만원 이하 예금자수 및 예금액 비중 .....	48
<표 III- 5> 규모별 1인당 평균예금 .....	48
<표 III- 6> 주요국의 기업연금 제도 .....	50
<표 III- 7> IMD가 평가한 우리나라의 국가경쟁력중 기업경영관행부문	

순위 .....	52
<표 Ⅲ- 8> 국가별 기업지배구조 등급 .....	53
<표 Ⅲ- 9> 증권사 임직원의 시세조종가담 .....	57
<표 Ⅲ-10> 임의 매매 .....	57
<표 Ⅲ-11> 투자자별 금융자산 중 주식·채권 보유비중 .....	59
<표 Ⅲ-12> 투자자별 순매수 상위 10종목 및 수익률 현황 .....	60
<표 Ⅲ-13> 국내 사외이사 도입 일지 .....	69

## 그림 목 차

---

---

<그림 II-1> GDP 대비 금융자산 추이 .....	19
<그림 II-2> 금융자산별 비중 추이(한국) .....	21
<그림 II-3> 주요국의 금융자산별 비중 추이 .....	22
<그림 II-4> 금융부분의 금융자산별 보유비중 추이 .....	25
<그림 II-5> 개인부분의 금융자산별 비중 추이 .....	28
<그림 II-6> 외국부분의 금융자산별 비중 추이 .....	31
<그림 III-1> 한·미·일 차입금 의존도 추이 .....	40
<그림 III-2> 한·미·일 매출액영업이익률 추이 .....	40
<그림 III-3> 한·미·일 매출액순이익률 추이 .....	41
<그림 III-4> 한·미·일 이자보상비율 추이 .....	42
<그림 III-5> 주요국의 1인당 GDP 대비 예금보호한도 .....	66

## <Executive Summary>

개별국가의 금융시스템은 금융시장 및 금융기관과 이들을 형성하고 운영하는 법규와 관행을 총칭하는 것이다. 즉, 금융시스템은 개별국가의 금융산업이 발전해온 결과를 보여주는 것으로, 시대적 상황의 변화에 따라 금융산업의 취약성이 노출되면 이를 보완하기 위한 제도적 개선이 이루어지고, 그 결과 현재의 금융산업이 존재하게 된다.

우리나라 금융산업은 금융위기 이전과는 완전히 다른 새로운 환경에 직면하게 되었다. 금융구조조정에 대한 압력이 거세어져 금융기관 퇴출과 인수·합병 등으로 금융기관의 대형화와 겸업화가 촉진되었고, 자본시장 개방이 더욱 촉진되어 외국자본의 국내 금융산업 진출이 본격화되었다. 이러한 자본시장 개방과 외국자본 진출, 구조조정 도구의 필요성 등이 복합적으로 작용하여 자본시장이 빠르게 발전하고 금융신상품들의 도입이 확산되고 있다.

본 보고서에서는 이처럼 급변하는 금융환경변화 가운데 우리나라 금융산업이 나아가고 있는 방향을 점검하고 내재하는 문제점을 파악하여 해결방향을 제시하고자 한다.

그동안 우리나라의 금융산업 제도는 금융시장에서 필요성이 제기되면 그것을 법률 등으로 보완하는 방식으로 변화해 왔다. 그러나 이러한 보완방식에는 한계가 있어, 금융산업의 일관된 제도적 발전을 위해서는 좀 더 체계적이고 개별 금융산업간의 형평성을 고려하는, 좀 더 근본적인 제도 개선이 필요하다. 즉, 우리가 가지고 있는 금융법 체계의 전반적 효율성을 검토한 후, 체계적 프로그램에 의해 제도를 개선하는 근본적인 금융법체계의 검토가 필요하다.

우리나라의 금융기관은 크게 은행, 비은행예금취급기관, 증권회사, 보

협회사, 기타 금융기관 등으로 나눌 수 있는데, 이 중 은행의 비중이 크게 나타나고 있다. 또한 자본시장에 있어서는 주식시장보다 채권시장이 그 규모가 더 크게 나타났으며, 자본시장에서 채권시장이 차지하는 비중은 지속적으로 증가하고 있는 반면, 주식시장의 비중은 감소하고 있다.

그러나 우리나라는 여타 선진국들과는 다른 양상을 보이고 있다. 우리나라는 GDP 대비 금융자산이 지속적으로 증가하고 있지만, GDP 대비 주식·출자금의 규모는 다른 나라에 비해 크게 낮다. 전체 금융자산에서 차지하는 비중의 측면에서 은행중심 시스템을 가지고 있는 일본의 경우, 주식·출자금 비중은 우리와 비슷하지만 채권의 비중은 우리나라보다 더 낮은 것으로 나타나고 있다. 또한 시장중심 시스템의 미국과 영국은 주식·출자금 비중이 우리나라나 일본에 비해 월등히 높게 나타나고 있으며, 채권비중은 미국이 우리나라와 비슷하고 영국은 우리나라보다 낮은 수준이다.

즉, 우리나라의 금융산업은 주식·출자금과 채권을 포함한 자본시장의 비중이 증가하고 있다는 점에서 세계적 추세를 따라가고 있는 것처럼 보이나, 자본시장의 발전이 채권시장의 발전에 의한 것이라는 점에서 주식·출자금 시장이 자본시장의 발전을 이끌어가고 있는 미국, 영국 등의 금융선진국과는 다른 특징을 보인다.

이에 본 보고서에서는 우리나라 금융산업의 이러한 특성이 어떤 투자주체에게서 기인하는지를 알아보기 위해 투자주체별 금융자산 보유 추이를 살펴보았다.

우리나라의 금융부문에서 보유하는 주식비중은 해외 각국과 비교해 낮은 수준이나 채권은 높은 수준이며, 특히 채권 비중은 비교 대상 국가 중 가장 높게 나타나고 있다. 결국 앞에서 살펴 본 높은 채권비중과 낮은 주식·출자금 비중이라는 우리나라 금융산업의 특징은 상당 부분 금융부문의 자산 보유 특성에 기인한 것으로 보인다. 또한 우리나라에서

금융기관들의 주식보유비중이 낮은 것은 예금은행보다는 보험, 연기금, 투자기관들의 저조한 주식보유 때문인 것으로 나타났다.

개인부문의 금융자산을 살펴보면, 주식·출자금과 채권은 그 비중이 낮고, 통화 및 예금의 비중은 크게 나타나 개인들은 대부분의 금융자산을 통화 및 예금으로 보유하는 것으로 나타난다. 또한 통화 및 예금이 금융자산에서 차지하는 비중은 지속적으로 증가하는데 비하여, 주식·출자금의 비중은 감소하였다. 개인의 주식선호도가 감소하고 있는 것이다. 또한 금융기관과는 달리 개인은 주식뿐 아니라 채권에 대한 수요도 상당히 미미하게 나타나고 있다. 개인은 예금 등의 안전자산을 선호하고 그 자금을 예치하는 은행은 주식보유에 제약이 많아 외국과 비교시 우리나라는 주식시장 발전에 있어서 구조적 문제점을 지니고 있다.

또한 우리나라 전체 주식·출자금 중에서 외국인이 보유하는 우리나라의 주식·출자금 비중은 주식시장 개방 이후 아주 빠른 속도로 증가하였다. 이러한 외국인의 보유비중은 상장주식만을 고려할 경우 더 크게 나타난다. 우리나라 자본시장에 영향을 미치는 것이 주로 상장주식이라는 점을 감안할 때, 우리나라 주식시장의 외국인 의존도는 상당히며 점차 심화되고 있다고 할 수 있다.

우리나라 주식·출자금 비중이 그나마 안정적인 수준을 유지하는 배경에는 외국투자자의 비중 증가가 큰 기여를 하고 있다. 즉, 국내투자자들의 주식·출자금 보유비중 감소분을 외국인들이 메꾸어 주고 있는 것이다.

우리나라 자본시장의 이러한 특성은 다음과 같은 점에서 문제가 있다. 첫째, 주식·출자금의 비중이 낮아 우리나라 기업들은 타인자본을 상대적으로 많이 사용하게 되는 금융환경에 처해 있다. 결과적으로 우리나라 기업들은 다른 국가의 기업들에 비해 높은 타인자본비용을 부담하고 있다. 그러나 1997년도 금융위기에서 경험한 바와 같이, 파산비용의

증가를 포함하는 적정수준 이상의 높은 타인자본비용 부담은 사회적으로 바람직하지 못하다. 둘째, 국내 주식시장에서 외국인이 차지하는 비중이 커짐에 따라, 외국인의 증권투자에 대한 국내 주식시장의 의존도가 커지고 있다. 이는 외국인의 매매거래에 우리나라 주식시장이 크게 변동하는 위험성을 내포하고 있다. 실제 시장개방 후 외국인의 자금 유출로 인하여 우리나라 주식시장의 주가가 대폭 하락한 사례가 몇 차례 있는데, 특히 97년 하반기의 급격한 주가하락은 외국인들의 매도세와 일치하고 있다. 북핵과 같은 경제외적 변수로 외국자본이 일거에 이탈시 주식시장에 미치는 충격을 감내하기 어려울 것이다.

따라서 이러한 문제를 해결하고 기업에 대한 투자기회를 확충하기 위해서는 주식시장의 발전을 위한 제반노력이 필요하다. 본 보고서에서는 상품, 제도, 문화, 세제, 기타 인프라의 측면에서 주식시장 부진의 원인을 파악하고 그 대책을 제시하고, 투자자의 측면에서 외국투자자 의존도 심화 문제를 다룬다. 이를 간단하게 요약하면 다음과 같다.

첫째, 우리나라에서 주식·출자금의 비중이 채권에 비해 낮은 이유 중 하나는 주식이라는 상품의 투자수익률이 채권에 비하여 낮을 뿐만 아니라 다른 나라에 비해서도 낮다는 점이다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 합리적 배당정책 등으로 투자자를 유인할 수 있는 인센티브가 필요하며, 동시에 기업들의 주식시장을 통한 자금조달을 용이하게 하기 위한 정책도 추진되어야 한다.

둘째, 제도적 측면에서 현행 예금자보호제도의 보호규모는 국제기준에 비추어 과도한 것으로 인식되는 바, 이에 대한 검토가 필요하다. 과도한 예금자보호는 시장원리에 의한 합리적 자산배분을 저해할 것이다. 예를 들어, 주식과 예금이라는 두가지 상품이 있을 경우, 예금에 대한 과도한 보호는 투자자들로 하여금 예금 위주의 포트폴리오를 보유하도록 할 것이다. 또한 기업연금제도를 조속히 도입하고, 은행의 규모, 건전

성, 위험관리능력 등에 따른 차등적 주식투자 허용을 고려할 필요가 있다.

셋째, 우리나라는 기업과 투자자의 상호신뢰에 바탕을 둔 주식문화가 미흡한 실정으로, 이로 인해 그동안 우리나라 주식시장의 발전이 일부 저해되어 온 것이 사실이다. 따라서 이를 해결하기 위해 논의중인 투자자보호를 위한 집단소송제와 소액주주보호를 위한 여러 정책들을 가능한 빨리 도입하고, 현행 사외이사제도의 개선도 필요하다. 또한 투신산업의 신뢰성 제고가 시급하다.

넷째, 주식의 단기거래에 불이익을 줄 여지가 적어 투자자들의 장기보유를 유도하는데 한계가 있는 현행 장기보유주식에 대한 배당소득과세 및 증권거래세 등을 합리적으로 개편할 필요가 있다.

다섯째, 세계 증권산업의 경쟁 심화로 자본시장의 구조는 기존의 틀에서 해체되고 새롭게 정립되어 가고 있다. 이처럼 급변하는 환경 속에서 우리가 경쟁력을 유지해 나가기 위해서는 자본시장의 효율성 증진을 위한 국내 거래소의 상품상의 통합구조, 바람직한 소유구조, 청산·결제과정의 통합관리 등이 필요한바, 시장 이용자라 할 수 있는 기업과 투자자의 관점에서 이러한 변화가 이루어져야 한다. 또한 최근 불공정거래의 유형이 다양해지고, 그 기법이 교묘해지고 있는 바 불공정거래행위의 적발이 힘들어지고 있다. 따라서 이러한 불공정거래감시시스템 개선을 위한 자율규제기구의 활용 또한 필요할 것이다.

여섯째, 개인과 금융부문으로 이루어진 국내투자자들의 주식투자비중이 저조한 것은 외국투자자에 비해 기업분석 능력 및 위험관리능력 미흡에 기인한 바가 크다. 따라서 국내 투자자들의 Research 능력 향상 및 위기관리기법 향상이 필요하다.



## 2 금융산업 분석과 주식시장에 대한 시사점

### 1. 머리말

---

## I. 머리말

개별국가의 금융시스템은 금융시장 및 금융기관과 이들을 형성하고 운영하는 법규와 관행을 총칭하는 것이다.<sup>1)</sup> 즉, 금융시스템은 개별국가의 금융산업이 발전해온 결과를 보여주는 것으로, 시대적 상황의 변화에 따라 금융산업의 취약성이 노출되면 이를 보완하기 위한 제도적 개선이 이루어지고, 그 결과 현재의 금융산업이 존재하게 된다.

금융시스템은 크게 은행중심형과 시장중심형으로 구분되는데, 각각의 시스템에 대한 상대적 장단점은 오랜 기간 동안 학문적 논란의 대상이 되어 왔다. 즉, 기업의 확장이나 신규기업 설립시의 효율적인 자원 배분, 기업감시 등에 있어 자본시장보다는 은행을 이용하는 것이 보다 유리하다는 주장과 이와 상반되는 주장을 제기하는 학자들간의 논쟁이 있어 왔다.

일반적으로 독일과 일본은 금융시장 구조가 은행중심형 국가로 분류되고 미국과 영국은 시장중심형 국가로 분류된다. 시장중심형 국가에서는 자원의 배분, 기업감시 등에 있어 상대적으로 자본시장의 역할이 중요하고, 은행중심형 국가에서는 은행의 역할이 중요하다. 오늘날 금융시스템은 자본시장을 중시하는 쪽으로 변화하고 있다.<sup>2)</sup>

국내 금융시스템은 외환위기 이후, 지난 십여년간 겪어왔던 것보다 훨씬 많은 변화를 경험했고, 오랜 기간 지속되어 온 금융산업의 패러다임이 바뀌기 시작하였다.

우리나라 금융산업은 금융위기 이전과는 완전히 다른 새로운 환경에 직면하게 되었다. 금융구조조정에 대한 압력이 거세어져 금융기관 퇴출

---

1) 한국은행(1999)

2) Allen and Gale(2000)

#### 4 금융산업 분석과 주식시장에 대한 시사점

과 인수·합병 등으로 금융기관의 대형화와 겸업화가 촉진되었고, 자본 시장 개방이 더욱 촉진되어 외국자본의 국내 금융산업 진출이 본격화되었다. 이러한 자본시장 개방과 외국자본 진출, 구조조정 도구의 필요성 등이 복합적으로 작용하여 자본시장이 빠르게 발전하고 금융신상품들의 도입이 확산되고 있다.

본 보고서에서는 이처럼 급변하는 금융환경변화 가운데 우리나라 금융산업이 나아가고 있는 방향을 점검하고 내재하는 문제점을 파악하여 해결방향을 제시하고자 한다. 현 금융산업의 문제점을 파악하기 위해 하향식(top-down)방식으로 연구를 수행한다. II장에서는 먼저 국내 금융시스템의 변화 방향 및 현황을 금융 제도변화와 금융기관과 시장의 규모 변화를 통하여 파악한다. 그 다음 국내 금융시스템에 존재하는 금융자산의 종류별 비중추이를 분석하고 마지막으로 투자주체별 금융자산의 보유비중 추이를 분석한다. III장에서는 II장에서의 국내 금융산업의 현황 파악을 바탕으로 그러한 현상들의 문제점을 분석하고 그러한 현상들이 나타나게 된 원인과 대책을 제시하고자 한다.

우리나라는 외국과 비교해 볼 때 금융자산에서 주식·출자금이 차지하는 비중은 상당히 낮은 반면 채권의 비중은 크다. 또한 채권시장은 급격히 성장하는 반면 주식시장은 국내주식투자가 감소하고 외국인 주식투자의 증대로 전체적으로는 주식투자가 소폭 감소하고 있다. 이는 주식시장의 성장이 상대적으로 빠른 외국의 발전방향과는 상반되는 것으로, 국내 금융부문과 개인부문의 주식투자기피 현상으로 나타난 결과이다. 이러한 현상은 우리나라 기업들이 타인자본을 상대적으로 많이 사용하게 하는 금융환경을 조성하게 된다. 또한 우리나라 주식시장의 외국인 의존도 심화로 외국자본이 일거에 이탈시 그 충격이 경제에 미치는 영향이 클 것이다. 따라서 이러한 문제를 해결하고 기업에 대한 투자기회를 확충하기 위해 주식시장의 발전을 위한 제반노력이 필요하다. 본 보고서에서는 상품, 제도, 문화, 세제, 기타 인프라 및 투자자의 측면에서

주식시장 부진의 원인을 파악하고 대책을 제시한다.



## II. 국내 금융산업의 변화 추이

---

1. 금융산업의 제도적 변화
2. 금융기관과 자본시장의 규모 변화
3. 금융자산별 비중 추이
4. 투자주체별 금융자산 보유 추이



## Ⅱ. 국내 금융산업의 변화 추이

### 1. 금융산업의 제도적 변화

범세계적인 금융환경 변화와 함께 우리나라의 금융산업은 많은 변화를 겪으면서 발전해왔다. 1970년대 이전 우리나라의 금융산업은 은행이 자금중개기관으로써 지배적인 역할을 수행하였고, 금융산업은 은행중심으로 형성되었다.

그러나 1972년 경제체질 강화와 기업의 국제경쟁력 제고를 목적으로 공표된 8.3 조치의 실시와 함께 사금융의 제도금융화 및 금융구조의 다원화가 적극 추진되면서 은행 중심의 일원적 체제로부터의 탈피가 시도되었다.<sup>3)</sup>

1980년대 들어서는 경제규모의 확대와 경제구조의 고도화에 따라 금융자율화가 꾸준히 추진되기 시작하였다.<sup>4)</sup> 1990년대에는 금융규제 완화가 보다 진전되어 금리자유화가 추진되었고,<sup>5)</sup> 금융기관의 합병이나 전

---

3) 단기금융업법, 상호신용금고법, 신용협동조합법 등 소위 사금융화 3법(1972)과 종합금융회사에 관한 법률(1975)이 제정되어 투자금융회사, 상호신용금고, 신용협동조합, 종합금융회사 등 다양한 형태의 비은행 금융기관이 신설, 정비되었으며 증권시장도 금융기관지급보증부 회사채 발행이 제도화되고 기업공개촉진법이 제정된 1972년 이후 꾸준히 성장하여 왔음.

4) 1981년 6월에서 1983년 사이에는 정부소유 시중은행 주식이 일반에 매각되어 시중은행의 민영화가 이루어졌음. 또한 금융기관의 신규 진입 완화로 신한은행(1982. 7), 한미은행(1983. 3), 동화은행(1989. 9), 동남은행(1989. 11), 대동은행(1989. 11) 등이 설립되었고, 외환은행이 특수은행에서 시중은행으로 전환되었음(1989 12). 제2금융권의 경우에도 1982년 하반기에 12개의 투자금융회사와 58개의 상호신용금고 및 1개의 투자신탁회사가 신설되었고, 1983년에는 상호신용금고의 지점설치 제한이 크게 완화되었으며, 1989년 이후에 13개의 리스사, 24개의 생보사, 5개의 지방투신사가 신설되었음.

환에 관한 법률이 마련<sup>5)</sup>되었으며, 1992년부터는 외국인의 국내상장주식에 대한 직접투자가 허용되어 본격적인 자본시장 개방이 시작되었다.

1997년의 금융위기는 금융산업의 대대적인 변화를 초래하여, 부실 금융기관에 대한 구조조정이 단행되고, 회생가능한 금융기관에 대해서는 자체적인 자구노력과 함께 대규모 공적자금이 투입되기도 하였다. 금융구조조정 이후 급속한 경기침체에서 어느 정도 벗어나면서 실물경기는 빠른 속도로 회복되었지만, 1999년 7월 대우사태 등으로 금융시장의 불안은 지속되었고, 기업구조조정이 원활히 추진되지 못함에 따른 신용차별화 현상으로 기업들은 자금조달에 어려움을 겪기도 하였다. 이와 같이 금융시장이 원활히 작동하지 않는데 대한 보완조치로 Primary CBO 발행제도<sup>7)</sup>나 회사채신속인수제도<sup>8)</sup> 등이 도입되기도 하였다. 이와 함께

- 
- 5) 1991년 11월부터 1997년 7월까지 4단계의 금리 자유화 조치가 행해졌음.
  - 6) 1991년 3월 동 법률에 근거하여 투자금융회사가 합병 또는 단독으로 시중은행(하나은행, 보람은행) 및 증권회사로 전환되었음.
  - 7) Primary CBO는 기업이 자금조달을 위해 신규로 발행하는 B등급에서 BBB 등급 회사채를 기초로 하여 발행하는 ABS채권(즉, CBO)으로 기업의 신규 발행 채권을 증권사가 먼저 인수하여 유동화전문회사(SPC)에 매각한 후 이곳에서 이를 기초로 CBO를 발행하여 자금을 조달하는 금융기법임. 2000년 6월, 금감원은 Primary CBO 제도를 도입하여 회사채 차환발행 및 장기자금조달에 어려움을 겪고 있는 기업들의 자금조달을 적극적으로 지원하는 Primary CBO 지원방안을 발표하였는데, 그 이전에 발행되고 있던 CBO는 유통시장 CBO(Secondary CBO)로서 기발행되어 유통되고 있는 회사채를 기초로 발행되는 채권이었음.
  - 8) Primary CBO 발행과 함께 회사채 시장 활성화를 위해 정부가 도입한 회사채 신속인수제도는 회사채의 원활한 차환발행을 지원하기 위한 신용보증공급 확대방안의 일환으로 이루어졌음. 2000년 12월 26일, 정부가 발표한 회사채신속인수제도의 주요 내용은 2001년에 만기도래하는 회사채 규모 중 20%는 해당기업이 자체적으로 상환하고 나머지는 산업은행이 전액 우선 인수한 후 이중 70%는 신용보증기금이 보증하는 Primary CBO 및 CLO에 편입하고 20%는 채권은행이 인수하며, 나머지 10%는 산업은행이 계속 보유하도록 하는 것임. 원래 신속인수 대상 회사채의 규모는 6.2조원

기업의 회계투명성을 제고하고 금융기관이 신용위험을 효율적으로 관리할 수 있는 체제를 마련하면서 기업구조조정을 신속하고 원활하게 추진하기 위하여 2001년 8월에는 기업구조조정촉진법이 제정되었다.<sup>9)</sup> 2000년에는 금융의 대형화와 겸업화 추세에 맞도록 금융산업의 경쟁력을 제고시키기 위하여 금융지주회사를 활성화시키기 위한 금융지주회사법이 제정<sup>10)</sup>되었고, 2002년에는 은행지주회사 소유구조 개편 등에 관한 내용을 주요 내용으로 하는 동법의 개정이 이루어졌다.<sup>11)</sup>

1972년의 기업공개촉진법 제정 이후 자본시장 발전을 위한 다양한 제도적 발전이 있어 왔으며, 현재 우리나라는 45개의 다양한 금융관련법을 갖고 있다.<sup>12)</sup>

---

수준으로 예상되었으나, 대상기업의 조기졸업과 구조조정 추진 등으로 실제 신속인수 규모는 하이닉스 반도체가 조기상환한 5,100억원을 제외하고 2001년말까지 2.5조원 수준에 머물렀음. 재정경제부 보도자료에 의하면, 2001년 말 기준으로 기업별 신속인수 현황은, 하이닉스 반도체 6,980억원, 현대건설 4,936억원, 현대상선 6,298억원, 현대유화 320억원, 쌍용양회 5,261억원, 성신양회 1,240억원 규모였음.

- 9) 기업구조조정촉진법의 주요 내용은 내부회계관리제도의 운영, 채권은행의 거래기업에 대한 적절한 신용위험 평가 실시 및 부실징후기업 관리, 채권 금융기관협의회의 구성 및 동 협의회의 구조조정대상기업에 대한 사후관리체계 구축, 채권금융기관의 출자 및 재산운용제한에 대한 특례 등임.
- 10) 금융지주회사법의 주요 내용을 살펴 보면, 금융지주회사의 설립 및 인가와 자회사 편입승인 등에 관한 기준, 자회사의 신용공여시 적정담보를 확보하도록 하는 내부거래 규제장치, 자회사간에 거래가 금지되는 불량자산을 주의이하 분류자산으로 정하는 기준, 필요자본에 대한 자기자본비율과 유동성비율 등 경영지도비율 및 경영공시에 관한 기준, 금융지주회사에 대한 경영실태평가 및 부실금융지주회사에 대한 적기시정조치 등을 포함하고 있음.
- 11) 2002년 금융지주회사법과 시행령, 금융지주회사감독규정 등의 주요 개정내용은 은행지주회사의 주식보유한도 확대 관련 사항, 은행지주회사의 대주주발행주식의 취득한도 및 신용공여 제한 관련 사항, 금융지주회사간 개인 신용정보의 공유 관련 사항 등임.

## 12 금융산업 분석과 주식시장에 대한 시사점

그동안 우리나라의 금융산업 제도는 금융시장에서 필요성이 제기되면 그것을 법률 등으로 보완하는 방식으로 변화해 왔다. 그러나 이러한 보완방식에는 한계가 있어, 금융산업의 일관된 제도적 발전을 위해서는 좀 더 체계적이고 개별 금융산업간의 형평성을 고려하는, 좀 더 근본적인 제도 개선이 필요하다. 즉, 우리가 가지고 있는 금융법 체계의 전반적 효율성을 검토한 후, 체계적 프로그램에 의해 제도를 개선하는 근본적인 금융법체계의 검토가 필요하다.<sup>13)</sup>

## 2. 금융기관과 자본시장의 규모 변화

### 가. 금융기관 규모

금융기관 규모를 파악하기 위해 먼저 금융기관의 분류가 필요하다.

우리나라의 금융기관은 크게 은행, 비은행예금취급기관, 증권회사, 보험회사, 기타 금융기관 등으로 나눌 수 있다.<sup>14)</sup>

은행은 다시 시중은행과 지방은행, 외국은행 국내지점을 포함하는 일

---

12) 이 중 자본시장 관련 법안은 증권거래법, 증권투자신탁업법, 증권투자회사법, 주택저당채권유동화회사법, 기업구조조정투자회사법, 공사채등록법, 담보부사채신탁법, 선물거래법, 자산유동화에 관한 법률 등이 있고, 은행 관련 법안으로는 금융지주회사법, 한국은행법, 은행법, 한국산업은행법, 중소기업은행법, 장기신용은행법, 상호저축은행법 등이 있음.

13) 현행 업종 중심의 규제를 위한 법률 틀에서 벗어나 모든 금융업종에 공통적으로 적용할 수 있는 통합금융서비스법의 제정을 검토하여 금융 관련 법률을 통합하는 프로젝트가 현재 재경부 중심으로 추진 중에 있음.

14) 한국은행(1999)

반은행과 한국산업은행, 한국수출입은행, 중소기업은행, 농업협동조합, 수산업협동조합의 특수은행, 그리고 은행신탁<sup>15)</sup>으로 구분된다. 비은행예금취급기관은 종합금융회사, 상호저축은행, 신용협동기구, 투자신탁운용회사, 우체국예금 등으로 구분되며, 보험기관은 생명보험회사와 손해보험회사, 그리고 우체국 보험으로 분류된다. 기타 금융기관에는 여신전문금융회사, 증권금융회사, 증권투자회사, 선물회사, 자금중개회사, 투자자문회사 등이 있다.

2002년 12월말 현재, 국내 금융기관의 수는 <표 II-1>과 같다. 은행의 수는 2002년 6월말과 대비하여 큰 변화 없이 시중은행과 외국은행지점 수만 각각 1개씩 줄어 총 59개<sup>16)</sup>이고, 종합금융회사는 3개사가 영업중이다. 증권회사는 외국사 지점 17개를 포함하여 62개사이며,<sup>17)</sup> 투자신탁운용회사는 31개사이며, 생명보험회사는 2002년 6월말의 22개사에서 23개사로 늘어났고,<sup>18)</sup> 손해보험회사는 2002년 6월말보다 1개사가 늘어난 24개사가 영업중이다.<sup>19)</sup> 상호저축은행은 상호신용금고가 2002년 3월부터 명칭을 변경한 것인데, 3개사가 파산선고를 받아 폐쇄됨으로써 2002년 6월말에 비해 영업중인 회사가 117개사로 줄었으며, 신용협동조합 및 새마을금고도 각각 2002년 6월말에 비해 19개사 및 15개사가 감소하였다.

- 
- 15) 은행은 은행고유계정과 함께 이와 분리된 별도의 은행신탁계정으로 신탁업법에 의한 신탁업을 겸영하고 있음.
  - 16) 2002년 하반기 중 은행은 2002년 11월 22일에 하나은행과 서울은행이 합병하고, 외국계은행인 플릿내셔널은행이 2002년 12월 31일 폐쇄됨.
  - 17) 증권회사는 굿모닝증권과 신한증권이 굿모닝신한증권으로 2002년 7월 26일 합병하고, 2002년 10월 23일에는 BNP 파리바 페레그린증권이 신설되었음.
  - 18) 생명보험회사는 신한금융회사의 자회사로 SH&C생명보험이 2002년 12월 13일 신설되어 1개사가 늘어났음.
  - 19) 손해보험회사는 2002년 10월 8일 미쓰이스미토모해상보험이 신설되어 2002년 6월말에 비해 1개사가 증가하였음.

14 금융산업 분석과 주식시장에 대한 시사점

이 밖에도 399개의 기타 금융기관이 있다.

<표 II-1> 국내 금융기관의 수(2002년 12월말 현재)

구분		기관 수 <sup>a)</sup>	
은행	일반은행	시중은행	8
		지방은행 외은지점	6 40
	특수은행	한국산업은행 한국수출입은행 중소기업은행 농업협동조합 수산업협동조합	1 1 1 1 1
	은행신탁		30
비은행예금취급기관	종합금융회사		3
	상호저축은행		117
	신용협동기구	신용협동조합 새마을금고 상호금융	1,233 1,701 1,599
		투자신탁운용회사	
	우체국예금		1
증권회사 <sup>b)</sup>	증권회사		62
보험회사	손해보험회사	손해보험회사 재보험회사 보증보험회사	19 4 1
		생명보험회사	
	우체국보험		1
기타 금융기관	여신전문금융회사		56
	증권금융회사		1
	증권투자회사		271
	선물회사		14
	자금중개회사		2
	투자자문회사		55

a) 인가기준으로, 부실금융기관 정리를 위해 한시적으로 운영되는 금융기관인  
가교금융기관은 제외하였음.

b) 증권거래법상 증권회사 중 코스닥증권시장(주)은 제외하였음.

자료: 한국은행(2002)

금융기관별 총자산 규모를 나타내고 있는 <표 II-2>를 보면, 은행권의 규모는 2002년말 현재 약 1,099조원으로 전체 금융기관의 총자산에서 차지하는 비중의 56.4% 수준으로 높게 나타나고 있다. 이와 같이 우리나라의 금융시장에서 은행산업의 비중이 크게 나타나는 것은 그동안 금융권간 분업주의에 의해 은행산업이 보호를 받았고 은행의 신용도를 정부가 보장해 준 측면이 크다고 볼 수 있다. 또한, 종합금융회사나 투자신탁회사, 상호저축은행, 신용협동기구 등의 비은행예금취급기관에 비하여 은행의 경쟁력이 상대적으로 높았다고도 볼 수 있다.

<표 II-2> 금융기관별 총자산 규모<sup>a)</sup>

(단위: 십억원, %)

금융기관	1990	1995	2001	2002
은행	249,724( 57.6)	579,814( 56.0)	1,114,748( 58.3)	1,098,691( 56.4)
비은행예금 취급기관	93,826( 21.7)	258,951( 25.0)	387,289( 20.2)	427,827( 22.0)
증권회사	16,649( 3.8)	27,801( 2.7)	42,033( 2.2)	46,253( 2.4)
보험회사	72,975( 16.9)	168,972( 16.3)	368,678( 19.3)	372,788( 19.2)
합 계	433,174(100.0)	1,035,538(100.0)	1,912,748(100.0)	1,945,559(100.0)

a) 기말기준임. 한국은행이 분류한 금융기관 중 기타 금융기관을 제외하였음.

b) 1990, 1995, 2001년도 자료는 3월 기준임.

자료: 한국은행 조사통계월보(각호), 금융감독원 금융통계월보(각호)

또한 금융기관 총자산에서 은행권이 차지하는 비중은 1990년 57.6%, 1995년 56.0%, 2001년 58.3%, 2002년 56.4%로 안정적인 것으로 나타나고 있다. 그리고 1990년과 비교했을 때, 금융기관의 총자산규모는 433조원에서 1,946조원으로 약 4.5배 증가한 반면, 은행권의 자산규모는 250조원에서 1,099조원으로 약 4.4배 증가하였다.

## 나. 자본시장 규모

금융시장은 자금의 조달 및 운용과 관련하여 장단기 금융상품이 거래되는 전통적인 의미의 금융시장과 외환시장, 그리고 파생금융상품시장으로 구성된다.<sup>20)</sup> 전통적인 금융시장은 다시 콜, 환매조건부채권매매, 양도성예금증서, 기업어음, 표지어음, 통화안정증권을 포함하는 단기금융시장과 채권시장과 주식시장을 포함하는 자본시장으로 구분된다.

본 보고서에서의 자본시장은 채권시장과 주식시장을 포함하는 좁은 의미의 자본시장을 의미한다.<sup>21)</sup> 자본시장은 자금잉여자의 여유자금을 자금수요자인 기업에 장기투자재원으로써 공급하여 자금잉여자와 수요자 사이를 각각의 필요에 따라 연결시켜주는 역할을 한다.

그동안 우리나라의 자본시장은 경제성장에 필요한 기업자금의 조달 기능을 수행하면서 양적으로나 질적으로 성장을 거듭해 왔다. <표 II-3>에 따르면, 2002년말 기준으로 자본시장에서 주식시장과 채권시장이 차지하는 비중은 각각 34.4%와 65.6%이다. 즉, 우리나라의 경우 주식시장보다는 채권시장이 그 규모가 더 큰 것으로 나타났다. 또한 자본시장에서 채권시장이 차지하는 비중은 지속적으로 증가하고 있으며, 주식시장의 비중은 감소하고 있다.

1990년과 비교하면, 자본시장의 규모는 114조원에서 860조원으로 약 7.5배 증가하였다. 이 중 주식시장의 규모는 79조원에서 296조원으로 약 3.8배 증가하였고, 채권시장의 규모는 35조원에서 564조원으로 약 16.1배 증가하였다. 자본시장은 7.5배의 규모증가로 은행권의 4.4배보다 더 빠르

---

20) 한국은행(2001d)

21) 자본시장(capital market)은 넓은 의미로 은행의 시설자금대출 등 장기대출시장을 포함하기도 하지만, 좁은 의미로는 국채, 회사채, 주식 등 직접증권이 발행되고 유통되는 시장을 의미함.

게 성장하였고, 자본시장의 이러한 성장은 대부분 채권시장의 규모 증가에 기인한다. 즉 주식시장보다는 채권시장의 규모가 훨씬 빠른 속도로 증가하며 자본시장의 규모를 급속히 증가시키고 있다. 자본시장의 규모가 빠르게 증가한다는 사실은 자본시장을 중시하는 국제적 흐름과 일치하는 것으로 보인다.

<표 II-3> 국내 자본시장 규모 추이

(단위: 십억원, %)

	1990	1995	2001	2002
채권 <sup>a)</sup>	35,005( 30.6)	111,995( 43.0)	504,460( 62.1)	563,943( 65.6)
주식 <sup>b)</sup>	79,446( 69.4)	148,490( 57.0)	307,940( 37.9)	296,084( 34.4)
합 계	114,451(100.0)	260,485(100.0)	812,400(100.0)	860,027(100.0)

a) 상장채권 기준이며, 채권종류별 내용을 살펴 보면 다음과 같음. 국채는 국고채권, 국민주택1,2종채권, 양곡증권, 외국환평형기금채권, 공공용지보상도로채권임. 지방채는 서울도시철도공채증권, 지방도시철도공채증권, 대전 및 인천, 광주, 대구도시철도공채증권, 지역개발채권임. 특수채는 통화안정증권을 포함하여 금융채, 은행채, 카드채권, 리스채권, 종합금융채권, 할부금융채권, 기타 금융채, 비금융특수채, 기타 비금융특수채임. 회사채는 일반보증부사채, 담보부사채, 무보증사채, 전환사채, 신주인수권부사채, 옵션부사채, ABS임.

b) 증권거래소 상장주식 및 코스닥시장 등록주식의 시가총액임.

자료: 한국증권거래소 주식(각호)

### 3. 금융자산별 비중 추이

금융자산<sup>22)</sup>의 종류별 비중 추이를 살펴보고, 이를 주요국과 비교한다.

금융자산의 종류별 비중 추이를 파악하기 앞서 전체 금융자산의 변화를 살펴본다.

<표 II-4>와 <그림 II-1>에서 나타나는 바와 같이 우리나라의 GDP 대비 금융자산의 규모는 지속적으로 증가하는 추세를 나타내고 있다. 즉, 1990년~2002년의 기간 중 GDP 규모는 3.3배 증가한데 비해, 금융자산의 규모는 5.7배 증가하였다. 이것은 금융자산의 증가속도가 GDP 성장을 크게 앞서 제조산업 대비 금융산업의 상대적 성장속도가 커지고 있음을 암시하고 있다.

<표 II-4> GDP 대비 금융자산 추이

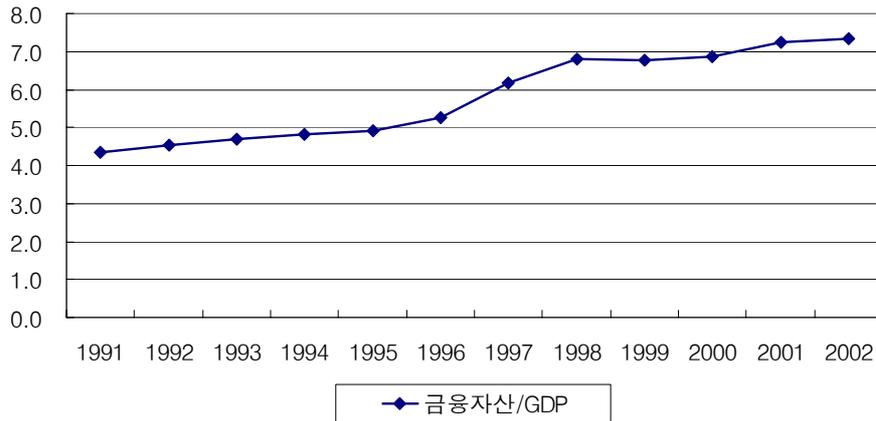
(단위: 십억원, 배)

	1990	1995	2001	2002
GDP	179,539	377,350	551,558	596,381
금융자산	765,836	1,851,793	4,003,716	4,376,761
금융자산/GDP	4.3	4.9	7.3	7.3

자료: 한국은행 조사통계월보(각호), <http://www.bok.or.kr/>

22) 한국은행의 금융자산·부채잔액표에 따르면, 금융자산은 금, 통화 및 통화성예금, 기타예금, 생명보험 및 연금, 단기채권, 장기채권, 주식, 대출금, 정부융자, 출자금, 기업신용, 외환보유액, 대외채권·채무, 기타금융자산으로 분류됨.

<그림 II-1> GDP 대비 금융자산 추이



그러나 <표 II-5>에서 보듯이, 금융자산의 축적정도를 나타내는 금융연관비율<sup>23)</sup>은 일본이나 미국과 같은 선진국에 비해 낮은 수준을 나타내고 있다. 즉, GNI 대비 금융자산 축적정도가 상대적으로 낮은 것으로 나타나고 있다.

23) 금융연관비율(financial interrelations ratio)은 한 국가의 금융자산 잔액을 유형자산으로 나눈 비율을 의미하는데, 실물면의 자본축적잔액에 대한 금융측면의 금융자산잔액의 비율로서 유형고정자산의 증대를 위한 금융조직의 발달정도, 즉 금융구조의 고도화 또는 금융자산축적의 정도를 나타내는 지표로 사용되고 있음. 금융연관비율의 산출시 사용되는 명목 GNI(gross national income)는 국민총소득으로 한 나라의 국민이 생산활동에 참여한 대가로 받은 소득의 합계로서 해외로부터 국민(거주자)이 받은 소득(국외수취요소 소득)은 포함되고 국내총생산중에서 외국인에게 지급한 소득(국외지급 요소소득)은 제외됨.

<표 II-5> 금융연관비율의 국제비교

(단위: 배)

	한국			미국	일본
	2001.6	2001.12	2002.6	2001.12	2001.12
금융연관비율 <sup>a)</sup> (비금융부분)	7.1 (3.0)	7.4 (3.1)	7.5 (3.1)	8.9 (4.3)	11.4 (5.0)
현금, 예금, 보험 <sup>b)</sup>	1.8	1.9	1.9	1.7	3.2
유가증권 <sup>b)</sup>	2.2	2.4	2.4	3.8	2.8

a) 총금융자산잔액/명목 GNI

b) 해당금융자산잔액/명목 GNI

자료: 한국은행(2001a), 한국은행 조사통계월보(각호)

우리나라의 GDP 대비 종류별 금융자산을 해외 각국과 비교한 <표 II-6>을 보면, 우리나라는 주식·출자금/GDP와 채권/GDP 수치가 일본이나 미국에 비해 낮게 나타난다. 또한 일본, 미국 그리고 영국은 주식·출자금/GDP와 채권/GDP 수치가 비슷한 수준이거나 주식·출자금/GDP가 더 높게 나타나지만 우리나라는 채권의 경우가 주식보다 약 2.6배 정도 높은 것으로 나타나 채권시장에 대한 주식시장의 상대적인 규모 또한 이들 국가와 비교하여 상당히 낮은 수준이다.

<표 II-6> GDP 대비 금융자산별 국제비교

(단위: %)

	한국	일본	미국	영국
통화및예금/GDP	142.4	244.3	55.8	358.0
대출금/GDP	125.3	351.6	132.6	228.7
주식·출자금/GDP	56.8	122.2	260.5	355.4
채권/GDP	150.0	174.4	240.4	189.8

a) 1999년말 기준임.

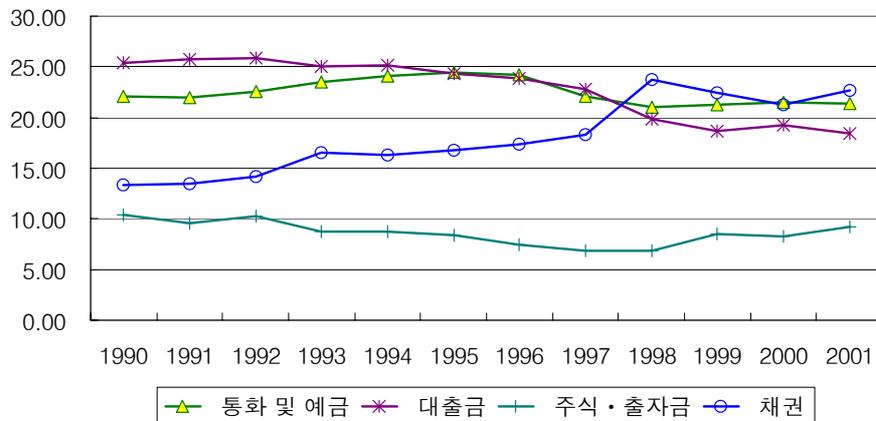
자료: Bank of Japan(2000a), 한국은행 조사통계월보(1999. 12)

금융자산의 종류별 비중 추이를 국가별로 비교하여 우리나라 금융산업 발전방향의 특성을 파악한다.

<그림 II-2>에 나타나는 바와 같이, 금융자산의 규모는 자금공급 측면에서 1998년도 이전에는 대출금, 통화 및 예금, 채권, 주식·출자금의 순이었으나, 1998년도 이후에는 채권, 통화 및 예금, 대출금, 주식·출자금의 순으로 채권규모가 대출금 규모를 앞지르기 시작하였다. 각각의 금융자산들의 비중 증감 추이 면에서 대출금은 감소하고 채권은 증가하고 있으며, 주식·출자금은 미미하게 감소하지만 어느 정도 안정적이다.

<그림 II-2> 금융자산별 비중 추이(한국)

(단위: %)

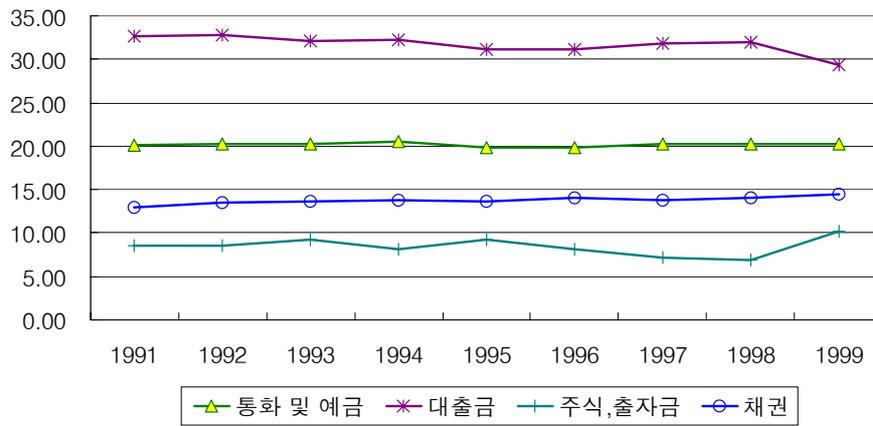


자료: 한국은행 조사통계월보(각호)

<그림 II-3> 주요국의 금융자산별 비중 추이

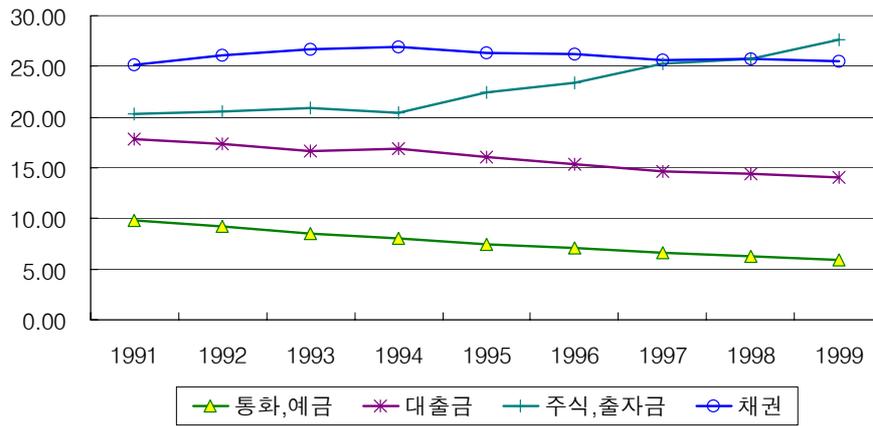
1) 일본

(단위: %)



2) 미국

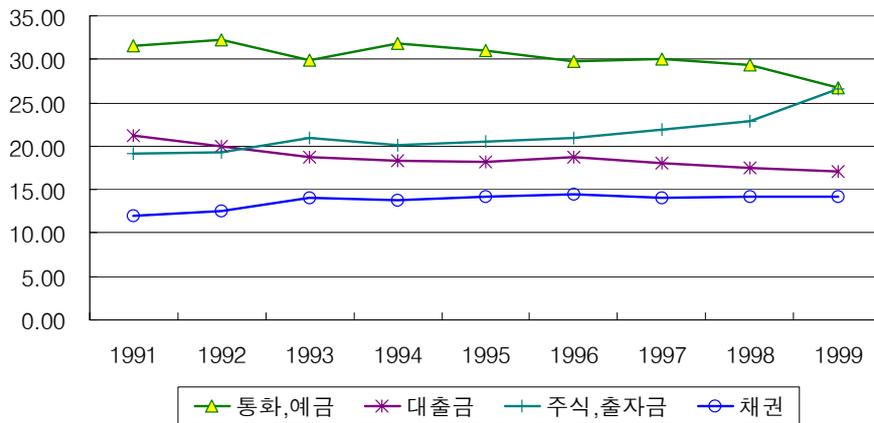
(단위: %)



<그림 II-3> 주요국의 금융자산별 비중 추이(계속)

3) 영국

(단위: %)



자료: Bank of Japan(2000a)

반면 일본, 미국, 영국의 경우는 우리나라와는 다른 양상을 보이고 있다. <그림 II-3>에 나타나는 바와 같이, 이들 국가는 모두 채권이 금융자산에서 차지하는 비중이 안정적인 반면, 주식·출자금의 비중은 미국과 영국의 경우 지속적으로 증가하고 있고, 일본의 경우 약간의 증가세를 나타낸다. 즉, 시장중심 시스템을 가지고 있는 미국과 영국, 그리고 은행중심 시스템을 가지고 있는 일본 모두 금융자산에서 주식·출자금의 비중이 증가하고 있는 추세에 있다.

은행중심 시스템을 가지고 있는 일본의 경우, 주식·출자금 비중은 우리와 비슷하지만 채권의 비중은 우리나라보다 더 낮은 것으로 나타나고 있다. 또한 시장중심 시스템의 미국과 영국은 주식·출자금 비중이 우리나라나 일본에 비해 월등히 높게 나타나고 있다. 채권비중은 미국이 우리나라와 비슷하고 영국은 우리나라보다 낮은 수준이다. 즉, 아직까지

우리나라의 주식·출자금 비중은 일본과 비슷하나, 채권 비중은 미국과 비슷하고 영국보다는 높다.

우리나라의 금융산업은 주식·출자금과 채권을 포함한 자본시장의 비중이 증가하고 있다는 점에서는 세계적 추세를 따라가고 있는 것처럼 보이나, 자본시장의 발전이 채권시장의 발전에 의한 것이라는 점에서 주식·출자금 시장이 자본시장의 발전을 이끌어가고 있는 미국, 영국 등의 금융선진국과는 다른 특징을 보인다.

#### 4. 투자주체별 금융자산 보유 추이

금융자산의 투자주체별 보유 추이를 분석함으로써 투자자의 특성을 파악한다.

##### 가. 금융부문

금융기관은 가계 등 자금잉여부문으로부터 예금이나 유가증권 발행 등을 통해 자금을 조달하여 기업 등의 자금부족부문에 대출하거나 유가증권매입의 형태로 자금을 공급하는 자금중개기능을 수행한다. 이러한 기능은 경제규모의 확대와 함께 증가해왔는데, 특히 1998년에는 부실채권정리기금채권이나 수익증권 발행이 늘어나 크게 확대되었다. 그러나 1999년 이후에는 대우사태 등의 영향으로 채권시장과 주식시장이 위축되면서 조달규모가 대폭적으로 줄어들었다.

<표 II-7> 금융부문의 금융자산별 규모

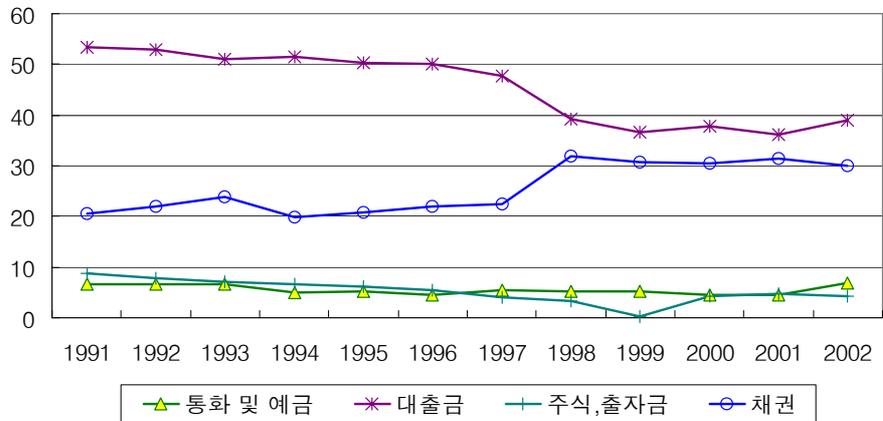
(단위: 십억원, %)

	1990	1995	2000	2002
통화 및 예금	19,382( 5.3)	45,214( 5.1)	83,322( 4.6)	155,123( 6.9)
대출금	194,077( 52.7)	445,956( 50.2)	686,175( 37.9)	874,077( 39.0)
주식·출자금	30,321( 8.2)	54,387( 6.1)	78,150( 4.3)	95,298( 4.3)
채권	62,900( 17.1)	184,104( 20.7)	551,868( 30.5)	670,470( 29.9)
기타	61,717( 16.7)	158,846( 17.9)	410,629( 22.7)	446,884( 19.9)
계	368,397(100.0)	888,507(100.0)	1,810,144(100.0)	2,241,852(100.0)

a) ( )안은 비중을 나타냄.  
 자료: 한국은행 조사통계월보(각호)

<그림 II-4> 금융부문의 금융자산별 보유비중 추이

(단위: %)



<표 II-7>에 따르면, 2002년 기준으로 우리나라 금융부문의 주식·출자금 보유비중은 4.3%, 그리고 채권의 보유비중은 29.9%로 나타나 채권을 주식보다 많이 보유하고 있음을 알 수 있다. 또한 <그림 II-4>에서 보이듯이 주식·출자금은 저조한 경향을 보이는 반면, 채권은 크게 증가

하고 있다. 채권의 이러한 증가는 정부의 각종 채권시장안정 대책에 기인한 것이다.

**<표 II-8> 금융부문의 금융자산별 보유비중 국제비교**

(단위: %)

	한국	미국	일본	영국	독일
통화 및 예금	5.2	1.4	6.7	24.6	11.7
대출금	36.5	29.8	50.7	25.9	44.6
주식·출자금	6.3	26.0	6.0	27.6	15.7
채권	30.8	31.7	20.7	21.2	25.1
기타	21.2	11.1	15.9	0.7	2.9

a) 1999년말 기준임.

자료: 한국은행 조사통계월보(1999. 12), Bank of Japan(2000b)

또한 <표 II-8>에 따르면 우리나라의 금융부문에서 보유하는 주식·출자금 비중은 해외 각국과 비교해 낮은 수준이나 채권은 높은 수준이다. 결국 앞절에서 살펴 본 높은 채권비중과 낮은 주식·출자금 비중이라는 우리나라 금융산업의 특징은 상당 부분 금융부문의 자산보유 특성에 기인한 것으로 보인다.

우리나라 금융기관의 이러한 자산보유의 특성이 금융기관들 중 어느 기관에 기인한 것인지를 알아보기 위해, <표 II-9>에서는 금융부문의 기관별 주식보유 비중을 살펴보았다. <표 II-9>에 따르면, 미국의 경우 연기금, 투자기관 및 보험의 주식보유 비중이 각각 60.9%, 51.8%, 29.3%로 우리나라보다 훨씬 높고, 일본의 경우에도 모든 금융기관의 주식보유 비중이 우리나라보다 높은 것으로 나타나고 있다. 이처럼 우리나라에서 금융기관들의 주식보유 비중이 낮은 것은 예금은행보다는 보험, 연기금, 투자기관들의 저조한 주식보유 때문이다.

<표 II-9> 금융부문의 기관별 주식보유 비중 국제비교

(단위: %)

	한국	미국	일본
예금은행	1.2	0.4	3.4
보험	4.5	29.3	10.1
연기금	6.6	60.9	11.1
투자기관	8.9	51.8	12.5

a) 금융기관별 보유 금융자산총액 중株式이 차지하는 비중(2000년말)  
 우리나라의 경우 은행 및 신탁 등은 시가로, 일부 비은행금융기관은 장부  
 가로 평가하는 데 반해, 미·일은 시가로 평가하므로 우리나라의 株式 보  
 유비중은 과소 평가될 우려가 있음.

자료: 한국은행(2001c)

## 나. 개인부문

<표 II-10>의 개인부문의 금융자산을 살펴보면, 株式·출자금과 채권  
 은 각각 7.8%, 9.7%로 그 비중이 낮고, 통화 및 예금의 비중은 60.4%로  
 크게 나타나 개인들은 대부분의 자산을 통화 및 예금에 투자하고 있는  
 것으로 보인다.

또한 <그림 II-5>에서 나타나는 바와 같이, 통화 및 예금이 금융자산  
 에서 차지하는 비중은 지속적으로 증가하는데 비하여, 株式·출자금의  
 비중은 감소하였다. 또한 금융기관과는 달리 개인은 株式뿐 아니라 채권  
 에 대한 수요도 상당히 미미하게 나타나고 있는데, 이는 채권의 경우 거  
 래단위가 크기 때문에 개인이 투자하는 데는 한계가 있기 때문이다. 이처  
 량 개인들이 소유하는 株式의 비중이 감소하는 것은 두가지 측면에서  
 생각해 볼 수 있다. 즉, 타금융상품과 비교시 상대적 수익률 하락으로  
 인한 시가총액의 감소와 위험대비 수익률 저조에 따른 株式 선호도 하락  
 등의 복합적 요인에 의해 株式보유 비중이 감소한 것이다.

<표 II-10> 개인부문의 금융자산별 규모

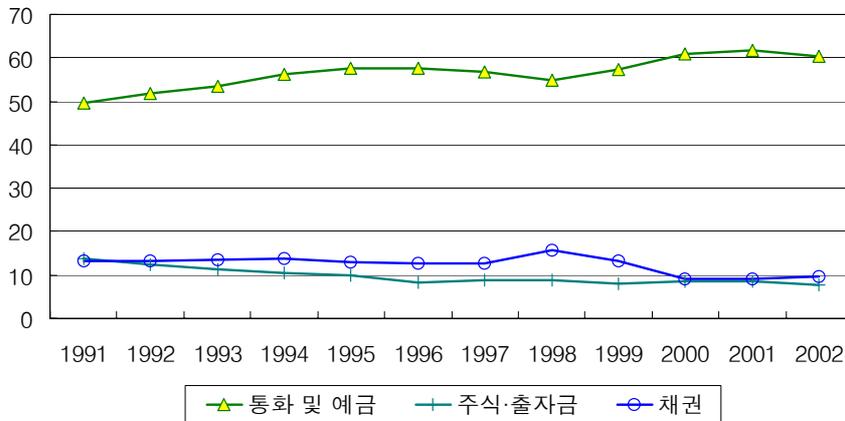
(단위: 십억원, %)

	1990	1995	2000	2002
통화 및 예금	94,590( 48.9)	267,985( 57.5)	486,207( 60.8)	592,691( 60.4)
주식·출자금	28,162( 14.5)	46,008( 9.9)	68,526( 8.6)	76,470( 7.8)
채권	26,699( 13.8)	60,603( 13.0)	72,872( 9.1)	94,814( 9.7)
기타	44,130( 22.8)	91,387( 19.6)	171,899( 21.5)	216,901( 22.1)
계	193,581(100.0)	465,983(100.0)	799,504(100.0)	980,876(100.0)

a) ( )안은 비중을 나타냄.  
 자료: 한국은행 조사통계월보(각호)

<그림 II-5> 개인부문의 금융자산별 비중 추이

(단위: %)



우리나라에서 특히 개인의 주식보유가 부진한 원인으로는 다음의 몇 가지 사항을 지적할 수 있다. 우리나라는 그동안 은행이 금융시스템의 중심에 자리해왔고, 개인들은 은행예금을 보증적 성격이 강한 안전한 금융자산으로 인식해 왔다. 그리고 우리나라나 일본 등의 특징이라고 할

수 있는 실물자산에 대한 높은 선호도와 개인들의 위험자산에 대한 인식 부족이나 기업과 투자자간의 상호신뢰를 바탕으로 한 건전한 주식문화가 형성되지 못한 점 또한 개인들의 주식보유 부진의 한 원인이다.<sup>24)</sup>

<표 II-11> 개인부문의 금융자산 구성비율 국제비교

	한국(조원)		미국(조달러)		일본(조엔)	
	2000	1995	1999	1995	1999	1995
금융자산잔액	799조원	466조원	35조달러	22조달러	1,438조엔	1,273조엔
금융자산/GDP	1.5	1.8	3.9	2.9	2.8	2.6
현금·예금	60.8	57.5	9.6	13.2	54.0	51.2
채권	9.1	13.0	20.4	19.5	7.7	10.8
주식·출자금	8.6	9.9	37.3	35.6	8.1	8.1
보험·연금	18.0	16.9	30.5	29.3	26.4	25.5
기타	3.5	2.7	2.2	2.4	3.8	4.4

a) 총금융자산에 대한 구성비율임.

b) 기타는 대외채권 등임.

자료: Bank of Japan(2000a), 한국은행 조사통계월보(각호)

한·미·일의 개인부문이 보유하고 있는 금융자산의 보유비율을 살펴보면 <표 II-11>과 같다. 우리나라의 경우, GDP 대비 현금·예금 비율이 60.8%로 미국보다 훨씬 높은 수준이며, 간접금융 중심의 일본보다도 높은 수준이다. 반면, 주식·출자금 보유비율은 8.6%로 미국에 비해 훨씬 낮은 수준이어서 개인들의 안전자산 선호도가 아직도 크게 나타나고 있음을 알 수 있다.

24) 미국의 경우, 1999년 현재 개인의 금융자산 보유비율에서 실물자산의 비중은 28.1%, 금융자산 보유비율은 71.9%이었음. 반면 일본의 경우 1999년 현재 실물자산 비중이 47.7%, 금융자산은 52.3%이고, 우리나라는 1997년 현재 금융자산 비중이 51.2%, 실물자산 비중이 48.8%임(한국증권거래소(2002) 참조).

결국 우리나라 금융산업에서 주식·출자금이 차지하는 비중이 타 국가들에 비해 상당히 저조한 것은 타금융상품과 비교시 상대적 수익률 하락으로 인한 시가총액의 감소와 개인의 예금 등을 선호하는 안전 선호 경향이 주요원인인 것으로 나타난다.

#### 다. 외국부문

<표 II-12>와 <그림 II-6>에 따르면, 2002년 기준으로 외국부문의 국내 금융자산 비중은 주식·출자금 27.3%, 채권 26.0%, 통화 및 예금 1.0%로, 우리나라 금융시장 중 주식부문에 가장 많이 투자하는 것으로 나타났다. 이 중 채권이 차지하는 26.0%라는 비중은 주로 외화채권<sup>25)</sup>에 투자한 것으로 실제 국내 채권투자는 거의 없다.<sup>26)</sup>

또한 우리나라 전체 주식·출자금 중에서 외국인이 보유하는 우리나라의 주식·출자금 비중은 아주 빠른 속도로 증가하여 <표 II-13>에서 나타나는 바와 같이, 2002년도에는 20.6%에 달하였고 채권은 7.2%로 나타났다. 외화채권을 제외할 시 외국인의 채권보유 비중은 미미하고, 외국인은 국내 채권에 비하여 주식을 선호한다.

---

25) 실제 외국인 보유 총금융자산 277조원에서 외국인이 보유하는 외화채권은 약 61조원으로 외화채권이 차지하는 비중은 약 22.1%임.

26) 2001년 12월말 현재 외국인이 보유하고 있는 국내 상장주식 및 채권의 비중은 각각 36.6%, 0.1%로 나타나, 외국인의 실제 국내 채권투자는 거의 없음을 보여주고 있음.

<표 II-12> 외국부문의 금융자산별 규모

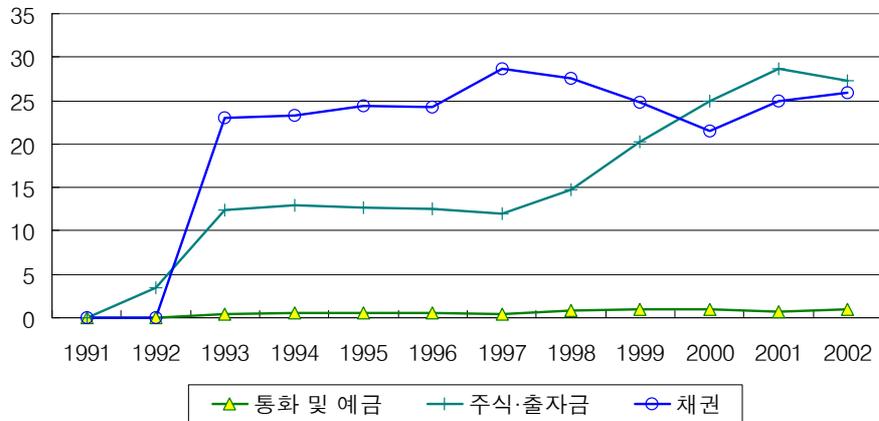
(단위: 십억원)

	1990	1995	2000	2002
통화 및 예금	-	570( 0.6)	2,337( 0.9)	2,637( 1.0)
대출금	-	-	-	-
주식·출자금	-	11,796( 12.7)	65,882( 24.9)	75,601( 27.3)
채권	-	22,625( 24.4)	56,870( 21.5)	71,981( 26.0)
기타	29,051(100.0)	57,831( 62.3)	139,904( 52.7)	127,079( 45.7)
계	29,051(100.0)	92,822(100.0)	264,993(100.0)	277,298(100.0)

a) 채권에는 외화채권이 포함되어 있음.  
 자료: 한국은행 조사통계월보(각호)

<그림 II-6> 외국부문의 금융자산별 비중 추이

(단위: %)



**<표 II-13> 주식·출자금 및 채권의 외국부문 비중 추이**

(단위: %)

		1990	1995	2000	2002
외국	주식·출자금	0.0	7.7	22.2	20.6
	채권	0.0	7.4	7.5	7.2

자료: 한국은행 조사통계월보(각호)

외국인의 상장기업 주식 보유현황을 보여주는 <표 II-14>에 따르면, <표 II-13>의 20.6%라는 외국인의 국내 주식보유 비중이 상장 및 등록 주식만을 고려할 경우에는 32.8%에 이른다. 시장에서 활발히 거래되며 우리나라 자본시장에 큰 영향을 미치는 것이 주로 상장주식이라는 점을 감안할 때, 우리나라 주식시장의 외국인 의존도는 상당하며 점차 심화되고 있다.

**<표 II-14> 외국인의 상장 및 등록기업 주식보유 비중**

(단위: %)

	1999	2000	2001	2002
코스닥	7.5	6.9	10.3	10.5
거래소	21.7	30.2	36.6	36.0
합계	18.5	27.0	32.2	32.8

a) 증권거래소 상장주식 및 코스닥시장 등록주식의 시가총액임.

자료: <http://www.kse.or.kr/>

### III. 주식시장 관련 시사점

---

1. 시사점
2. 주식시장 저조의 원인분석 및 대책



### Ⅲ. 주식시장 관련 시사점

#### 1. 시사점

현재 우리나라의 금융산업은 국제추세에 발맞추어 자본시장의 성장 속도가 강화되어가는 것처럼 보이나, 그 내용면에서 채권은 급격히 성장하고 주식·출자금 비중은 안정적이지만 외국에 비해서는 상당히 낮은 수준으로 나타나고 있다.

이처럼 주식·출자금 비중이 안정적인 배경에는 외국투자자의 비중 증가가 큰 기여를 하고 있다. 즉, 국내 금융부문과 개인부문의 주식·출자금 비중이 감소함에도 불구하고 외국투자자의 투자 규모 증가로 전체적인 주식·출자금 비중은 안정적인 것으로 나타났다. 또한 외국의 경우는 주식·출자금 비중이 지속적으로 증가하고 상대적으로 채권의 비중은 안정적인 것으로 나타나, 우리나라와는 다른 양상을 보이고 있다.

또한 우리나라의 주식·출자금 비중이 이렇게 낮은 이유는 개인과 금융기관, 금융기관 중에서도 특히 보험, 연기금, 투자기관의 주식·출자금에 대한 투자 비중이 낮기 때문으로, 여타 선진국들과는 다른 우리나라 자본시장의 이러한 특성은 다음과 같은 점에서 문제가 있다.

#### 가. 주식·출자금 부문의 상대적 저조로 인한 문제점

주식·출자금 부문의 저조로 인한 문제점을 파악하기 위해 한국기업의 자본구조를 검토하고 외국과 비교해 볼 필요가 있다.

자본구조이론이란 다른 모든 조건이 일정할 경우 기업의 부채비율

(즉, 레버리지)의 변화에 따라 기업의 가치와 가중평균 자본비용이 어떻게 변하는가를 설명해 주는 이론을 말한다. 타인자본 의존도가 변함에 따라 기업가치가 어떻게 변할 것인가 하는 문제는 지난 수십 년 동안 재무관리학자들의 주된 관심사 중의 하나였으며, 아직도 논란의 대상이 되고 있는 문제이다.<sup>27)</sup>

이처럼 기업의 최적부채비율과 관련한 많은 연구가 있어왔지만, 우리나라의 경우 금융위기 이후 부채비율이 높은 많은 기업들이 파산하였고, 그 결과 과도한 부채에 대한 경계심을 갖게 되었다.

우리나라는 IMF 위기 이후 구조조정을 통해 부채비율을 줄이려는 많은 노력들을 해 왔고, 그러한 노력의 결과 1999년 6월말 315.4%였던 우리나라의 부채비율이 2001년 말 256.2%까지 떨어질 수 있었으나, 여전히 업종별로 과도한 부채를 사용하고 있는 기업들도 있다.<sup>28)</sup> 이처럼 아직까지 재무구조가 취약한 기업들은 자본금 증가를 통해 재무구조를 개선할

27) 자본구조이론과 관련하여 다음 논문들을 참조할 것.

Kraus and Litzenberg(1973), Scott(1976), Kim(1978), Miller(1977), Modigliani and Miller(1958, 1963), Jensen and Meckling(1976)

28) 규모가 작은 어업, 광업, 숙박업, 오락 및 문화업종 등 통계적 정확성을 저해하는 업종들을 제외하고, 또한 경기국면에 따라 다른 결과가 나올 수 있는 점을 감안하여 경기 저점기였던 1993년부터 다음 경기저점기인 1998년까지 한 차례의 경기순환 전기간을 분석대상으로 하고, 각 기업들의 매출액영업이익률(영업이익/매출액), 총자산회전률(매출액/총자산), 금융비용률(순금융비용/부채), 부채비율(부채/자기자본), 자본이익률((영업이익-순금융비용)/자기자본)을 고려해 설정한 모형으로부터 업종별 적정부채비율을 도출한 권순우(1999)의 연구결과에 따르면 우리나라 기업들의 적정 부채비율 평균은 194.0%라고 추정됨. 그러나 한국은행(2001b)을 참조하여 계산한 업종별 부채비율을 단순평균한 2001년 말 시점에서의 실제 기업들의 부채비율은 256.2%로서 아직까지는 적정부채비율 수준을 상회하는 것으로 나타나고 있음.

필요가 있다. 부채비율 축소의 궁극적인 목적은 부채비율을 줄이는 것 자체에 있는 것이 아니라 부채비율 축소를 통해 기업의 건전성과 수익성을 높여 경쟁력을 강화하는데 있다. 기업의 재무구조 개선과 투자기회 확충을 위해서는 주식시장의 발전이 필요하다.

기업들의 자금조달은 이익의 사내유보 및 고정자본소모에 대한 충당금 적립 등의 저축을 통해 기업이 자체적으로 조달하는 내부자금과 금융거래를 통해 기업외부에서 조달하는 외부자금<sup>29)</sup>으로 구분된다. 외부자금은 금융기관중개를 거쳐 금융기관차입의 형태로 조달되는 간접금융과 금융기관의 매개없이 기업이 직접 주식이나 회사채 발행 등을 통해 자본시장에서 자금을 조달하는 직접금융, 그리고 외국차관 등의 형태로 해외에서 차입하는 국외금융 등으로 분류할 수 있다.<sup>30)</sup>

---

29) 외부자금은 금융기관 차입, 회사채 및 주식발행 등 기업 외부에서 조달한 모든 자금을 포함하는 것으로서 자기자금(주식발행 포함)과 비교되는 타인자금과는 구별되는 개념임.

30) 한국은행(2001e)

&lt;표 III-1&gt; 기업의 자금조달 수단별 국제비교

(단위: %)

		총계	차입	채권	주식·출자금	기타
한국	2000	1,034조원	33.2	22.7	18.2(15.2)	25.9
	1995	630조원	38.1	24.2	16.2(12.3)	21.5
미국	1999	29.7조달러	12.1	8.2	66.6(50.9)	13.0
	1995	17.6조달러	14.7	9.3	57.3(36.5)	18.7
일본	1999	1,447조엔	38.8	9.3	33.8(28.7)	18.1
	1995	1,448조엔	43.0	9.7	25.5(21.0)	21.8
영국	1999	2.7조파운드	18.6	6.4	70.0(52.4)	5.1
	1995	1.6조파운드	23.0	6.3	62.4(46.1)	8.3
독일	1999	6.5조마르크	33.3	1.3	54.3(44.2)	11.1
	1995	3.8조마르크	42.5	2.9	41.3(28.2)	13.3
프랑스	1999	36.5조프랑	14.2	3.8	72.7(23.2)	9.3
	1995	16.6조프랑	27.9	5.7	47.2(11.9)	19.2

a) 총부채에 대한 구성비율이며, ( )안은 주식·출자금 중 주식비율임.

b) 기타는 해외차입 등임.

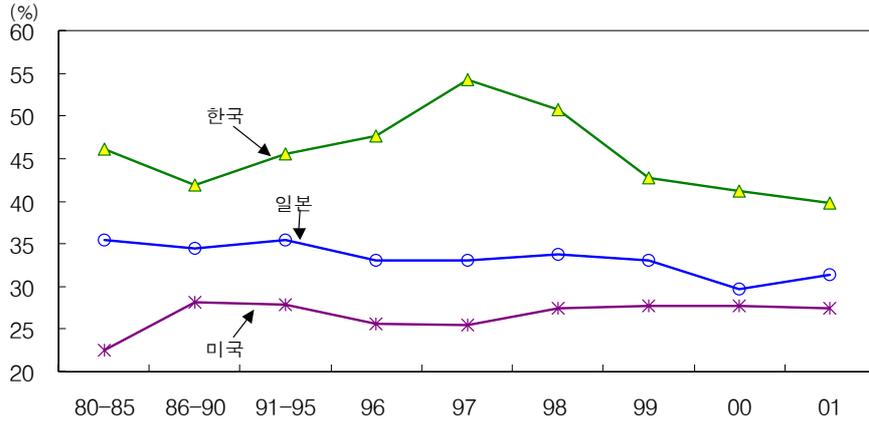
자료: Bank of Japan(2000a), 한국은행 조사통계월보(각호)

우리나라 기업의 자금조달 구조를 보다 자세히 이해하기 위해 <표 III-1>을 분석해 보면 다음과 같은 특징이 있음을 알 수 있다. 전통적인 은행중심형인 일본이나 독일은 역시 은행중심으로 자본을 조달하고 있어 기업의 은행차입 비중이 높은 반면, 미국이나 영국은 주식발행을 통한 자금조달 비중이 은행차입에 비해 상당히 높음을 알 수 있다. 그러나 일본이나 독일에서도 자기자본을 통한 자금조달 비중이 증가하는 추세를 보여 1999년 들어 1995년에 비해 차입 비중은 감소하고 주식이나 출자금 비중은 급증하고 있음을 알 수 있다. 우리나라에서도 주식·출자금 비중이 다소 증가하였고 차입 비중은 감소하였지만, 아직까지 미국이나 영국 등에 비해서는 주식·출자금 비중이 상당히 낮은 수준에 머물러

있다. 또한 직접금융 비중이 차입 등의 간접금융 비중보다 높기는 하지만 직접금융에서도 주식·출자금 비중보다는 채권 비중이 현저히 높게 나타나고 있어 기업들이 자기자본보다는 채권발행 등의 타인자본 위주로 자금을 조달하고 있음을 알 수 있다. 한국기업들의 자금조달에서 은행차입과 채권을 포함한 타인자본이 차지하는 비중은 55.9%로, 미국(20.3%), 일본(48.1%), 영국(25.0%), 독일(34.6%), 프랑스(18.0%)에 비해 상당히 높게 나타나, 우리나라가 해외 각국과 비교할 때 기업이 필요로 하는 자금을 타인자본을 통해 조달하는 비중이 높음을 보여준다.

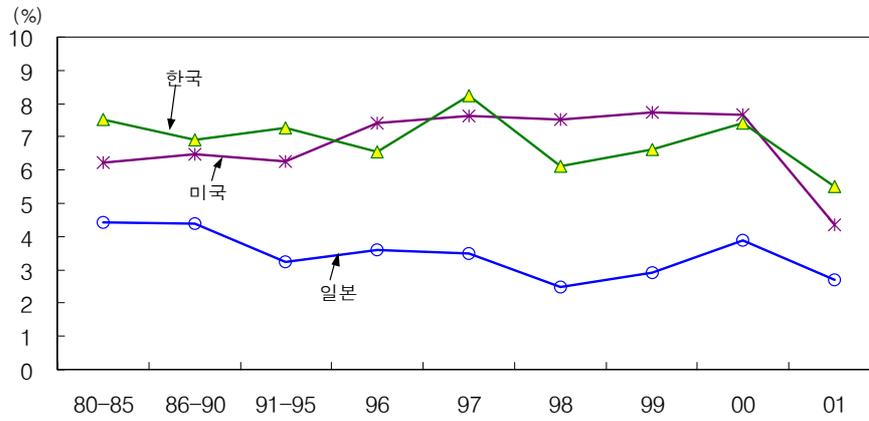
또한 <그림 Ⅲ-1>에 나타나는 바와 같이, 2001년 말 현재 차입금의존도(<차입금+회사채>/총자본)는 미국이 27.4%로 가장 낮고 그 다음 일본(31.3%), 한국(39.8%) 순으로 나타났으며 2002년 6월말 현재 우리나라의 차입금의존도는 33.1%로 선진국에 비해서는 아직 높은 수준이다. 또한 한·미·일 3국의 수익성을 비교하는 <그림 Ⅲ-2>를 보면, 2001년 중 매출액영업이익률(영업이익/매출액)은 한국이 5.5%로 가장 높으며 그 다음 미국(4.4%), 일본(2.7%)순으로 나타났으며 2002년 상반기 중 우리나라의 매출액영업이익률은 주요 선진국보다 높은 수준을 시현하였다. 그러나 2001년 중 매출액순이익률(당기순이익/매출액)은 미국이 0.9%로 가장 높은 가운데 일본(0.1%), 한국(0.01%) 순으로 나타났다(<그림 Ⅲ-3>).

<그림 III-1> 한·미·일 차입금 의존도 추이



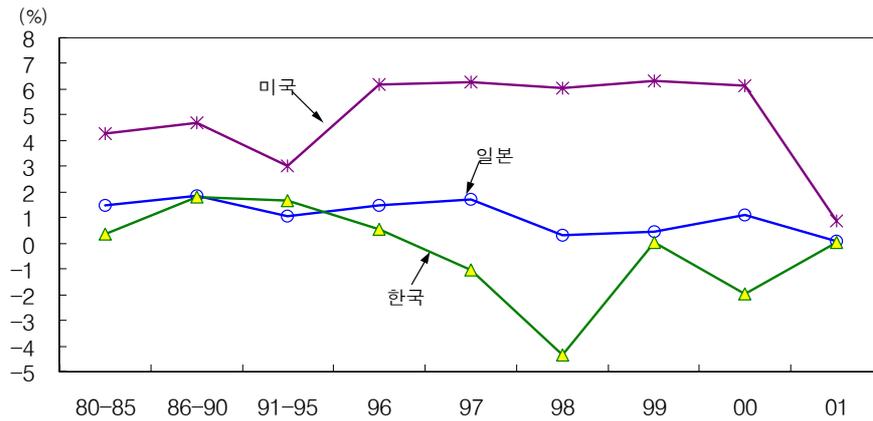
자료: 한국은행(2003)

<그림 III-2> 한·미·일 매출액영업이익률 추이



자료: 한국은행(2003)

<그림 III-3> 한·미·일 매출액순이익률 추이

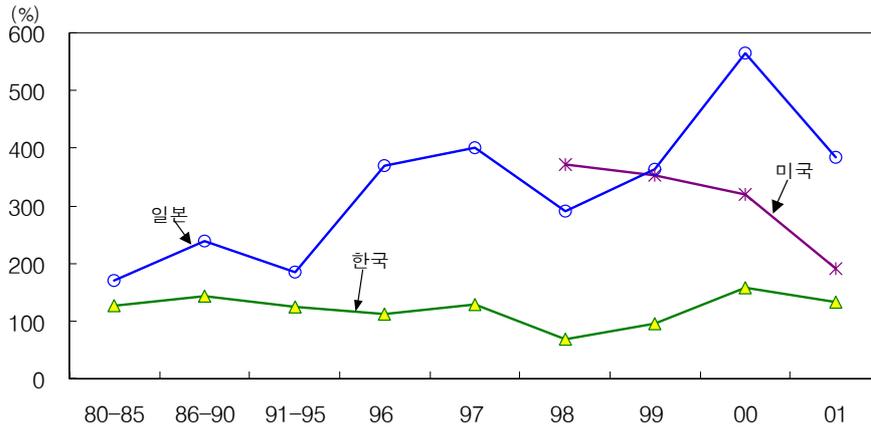


자료: 한국은행(2003)

매출액영업이익률이 가장 높음에도 이처럼 매출액순이익률이 가장 낮게 나타나는 것은 영업외비용, 그 중에서도 <그림 III-1>에서 살펴본 높은 차입금 의존도와 관련한 이자비용 때문인 것으로 보인다. 이것은 <그림 III-4>에 나타난 한·미·일 세 나라의 이자보상비율(영업이익/지급이자)을 살펴보면 극명하게 드러난다. 즉, 이자보상비율은 금리수준이 크게 낮은 일본이 384.5%로 가장 높게 나타나고 그 다음 미국(190.9%), 한국(132.7%) 순으로 나타났다.<sup>31)</sup>

31) 한국은행(2003)

<그림 III-4> 한·미·일 이자보상비율 추이



자료: 한국은행(2003)

주식·출자금의 비중이 채권에 비해 상대적으로 낮은 우리나라 기업들은 대출금 및 채권을 주요 자금조달 수단으로 사용하고 있고, 따라서 다른 국가의 기업들에 비해 높은 타인자본비용을 부담하고 있다. 1997년도 금융위기에서 경험한 바와 같이, 파산비용의 증가를 포함하는 높은 타인자본비용 부담은 사회적으로 바람직하지 못하다.

#### 나. 주식·출자금에 대한 외국부문 증가 및 국내 부문 감소로 인한 문제점

우리나라 자본시장의 대외개방은 개별종목 발행주식 총수의 10%(1인당으로는 3%) 내에서 외국인 직접투자가 허용(1992년 1월)된 후, 단계적으로 확대되었는데 외환위기 직후인 1997년 12월 그 한도가 55%(1인당으로는 50%)까지 크게 확대되었다. 이어 1998년 5월에는 국민 경제적으로 중요성이 큰 기간산업에 속한 일부 법인<sup>32)</sup>을 제외하고는 주식 투자

한도가 폐지되었으며 그 해 7월에는 한국증권거래소 및 코스닥시장에 상장 또는 등록되지 않은 주식에 대해 외국인의 투자를 자유화하였다. 이에 따라 외국인의 상장주식 보유액이 급격히 늘어나 1992년말 4.9%에 불과하던 외국인 보유 상장주식 시가총액이 2002년말에는 32.8%로 증가하며 그 비중이 크게 증가하고 있다.

이처럼 국내 주식시장에서 외국인이 차지하는 비중이 커짐에 따라, 외국인의 증권투자에 대한 국내 주식시장의 의존도가 커지고 있다. 이는 외국인의 매매거래에 우리나라 주식시장이 크게 변동하는 위험성을 내포하고 있다. 실제 시장개방 후 외국인의 자금 유출로 인하여 우리나라 주식시장의 주가가 대폭 하락한 사례가 몇 차례 있는데, 특히 97년 하반기의 급격한 주가하락은 외국인들의 매도세와 일치하고 있다.<sup>33)</sup> 북핵과 같은 경제외적 변수로 외국자본이 일거에 이탈시 주식시장에 미치는 충격을 감내하기 어려울 것이다.

앞에서 살펴본 바와 같이 우리나라 기업의 차입금 의존도가 높고 다른 국가의 기업들에 비해 높은 타인자본비용을 부담하고 있다. 이러한 상황에서는 주식시장을 발전시킬 필요가 있으므로 외국인의 국내 주식시장 투자를 줄인다는 것은 설득력이 없다. 실제 주식시장을 발전시키면서 외국인 의존도를 낮추기 위해서는 주식시장에 대한 외국인의 투자를 줄이기보다는 우리나라의 개인부문과 금융부문의 주식투자 증가를 통해, 외국자본의 급격한 이탈시 시장의 국내투자자에 의한 완충역할이 필요하다.

32) 현재 외국인 투자가 제한되는 법인은 (i) 증권거래법상의 “공공적 법인(2002년 2월 현재 재경부장관에 의하여 공공적 법인으로 지정된 기업은 한전뿐임)”과 (ii) 공공성이 강한 법인 중 개별법령(전기통신사업법, 공기업 경영구조개선 및 민영화에 관한 법률, 방송법, 항공법, 은행법)에 의해 외국인 투자가 제한되는 법인으로 구분됨. 또한 법령상 법인별 정관에서 한도 이내에서의 추가 제한을 허용하고 있음.

33) 김종년·유용주(1998)

## 2. 주식시장 저조의 원인분석 및 대책

### 가. 원인

본 절에서는 앞에서 살펴본 주식·출자금 부문의 저조 및 국내부문 감소에 대해 원인을 분석하고 그 대책을 제시한다. 이를 위해 주식·출자금 부문 저조의 주요 원인을 상품, 제도, 문화, 세계 및 기타 인프라의 측면에서 파악하고, 국내부문의 상대적 저조 문제는 국내 투자자의 측면에서 원인을 파악하고 그 대책을 제시한다.

#### 1) 상품(국내 주식): 주식투자수익률 저조

국가별 경제성장률 및 주가지수 변화를 비교한 <표 III-2>에 따르면, 미국 뿐 아니라 독일, 영국, 프랑스, 일본 등 여러 해외 다른 국가들과 비교할 때도 우리나라의 경제성장률 대비 주가지수 수익률이 낮게 나타나고 있다. 1990~2000년 사이 평균경제성장률은 한국 6.5%, 미국 3.2%, 독일 2.3%, 영국 2.1%, 프랑스 1.9%, 일본 1.7%인데 비해, 동기간의 주가지수 변화는 독일 4.1배, 미국 4.0배, 프랑스 3.4배, 영국 2.9배, 한국 0.7배, 일본 0.6배이다. 경제성장률과 주가지수가 정의 상관관계에 있다고 증명되지는 않았지만, 한국의 경우 경제성장률은 가장 높는데 비해 주가지수는 일본 다음으로 저조한 것은 경제성장 과실이 자본 공급자인 주식시장에서의 일반 투자자들에게 제대로 배분되고 있지 않음을 반증하는 것이라 할 수 있다.

<표 III-2> 해외 주요국의 경제성장률 대비 주가지수 변화 비교

(단위: %)

	한국	미국	영국	일본	프랑스	독일
1990-2000 주가지수 변화(A)	67	400	286	58	341	414
1990-2000 평균경제성장률(B)	6.5	3.2	2.1	1.7	1.9	2.3
A/B	10	125	138	34	183	184

또한 <표 III-3>에 의하면 1980년대 초부터 2001년 말까지 지난 20년간 우리나라의 채권과 주식의 연평균수익률은 각각 15.4%와 8.0%로, 상대적 위험이 더 큰 주식의 수익률이 더 낮은 것으로 나타난다. 지난 20년간 명목 GDP의 연평균성장률이 14.5%였던 것과 비교해 볼 때, 실물경제를 고려한 주식가격은 지나치게 낮은 것으로 나타난다. 이처럼 주식수익률이 채권수익률을 하회하는 현상은 금융경제학 이론으로는 설명하기 어려운 Equity Discount Puzzle이다. 이는 미국과의 비교를 통해 더욱 확실해진다. 즉, 미국은 위험이 큰 주식의 수익률이 채권 수익률보다 더 높게 나타나 우리와는 다른 양상을 보이고 있다.

<표 III-3> 회사채 · 주식 수익률의 국제비교

(단위: %)

	한국	미국
회사채	15.4	8.4
주식	8.0	12.7
명목 GDP	14.5	6.7

a) 1980년대 초~2001년 말까지의 연평균수익률임.  
자료: 강동수(2001)

이처럼 우리나라 주식시장은 해외 각 국과 비교해 볼 때 상대적 수익률이 저조할 뿐 아니라, 채권시장과 비교해 볼 때도 낮은 수익률을 보이고 있다. 따라서 우리나라에 독특한 높은 채권비중은 위험은 높고 수익률은 낮은 우리나라 주식시장의 구조로 인해 투자자들이 주식시장보다는 채권시장 투자를 선호할 수밖에 없는 여건이었기 때문에 나타난 현상이다.

## 2) 제도

### 가) 예금자보호제도의 강화로 인한 예금자산에 대한 주식의 상대적 위험 증가

우리나라는 1996년 예금보호제도 도입 당시 예금자 1인당 2천만원까지만 보호하는 부분보호제도를 채택하였다. 그러나 1997년에 발생한 금융위기 시 금융기관의 연쇄도산을 막기 위해 동년 11월 1일부터 2000년 12월 31일까지 한시적으로 예금을 전액 보호해 주었다. 또한 2001년 1월 1일부터는 다시 예금부분보호제도로 환원하면서 보호한도를 2천만원에서 5천만원으로 확대하였다. 이는 신속한 금융구조조정으로 국내 금융시장이 안정되었으나, 1인당 보호대상 예금액이 상대적으로 적을 경우 발생할 수 있는 부작용을 미연에 방지할 필요가 있었기 때문이었다. 당시 금융구조조정이 완결되지 않은 상태에서 보호한도를 2천만원으로 유지할 경우 신용도가 낮은 금융기관(금고, 신탁 등)에서 예금인출사태가 일어나고 이로 인해 금융시스템이 다시 불안정해질 가능성에 대한 우려가 있었다.

과도한 예금자보호는 시장원리에 의한 합리적 자산배분을 방해한다. 예를 들어, 투자자의 입장에서 주식과 예금이라는 두가지 상품이 있을 경우, 예금에 대한 과도한 보호는 투자자들로 하여금 예금 위주의 포트

폴리오를 보유하도록 할 것이다. 또한 그러한 예금자보호의 대가, 즉 비용이 합리적으로 산정되어 금융거래자에게 전가되고 있지 않기 때문에 투자자들은 주식에 대한 투자보다는 은행에 예금할 더 큰 유인을 가지게 된다.<sup>34)</sup>

<표 Ⅲ-4>와 <표 Ⅲ-5>에 따르면 실제 우리나라에서 1인당 예금액이 5천만원 이하인 전액보호대상자수는 부분보호제도 실시 전후를 비교해 볼 때 비교적 안정적 수준을 유지하고 있으나, 5천만원 이하 예금액의 비중과 동 예금액의 1인당 평균규모는 증가한 것으로 나타나 예금자들이 분산예치를 통하여 위험을 회피하는 성향을 찾아볼 수 있다. 또한 국내은행 및 금고, 신탁의 경우 예금자의 대부분(99.1%, 98.0%, 99.3%)이 전액보호 대상자에 해당되고 그 비중도 전년말과 유사하다. 5천만원 이하 예금의 비중도 국내은행, 종금, 금고의 경우 5.0%p~11.0%p 증가하였고, 다만 외은지점 및 신탁의 경우는 0.2%p, 3.1%p 감소하였다.

이처럼 예금자보호제도로 인해 예금자들은 분산예치를 통하여 위험을 회피할 수 있게 되었고, 따라서 개인 보유의 금융자산 대부분이 은행 등 금융중개기관의 예금 등에 의해 흡수되는 현상이 발생하게 되었다. 즉, 예금의 자산운용에 따른 원리금 리스크를 금융기관에서 부담하므로 개인자금이 위험부담이 없는 예금상품으로 몰려들고 있는 것이다. 이처럼 예금보호제도로 인해 개인들의 자금의 대부분이 예금상품으로 몰리게 되었고, 그 결과 우리나라 주식시장에 대한 개인들의 투자는 외국에 비해 저조한 상황이다. 즉 예금의 안정성 확보를 위하여 주식부문의 투

34) 우리나라는 고정보험료율제도를 채택하고 있는데 은행은 10/10,000, 증권은 20/10,000, 나머지 4개 기관에는 30/10,000의 보험료율을 적용하고 있으며, 법정 상한선은 모든 금융기관이 50/10,000임. 그러나 증권의 경우 고객예탁금을 증권금융에 예치하므로 은행에 비해 위험은 낮으나 보험료율은 더 높게 책정되어 있고, 보험의 경우 보험료율이 은행의 3배나 되는 등 보험료율 책정이 은행에게 유리하게 되어 있음.

자수요가 감소된 측면이 있다.

<표 III-4> 5천만원 이하 예금자수 및 예금액 비중

(단위: %)

구분	예금자수 비중		예금액 비중	
	'00년말	'01년말	'00년말	'01년말
국내은행	99.2	99.1	38.6	43.6
외은지점 <sup>a)</sup>	85.5	88.3	7.0	6.8
총금	79.5	76.5	8.4	20.2
금고	98.2	98.0	66.4	75.8
신협 <sup>b)</sup>	99.7	99.3	93.3	90.2

- a) 수신 상위 8개 대상으로 표본조사
  - b) 수신 상위 100개 대상으로 표본조사
- 자료: 예금보험공사(2002)

<표 III-5> 규모별 1인당 평균예금

(단위: 백만원)

구분		개인			법인		
		'00년말	'01년말	증감률	'00년말	'01년말	증감률
국내은행	5천만원 미만	1.7	1.8	5.9%	1.3	2.9	123.1%
	5천만원 이상	167	143	-14.4%	779	930	19.4%
외은지점 <sup>a)</sup>	5천만원 미만	4.2	5.1	21.4%	3.8	2.8	-26.3%
	5천만원 이상	209	216	3.3%	986	3,518	256.8%
금고	5천만원 미만	8.0	10.4	30.0%	2.5	7.1	184.0%
	5천만원 이상	141	113	-19.9%	743	714	3.9%

- a) 수신 상위 8개 은행 대상으로 표본조사
- 자료: 예금보험공사(2002)

## 나) 기업연금제도의 미도입

기업연금(corporate pension)은 현행 퇴직금 제도에 대신하여, 종업원의 명의로 연금이 적립되며, 종업원 스스로가 운용의 형태를 선택할 수 있는 제도이다. 기업이 퇴직하는 종업원에게 연금이나 일시금을 지급함으로써 공적연금제도를 보완하여 근로자의 노후생활보장을 강화하기 위한 사적연금제도라고 할 수 있다.<sup>35)</sup> 연금제도는 대부분 국가에서 국민연금, 기업연금, 개인연금의 3층 보장제도(Three Layers of Protection System)로 이루어져 있는데, 우리나라에서는 국민연금과 개인연금은 정착단계이지만 기업연금은 아직 도입되지 않고 있다.

기업연금은 퇴직금의 급부방식에 따라 확정급부형(defined benefit plan)과 확정각출형(defined contribution plan)으로 구분된다. 확정급부형은 종업원들이 퇴직후 수령하게 되는 연금급부액이 미리 정해져 있고, 확정각출형은 고용주의 연금각출액이 정해져 있지만 퇴직시 받을 연금액수를 미리 알 수 없다.

주요국의 기업연금제도를 살펴 보면 <표 III-6>과 같은데, 각국의 노동시장이나 자본시장의 특성과 인구노령화 정도, 기업경영환경 등을 감안하여 기업연금의 방식을 채택하는 것이 가장 중요하다고 볼 수 있다.

미국과 영국의 경우, 보험·연기금이 주식 등 위험자산에 적극 투자함으로써 직접금융의 중심 역할을 수행하고 있다. 이와 더불어 전통적인 간접금융 구조인 독일 및 프랑스의 경우에도 보험·연기금은 물론 투자신탁의 주식투자비중 확대가 직접금융 형태로의 이행에 견인차 역할을 하고 있다. 따라서 근로자 노후대책을 위하여 기업연금제도가 도입되면, 주식시장 수요기반 확충에도 일조를 할 것이다.

---

35) 한국투자신탁협회(1999)

&lt;표 III-6&gt; 주요국의 기업연금 제도

국가명	주요 특징
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 초기에는 확정급부형 위주로 성장하였으나, 1980년대 중반이후 확정각출형의 성장률이 높아지고 있음.</li> <li>· 1980년대 초 401(k)제도를 도입하여 확정각출형 기업연금을 채택하는 기업수가 급증하고 있음.</li> </ul>
영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국민 대부분이 국민연금(state pension)으로 불리는 공적연금의 적용을 받고 있으며, 이와 함께 사적연금이나 기업연금으로 고용연금(occupational pension)과 자영업자퇴직연금(self-employed retirement annuity)이 실시되고 있음.</li> </ul>
일본	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 전국민을 대상으로 하는 국민연금과 소득비례연금인 후생연금보험이 주축이 되고 있음.</li> <li>· 대부분의 기업들은 퇴직일시금제도 위주이며, 기업연금은 도입 30년이 지났지만, 크게 발달하지 못하고 있음.</li> </ul>

#### 다) 은행의 주식투자의 제약적 요인

우리나라 금융산업의 건전성을 유지하기 위한 목적으로 시행되는 많은 규제조치들 또한 주식시장의 발전을 막는 원인이 되고 있다.

우리나라는 은행의 건전성 규제를 위해 위험자산인 주식의 보유비율을 제도적으로 규제하고 있다. 은행계정의 자산운용에 대한 은행법 제38조 제1호에 따르면 주식 또는 상환기환 3년을 초과하는 유가증권<sup>36)</sup>에 대한 투자로서 자기자본의 100분의 100의 범위 내에서 대통령령이 정하는 비율에 해당하는 금액을 초과하는 투자를 허용하지 않고 있다. 또한 은행법 시행령 제21조 제2항 제1호에 의하면 동 비율을 100분의 60으로 정하고 있다. 즉, 은행의 경우 주식과 상환기간 3년 초과 유가증권의 비율은 자본금의 60% 이내로 한정하고 있어 개인들의 자금의 대부분을 흡수하고 있는 은행권의 주식보유가 제한될 수밖에 없다.

36) 국채 및 한국은행통화안정증권을 제외함.

개인 투자자금의 대부분이 은행에 흡수되고 있는 상황에서 우리나라 기관투자자들의 투자상황은 외국과 다를 수밖에 없다. 즉, 외국은 위험 자산에 많은 투자를 하는 투자기관에 많은 자금이 흡수되어 이들이 주식시장에 대한 투자를 선도해 나가고 있지만, 우리나라는 안정성을 중시 하는 은행에 자금이 집중되기 때문에 위험자산인 주식에 대한 투자가 저조한 상황이다. 은행의 주식투자는 예금자보호 및 은행산업의 안정성 유지 등으로 제한적일 수밖에 없다. 우리나라의 경우 개인자금의 대부분이 은행에 흡수되기 때문에 주식에 대한 전반적 투자가 구조적으로 저조하게 된다.

### 3) 문화: 주주중시문화의 미발달

맥킨지에 따르면 국내 주식시장에서 상장 후 2002년 1월까지 100% 이상 주주총수익률(TRS)<sup>37)</sup>을 안겨준 기업은 49%에 그치고 있다. 또 주식 시장 시가총액의 80%를 구성하는 114개 기업 가운데 26%인 30개 기업은 상장 이래 지금까지 마이너스 주주총수익률을 기록하고 있다. 심지어 상장 후 현재까지 주주총수익률이 -50%를 밑도는 기업, 즉 주주들에게 절반 이상의 원금손실을 초래한 기업도 12%에 이르고 있다. 이는 국내 기업들이 그동안 부채는 갚아야 할 돈으로 인식하면서도 주주의 지분에 대해서는 그렇게 생각하지 않았음을 여실히 보여주는 단면이다.

국내 증시의 TRS는 지난 10년간 마이너스를 기록하였다고 맥킨지는 지적하였다. 즉 10년간 주식을 보유한 우리나라의 주식 투자자들은 은행 금리 수준의 수익도 거두지 못하고 오히려 원금을 손해 본 셈이 된다.

37) TRS는 주주들이 주식보유로 얻게 된 전체 수익을 나타내는 지표로서, 이는 주가 시세차익과 배당금을 합쳐 산출됨. 누적 TRS는 (주식매도가격-주식매입가격+주당배당금총액)/주식매입가격으로 나타남. 연평균 TRS는 연복리개념을 감안하여 산출됨.

맥킨지는 이머징마켓 5개국에서 10년동안 TRS를 비교한 결과 우리나라가 가장 낮게 나타났다고 밝혔다. 실제로 S&P500 기업은 1991년부터 2001년까지 연평균 13.0%의 주주총수익률을 올리는데 성공했으며 이 가운데 주가상승으로 인한 연평균 수익이 10.7%를 차지하였고, 배당금에 의한 연평균 수익은 2.3%였다.<sup>38)</sup> 현대 경영학의 패러다임이 주주가치의 극대화에 있음에도 불구하고 TRS를 통해 분석해 본 우리나라 상장기업 주주의 프리미엄은 보상을 받지 못하고 있다.

IMD의 기업경영관행부문 평가 또한 우리나라에서 주주중시문화가 발달하지 못했음을 보여주고 있다. 스위스 소재 국제경영개발연구원(IMD)이 2002년중 49개국을 대상으로 국가경쟁력을 평가한 결과인 <표 III-7>에 따르면, 국민의 기업경영자에 대한 신뢰도(credibility of managers), 기업 이사회에 대한 불합리한 기업관행 방지 정도(corporate boards), 기업경영자의 주주이익 중시 정도(shareholder value)는 각각 40위, 41위, 39위로 나타났다. 이는 우리나라의 종합 국가경쟁력 순위(27위)보다 크게 낮은 것으로 49개국 중 하위권에 속하고 있다.

**<표 III-7> IMD가 평가한 우리나라의 국가경쟁력중  
기업경영관행부문 순위**

구분	1998	1999	2000	2001	2002
조사대상국가수	46	47	47	49	49
국민의 기업경영자에 대한 신뢰도	45	45	45	47	40
기업 이사회에 대한 불합리한 기업관행 방지 정도	46	45	45	47	41
기업경영자의 주주이익 중시 정도	43	44	44	44	39
종합 국가경쟁력	36	41	28	28	27

자료: IMD(2002)

38) 한국상장회사협의회(2003)

<표 III-8> 국가별 기업지배구조 등급

	CG	D	T	I	A	R	F	S
싱가폴	64.5	55.6	66.5	80.6	45.3	70.2	75.6	54.3
홍콩	62.9	51.2	65.8	55.5	54.6	71.1	77.2	65.8
말레이시아	56.6	48.5	63.4	66.6	37.5	51.8	70.0	59.6
인도	55.6	56.8	38.4	50.9	53.8	42.9	73.3	82.3
태국	55.1	36.1	64.5	43.2	63.1	46.7	70.3	65.0
대만	54.6	48.2	58.1	77.8	41.2	38.7	50.4	74.8
중국	49.1	40.9	55.2	42.6	33.5	49.3	68.9	55.3
한국	47.1	38.0	55.0	38.1	53.6	38.2	45.1	68.8
필리핀	43.9	40.6	43.5	45.7	33.8	35.8	40.8	78.3
인도네시아	37.3	35.8	57.2	22.2	20.8	34.3	53.4	37.0
파키스탄	33.9	39.4	32.0	33.8	29.3	27.8	23.2	61.1

a) CG Score: 기업지배구조 등급, D: Discipline T: Transparency I: Independence A: Accountability R: Responsibility F: Fairness S: Social Awareness.

자료: Credit Lyonnais Security Asia(2001)

기업지배구조에 대한 국가별 평가의 또 다른 보고서로는 CLSA가 2001년 4월에 25개 신흥시장국가(emerging market country)를 대상으로 조사하여 발표한 Corporate Governance Watch를 들 수 있다. 이 보고서 중에서 아시아 신흥시장국가에 대한 결과를 정리한 것이 <표 III-8>이다. CLSA의 조사에서도 우리나라는 아시아 11개 신흥시장국가 중에서 8위를 차지하여 낮은 평가를 받은 것으로 나타났다. 일곱 가지 조사항목 중에서 경영자의 기업지배구조에 대한 인식과 실천, 주주중시 경영에 대한 실천 등으로 정의한 Discipline 항목에서는 9위를 차지하였으며, 회계와 공시 등의 경영정보의 투명성(Transparency) 항목에서는 8위를 차지하여 낮은 평가를 받았다. 또한 경영진과 이사회 독립성과 사외이사와 감사위원회의 독립성을 평가한 독립성(Independency) 항목에서는 9위, 지배

주주가 소액주주를 공평하기 다루는가와 모든 주주가 평등한 권리를 행사하는가 등을 평가한 공평성(Fairness) 항목에서도 9위에 해당하여 역시 낮은 평가를 받았다.<sup>39)</sup> 이는 우리나라의 경우 소규모의 지분을 보유하고 있는 지배주주가 계열회사를 통하여 회사에 지대한 영향력을 행사하며 회사의 경영권을 쥐고 있기 때문으로 보인다.

이상에서 살펴본 바와 같이 현재 우리나라는 기업과 투자자의 상호 신뢰에 바탕을 둔 주식문화가 미흡한 실정이다. 기업은 주식을 자금조달 수단으로만 인식하였고, 주식의 수익성을 높여 투자자에게 보답하는 등 개인투자자를 흡수할 필요성을 절감하지 못하고 있다. 따라서 투자자들은 높은 수익에 대한 기대감이 적어 주식 및 투자신탁에 대한 매력을 느끼지 못하고 되었고, 이로 인해 우리나라 주식시장의 발전이 저해되었다. 또한 대우 사태, 현대 유동성 위기, 카드채 사태 등을 겪으면서 투신 산업에 대한 신뢰도가 저하되어 있는 것도 주식시장의 발전에 큰 걸림돌이 되고 있다.<sup>40)</sup> 그러나 기업들이 위험에 대비하여 적정 자본조달 비용을 유지하고자 한다면 투자자와의 신뢰구축을 위한 노력이 필요할 것이다.

#### 4) 세제: 개선의 여지가 있는 세제

현행 장기보유주식의 배당소득과세에 따르면 소액주주가 3년 이상 상장주식 또는 등록주식 보유시 수취배당금에 대하여 10% 원천징수하도록 되어 있다. 이는 정상 배당세율이 20%인 것을 감안할 때 투기성 단

39) Credit Lyonnais Security Asia(2003)에 따르면, 규제, 집행, 정치/규제 환경, 국제회계기준의 채택, 조직 메카니즘과 기업지배구조 문화 등의 요소에 있어서 우리나라는 10개국 중 5위를 차지하였음. 이는 2001년 4월에 발표된 보고서와는 그 평가 기준이 다름.

40) 구체적 내용은 노희진·오혜진(2000) 참조

기투자를 피하는 소액투자자의 장기보유 유도를 위한 정책이다. 이 외에도 주식의 장기보유 유도를 위한 세제로 우리사주조합원이 받는 배당소득에 대해 10% 원천징수를 하는 것과 기타 특례규정(근로자우대저축에 대한 비과세, 근로자장기저축에 대한 원천징수 특례, 근로자장기증권저축에 대한 원천징수 특례, 근로자 증권저축에 대한 원천징수 특례 등)으로 유가증권의 장기보유를 촉진하고 이러한 투자로부터 발생하는 배당소득 주민세에 대해 비과세를 하는 것이 있다.<sup>41)</sup>

이와 같은 장·단기 보유주식에 대한 과세상의 차별은 주식의 장기투자 유도를 위한 효과적 방법 중 하나이다. 그러나 현행 세제 하에서는 주식의 단기거래에 불이익을 줄 여지가 적어 투자자들의 주식 장기보유를 유도하기에는 한계가 있다. 즉, 낮은 배당률 때문에 장기보유자의 배당에 대한 저율과세만으로는 장기보유를 유도하기가 어렵다.

증권거래세는 주권이나 출자지분을 양도한 경우 과세하는 세금으로서 납세의무자는 주식의 양도를 중개하는 증권회사, 대체결제, 양도자가 된다. 증권거래세법 제8조에 의하면, 기본세율은 0.5%이며 자본시장의 육성을 위해 필요한 경우 증권거래소에서 거래되는 주권에 한하여 세율을 탄력적으로 결정할 수 있다. 증권거래세법 시행령 제5조에 의해, 유가증권 시장에서 양도되는 주권은 0.3%의 세율을 적용받는다. 또한 농어촌특별세법 제5조 제1항에 의해 증권거래소에서 거래된 주권의 양도가액에 대해 0.15%의 세금을 부과한다. 따라서 거래소시장에서 거래대금(양도)의 0.15%를 거래세와 농어촌특별세로 각각 부과하고 있으며, 코스닥 시장에서는 거래세만 0.3%를 적용하고 있다. 주식시장 투자자가 농어촌특별세를 부담하는 것은 비합리적으로 우리나라 주식시장의 발전을 가로막고 있다. 농어촌특별세의 부과는 논리적 기반이 약하며 대부분의 투자자에게 그 부담의 당위성을 설득시키기 어렵다.

41) 최용선·류근욱 외 5인(2000) 참조

## 5) 기타 인프라

### 가) 시장구조의 효율화

IT 발전으로 인한 세계 증권산업의 경쟁 심화로 자본시장의 구조는 기존의 틀에서 해체되고 새롭게 정립되어 가고 있다.

Nasdaq과 Amex의 통합, Euronext 설립 등의 현물거래소간의 통합, SGX(Singapore Exchange)와 HKEx(HK EX. and Clearing Ltd.)와 같은 현물거래소와 파생상품거래소간의 통합, 파생상품거래소간의 통합으로 나타난 Eurex, 그리고 Archipelago와 PCX(Pacific Stock Exchange Equities)의 통합에서 보이는 것과 같은 전자거래소와 기존 증권거래소간의 통합 등 증권거래소의 범세계적인 통합이 이루어지고 있다.

또한 전자매체를 통한 네트워크 형식의 거래시스템이 발달함에 따라 기존의 폐쇄적인 거래시스템에서 벗어난 ECN 등의 대체거래시스템이 활성화되고 있으며, 통합과 동시에 회원제에서 탈피하여 주식회사로 소유구조를 전환한 SGX와 HKEx와 같은 사례도 나오고 있다. 이는 거래소의 경쟁력 제고를 위한 의사결정구조의 개선을 의미하며 통합은 경쟁력 제고를 위한 거래소 운영 전략으로 파악할 수 있다.

이처럼 급변하는 환경 속에서 우리가 주식시장을 발전시키기 위해서는 자본시장 구조의 효율화를 위한 범세계적인 자본시장 흐름에서 뒤처지지 않고 경쟁력을 유지해나가는 것이 필요하다. 최근 거래소 통합 관련 논란이 많으나, 경제적 효율성에 근거하여 사용자인 투자자가 편리하고 저렴하게 이용할 수 있는 거래시스템을 정립할 필요가 있다.

### 나) 불공정거래감시시스템 개선: 자율규제기구 활용

시장규모가 커지고 컴퓨터기술이 발달할수록 불공정거래의 유형도

다양해지고 그 기법도 점점 교묘해져 불공정거래행위의 적발이 힘들어지고 있다. 우리나라 주식시장은 내부자거래와 각종 시세조종 행위로 인해 투자자들에게 불신의 대상이 되고 있다.

<표 Ⅲ-9>에 따르면 우리나라의 경우 증권사 내부의 불공정거래가 줄어들지 않고 있다. 공정거래질서 유지에 앞장서야 할 증권사 임직원이 오히려 시세조종 행위에 가담하는 사례가 빈발하고 있기 때문에 시장참여자의 불공정거래에 대한 도덕적 불감증을 일으키고 증권시장에 대한 일반의 신뢰를 크게 실추시키고 있다.

**<표 Ⅲ-9> 증권사 임직원의 시세조종가담**

	1998	1999	2000	2001.1~8
시세조종 총적발건수	33	31	61	105
(관련 증권사 임직원)	54	30	89	66

자료: 금융감독원(2001)

또한 임의매매는 선량한 관리자로서의 수탁의무에 근본적으로 반하는 행위로 증권업의 기본질서를 크게 교란시키고 있다. 이러한 불공정거래행위가 계속되는 한 우리나라 주식시장에 대한 투자자들의 투자를 유도하기는 힘들 것이다.

**<표 Ⅲ-10> 임의 매매**

	1998	1999	2000	2001.1~8
임의매매 관련 분쟁건수	N/A	340	440	208
(징계직원)	54	36	39	32

자료: 금융감독원(2001)

따라서 투자자들을 주식시장으로 끌어들이기 위해서는 불공정거래의 효과적인 규제를 위해 적발가능성을 높이는 한편 적발된 사안에 대해서는 엄격한 제재를 가할 필요가 있다. 적발가능성 및 제재수준과 관련하여 다음과 같은 문제점이 있다. 첫째, 자율규제와 공적규제 사이의 분업이 효과적으로 이루어지지 않고 있다. 둘째, 규제기관의 조사권이 제한되고 있어 신속하고 효율적인 조사가 이루어지지 않고 있다. 셋째, 제재수준이 낮아서 불공정행위를 억제하는 효과가 낮다. 넷째, 제재가 주로 기관이 아니라 개인, 그리고 감독자보다 행위자에 초점을 맞추고 있다.

또한 불공정거래 행위를 줄이기 위해서는 자율규제기관의 감시·감독 기능 강화가 필요한데, 우리나라의 자율규제는 다음과 같은 문제점들을 가지고 있다. 한국의 증권시장은 공적규제 중심의 역사를 가지고 있으며, 그 결과 영세하고 취약한 증권시장을 육성시키고 단순한 증권산업을 보호하기 위한 각종 육성정책을 추진하는 과정에서 정부주도의 규제체도를 중심으로 운용해 왔고, 자율규제는 정부정책 실현의 보조수단으로 활용되어 왔다. 또한 우리나라의 자율규제기관은 자율규제기관으로서 보다는 이익 단체적 성격이 강하다. 그동안 우리나라는 자율규제기관의 지배구조가 회원이사 중심으로 운용되어 온 관계로 자율규제를 하기가 어려웠고 동종업자 단체로서의 성격이 강하였다. 이에 따라 자율규제기관의 기능에 회의가 많았다. 이러한 배경과 여건 하에서 자율규제기관의 기능에 대한 방향설정이 결여되어 있으며, 공적규제와 자율규제를 어떻게 조화시켜나가야 하는지, 즉 공적규제의 보완수단으로서의 자율규제방안의 활성화에 대한 철학이 미정립되어 있다. 이러한 풍토 하에서 공적규제만 강화하는 방향으로 제도개편이 이루어져 온 것이 현실이다. 게다가 피규제자인 증권회사들 자체가 자율규제와 공적규제의 2중 규제를 꺼려했다. 증권회사 입장에서는 증권거래소와 협회 모두 같은 회원이므로 2중 규제를 받을 가능성이 있었으며, 아울러 거래소, 협회와 감독원의 중복규제를 받는 것을 꺼려했으며 자율규제를 잘 지키지 않는 풍토

가 있었다. 또한 자율규제의 위반시에 실효성 있는 징계권을 행사할 수도 없었고 행사하지도 않았다. 자율규제의 선결요건이라 할 수 있는 증권회사 등 회원사의 내부통제기준(compliance system)과 자율규제기관의 지도기준, 피규제기관의 내부통제기준의 강화가 필요하다.

**6) 투자자: 기업분석 및 위험관리능력 미흡**

<표 Ⅲ-11>에 따르면 개인과 금융부문으로 이루어진 국내투자자들이 금융자산 중 주식에 투자하는 비중은 5.3%이고, 채권에 투자하는 비중은 23.7%이다. 반면 외국투자자들은 주식은 27.3%, 채권은 26.0%의 비중으로 투자하고 있다. 외국인의 국내 채권 투자의 대부분은 외화채권에 투자한 것으로 실제 외화채권을 제외한 국내 채권 투자는 3.9%밖에 되지 않는다.<sup>42)</sup>

**<표 Ⅲ-11> 투자자별 금융자산 중 주식·채권 보유비중<sup>a)</sup>**

(단위: %)

	주식	채권
국내투자자	5.3	23.7
외국인투자자	27.3	26.0

a) 각 부문이 보유하는 총 금융자산 중에서 주식 및 채권이 차지하는 비중을 의미함.

b) 2002년말 기준임.

자료: 한국은행 조사통계월보(각호)

앞에서 살펴본 것처럼 채권시장에 투자할 때보다 위험은 높고 수익률은 낮은 우리나라 주식시장에서 이처럼 외국인들이 많은 부분을 주식

42) 상장채권만을 고려했을 경우, 외국인의 상장채권에 대한 투자는 0.1%임.

에 투자하며 또한 그 비중을 늘리고 있는 것은 그들이 수익을 창출할 수 있기 때문인 것으로 보인다. 즉, 전체적인 시장의 수익률이 낮기는 하지만 개별종목에 대한 투자에서는 채권보다 높은 수익창출이 가능하기 때문에 국내 주식시장에 투자를 하는 것이다.

<표 III-12> 투자자별 순매수 상위 10종목 및 수익률 현황

(단위: 억원, %)

구분	외국인		기관		개인	
	순매수	수익률	종목	수익률	종목	수익률
순매수	KT	1.5	삼성전자	12.5	하이닉스	-88.4
	LG카드	-62.6	SK텔레콤	-14.6	LG증권	-10.7
	대구은행	40.0	현대차	3.2	쌍용차	-13.8
	현대모비스	15.3	POSCO	-3.3	삼성증권	-40.1
	LG석유화학	52.3	국민은행	-15.7	삼성전기	-0.7
	기아차	-0.7	삼성전기	-0.7	LGEI	-46.0
	현대차2우B	30.4	신한지주	-29.3	한국전력	-15.9
	제일모직	62.5	대한항공	40.4	삼성SDI	18.1
	외환은행	-2.2	하나은행	1.2	삼성전자우	32.2
	LG전자	-35.9	LG석유화학	52.3	갑을	35.0
총계/평균	20,065	10.1	39,123	4.6	21,928	-13.0

a) 수익률은 주가등락률, 총계는 순매수 총계, 평균은 수익률에 대한 평균을 의미함.

b) 2002년도 수익률 현황임.

자료: 한국증권거래소 주식(2003)

투자자별 순매수 상위 10종목 수익률의 평균을 보여주는 <표 III-12>에 따르면, 2002년 중 외국인의 순매수 상위 10종목 수익률 평균은 10.1%로 기관의 4.6%, 개인의 -13.0%와 비교하여 높게 나타났다. 동기간 동안 KOSPI 지수가 -9.5%의 변화율을 보였던 것을 감안할 때, 외국인의 10.1%라는 수익률은 상당한 수준이다. 이처럼 전체적인 시장의 수익률이 낮음에도 불구하고 외국인들이 주식시장에서 높은 수익률을 올리고 있

는 반면, 기관 및 개인은 낮은 수익률을 보이며 주식시장에 대한 투자를 주저하는 이유는 외국인들에 비해 그들의 기업분석능력 및 정보력, 그리고 위험관리기법이 떨어지기 때문인 것으로 보인다. 즉, 기업분석 및 위험관리능력의 부족으로 우리나라 투자자들이 얻는 수익이 외국투자자들에게 비해 떨어지고 따라서 이들이 위험이 크고 수익성이 떨어지는 주식시장보다는 위험이 작은 채권시장을 선호하는 것이다.

그동안 국내투자자들의 적정주가를 분석하는 노력과 분석기법에 대한 연구 활동이 부진하였고, 따라서 국내 주식시장은 우량기업이 내재가치에 비해 저평가되어 주식발행을 통한 자금조달에 애로를 겪었는가 하면 퇴출되어야 할 부실기업이 오히려 고평가되어 투자자에게 커다란 손실을 안겨 줌으로써 주식시장의 발전을 저해한 것이 사실이다.

또한 주가, 금리, 환율 등 금융자산의 가격을 규제하던 제도가 자율화됨에 따른 금융자산의 변동성이 확대되는 등 시장위험이 증가하고 구조조정 과정에서 대기업과 금융기관의 대마블사신화가 사라지면서 기업과 금융기관의 신용위험에 대한 인식변화가 있는 현 시점에서는 기업들의 위험관리가 중시되고 이를 위한 다양한 위험관리 수단의 개발 필요성이 대두된다.

그러나 우리나라의 투자자들은 외국투자자들에 비해 리스크 관리 능력이 초보적인 수준에 머물고 있다. 먼저 금융관련위험을 조직적으로 관리하는 위험관리 및 내부통제시스템이 제대로 갖추어져 있지 않다. 특히 금융사고 등을 미연에 방지할 수 있는 사전적 예방차원의 컴플라이언스 업무가 미비하다. 따라서 주식시장에서 수익률 대비 위험이 높기 때문에 주식시장에 대한 투자를 꺼리고 있는 것이다.

또한 위험관리와 관련된 내부통제시스템에 대한 감독 또는 사전적인 감사활동이 미비하다. 기존의 회계감사업무로는 복잡다단한 형태의 금융환경변화로부터 기인하는 위험의 증가에 대처하는데 한계가 있으며, 자

체감사기능이 미흡하여 금감원의 외부감사를 준수하는 선에서 머물고 있다.

그 외에도 통합적인 위험관리시스템 역시 미비한 실정이다. 자산별, 고객별, 지점별 위험들을 통합하고 전사적 관점에서 계산된 통합위험 관리전략이 부재하며, 전체 회사 및 거래부서별 위험한도, 시장위험, 신용위험, 법적위험, 운영위험 및 유동성위험에 대한 통합적 관리가 필요하다.<sup>43)</sup>

## 나. 대책

주식시장 발전을 위한 다양한 대책<sup>44)</sup>들이 금융위기 이후 제시되었는바, 앞의 문제점 분석을 중심으로 기존에 제시되어 있지 않았거나 현재 주요 이슈로 제기될 수 있는 사항 위주로 대책을 제시한다.

### 1) 상품

우리나라의 경우, 주식수익률이 낮은 원인 중 하나로 높은 타인자본 비용을 들 수 있다. <그림 III-2>와 <그림 III-3>에서 본 바와 같이 우리나라 기업의 매출액영업이익률은 미국이나 일본에 비해 높은 반면, 매출액순이익률은 더 작은 것으로 나타나고 있다. 이것은 우리나라 기업들의 주주에 귀속되는 수익성이 떨어지는 이유가 높은 타인자본 사용으로 인한 높은 이자비용 때문임을 보여주는 증거이다.

이처럼 높은 부채비율로 인한 이자비용 증가로 우리나라 기업들의

---

43) 한국금융연구원(2001)

44) 구체적 내용은 최용선·류근옥 외 5인(2000), 노희진·오혜진(2001), 그리고 한국증권연구원(2001)을 참고바람.

수익성은 악화되었고, 기업들의 수익성이 악화되자 투자자들은 수익률이 낮은 주식시장에 대한 투자를 회피하였다. 이러한 투자자들의 주식투자 회피성향은 다시 기업들의 자기자본을 통한 자금조달을 어렵게 하였고, 이는 기업들의 이자비용을 더 증가시키는 결과를 초래했다. 이론적으로 투자자는 채권시장의 수익률보다 더 높은 주식시장의 수익률을 기대할 수 있을 때 주식시장에 투자를 할 것이다. 그러나 우리나라의 경우 채권시장의 수익률이 주식시장보다 높게 나타난다.

이와 같은 악순환의 고리를 끊을 필요가 있어, 기업은 합리적인 배당 정책 등으로 투자자를 유인할 필요가 있고, 또한 제도적으로 기업들의 주식시장을 통한 자금조달을 용이하게 하기 위한 정책 추진이 필요하다.

## 2) 제도

### 가) 예금자보호제도

우리나라의 계좌당 예금 보호규모의 적정성을 재검토할 필요가 있다.

예금보험제도는 금융제도의 안정성을 유지하기 위한 주요 수단이다. 금융기관의 예금은 예금자의 요구에 따라 즉시 인출 가능하고, 특히 선착순 지급이라는 특성이 있어 예금 대량인출(bank-run)에 취약하다. 개별 금융기관이 파산할 경우 외부효과로 인해 금융제도 전반의 불안정성이 심화되고 총체적 금융위기 발생도 가능하다. 하지만 이 경우에도 예금보험제도를 통해 개별 금융기관의 파산이 금융전반으로 확산되는 것을 방지함으로써 금융시장의 안정성 유지에 기여해야 한다.

또한 예금보험제도는 도덕적 해이를 유발할 수 있어 이의 방지가 관건이다. 금융기관들은 부보예금을 재원으로 고수익·고위험 전략을 채택하고, 예금자들은 높은 이자만 추구하면서 금융기관이 부실화할 우려가 높다. 각국에서는 예금보험제도가 초래할 도덕적 해이를 방지하기 위해

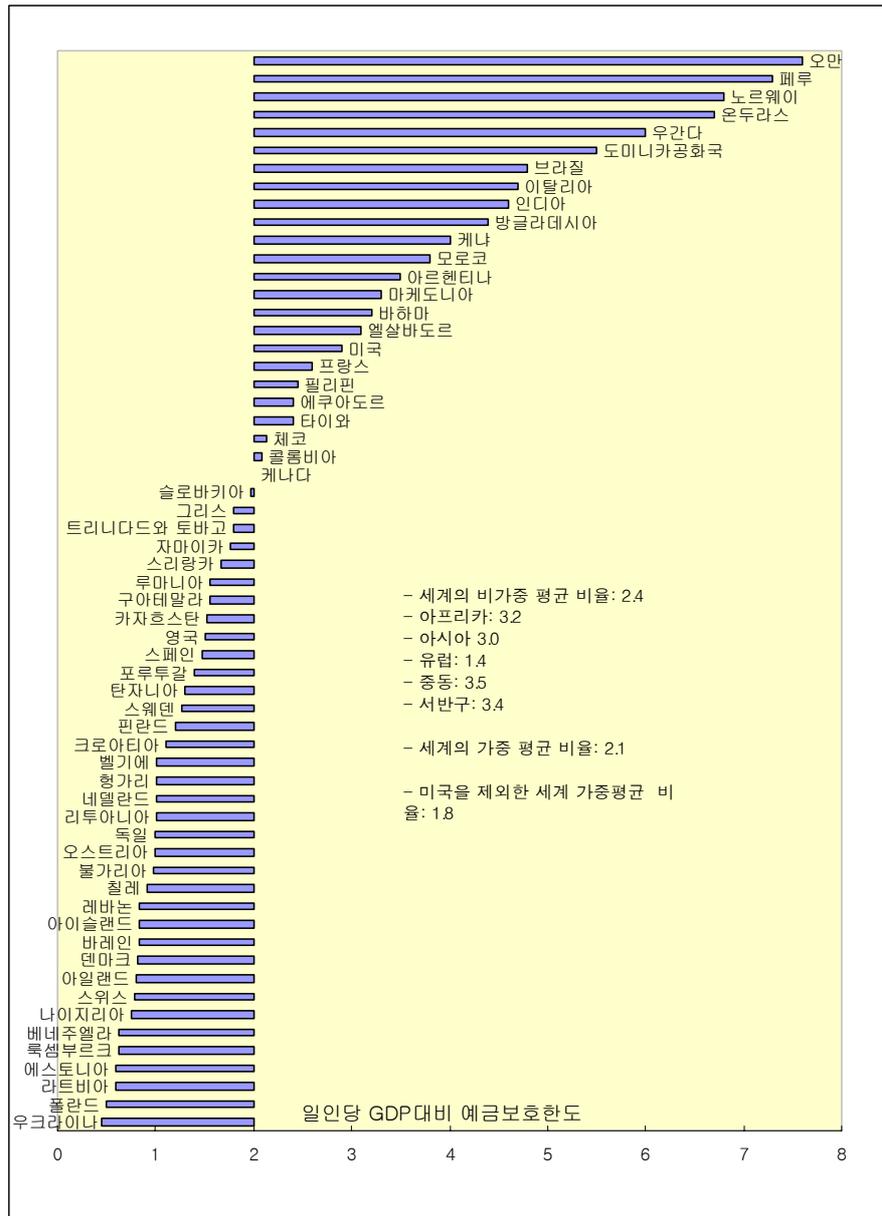
금융기관에 대한 규제와 감독을 강화하고 시장규율이 확대될 수 있도록 노력하고 있다. 보험료를 차등화를 통해 금융기관의 위험을 객관적으로 평가하고 이에 상응하는 보험료를 부과하고, 부실 금융기관을 객관적인 절차에 따라 신속히 처리하여 예금자의 무분별한 고수익 추구를 방지한다.

예금보장한도는 예금자의 도덕적 해이를 방지할 만큼 적어야 하지만 금융시장이 안정을 유지할 수 있을 만큼 커야 한다. 예금보장 한도는 금융기관의 과도한 위험 추구 억제와 금융시스템의 안정이라는 서로 상충되는 측면뿐만 아니라 공공정책 목표의 방향에 따라 결정되는 경향이 있다. 보호한도를 너무 높게 설정하면 금융기관의 과도한 위험추구 행위를 부추길 가능성이 있고, 너무 낮게 설정하면 금융위기사 불건전한 은행뿐만 아니라 건전한 은행에서도 연쇄적인 예금인출 사태를 야기하여 금융시스템의 안정이라는 정책목표가 희생될 수 있다. 예금보험제도의 주 목표가 소액 예금자를 보호하기 위한 것이라면 보호한도를 낮게 설정하고, 반면에 금융시장을 안정시키고 신규 금융기관의 진입을 독려하거나 국내 은행산업의 보호에 정책목표를 둘 경우에는 보호한도를 높게 설정할 필요가 있다. 이처럼 도덕적 해이와 금융시장 안정을 모두 고려하여 적절한 예금 보호규모를 유지해야 하나 현재의 5천만원이라는 예금보장한도는 IMF의 권고 등에 비추어 보면 지나친 것으로 생각된다. 이는 주식시장의 투자자에 대한 보호와 비교해 볼 때, 은행 예금자들에 대한 보호 편중으로 인해 자금 흐름의 왜곡을 가져올 수 있다.

현재 IMF는 적절한 보장한도로 1인당 GDP의 1~2배를 권장하고 있다. <그림 III-5>에 따르면 나라에 따라 보호한도 수준은 1인당 GDP의 최고 14.5배(차드)에서 0.1%(마케도니아)까지 다양하지만 67개국의 1인당 GDP 대비 보호한도의 산술평균은 2.4배이다. 일반적으로 금융시스템의 안정성이 높은 국가일수록 보장한도가 대체로 낮고, 불안정한 국가는 보장한도가 높다.

우리나라의 경우 2002년 시점의 1인당 GDP는 1,252만원으로 현재의 예금보장한도 5천만원은 1인당 GDP의 4.0배에 이르고 있다. 이는 예금보험기구를 운영하고 있는 국가의 평균보호수준인 1인당 GDP의 2.4배 수준보다 높은 수치이다. 우리나라가 5천만원이라는 예금보장한도를 채택할 시에는 금융시장의 불안정성이 지금보다 심각한 상황이었기 때문에 예금인출사태로 인한 금융혼란을 방지하기 위하여 지금의 예금보장한도를 실시하였다. 그러나 현재와 같이 은행 등의 금융시장이 어느 정도 안정을 되찾은 시점에서는 이러한 예금보장한도를 재검토할 필요성이 있다.

<그림 III-5> 주요국의 1인당 GDP 대비 예금보호한도



자료: Garcia(2000), IMF(1999)

나) 기업연금제도의 조속한 도입

우리나라는 퇴직자 노후보장을 위한 기업연금제도가 조속히 도입되어야 한다. 기업연금제도 도입의 목적은 퇴직자의 노후보장을 위한 것이고, 사회안전망이 취약한 우리나라의 경우 기업연금제도를 조속히 도입할 필요가 있다. 기업연금제도 도입의 결과로 주식시장의 수요 또한 증가할 수 있을 것이다.

기업연금제도의 도입을 위해서는 우선적으로 기업외부에서 기금이 조성되고 관리될 수 있도록 현재의 세제혜택 이상의 법적 조항 마련이 필요하다. 또한, 종업원들이 연금기금의 소유권을 갖도록 하여 종업원 스스로 계약을 맺을 금융기관을 선택할 수 있도록 해야 할 것이다.

보다 중장기적으로는 기업연금이나 퇴직연금제도를 관장할 수 있는 명확한 법률적 체계를 갖출 필요가 있다.<sup>45)</sup> 즉, 근로자의 연금과 관련된 세제문제를 포괄적으로 관장할 수 있는 기업연금법의 제정이 필요하다.<sup>46)</sup> 또한, 미국의 PBGC(Pension Benefit Guaranty Corporation)와 같은 연금급부보장기관의 설립을 통한 연금수급의 보장 등이 필요하다.

이 밖에도 기업연금과 관련하여 각종 세제상의 정비, 유연성과 안정성, 이동성 등을 고려한 새로운 연금계획의 수립, 평생연금지급 형태의 연금 상품 개발 등이 필요하다.

45) 현행 퇴직연금제도는 노동법 제34조에 기초하여 만들어졌음. 그러나, 의미상으로는 기업연금과 흡사한 규정이지만, 너무 단순하여 여러 가지 연금 상품과 진정한 의미의 기업연금을 포함할 수 있는 포괄적인 제도적 장치로써 기능하지 못하고 있음.

46) 미국의 ERISA(The Employee Retirement Income Security Act)의 경우, 기업연금과 개인연금을 포괄적으로 관리할 수 있는 법률적 체계를 가지고 있음.

다) 은행의 주식투자의 차등화

은행의 무분별한 위험 관련 투자허용은 바람직하지 않다. 예금자보호와 지급결제기능을 담당하는 은행이 위험에 노출되면 금융산업의 안정성이 훼손되기 때문이다.

그러나 자본금의 60% 이상 주식과 상환기간 3년 초과 유가증권에 투자할 수 없도록 한, 모든 은행들에 일괄적으로 적용되는 현행 규정은 재검토할 필요가 있다. 은행에 대한 일률적인 규제보다는 은행의 능력이나 건전성 여부에 따른 차별적 규제가 필요하다. 즉, 은행별로 그 은행의 규모, 건전성 정도, 위험관리능력 등에 따라 주식투자 한도를 차별적으로 책정할 필요가 있다.

3) 문화

현재 우리나라는 집단소송제와 소액주주보호를 위한 여러 정책들이 시행 또는 논의되고 있으나, 아직까지는 미흡한 실정이다. 따라서 이러한 제도들이 도입취지에 맞게 제대로 운영되는지에 대한 감독·감시를 강화할 필요가 있다. 이를 통해 지배주주 및 경영진의 독단적 경영형태, 부당내부거래, 경영권 세습 등 불합리한 경영관행 개선을 도모해야 한다. 이를 위해서는 사외이사제도의 실효성 제고를 위한 제도적 장치가 필요하고 지배구조의 투명화를 위해 경영자의 인식전환이 필요하다.

사외이사<sup>47)</sup>는 투자자에 대한 정보공시를 강화할 목적으로, 1950년대 미국에서 처음으로 제도화되었고, 미국의 세계 자본시장에서의 영향력이

47) “이사로서 상무에 종사하지 않는 자” (유가증권 상장규정 제2조 제12호)  
· 통상 이사로 불리는 상근 사내이사(inside director)와 구분  
· 주총에서 선임되는 이사회 구성원으로서, 법률상 상근이사와 같은 권한과 책임을 가짐.  
· 지배주주의 과도한 권한 행사를 견제하고 경영진의 전문성을 보완

커지면서 사외이사제도가 각국으로 확산되게 되었다.

국내 기업들은 1980년대 초반부터 비상임이사라는 이름으로 일종의 사외이사를 임명해 왔다. 이후 주주 권익을 대변하고 대표이사와 이사회를 견제하려는 목적으로 사외이사제를 도입하는 기업들이 늘어났다. 또한 외환위기 직후인 1998년 초에는 정부가 사외이사제를 의무화하기에 이르렀다.

<표 III-13> 국내 사외이사 도입 일지

연도	주요내용	관련근거
1998.2	· 상장법인 사외이사 선임 의무화 (이사총수의 1/4이상, 최소 1인 이상을 사외이사로 선임)	상장규정
1999.2	· 기업지배구조위원회 설치	-
2001.1	· 코스닥 등록법인에 대해서도 선임 의무화(벤처기업 제외) · 대규모 기업과 금융기관은 이사총수의 1/2이상 사외이사 · 대규모 기업에 사외이사후보추천위원회 설치 의무화	증권 거래법
2001.3	· 추천위원회는 소수주주 추천 사외이사후보를 반드시 포함	증권 거래법
2003년	· 사외이사 수, 선임대상 기업을 확대하는 것을 검토 중	-

현재 상장기업의 90% 이상이 사외이사제를 도입·운영하고 있으나 사외이사 중심의 이사회제도는 도입 취지와는 달리 제기능을 충분히 발휘하지 못하고 있는 것으로 평가되고 있다. 즉, 이사회가 거수기 역할을 탈피하였으나, 일하는 이사회(working board) 수준으로는 활성화되지 못하고 있다. 우리나라의 사외이사제도는 정부 주도의 도입에 따른 부작용, 이사선임에 있어서의 절차상 투명성과 공정성 문제, 소양을 갖춘 전문인력 풀의 부족, 책임에 비한 인센티브시스템의 미흡, 사외이사의 감시자로서의 역할을 중시하는 정부 및 시민단체와 사외이사의 감독기능

에 대한 지나친 강조로 효율적 의사결정이 무시되고 있다는 입장을 보이는 기업간의 의견 대립 등으로 인하여 현재 문제가 되고 있다.

이러한 문제점들을 해소하기 위해서는 기업들은 사외이사제 도입에 능동적으로 대처하고 이사회는 효율성을 기본으로 하면서 독립성을 강화하는 등 한국 실정에 맞는 사외이사제도를 모색해야 하며, 기업은 적극적으로 사외이사제도를 활용하여 소액주주, 시민단체 등의 지배구조 투명화 요구에 대응하고 기업경쟁력 제고를 위해서 유능한 사외이사를 선임 및 활용하며 전문역량을 가진 사외이사를 선임할 수 있도록 합리적 기준을 마련하고 경영자, 사외이사 및 소액주주간의 신뢰회복에 주력하여 지배구조 투명화 요구를 수용해야 한다. 또한 제도와 관행이 정착되지 않은 상태에서 법 강화로 문제를 해결하려고 할 경우 기업들의 불편과 비효율을 가중시키게 된다. 따라서 사외이사 인력 풀이 확충될 수 있도록 지원하며 보상에 비해 과도한 사외이사의 책임을 경감시킬 수 있는 제도적 장치를 마련하며 경영자 네트워크를 강화하는 등 정부는 제도 강화보다는 기업 자율과 운영 효율화에 초점을 맞추어야 한다. 이러한 것들을 통해 지배주주와 소수주주간의 기업이익에 대한 공정한 분배로 자본시장이 건전하게 발전할 수 있을 것이다.

우리나라의 주식시장을 발전시키기 위해서는 또한 합리적인 배당정책 및 제도의 개선을 통해 주주에 대한 합리적인 대우가 이루어져야 한다. 주주중시 경영이 이루어지기 위해서는 기업가치의 상대적인 평가척도인 TRS 등의 지표가 활성화되어야 한다. 우리나라의 주가가 이익수준과 일정한 관련성이 없는 경기흐름, 자금흐름에 영향을 받는다면 시세차익보다 배당금 증대에 의한 TRS 증대가 유효할 것이다 왜냐하면 주주들에게 예측가능한 TRS를 증대시키는 변수는 배당정책이라 할 수 있기 때문이다.

우리나라 기업은 배당활성화를 통해 장기적인 투자를 유도할 필요가

있다. 기업의 입장에서는 일반 투자자들에게 배당을 통해 기업이익을 돌려 줄 수도 있고, 내부유보를 하여 일반 투자자들이 자금을 운용하여 얻는 수익보다 더 높은 수익을 기대할 수 있는 투자기회가 있으면, 기업가치를 높여 투자자들에게 더 높은 수익을 돌려주게 된다. 즉 배당의 많고 적음이 문제가 아니라 어떻게 하는 것이 주주가치를 증대시킬 수 있는 방안인지가 문제일 것이다. 일반적으로 성장산업의 경우는 유보를 통해 기업의 성장 기회에 투자를 하여 주주의 미래가치를 상승시키는 것이 바람직하다고 인식되고 있고, 정체나 쇠퇴기에 있는 기업에서는 그러한 기회를 찾기 힘들므로 이익을 가능한 많이 투자자들에게 배당으로 돌려주는 것이 바람직하다고 인식된다.

한국기업의 배당성향을 보면 미국기업이나 일본기업에 비해 매우 낮은 수준을 보이고 있으며, 미국기업은 안정적인 성향을 보였고 일본기업은 90년대에 증가하는 추세를 나타냈다. 한편 국내기업들의 배당성향은 점차 하락하는 추세로 나타났다.<sup>48)</sup> 이처럼 우리나라 기업들은 그동안 이익수준과는 무관한 배당을 지급하여 왔고, 그 결과로 시장에 주식 투자의 수요가 다른 나라에 비해 작은 것으로 생각된다. 따라서 시장의 장기적 수요기반확충을 위한 배당활성화가 필요하다.

이를 위해서는 시가배당제의 정착 및 분기배당제를 통한 장기적 배당수익 목적의 투자유도, 배당이사결정 권한의 이사회 이전으로 인한 배당투자에 대한 불확실성 감소 등을 통해 투자자들에게 대한 합리적인 대우를 해주어야 할 필요가 있다.

또한 투신산업의 신뢰성 회복을 위해 부실 투신회사에 대한 공적자금의 투입 등을 포함한 신속하고 적극적인 투신산업 신뢰성 회복 노력이 필요하다.<sup>49)</sup>

48) 한상범·김문현 외 2인(2002)

49) 노희진·오혜진(2000) 참조

#### 4) 세제

개인투자자들이 직접금융시장에서 보다 효율적인 투자를 수행하고, 성숙된 투자문화를 정착시킬 수 있도록 하기 위해서는 보다 효과적으로 과세제도를 개선시킬 필요가 있다. 과세제도의 개선은 외국의 경우와 비교하여 국제적 정합성을 제고시키면서 동시에 국내 자본시장의 특수성을 고려하는 방향으로 추진되어야 할 것이다.

보유기간에 따른 다단계 또는 복수의 세율구조를 채택함으로써 단기 투자자와 투기성 투자자의 장기보유를 유도할 필요가 있다. 예를 들어 단기 보유자의 배당소득은 금융소득종합과세의 당연종합과세금액에 합산할 것을 고려할 필요가 있다.

증권거래세는 과도한 투기적 투자를 방지하고 단기투자자에 대해 과세빈도가 높아 단기적인 실적위주의 투자를 감소시킬 수 있는 장점이 있지만, 거래비용 증가로 요구수익률이 상승하여 수익성이 높은 사업의 자금이 감소하거나 이로 인한 세수감소 초래, 조세부담의 불공평 등의 단점도 있다.

특히 증권거래수수료의 자율화로 수수료율은 상당폭 떨어졌으나, 증권거래세 및 농특세는 동일하게 부과되고 있어 이의 합리적 조정이 필요하다. 또한 증권거래세의 경우 증권거래를 하여 손실을 본 투자자들도 납부를 해야 하는데, 손실의 경우 경감 또는 면제를 하는 것도 한 대안이 될 수 있다.

## 5) 기타 인프라

### 가) 효율적 시장구조

세계 자본시장의 흐름에 따라 국내에서도 효율적으로 자본시장의 구조를 개편하기 위한 보다 활발한 분석이 필요하다. 이를 위해서는 우선 증권거래소, 코스닥, 선물거래소, 증권예탁원, 증권전산 등의 상호관계를 기능 중심으로 정립하여 자본시장의 효율성 증진을 위한 시장구조 검토가 필요하다. 또한 해외 증권거래소의 경우 회원제로 운영되어 온 거래소의 소유구조도 주식시장화되어가고 있는 바, 국내 거래소의 경우에도 외국의 사례와의 비교를 통해 바람직한 소유구조를 모색해야 할 것이다.

또한 매매 이후에 발생하는 청산·결제 과정의 통합관리는 위험에 대한 인지 및 결제 이행을 단일기관에 의해 통합 처리할 수 있게 함으로써 위험의 통제 및 관리가 용이해질 수 있다. 이러한 통합은 투자자의 편익증진이라는 원칙 하에서 이루어질 필요가 있다.

### 나) 불공정거래시스템의 개선: 자율규제기구 활용

기본적으로 규제는 비용을 수반하게 되어 있는 바, 규제비용과 효익의 측면에서 자율규제의 활용을 검토하는 것이 바람직하다. 향후 시장규모 및 증권산업의 확대에 대비하여 자율규제를 활성화시켜 공적규제의 비용을 줄여나가야 한다. 다만, 자율규제는 공적규제를 보완·지원하는 규제로서의 역할에 한정될 필요가 있다.

자율규제기구의 회원사가 상호 중복됨으로서 규제비용의 중복이 단기적으로 예상되지만, 시장구조 및 매매거래시스템의 변화에 따라서 변화가 예상된다. 변화하는 환경에 대하여 정부기관보다 훨씬 더 신속하고 유연하게 대처할 수 있는 자율규제기관의 능력을 극대화할 수 있도록,

법적 규제기구는 자율규제기구가 더 잘할 수 있는 기능을 과감히 이관하도록 한다.

또한 자율규제위반에 대한 감시 및 처리절차를 명백히 해야 한다. 각 자율규제기관별로 윤리기준을 엄격하게 제정하고 위반시 징계절차를 명확히 한다. 회원사들이 적절한 내부통제(compliance system)시스템을 수립하여야 할 것이며, 자율규제기관들은 이러한 내부통제시스템에 대한 감시를 금감위로부터 위임받도록 한다.

금감위는 자율규제기관을 철저히 감독·제재할 수 있는 체제를 구축하여 전반적인 감독기능을 수행해야 하며, 자율규제기관의 규제상의 책임의식을 확실히 해야 한다.

또한 자율규제기관의 지배구조 및 경영구조를 개선하여 의사결정과 정의 독립성과 투명성을 높여나가도록 하며, 자율규제기관의 공익이사의 수를 과반수 이상으로 운영하도록 한다.

불공정거래를 제대로 감시하기 위해서 금감위는 증권시장참가자의 증권법령의 준수 및 그 위반에 대한 감독 및 집행을 일차적으로 자율규제기관에게 담당하도록 하는 것을 원칙으로 하고 금감위는 거래소를 직접 규제하는 방식으로 전환되어야 할 것이다. 자율규제위반에 대한 감시 및 처리절차를 명백히 하고, 금감원과 거래소 모두 제재수단을 다양하게 이용할 수 있게 하고, 그 조치강도를 강화하며, 증권업종사자의 내부통제시스템을 효율적으로 작동시키는 것 또한 필요하다.

**6) 투자자: 국내 투자자의 Research 능력 향상 및 위기관리기법  
향상 필요**

외국투자자들은 국내 주식시장에 대한 투자비중은 지속적으로 늘리고 있는 반면 상대적으로 국내 채권시장 참여는 저조하다. 반면 국내투자자는 이들과 상반된 투자패턴을 보이고 있는바, 한 주요 이유는 국내 투자자의 리서치와 위기관리기법상의 미비에 있는 것으로 보인다.

따라서 우리나라 증권산업의 Research 부분에 대한 지속적인 투자 및 발전 노력이 필요하다. 최근 시황에 따라 증권회사 Research 부분에 대한 투자 변동이 심하나 지속적인 투자가 바람직하다.

또한 자본시장의 안정성을 제고시키기 위해서는 위기관리체계의 개선이 필요하다. 위기관리 업무는 투자은행의 필수적인 업무에 해당하는데, 향후 자본시장에서 투자은행의 역할이 강화될 것으로 예상됨에 따라 우리나라의 경우에도 증권사들이 성공적인 투자은행 업무를 수행해 나가기 위해서는 효율적인 위기관리체계의 구축이 필수적이라고 할 수 있다. 금융기관의 위기관리에 우선적으로 필요한 것은 위기관리에 대한 CEO의 확고한 인식의 정립이다.

단기적으로 개별은행은 각 은행의 실정에 적합한 종합위기관리체제를 구축하고, 감독당국은 주로 국가위험관리 및 금융시스템 위기관리에 집중하고 개별은행은 개별기업의 신용위험관리에 집중하는 등 분업에 의한 위기관리의 효율성을 제고한다. 또한 중장기적으로 은행은 외국업체에 전적으로 의존하는 컨설팅보다 국내 선도은행에 대한 벤치마킹을 통하여 위기관리능력을 자체적으로 제고할 필요가 있다.

증권사의 경우 재무건전성 규제에 대한 제도적 개선을 통해 증권사 스스로 위기관리시스템을 정착시키도록 유인을 제공할 필요가 있다. 단기적으로 사전감사기능의 제고 등 내부통제시스템의 효율적 운영을 위

해서 컴플라이언스 부서의 역할을 강화하며, 컴플라이언스 부서의 독립성, 위험의 평가 및 한도 수준, 경영진 및 이사회에 대한 보고의 시의적절성 및 신뢰성 등의 측면에서 효율성을 제고한다. 또한 중장기적으로 감독당국은 증권회사의 통합 내부통제시스템 구축을 유도한다. 즉, 증권업협회의 주도 아래 위험관리 표준지침을 제정하고 업계 자율적으로 시행될 수 있도록 한다.

최근의 금융환경 변화로 인하여 외국계 대형 투자은행들의 국내 진출이 가속화되고 있는 가운데, 향후 우리나라의 증권사들이 이들과의 경쟁에서 살아남기 위해서는 기존의 업무영역에서 벗어나 다양한 금융자산을 취급해야만 한다. 따라서 보다 강조되고 있는 각종 파생금융상품에 대한 적절한 교육과 훈련체계를 마련함과 동시에 위험을 고려한 수익에 대한 체계적인 관리시스템의 구축이 필요한 것이다.

금융환경의 변화와 함께 증권업계에서는 온라인 증권거래의 확대와 같은 영업 및 경영환경에 있어서의 변화도 경험하고 있다. 장내파생상품 거래의 활성화와 함께 장외파생상품의 본격적인 거래가 허용됨에 따라 위험요인을 관리할 수 있는 제도적 개선이 더욱 필요하게 되었다.

또한 적정주가 산정의 활성화는 주식시장 활성화에 도움이 될 것으로 생각된다. 적정주가를 산정하는 활동이 활발해질 경우 투자자와 주식을 공급하는 기업 모두에게 이익이 된다. 왜냐하면 주가를 적정하게 평가한다는 것은 저평가된 기업에 대해서는 투자자의 수요가 늘어나 기업은 조달비용을 절감할 수 있고 투자자는 주가상승에 따른 자본이득을 얻을 수 있기 때문이다. 이에 반해 고평가된 기업에 대해서는 투자자의 수요가 줄어들어 투자자는 추가손실의 위험을 막을 수 있고 기업은 조달비용상승으로 인해 신규사업에 보다 신중해지기 때문이다.

적정주가 평가가 갖는 의미를 국민경제 측면에서 보면, 그것은 성장성이 높고 부가가치가 큰 산업으로 보다 많은 투자재원이 배분되어 국

가경제의 성장잠재력을 확충할 수 있다는 점이다.

또한 적정주가 분석기법에 대한 활용도 제고는 거래비용을 절감하는 부수적인 효과가 있다. 그동안 즉흥적이고 기술적인 매매패턴은 변동성 확대, 높은 매매회전율 등으로 이어지며 추가적인 거래비용을 유발시켰다. 주가의 변동성이 높을 경우 투자자는 위험에 대한 보상을 요구하므로 주가의 할인요인으로 작용한다. 그리고 높은 매매회전율은 매매가 잦다는 의미로 투자자는 많은 거래비용을 부담하게 된다. 결국 기업의 내재가치에 근거한 투자패턴은 이러한 거래비용을 줄일 수 있게 해주는 장점이 있다.

이와 같이 적정주가 분석기법에 대한 활용도 제고는 국가경제의 성장잠재력을 확충할 뿐만 아니라 기업, 투자자 모두에게 이익이 되는 것으로 향후 주식시장 발전을 위해서는 이에 대한 관심과 연구가 한층 강화되어야 할 것이다.



#### IV. 맺음말

---



## IV. 맺음말

금융산업 분석의 결과 대내적으로는 채권시장에 비해 주식시장의 발전이 저조하고, 다른 나라와의 비교시 우리 경제규모에 비해 주식시장의 규모가 상대적으로 작은 것으로 나타났다.

그동안 우리나라의 금융산업 제도는 금융시장에서 필요성이 제기되면 그것을 법률 등으로 보완하는 방식으로 변화해 왔다. 그러나 이러한 보완방식에는 한계가 있어, 금융산업의 일관된 제도적 발전을 위해서는 좀 더 체계적이고 개별 금융산업간의 형평성을 고려하는, 좀 더 근본적인 제도 개선이 필요하다.

우리나라의 금융기관은 크게 은행, 비은행예금취급기관, 증권회사, 보험회사, 기타 금융기관 등으로 나눌 수 있는데, 이 중 은행의 비중이 크게 나타나고 있다. 또한 자본시장에 있어서는 주식시장보다 채권시장이 그 규모가 더 크게 나타났으며, 자본시장에서 채권시장이 차지하는 비중은 지속적으로 증가하고 있는 반면, 주식시장의 비중은 감소하고 있다.

그러나 우리나라는 여타 선진국들과는 다른 양상을 보이고 있다. 우리나라는 GDP 대비 금융자산이 지속적으로 증가하고 있지만, GDP 대비 주식·출자금의 규모는 다른 나라에 비해 크게 낮다. 전체 금융자산에서 차지하는 비중의 측면에서는 은행중심 시스템을 가지고 있는 일본의 경우, 주식·출자금 비중은 우리와 비슷하지만 채권의 비중은 우리나라보다 더 낮은 것으로 나타나고 있다. 또한 시장중심 시스템의 미국과 영국은 주식·출자금 비중이 우리나라나 일본에 비해 월등히 높게 나타나고 있으며, 채권비중은 미국이 우리나라와 비슷하고 영국은 우리나라보다 낮은 수준이다.

즉, 우리나라의 금융산업은 주식·출자금과 채권을 포함한 자본시장

의 비중이 증가하고 있다는 점에서 세계적 추세를 따라가고 있는 것처럼 보이나, 자본시장의 발전이 채권시장의 발전에 의한 것이라는 점에서 주식·출자금 시장이 자본시장의 발전을 이끌어가고 있는 미국, 영국 등의 금융선진국과는 다른 특징을 보인다.

이에 본 보고서에서는 우리나라 금융산업의 이러한 특성이 어떤 투자주체에게서 기인하는지를 알아보기 위해 투자주체별 금융자산 보유 추이를 살펴보았다.

우리나라의 금융부문에서 보유하는 주식비중은 해외 각국과 비교해 낮은 수준이나 채권은 높은 수준이며, 특히 채권 비중은 비교 대상 국가 중 가장 높게 나타나고 있다. 결국 앞에서 살펴 본 높은 채권비중과 낮은 주식·출자금 비중이라는 우리나라 금융산업의 특징은 상당 부분 금융부문의 자산 보유 특성에 기인한 것으로 보인다. 또한 우리나라에서 금융기관들의 주식보유비중이 낮은 것은 예금은행보다는 보험, 연기금, 투자기관들의 저조한 주식보유 때문인 것으로 나타났다.

개인부문의 금융자산을 살펴보면, 주식·출자금과 채권은 그 비중이 낮고, 통화 및 예금의 비중은 크게 나타나 개인들은 대부분의 금융자산을 통화 및 예금으로 보유하는 것으로 나타난다. 또한 통화 및 예금이 금융자산에서 차지하는 비중은 지속적으로 증가하는데 비하여, 주식·출자금의 비중은 감소하였다. 개인의 주식선호도가 감소하고 있는 것이다. 또한 금융기관과는 달리 개인은 주식뿐 아니라 채권에 대한 수요도 상당히 미미하게 나타나고 있다. 개인은 예금 등의 안전자산을 선호하고 그 자금을 예치하는 은행은 주식보유에 제약이 많아 외국과 비교시 우리나라는 주식시장 발전에 있어서 구조적 문제점을 지니고 있다.

또한 우리나라 전체 주식·출자금 중에서 외국인이 보유하는 우리나라의 주식·출자금 비중은 주식시장 개방 이후 아주 빠른 속도로 증가하였다. 이러한 외국인의 보유비중은 상장주식만을 고려할 경우 더 크게

나타난다. 우리나라 자본시장에 영향을 미치는 것이 주로 상장주식이라는 점을 감안할 때, 우리나라 주식시장의 외국인 의존도는 상당히며 점차 심화되고 있다고 할 수 있다.

결국 우리나라의 독특한 금융산업 구조는 금융부문과 개인부문의 저조한 주식투자로 인해 나타나는 것으로, 우리나라 주식·출자금 비중이 그나마 안정적인 배경에는 외국투자자의 비중 증가가 큰 기여를 하고 있다. 즉, 국내투자자들의 주식·출자금 보유비중 감소분을 외국인들이 메꾸어 주고 있는 것이다.

이러한 현상은 우리나라 기업이 타인자본을 상대적으로 많이 사용하게 하는 금융환경을 제공하고, 주식부문의 상대적 저조로 인한 문제점이 존재한다. 또한 우리나라 자본시장의 외국인 투자자에 대한 의존도 심화에 따라 외국자본이 일거에 이탈시 경제에 미치는 충격이 클 것이다. 따라서 이러한 문제를 해결하고 기업의 투자기회를 확충하기 위해 주식시장의 발전이 필요하다.

우리나라 주식시장의 발전이 부진한 것은 다양한 요인의 복합적 산물이다. 즉 저조한 주식투자수익률은 국내 주식투자 저조의 주된 원인이 되고, 과도한 예금자보호로 개인투자자의 대부분의 자금이 은행으로 예치되는데, 은행은 제도적으로 주식시장 투자에 제약요인을 지니고 있는 우리 금융구조는 본질적으로 주식시장 발전의 한계를 지니고 있다 할 수 있다. 또한 주식문화 발전의 수준은 낮고 세제와 기타 주식시장 인프라의 개선이 필요하다. 반면, 외국투자자들은 우리나라 주식시장과 채권시장 중 주식시장을 선호하고 있는데 비해, 국내투자자들은 상반된 모습을 보이고 있다.

이에 본 연구는 상품, 제도, 문화, 세제, 기타 인프라의 측면에서 이에 대한 대책을 제시하고, 투자자의 측면에서 외국투자자 의존도 심화문제를 다룬다. 이를 간단하게 요약하면 다음과 같다.

첫째, 주식이라는 상품이 투자자들에게 매력적이기 위해서는 합리적 배당정책 등으로 투자자를 유인할 수 있는 인센티브가 필요하며, 동시에 기업들의 주식시장을 통한 자금조달을 용이하게 하기 위한 정책도 추진되어야 한다.

둘째, 제도적 측면에서 현행 예금자보호제도의 보호규모의 적정성 검토와 기업연금제도의 조속한 도입, 그리고 은행의 주식투자의 차등화 방안을 강구할 필요가 있다.

셋째, 주주중시경영 문화 정착을 위해 현행 사외이사제도의 개선과 배당정책 개선이 필요하다.

넷째, 투자자들의 주식 장기보유 유도를 위한 정책과 함께 세제개선을 통해 주식에 대한 투자를 유도해야 한다.

다섯째, 우리나라 자본시장의 효율성 증진을 위해 시장이용자인 기업과 투자자의 관점에서 시장구조개편을 추진하고 자율규제기구를 활용하여 불공정거래 억제를 위한 노력이 필요하다.

여섯째, 국내투자자들의 Research 능력 향상 및 위기관리기법 향상을 위한 노력이 필요하다.

## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

### <국내 문헌>

강동수, 2001, 『주식의 상대적 수익률과 절대적 가격에 대한 연구』, 한국개발연구원 정책연구시리즈2001-05.

권순우, 1999, “업종별 적정부채비율 추정”, 삼성경제연구소 이슈페이퍼.

금융감독원, 2001, “증권사 영업규범 정착과 신뢰성 제고방안”.

\_\_\_\_\_, 『금융통계월보』, 각 호.

김중년·유용주, 1998, “외국인 주식투자 확대에 따른 영향 및 전망”, 삼성경제연구소 이슈페이퍼.

노희진·오혜진, 2000, 『투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점』, 한국증권연구원 이슈200-04.

\_\_\_\_\_, 2001, 『2001년 자본시장 발전방향』, 한국증권연구원 이슈01-01.

예금보험공사, 2002, “예금부분보호제도 시행 이후의 예금 동향”.

최용선·류근옥·박상수·박영규·우영호·노희진·Mark St. Giles, 2000, 『한국자본시장 수요연구: -실행방안-』, 재정경제부 및 세계은행 제출 최종보고서.

한국금융연구원, 2001, “Vision 2011 Project: 금융부문 연구”.

한국상장회사협의회, 2003, “주주중시경영의 구현방안에 관한 고찰”, 『상장협』, 3월.

한국은행, 1999, “우리나라의 금융제도”.

- \_\_\_\_\_, 2001a, “2001년 상반기 자금순환동향과 시사점”, 『조사통계월보』, 10월.
- \_\_\_\_\_, 2001b, 『기업경영분석』.
- \_\_\_\_\_, 2001c, “우리나라 기관투자자의 금융자산운용 추이와 시사점”.
- \_\_\_\_\_, 2001d, “우리나라의 금융시장(Financial Markets in Korea)”.
- \_\_\_\_\_, 2001e, 『자금순환계정해설』.
- \_\_\_\_\_, 2002, “금융기관 현황”, 『금융시스템 리뷰』.
- \_\_\_\_\_, 2003, “한·미·일 기업의 재무구조 및 수익성 비교 분석”.
- \_\_\_\_\_, 『조사통계월보』, 각호.
- 한국증권거래소, 2002, “증시활성화를 위한 주식문화(equity culture) 형성방안”, 『주식』, 1월.
- \_\_\_\_\_, 『주식』, 각호.
- 한국증권연구원, 2001, 『증권산업 발전방안』, 학술연구용역.
- 한국투자신탁협회, 1999, “한국 기업연금의 발전방안”.
- 한상범·김문현·김란영·이은정, 2002, 『한국·미국·일본의 배당제도 비교와 시사점』, 한국증권연구원 조사02-04.

<외국 문헌>

- Allen, Franklin and Douglas Gale, 2000, *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Bank of Japan, 2000a, *Comparative Economic and Financial Statistics Japan and Other Major Countries*.

- \_\_\_\_\_, 2000b, *Points on International Comparison of the Flow of Funds Accounts*.
- Credit Lyonnais Security Asia(CLSA), 2001, *Corporate Governance Watch*.
- \_\_\_\_\_, 2003, *Corporate Governance Watch*.
- Garcia, Gillian, 2000, "Deposit Insurance: A Survey of Actual and Best Practices", *IMF Working Paper*.
- IMD, 2002, *The World Competitiveness Yearbook*.
- IMF, 1999, *World Economic Outlook*.
- Jensen, M. and W. Meckling, 1976, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October.
- Kim, E. Han, 1978, "A Mena-Variance Theory of Optimal Structure and Corporate Debt Capacity", *Journal of Finance*, March.
- Kraus, Alan and Robert H. Litzenberg, 1973, "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance*, September.
- Miller, M. H., 1977, "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, May.
- Modigliani, F. and M. H. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment", *American Economic Review*, June.
- Scott, James H., Jr., 1976, "A Theory of Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, Spring.

**<웹사이트>**

공적자금관리위원회, <http://www.publicfund.go.kr/>

금융감독원, <http://www.fss.or.kr/>

노동부, <http://www.molab.go.kr/>

재정경제부, <http://www.mofe.or.kr/>

산업연구원, <http://www.keit.re.kr/>

삼성경제연구소, <http://www.seri.org/>

한국은행, <http://www.bok.or.kr/>

한국증권거래소, <http://www.kse.or.kr/>

통계청, <http://www.nso.go.kr/>

IMF, <http://www.imf.org/>