

외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토

2004. 6.

연구위원 김재철
연구위원 빈기범
연구위원 신보성
연구위원 오승현
연구위원 조성훈

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

< 著者 註 >

1997년 경제위기를 계기로 외국인의 주식보유비중 상한제도가 폐지된 이후 외국인의 주식 보유 비중은 추세적으로 증가하여, 2004년 6월 현재는 시가 총액의 40% 수준에 이르렀습니다. 이와 같이 증대된 외국인의 주식보유비중으로 인하여 우리나라의 기업 경영진과 정책 당국자들은 새로운 환경 및 도전에 직면하고 있습니다. 특히, 기업 경영권과 시장 안정성에 대한 많은 우려가 제기되고 있습니다.

이러한 우려는 그 개연성이 충분히 인정됨에도 불구하고, 구체적 자료 및 이론적 배경 없이 회자됨에 따라 다음과 같은 어려움이 발생하고 있습니다. 첫째, 투자자들은 막연한 불안감을 갖게 되어서 합리적인 투자가 위축되는 현상 발생하고 있습니다. 둘째, 정책 당국자들은 그 사안의 심각성 및 중요성에 대한 판단 근거가 부족하여서 정책 방향 및 정책 집행 순서를 합리적으로 설정하는데 어려움을 겪고 있습니다.

이에 본 연구는 구체적인 자료 및 합리적 이론에 근거하여 외국인의 주식보유비중과 관련된 우려 사항들을 검토하여, 그 문제의 본질, 심각성 정도 및 대응 방안을 모색하고자 합니다. 본 연구는 외국인의 주식보유비중이 증가함에 따라 제기되는 우려들을 ① 외국인의 주식보유비중이 과도하게 증가할 경우에 발생하는 우려, ② 외국인의 주식보유비중이 급격하게 감소할 경우에 발생하는 우려로 나누어서 고찰합니다.

독자 여러분의 많은 관심과 의견 제시는 본 연구가 더욱 발전할 수 있는 초석이 될 것입니다. 관련 문의 사항은 아래의 필자에게 연락하시기 바랍니다.

연락처 수신인:

신보성 (II장 1절), pori@ksri.org, 02-3771-0651

빈기범 (II장 1절), bink1@ksri.org, 02-3771-0624

조성훈 (II장 2절), buckeye@ksri.org, 02-3771-0646

정재만 (II장 3절), jaymchung@hallym.ac.kr, 033-248-1855

김재철 (III장 1절), jckim@ksri.org, 02-3771-0663

오승현 (III장 2절), elliott@ksri.org, 02-3771-0661

< 목 차 >

I. 서론	1
1. 연구의 배경	1
2. 연구의 범위	3
II. 외국인 주식보유비중의 증가에 따른 문제점 검토	5
1. 경영권 공격 가능성	5
2. 외국인 주주에 대한 고액배당	17
3. 유통주식수 감소	23
III. 외국인 주식보유비중 급감에 대한 검토	32
1. 외국자본의 금융시장 철수 가능성	32
2. 주가지수 파생상품을 통한 금융 시스템 위험	40
IV. 결론	47
< 부 록 >	51
<참 고 문 헌>	52

< 표 목 차 >

<표 I-1> 주요 선진국 외국인 주식비중	1
<표 I-2> 주요 이머징 외국인 주식비중	2
<표 II-1> 외국인에 의한 적대적 인수합병의 효과	6
<표 II-2> 주요 민간기업집단 주요 계열사의 내부지분 및 외국인지분	10
<표 II-3> 상장기업 외국인 배당 현황 총괄	18
<표 II-4> 고배당성향 기업 및 외국인 지분율	20
<표 II-5> 배당금 총액 상위기업 및 외국인 지분율	21
<표 II-6> 외국인보유 시가총액과 지분율 (단위: 조원, %)	23
<표 II-7> 거래소의 투자자별 매매회전을 추이	24
<표 II-8> 거래소의 외국인투자자로 인한 비유통주식비중 추이	27
<표 II-9> 거래소의 외국인투자자로 인한 유통주식 감소효과 (2003 년말 기준)	28
<표 III-1> 외국인 주식순매수와 기타 금융변수간의 단순상관계수	34
<표 III-2> 4개월 연속 외국인 주식순매도 사례(1992.1~2004.5)	35
<표 III-3> 주요 국제기구 및 외국증권사의 한국 경제성장률 전망	36
<표 III-4> 최근 주요 외국증권사의 한국증시 전망	37
<표 III-5> 투자주체별 주식 매매회전을 추이	38
<표 III-6> 외국인의 선물 순매수 규모	41

< 그림 목 차 >

<그림 II-1> 시가총액 기준 외국인 주식보유비중의 추이 (2002.1.~ 2004.4.)	5
<그림 II-2> 시가총액 순위를 기준으로 구분된 각 집단에 속하는 기 업들에 대한 외국인 지분	7
<그림 II-3> 국내 10개 민간 기업집단의 외국인 지분율 추이	8
<그림 II-4> SK(주)의 출자회사 할인	12
<그림 II-5> 삼성물산(주)의 출자회사 할인	14
<그림 III-1> 종합주가지수와 외국인 상장주식 누적 순매수	41
<그림 III-2> 외국인 상장주식 보유 현황	44

< 要 約 >

I. 경영권 공격 가능성

- 외국인이 주식시장에서 차지하는 비중이 지속적으로 높아지면서 외국인의 국내 상장기업 또는 기업집단에 대한 경영권 공격 가능성이 제기

- 외국인에 의한 적대적 인수가 가능한 상황이 위험요인인 동시에 기회가 될 수 있기에 이를 부정적으로만 바라볼 필요는 없으나, 국가 경제에서 중추적 역할을 담당하는 대규모 기업집단에 대한 경영권 위협 및 분쟁은 국가 경제 시스템 전반에 미치는 영향이 막대할 수 있음

- 대규모 기업집단에 대한 외국인 지분이 점차적으로 상승하는 상황에서 경영권 공격 가능성을 높이는 주요 요인은 지배 대주주(흔히 총수) 일가의 충분하지 못한 직접 지분 및 출자회사 할인(parent company discount)이라 할 수 있음
 - 실제로 지배 대주주 지분이 취약한 SK그룹내 SK(주)(최근 소버린과의 경영권 분쟁) 및 SK텔레콤(주)(1999년 타이거펀드와의 경영권 관련 분쟁)에서 경영권 분쟁이 발생
 - 출자회사 할인이란 출자회사 시가총액이 피출자사회사에 대한 소유 지분의 시가총액에도 미치지 못하는 경우로서 출자회사의 저평가 현상: SK(주), 삼성물산(주)의 예
 - SK(주) 경영권 분쟁 사례에서 보았듯이 기업집단내 계열사간 출자구조상 주요 위치를 차지하는 기업에 대한 경영권 분쟁은 기업집단 전체 경영권의 문제로 파급됨

- 출자회사 할인, 지배 대주주 지분, 내부지분 현황, 지배구조 등을 고려할 때 외국인의 경영권 공격 가능성을 배제할 수 없음
- 외국인에 의한 경영권 공격의 피해를 가장 적극적으로 차단하는 방법은 국내 투자자들로 하여금 국내 기업의 주식을 매입하게 하는 것
 - 투자자 보호 장치 마련, 기업지배구조 개선, 불공정 거래 처벌 강화
 - 기관투자자 육성, 연기금의 투자정책 및 지배구조 개선을 통한 주식 투자기반 마련 등이 요구됨

II. 외국인 주주에 대한 고액배당 문제

- 외국인의 주식보유비중의 증대에 따라 외국인 주주들에게 지급되는 배당 역시 증가하고 있으며, 이에 따라 다음과 같은 우려가 제기
 - 외국인 주주에 대한 고액배당으로 인한 국부유출 가능성
 - 기업 자금조달상의 문제로 인한 안정성 저하 및 투자 위축 가능성
- 증권거래소 상장기업을 대상으로 한 분석 결과 외국인 주식보유비중의 증대에 따라 기업의 배당 수준이 급격히 높아졌다는 증거는 없음
 - 외국인 주주에게 지급된 배당금의 수준은 외국인의 주식보유비중과 거의 비슷한 수준
 - 배당성향과 외국인 주식보유비중 간에는 관련성이 없음
 - 외국인에게 배당금을 많이 지급한 기업은 한국 자본시장의 대표적인 대형·우량기업들로서, 동시에 외국인의 보유비중이 가장 높은 기업들임

- 외국인 투자자들이 대형·우량기업에 집중적으로 투자하여 배당금을 회수하는 것으로 볼 수 있으며, 이는 정상적인 투자활동으로 보아야 할 것임

○ 합리적인 배당이 이루어지도록 하기 위해서는 기업경영의 투명성 제고 및 공시 강화가 필요

- 현금창출능력은 갖고 있으나 수익성 있는 투자기회는 없는 기업은 창출되는 현금을 최대한 주주들에게 지급하는 것이 기업가치를 극대화하는 정책임
- 그럼에도 불구하고 거액의 배당금이 기업으로 재투자되는 선순환이 이루어지지 않고 외국으로 유출되는 것은 바람직하지 않음
- 기업이 창출한 현금을 배당으로 주주에게 지급하는 것이 효율적인지, 장래 투자를 위하여 유보하는 것이 효율적인지를 국내 주주들도 정확하게 판단할 수 있도록 기업경영의 투명성 및 정보 공시를 강화하는 것이 중요
 - 국내 주주들이 이러한 능력을 갖추므로써, 외국인 주주가 기업가치를 파괴하는 고액배당을 요구할 경우 이를 견제할 수 있는 존재가 되도록 함

III. 유통주식수 감소

- 2003년말 상장주식에 대한 외국인 지분율이 40%를 상회함에 따라 외국인 지분 증가에 따른 유통주식수 감소에 대한 우려가 높아짐
 - 외국인은 다른 투자자에 비해 장기 보유의 경향이 있기 때문에 유통주식수가 감소하는 효과를 보이게 됨

— 외국인의 2003년 말 매매회전율은 0.72로 1년에 0.72회 사고 팔기 때문에 평균보유기간은 1.38년이 됨

• 개인의 매매회전율은 5.60으로 평균 보유기간은 2.14개월이 됨

○ 외국인 지분 증가로 인한 유통주식수 감소가 주식시장에 미치는 부정적인 효과는 크게 염려할 수준이 아님

— 외국인 지분에 의한 유통주식수 감소효과를 외국인의 매매회전율을 고려하여 계산하면, 2001년부터 28% 수준이 유지되고 있는데, 이는 통상적으로 언급되는 40% 보다 훨씬 작은 수치임

• 이러한 수치는 대주주 및 정부지분에 의한 유통주식수 감소효과인 30%와 비슷한 수준

— 대형주일수록 외국인에 의한 유통주식수 감소효과가 크지만, 대형주는 유동성이 높으므로 유동성 문제가 크지 않을 것으로 판단됨

• 외국인의 유통주식수 감소효과는 대형주그룹의 경우에 22%로 높은 수준이며 중형주, 소형주 그룹은 각각 5%, 2%로 미미한 수준

○ 외국인 지분 증가로 인한 유통주식수 감소는 주식시장에 긍정적인 효과도 있음

— 외국인 지분이 증가할수록 매매회전율이 낮아져서 장기투자문화가 정착됨

— 유통가능 주식의 시장에서 퇴장됨에 따라 주가 상승 여건이 마련됨

4. 외국자본의 금융시장 철수 가능성

- 국내주식 시장에서 외국인 비중이 급등하면서 외국자본의 급속한 유출 가능성과 그에 따른 금융시스템 불안정에 대한 우려가 제기
- 외국인의 주식매매와 국내 주가지수, 환율 및 금리와의 상관관계는 외국인의 거래소 주식보유 비중이 30%를 넘은 2000년 이후 더욱 커졌음
- 따라서 현상황에서 외국인의 주식투자 자금이 수개월에 걸쳐 급격하게 유출될 경우 주가 하락과 환율 및 금리의 상승 폭이 과거에 비해 더욱 커지는 것은 불가피 할 전망이며, 국제금융시장에서의 신뢰도 변화 여부에 따라 해외로부터의 자금조달도 부정적 영향을 받을 수 있음
 - 1992년 이후 외국인들이 4개월 이상 국내주식을 순매도 한 사례는 모두 4차례 있었는데, IT산업의 부흥을 배경으로 내국인의 주식투자 붐이 일어났었던 1999년 사례를 제외하면 주가가 크게 하락
- 일반적으로 거시경제의 급속한 악화, 자본투자 수익률의 급락, 단기투자 성향의 외국자본 증대 등이 외국자본 유출의 주요인으로 지적되는데, 단기적으로는 이러한 요인에 의한 외국자본의 급격한 유출 가능성은 크지 않은 것으로 판단
- 다만 가계신용 문제가 악화되어 금융권의 유동성위기가 재발하거나, 중국경제의 거품이 붕괴되면서 아시아 경제의 신뢰도가 크게 저하되는 등 악재가 발생하면 상당한 규모의 외국자본이 유출될 가능성도 상존

- 따라서 거시경제의 안정성이 유지될 수 있도록 하는데 정책의 초점을 맞추므로써 외국자본의 급속한 이탈을 사전적으로 차단하되, 외국자본의 이탈시 충격을 최소화할 수 있도록 내국인의 주식투자를 유인할 수 있는 장단기 방안에 대해 시급히 논의할 필요가 있음

5. 주가지수 파생상품을 통한 금융시스템 위험

- 해외의 시장위험 요인들로 인하여 외국인 주식투자자금이 철수할 가능성을 무시할 수 없음
 - 외국인 투자자들이 주식을 대량으로 매도한다면, 주가지수선물을 이용한 현물-선물 연계거래를 활용할 가능성이 매우 높음
 - 매수가 취약한 상황에서 외국인의 대규모 선물 매도는 백위데이션 현상을 통해 매도의 악순환을 형성하고, 금융 시스템 위험을 증폭시킴
 - 1998년도 하반기에 국제적 헤지펀드들은 홍콩의 외환시장과 주식시장을 공격하였고, 홍콩 정부는 이에 대해 강력히 대응한 바 있음
 - 1만 계약 이상의 주가지수선물거래에 대한 증거금 150% 인상
- 약 170조원(2004년 4월) 규모를 보유하고 있는 외국인이 주가지수 선물 매도를 통해 시장위험을 헤지할 수 있는 정도는 매우 제한적임
 - 외국인의 선물 누적 순매도 규모는 약 2.8만 계약 정도가 최대치였음
 - 선물 2.8만 계약은 약 1.4조원 규모 (KOSPI200 지수를 100으로 가정)

— 금융 시스템 위험이 우려될 정도로 외국인이 대규모의 주식을 매도하고자 한다면 주가지수선물 매도 이외에 외가격 풋옵션을 대량으로 매수할 가능성이 높음

○ 주가지수선물 매도로 인한 금융 위기 발생 가능성은 적다고 판단됨

— 선물 매도를 통해 헤지되는 시장위험은 매우 제한적이고, 선물 매도에 의한 단기적 시장 충격은 시장원리에 의해 곧 복원됨

— 그러나 외국인의 대규모 증시이탈에 대비하여 외국인의 주가지수선물 뿐 아니라 외가격 풋옵션의 거래 동향이 면밀히 분석되어야 하고, 비상시 대응정책이 사전에 마련되어야함

— 선물 및 풋옵션 시장을 통한 극단적 투기 행태에 대한 정부의 대응 능력과 의사를 시장참여자에게 인식시킴으로써, 헤지펀드들의 극단적 투기 행태를 예방하는 효과를 거둘 수 있음

I. 서론

1. 연구의 배경

- 경제위기를 계기로 외국인의 주식보유비중 상한제도가 폐지된 이후 외국인의 주식 보유 비중은 추세적으로 증가하여, 현재는 시가총액의 40% 수준에 이르렀음
- 2000년 이후 외국인의 주식보유비중이 시가총액 기준으로 40%를 상회하는 국가는 핀란드, 멕시코, 헝가리로서 국제적으로 그 예는 많지 않음

<표 1-1> 주요 선진국 외국인 주식비중

지역	국가	2000	2001	2002	최근	비고
미주	미국	9.2%	10.0%	10.3%	10.3%	'03.06월
	캐나다	7.5%	7.6%	8.2%	7.4%	'03.09월
유럽	영국	32.4%	31.9%	32.1%	32.1%	'02.12월
	프랑스	39.8%	39.3%	39.2%	38.8%	'03.03월
	독일	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	'01.12월
	핀란드	73.6%	62.6%	51.7%	55.7%	'03.11월
	스페인	34.7%	35.0%	n/a	35.0%	'01.12월
	스웨덴	39.0%	34.6%	33.5%	32.4%	'03.06월
	노르웨이	34.1%	28.0%	27.0%	28.0%	'03.11월
	그리스	n/a	23.9%	28.7%	28.5%	'03.06월
	덴마크	n/a	n/a	27.0%	26.9%	'03.09월
	이태리	15.3%	16.5%	n/a	16.5%	'01.12월
	벨기에	29.2%	32.0%	35.5%	32.4%	'03.06월
	포르투갈	17.5%	18.3%	22.7%	26.0%	'03.09월
	아시아	일본	18.8%	18.3%	17.7%	17.7%
호주		29.6%	28.7%	28.7%	28.7%	'02.12월
뉴질랜드		24.5%	23.5%	26.0%	28.4%	'03.09월

자료 : 안남기(2003)

<표 1-2> 주요 신흥시장 국가 외국인 주식비중

지역	국가	2000	2001	2002	최근	비고
아시아	한국	30.1%	36.6%	36.0%	40.1%	'03.11월
	대만	8.8%	12.4%	16.3%	23.1%	'03.11월
	인니	20.8%	18.5%	21.5%	22.0%	'03.11월
	태국	27.9%	28.5%	25.2%	32.8%	'03.09월
	필리핀	n/a	9.3%	12.7%	12.7%	'02.12월
	인도	3.6%	7.3%	8.6%	8.6%	'03.03월
미주	멕시코	41.3%	43.4%	42.6%	46.4%	'03.11월
	브라질	7.6%	7.4%	6.3%	7.0%	'03.08월
	페루	23.4%	24.8%	26.1%	30.1%	'03.09월
EMEA	터키	10.7%	11.8%	10.0%	13.0%	'03.11월
	이스라엘	n/a	n/a	10.0%	9.5%	'03.09월
	헝가리	70.7%	72.9%	71.8%	72.6%	'03.09월
	폴란드	17.0%	16.6%	15.3%	15.3%	'02.12월
	체코	26.1%	37.8%	26.8%	21.5%	'03.06월
	남아공	11.1%	11.4%	11.8%	11.8%	'02.12월

자료 : 안남기(2003)

- 외국인 주식보유비중이 40%를 초과하자 우리나라의 기업 경영진과 정책 당국자들은 새로운 환경 및 도전에 직면하고 있는데, 이에 대하여 일반적으로 다음과 같은 우려가 제기되고 있음
 - 국내 금융기관에 이어 일반 기업마저 외국자본에 넘어갈 가능성 제기
 - 외국인 대주주에 대한 고액의 배당금 지급으로 인하여 기업의 재무적 안정성이 저하되고, 투자가 위축되며, 국부가 유출됨
 - 외국인의 주식 매집으로 인한 유통주식수 감소로 유동성이 감소하고, 변동성이 증가하며, 가격발견기능이 저하됨
 - 외국인들이 국내 주식투자자금을 급격하게 철수할 경우 금융지표의 불안정 및 해외 자금조달의 어려움 가중 등 전반적인 금융시스템 위협으로 발전될 가능성이 보다 높아짐

— 파생상품시장을 이용하여 외국인 주식투자 자금이 이탈할 가능성 및 이에 따라 현물시장이 교란될 가능성

○ 이상과 같이 제기된 문제들은 그 개연성이 충분히 인정됨에도 불구하고, 구체적 자료 및 이론적 배경 없이 다루어지는 경향이 높음에 따라 다음과 같은 어려움이 발생함

— 투자자들은 막연한 불안감을 갖게 되어서 합리적인 투자가 위축되는 현상 발생

— 정책 당국자들은 그 문제들의 심각성 및 중요성 정도에 대한 판단 근거가 부족하여서 정책 방향 및 정책 집행 순서가 합리적으로 설정되기 어려움

2. 연구의 범위

○ 외국인의 주식보유비중이 증가함에 따라 제기되는 우려들은 크게 두 가지 유형으로 구분됨

— 외국인의 주식보유비중이 과도하게 증가할 경우에 발생하는 우려

- 국가 경제의 중추적 위치를 차지하는 대규모 기업집단마저 외국 자본에 넘어가거나, 혹은 외국인과의 경영권 분쟁으로 인해 기업 활동이 위축될 가능성
- 고액 배당에 따른 기업 안정성 저하, 투자 위축 및 국부 유출
- 유통 주식수의 감소에 따른 시장기능 저하

— 외국인의 주식보유비중이 급격하게 감소할 경우에 발생하는 우려

- 외국인 주식투자자금 유출이 금융시스템 전반의 위협으로 연결될 가능성
- 파생상품시장을 통한 외국인의 자금회수 움직임에 의해 금융 시스템 위협이 촉발될 가능성

○ 본 연구는 구체적인 자료 및 합리적 이론에 근거하여 이상과 같은 외국인의 주식보유비중과 관련된 문제들을 검토하여, 그 문제들의 본질, 심각성 정도 및 대응 방안을 모색하고자 함

II. 외국인 주식보유비중의 증가에 따른 문제점 검토

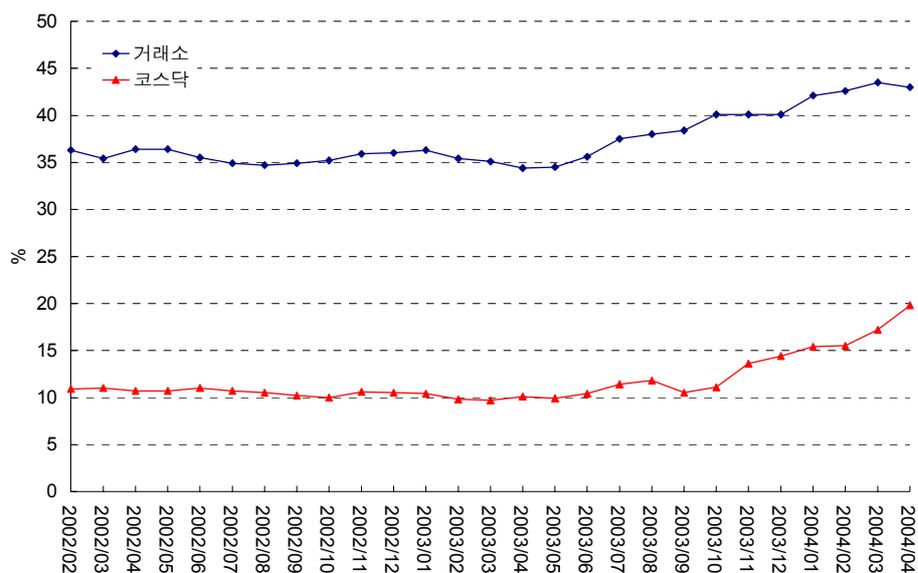
1. 경영권 공격 가능성

가. 현황

○ 최근 들어 외국인이 국내 상장기업의 시가총액에서 차지하는 비중이 지속적으로 상승

— 2004년 4월말 현재, 외국인의 주식 보유비중은 시가총액 기준으로 거래소 43.0%, 코스닥시장 19.8% (<그림 II-1> 참조)

<그림 II-1> 시가총액 기준 외국인 주식보유비중의 추이
(2002.1.~2004.4.)



자료: 금융감독위원회

- 주식시장에서 외국인 비중이 높아지면서 외국인에 의한 국내 상장기업 또는 기업집단에 대한 경영권 공격의 가능성 제기
 - 이러한 가능성은 최근 소버린의 SK(주) 지분매집을 통한 경영권 인수 (control takeover) 시도로 현실화되었으며, 아직도 소버린과 SK그룹 간의 분쟁은 끝나지 않은 상황

- 외국인에 의한 경영권 공격은 기회와 동시에 위험요인으로 작용
 - 외국인에 의한 적대적 인수 시도는 낙후된 기업지배구조 개선을 위한 계기가 될 수 있어 반드시 부정적으로 바라볼 필요는 없음
 - 다른 한편으로 외국인의 기업인수가 실현될 경우, 국내기업의 핵심 기술이 유출될 우려가 있으며, 경영 과실(果實)이 국내에 지속적으로 재투자되는 대신 외부로 유출됨으로써 장기적 성장잠재력이 일부 훼손될 가능성 존재

- 외국인 투자자에 의한 경영권 공격의 순기능은 살리면서, 역기능을 차단하는 방안을 강구할 필요 (<표 II-1> 참조)

<표 II-1> 외국인에 의한 적대적 인수합병의 효과

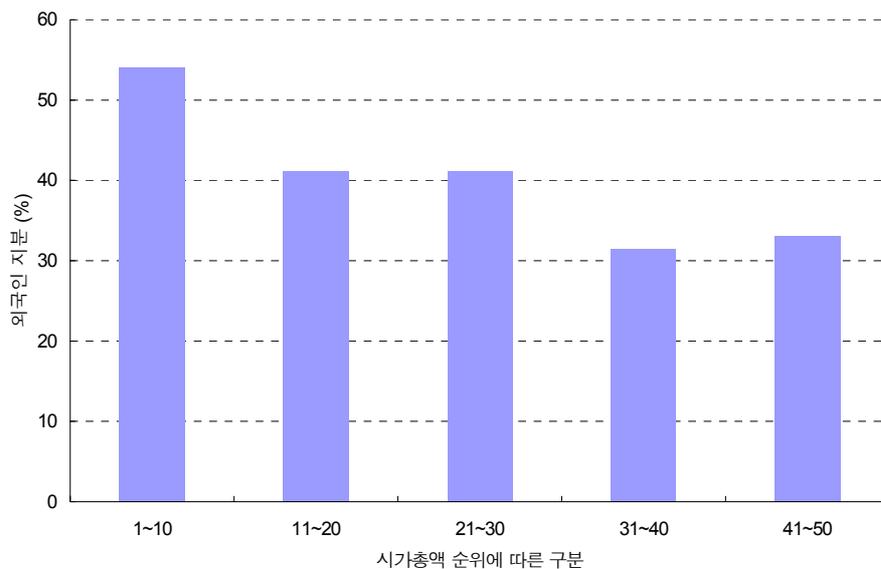
순기능	역기능
<ul style="list-style-type: none"> • 기업 경영 감시, 기업 경영의 선진화 • 지배구조 및 경영의 투명성 제고 • 주주와 경영자(또는 지배대주주)간 대리인 문제 가능성의 감소 • 자원의 효율적 배분 및 중복투자 방지 • 무분별한 사업 확장 방지 • 소수주주들의 위상 강화 	<ul style="list-style-type: none"> • 경영권 분쟁 과정상의 소모전으로 재무상태 악화 가능성 • 국내 기업의 핵심기술 유출 가능성 • 대규모 기업집단의 소속 계열사에 대한(특히 지주회사) 인수 문제는 그룹 전체에 대한 인수문제로 비화

나. 위험 요인

○ 경영권 공격 대상이 될 가능성이 큰 기업은 주로 시가총액 상위에 속하는 대기업들

— 상장기업을 대상으로 살펴보면, 시가총액이 큰 기업들에 외국인 지분이 몰려 있음 (<그림 II-2> 참조)

<그림 II-2> 시가총액 순위를 기준으로 구분된 각 집단에 속하는 기업들에 대한 외국인 지분



자료: 증권거래소 (2004년 4월 26일 기준)

○ 외국인 지분이 높다고 해서 반드시 경영권 분쟁이 야기되는 것은 아님

— 하지만 처음에는 단순한 시세차익을 위해 투자했던 외국인들도 일정 수준 이상의 지분이 확보될 경우 경영권 공격 시도로 방향을 선회할 가능성도 존재

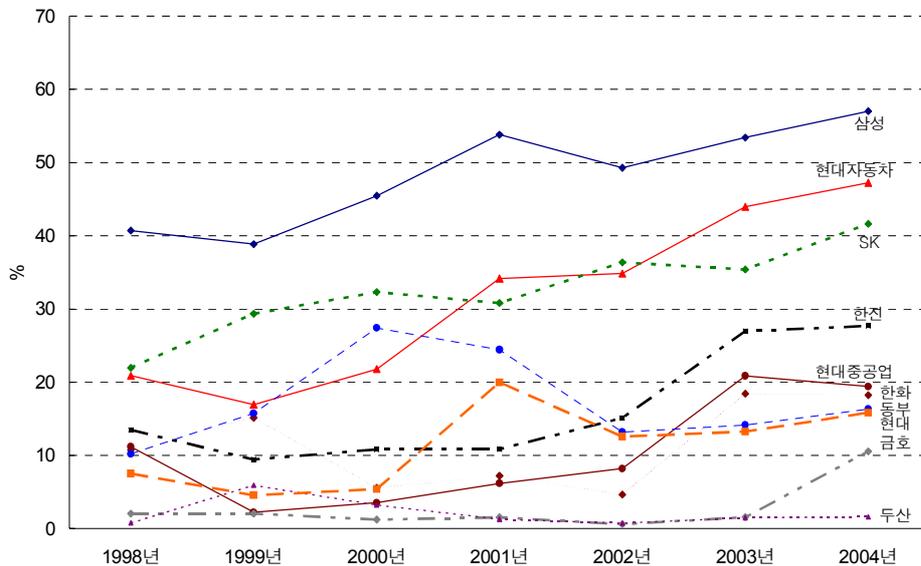
○ 외국인에 의한 경영권 공격이 국가경제에 부작용을 초래할 수 있는 경우는 주로 대규모 기업집단과 관련

— 국내 대규모 기업집단이 국가 경제에서 차지하는 비중과 역할을 고려할 때, 대규모 기업집단 소속 계열사에 대한 경영권 관련 분쟁은 국가 경제 시스템 전반에 미치는 영향이 클 수 있음

— 최근 경영권 분쟁이 있었던 SK(주)는 SK그룹의 지주회사격 계열사이며, 기간통신사업자인 SK텔레콤(주) 지분을 21.47% 소유한 최대주주이기도 함

○ 대규모 기업집단에 대한 외국인 주식보유비중은 상승하는 추세, 이에 따라 외국인에 의한 경영권 공격 가능성 역시 증대 (<그림 II-3> 참조)

<그림 II-3> 국내 10개 민간 기업집단의 외국인 지분을 추이



자료 : 증권거래소

- 대규모 기업집단에 대한 경영권 공격 가능성을 높이는 핵심요인은 지배 대주주(흔히 총수로 지칭) 일가의 낮은 보유 지분 및 출자회사 할인 (parent company discount)이라고 할 수 있음

(1) 지배대주주 일가의 낮은 지분

- 외국인에 의한 경영권 공격이 실제로 발생한 곳은 지배 대주주 일가의 지분이 극히 취약한 SK그룹내 계열사들이었음
 - 1999년 타이거펀드와 SK텔레콤(주) 간의 경영권 관련 분쟁 사례
 - 2004년 소버린에 의한 SK(주) 경영권 위협 사례
- <표 II-2>는 국내 주요 민간기업집단에 대해서 지주회사격 위치를 차지하는 계열사(또는 지배구조상 중요한 계열사)를 파악하고, 이 회사에 대한 내부지분, 5% 지분획득에 필요한 자금, 외국인 지분을 표시한 것임
 - 표에서 보듯 삼성물산(주), SK(주)의 경우 지배 대주주 일가의 지분이 미미하고, 내부지분도 낮은 편임. 반면 외국인 지분은 다른 기업들에 비해 상당히 높은 수준
 - 삼성물산(주)과 SK(주)의 경우, 5% 지분 획득에 필요한 자금규모는 타 기업에 비해 상대적으로 큰 편이지만, 이들 기업에 대한 경영권 획득시 그룹전체의 경영권을 장악할 수도 있다는 점을 고려하면 그다지 큰 금액이 아님
 - 2003년 4월 소버린이 SK(주) 주식 14.99%를 매집하는데 투입한 비용은 1,700억원 정도

— 2004년 3월 영국계 연기금 펀드인 헤르메스는 삼성물산(주) 주식을 5% 취득하여 최대주주로 부상한 바 있으며, 헤르메스는 SK(주) 경영권 분쟁시 소버린측의 우호세력이었음

<표 II-2> 주요 민간기업집단 주요 계열사의 내부지분 및 외국인지분

기업집단	주요 계열사	지배대주주 일가 지분 ¹⁾ (%)	계열사 지분 (%)	자사주 (%)	내부 지분 ²⁾ (%)	5% 획득에 필요한 자금 ³⁾ (백억원)	외국인 지분 (%)
금호	금호석유화학(주)	23.0	0.0	0.0	23.0	1.1	7.6
동부	동부건설(주)	42.1	30.1	1.8	73.9	0.6	2.8
두산	(주)두산	18.4	30.2	0.0	48.6	1.3	1.0
두산	두산건설(주)	20.6	29.5	0.0	50.1	0.4	0.2
삼성	삼성물산(주)	1.6	4.5	2.0	8.1	10.4	45.6
SK	SK(주)	1.1	16.3	0.7	18.2	31.4	60.2
LG	(주)LG	40.9	1.0	8.5	50.4	22.3	20.6
한화	한화(주)	26.8	3.7	13.6	44.1	3.7	20.8
현대자동차	현대자동차(주)	5.2	19.4	0.0	24.6	49.4	52.3
현대중공업	현대중공업(주)	12.9	5.0	0.0	17.9	10.2	18.9

- 1) 지배대주주 일가 지분 = 지배대주주 지분 + 지배대주주 친인척 지분 + 임원 지분+ 비영리법인 지분
 2) 내부지분 = 지배대주주 일가 지분 + 계열사 지분 + 자사주
 3) 5% rule(주식의 대량보유상황 공시제도)을 고려하여 지분 5% 획득시 필요 자금을 표시함
 자료: 지배 대주주 지분, 계열사 지분, 자사주, 내부지분율은 2003년 12월 사업보고서에서 발췌 (금융감독원 전자공시시스템), 5% 획득에 필요한 자금은 2004년 4월 29일 종가 기준 (증권거래소), 외국인 지분은 2004년 4월 26일 기준 (증권거래소)

(2) 출자회사 할인

- 지배 대주주 일가의 지분이 낮을 뿐만 아니라, 출자회사 할인이 심할 경우 쉽게 경영권 공격의 대상이 될 수 있음

— 출자회사 할인(parent company discount)이란 “출자회사의 시장가치가 자신이 소유하고 있는 피출자회사 지분의 시장가치에도 미치지 못하는 경우”를 지칭

- 예를 들어, 출자회사A가 피출자회사B에 대해 10%의 지분을 보유하고 피출자회사B의 시가총액이 1,000억원일 때, 출자회사의 가치가 피출자회사에 대한 소유분의 가치인 100억원(=1,000억원×10%)에도 못 미치는 경우 출자회사 할인이 발생
- 해외 문헌에는 이미 출자회사 할인에 대한 사례연구, 실증연구가 있음 (Cornell and Liu(2001), Schill and Zhou(2001), Mitchell et al.(2002), Lamont and Thaler(2003))
- 국내에서는 박상용(2004)이 매일경제신문 컬럼을 통해 출자회사 할인을 논의한 바 있음

○ 출자회사 할인의 정도가 심할 경우, 적은 자금을 투입하여 출자회사를 인수한 다음, 출자회사가 보유한 피출자회사 주식을 매각함으로써 차익거래(arbitrage)를 행할 수 있음

— SK(주)에 대한 소버린의 경영권 공격은 출자회사인 SK(주), 피출자회사인 SK텔레콤(주)의 관계에 적용되는 출자회사 할인의 관점에서 설명 가능

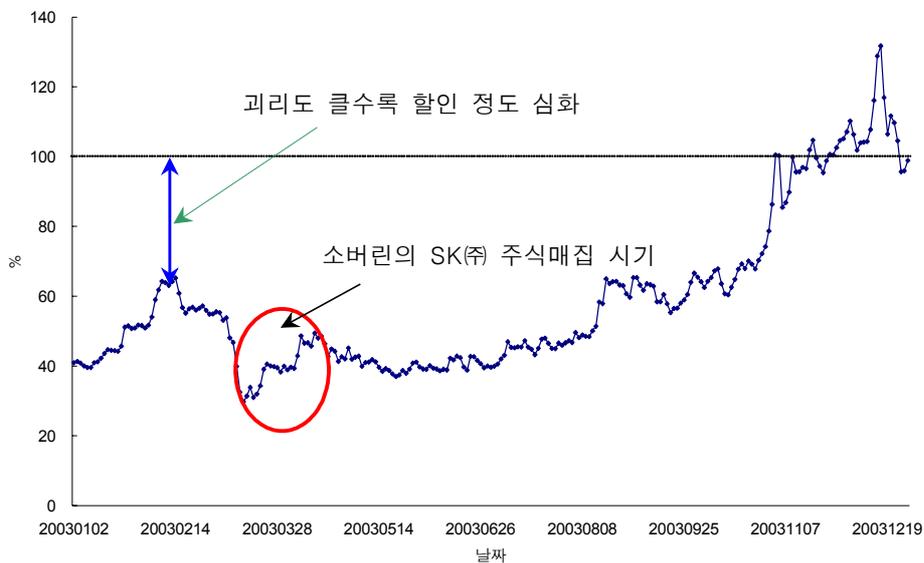
— 저평가된 SK(주)의 주식을 매집하여 경영권을 장악한 후, SK(주)가 보유한 SK텔레콤(주)의 주식을 매각함으로써 막대한 시세차익을 획득할 수 있는 것임

— 실제로 소버린은 SK(주) 경영권 분쟁의 과정에서 SK텔레콤(주) 주식의 매각 의사를 밝히기도 하였음

— 소버린의 주식매집 시기는 SK(주)의 출자사 할인이 매우 심화되었던 시점과 일치

- 당시 SK글로벌(주) 분식회계 사건 발생 직후 SK(주)의 주가가 급락, SK텔레콤(주)와의 관계에서 출자사 할인의 정도가 크게 심화되었음 (<그림 II-4> 참조)

<그림 II-4> SK(주)의 출자회사 할인



주: $(SK(주) \text{ 시가총액}) / (\text{지분율} \times SK\text{텔레콤}(주) \text{ 시가총액})$ 의 시계열을 그린 것으로 이 수치가 낮을수록 출자회사 SK(주)의 할인이 심한 것임. 2003년 내내 SK(주)의 이 수치는 100%를 밑돌았음. 소버린과의 경영권 분쟁의 과정 동안 SK(주) 주가가 상승하여 2003년말에는 100%를 상회함
 자료: 증권거래소, 금융감독원

- 지주회사격 계열사(예: SK(주)) 또는 지배구조상 주요 위치를 차지하는 계열사(예: 삼성물산(주))에 출자회사 할인이 발생할 경우, 상대적으로 적은 규모의 자금으로 이들 기업을 인수함으로써 기업집단 전체의 경영권을 장악할 수도 있음

— 계열사간 출자의 정도가 심할수록 지주회사격 계열사에 대한 경영권 인수로부터 얻을 수 있는 이득의 규모가 증대하고, 따라서 이를 목표로 한 경영권 공격에 쉽게 노출

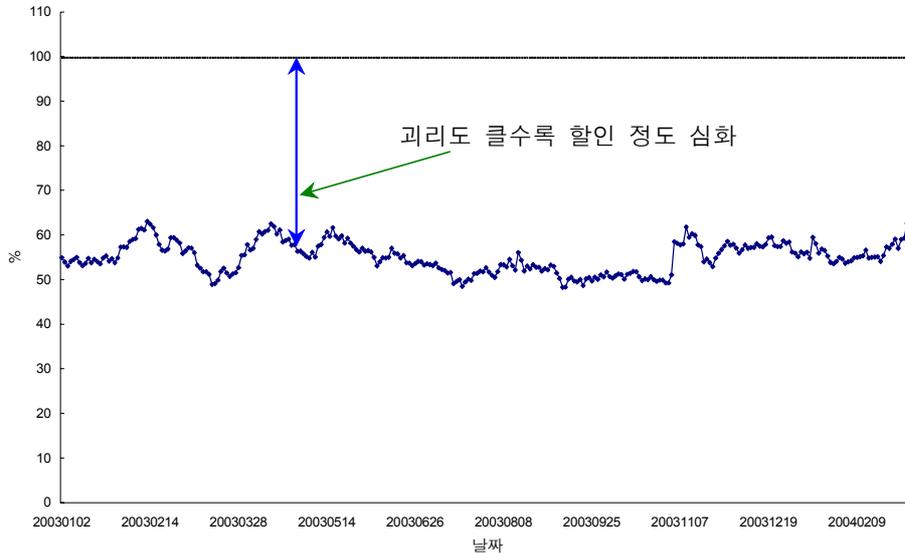
○ 삼성전자(주)의 최대 주주인 삼성물산(주)의 경우 삼성전자(주)와의 관계에서 출자회사 할인이 지속 (<그림 II-5> 참조)

— 삼성물산(주)는 삼성 그룹내 중간적 지주회사의 위치를 차지

- 삼성물산(주)가 출자한 계열사는 상장 계열사인 삼성전자(주), 삼성테크윈(주), 제일기획(주), 삼성정밀화학(주), 삼성증권(주) 5개사를 포함한 삼성그룹내 총 19개사

— 삼성물산(주)의 경우, <표 II-2>에서 보듯 지배 대주주 지분 및 내부지분이 낮다는 점과 함께 출자회사 할인을 고려할 때, 경영권 공격 가능성이 적지 않음

<그림 II-5> 삼성물산(주)의 출자회사 할인



주: (삼성물산(주) 시가총액)/(지분율×삼성전자(주) 시가총액)의 시계열, 삼성물산(주)의 할인 정도를 나타내는 이 수치가 지속적으로 100%를 밑돌고 있음
 자료: 증권거래소, 금융감독원

다. 위험 요인에 대한 평가

- 대규모 기업집단을 중심으로 살펴 본 결과, 외국인 지분 증대에 따른 경영권 공격 가능성은 어느 정도 실재하는 것으로 판단됨
 - 국내기업의 경영권이 외국인에게 넘어가는 것에 대한 가치판단을 떠나, 경영권 공격 가능성이 존재하는 것은 분명
- 외국인의 경영권 공격 대상이 될 수 있는 경우는 다음의 세 가지 정도로 압축됨
 - 첫째, 대규모 기업집단내 출자구조상 주요 위치를 차지하는 계열사

- 지주회사 역할을 하는 계열사의 경영권을 획득할 경우 그룹전체 장악 가능
- 둘째, 지배 대주주 일가의 지분이 취약하여 경영권 방어가 쉽지 않은 기업
 - 비교적 적은 자금을 투입하여 쉽게 대주주(또는 최대주주)의 지위 획득 가능
- 셋째, 출자회사 할인이 발생하여 시장에서 크게 저평가되고 있는 기업
 - 출자회사 할인이 심할 경우, 해당 출자회사 취득 후 피출자회사 지분매각을 통해 막대한 차익 실현 가능

라. 시사점

- 지배 대주주 일가 지분이 경영권을 방어하기에 충분하지 않을 경우 외국인의 경영권 공격이 가능
 - 지배 대주주 지분이 낮다는 것은 적은 돈으로 지나치게 많은 사업을 영위한다는 것을 의미
 - 소유권과 지배권 간의 현격한 괴리
 - 취약한 지분율을 만회하기 위해 순환출자, 교차 피라미드식 출자 형태의 계열사간 출자가 특징적으로 나타나는 것이 현실
 - 분석 결과 계열사간 출자가 출자회사 할인을 심화시키는 것으로 나타남
 - 계열사간 출자를 줄이려면 장기적으로 수익성 낮은 사업을 정리하는 노력이 필요

- 계열사간 출자를 통해 내부지분을 높여 경영권을 방어하려 하는 것은 바람직하지 않음
 - 계열사간 출자 증대는 출자회사 할인 현상을 심화시킬 가능성이 있고, 이에 따라 경영권 공격의 대상이 될 가능성이 커짐

- 경영권 공격 과정에서 국내 기업의 취약한 지배구조가 개선되는 순기능이 발휘될 여지 존재
 - 외국인에 의한 경영권 공격을 부정적으로만 바라볼 필요는 없음
 - SK(주)의 경우, 소버린과의 경영권 분쟁 과정에서 지배구조개선안을 발표하기도 하였음
 - 하지만 대규모 자금을 바탕으로 대기업에 대한 외국인의 경영권 공격이 급작스럽게 가해질 경우, 소모적 방어과정에서 자원이 낭비되는 등 비효율을 초래할 수도 있음

- 외국인에 의한 경영권 공격의 폐해를 가장 적극적으로 차단하는 방법은 국내 투자자들로 하여금 국내 기업의 주식을 매입하게 하는 것
 - 내국인의 주식투자를 활성화시키기 위해서는 투자자 보호 장치의 강화가 시급하며, 따라서 기업지배구조 개선, 불공정거래에 대한 처벌 강화 등의 노력이 수반되어야 함
 - 이와 함께 기관투자자 육성, 연기금의 투자정책 및 지배구조 개선을 통한 주식투자기반 마련 등이 긴요
 - 시중의 막대한 자금이 주식시장으로 선순환될 수 있는 통로를 마련할 필요

- 지배 대주주 지분이 취약하고 출자회사 할인이 심했던 기업에 대해 그동안 내국인에 의한 경영권 공격이 부재했다는 점은 내국인과 외국인 사이에 기회의 불균등이 존재한다는 것을 의미
 - 사모주식펀드(private equity fund) 제도를 조속히 도입함으로써 내국인과 외국인 사이에 존재하는 기회의 불균등을 시정해야 함
 - 내국인에게 적극적인 차익거래 기회를 제공함으로써 기업들의 불합리한 경영을 규율할 수 있으며, 그 결과 국내 주식시장의 효율성을 제고하는데도 기여

2. 외국인 주주에 대한 고액배당

가. 현황

- 최근 3년간 증권거래소 상장기업에서의 외국인 주식 보유 비중 및 이들에게 지급된 배당금의 추이는 다음 <표 II-3>과 같음
 - 상장기업의 배당금은 꾸준히 증가하였으며, 이에 따라 외국인 주주에게 지급되는 배당금 역시 증가
 - 외국인 주주에게 지급된 배당금의 수준은 거래소에서의 외국인의 주식보유 비중과 거의 비슷한 수준을 나타내고 있음
 - 배당성향(=배당금 총액/당기순이익)은 2001년도에 비하여 2002년에 약간 감소하였으나, 2003년에 다시 증가하였음

<표 II-3> 상장기업 외국인 배당 현황 총괄

연도	2001	2002	2003
상장기업 배당금 총액 (억원)	38,477	58,846	72,266
상장기업 배당성향 (%)	21.58	19.12	24.57
외국인 배당금 총액 (억원)	12,501	21,038	27,044
외국인 배당금 비중 (%)	32.49	35.75	37.42
외국인 주식보유 비중 (%)	36.62	36.01	40.11

자료: 증권거래소

나. 위험 요인

- 우리나라 기업에서 외국인 주주의 비중이 증가하면서, 이들 외국인 주주들에 대한 고액 배당금 지급에 대한 우려가 제기되고 있음
 - 일례로, 2002년 3월 서울증권이 액면가의 60%의 고액배당을 의결하여 최대 주주인 퀴텀펀드가 267억원의 배당금을 수령한 바 있음

- 외국인 주주의 지분율이 높은 기업에서 이들 주주들의 압력으로 고액의 배당금이 지급될 가능성이 제기될 수 있으며, 그에 따른 우려는 다음의 두 가지로 요약할 수 있음
 - 외국인 주주에 대한 고액배당으로 인한 국부유출 가능성
 - 기업의 자금조달상의 문제로 인한 안정성 저하 및 투자 위축 가능성

다. 위험 요인에 대한 평가

○ 총괄적 수준에서의 외국인 주식 보유와 배당과의 관계

- <표 II-3>에서 볼 수 있듯이 외국인 주주에게 지급된 배당금의 수준은 증권거래소에서의 외국인의 주식 보유 비중과 거의 비슷한 수준을 나타내고 있음
- 배당성향과 외국인 주식 보유 비중은 직접적 관련성이 없고, 따라서 외국인 주주로 인하여 상장 기업들의 배당 수준이 급격히 증가하였다는 증거는 없음

○ 개별기업 수준에서의 외국인 소유비중과 배당과의 관계

- 거래소 상장기업 중 2003년도 배당성향 상위 9개사의 배당성향과 외국인 소유 지분율은 <표 II-4>와 같음
 - SK를 제외한 고배당성향 기업들에서의 외국인 보유 지분율은 낮은 수준임
- 거래소 상장기업 중 2003년도 배당금 총액 및 외국인 배당금 상위 10개사의 외국인 소유 지분율은 <표 II-5>와 같음 (순위는 배당금 총액에 의함)
- <표 II-4>에서 볼 수 있듯이 배당성향과 외국인 소유 비중과는 관련이 없으며, 따라서 외국인 주주의 고액배당 압력 행사 우려가 실증적으로 뒷받침되지 않음
- <표 II-5>에서 볼 수 있듯이 외국인에게 배당금을 많이 지급한 기업들은 한국 자본시장의 가장 대표적인 대형·우량기업들로서, 동시에 외국인의 보유비중이 가장 높은 기업들임

- 외국인 투자자들이 대형·우량기업에 집중적으로 투자하여 배당금을 회수하는 것으로 볼 수 있으며, 이는 정상적인 투자활동으로 보아야 할 것임
 - 이들 대형·우량기업들에서도 배당성향과 외국인 지분율 사이에는 상관관계가 발견되지 않음
- 따라서 외국인 주주의 압력에 의하여 배당금이 높게 지불되었다는 증거는 없음
- 외국인 주주의 고액배당 압력이 있었다고 하더라도, 그로 인한 과실은 국내 주주 역시 동일하게 누린 것으로 판단됨

<표 II-4> 고배당성향 기업 및 외국인 지분율

기업명	배당성향 (%)	외국인 지분율 (%)
SK	633.71	43.46
LG	569.75	10.84
대림통상	296.80	0.34
경방	277.62	0.66
삼화전기	237.50	0.76
이수페타시스	206.48	4.26
백산	188.50	8.63
경농	166.62	0.03
백광소재	140.12	0.17

자료: 증권거래소

<표 II-5> 배당금 총액 상위기업 및 외국인 지분율

기업명	배당금 총액 (억원)	배당성향 (%)	외국인 배당금 (억원)	외국인 지분율 (%)
삼성전자	8,867	14.90	4,336	60.05
한국전력공사	6,615	28.56	1,943	28.98
POSCO	4,852	24.50	2,965	66.50
KT	4,215	50.78	2,580	45.52
SK 텔레콤	4,049	20.84	2,127	48.58
현대자동차	2,857	16.33	1,123	54.82
신한금융지주	2,421	43.82	914	40.38
KT&G	2,215	48.19	1,081	38.09
LG전자	1,966	29.66	566	33.60
S-Oil	1,736	67.93	860	43.64

자료: 증권거래소

- 이상의 분석을 통해 볼 때, 외국인 주식 보유 증가에 따른 고액배당 문제는 심각하지 않은 것으로 판단되며, 고액배당만 챙긴 뒤 철수할 가능성 역시 심각한 우려사항은 아님
 - 투자한 자본에 대한 보상으로 배당의 요구는 당연하며, 그 정도가 과도하지 않은 한 문제될 것은 없음
 - 퀴텀펀드는 2002년의 고액배당 수령 후에도 현재까지 서울증권의 최대주주(2003년말 현재 25.68%)의 지위를 유지하고 있음

- 특히 현금창출능력은 갖고 있으나, 수익성 있는 투자기회는 없는 기업에 대하여 행사되는 고액배당 압력은 크게 문제될 것은 없다고 판단됨
 - 이러한 기업은 창출되는 현금을 최대한 주주들에게 지급하는 것이 주주의 가치를 극대화하는 정책임 (Jensen(1986))

- 수익성 있는 투자기회가 생기는 경우에는 자본시장에서 신규자금을 조달하는 것이 시장규율에 기업 스스로를 노출시킴으로써 효율성을 증진시킴 (Easterbrook(1984))

라. 시사점

- 배당은 기업 고유의 경영의사결정 사항으로서, 그 수준에 대하여 일률적인 평가를 내릴 수는 없음
 - 그러나 거액의 배당금이 국내 투자자들에게 귀속되고, 다시 기업으로 재투자되는 선순환이 이루어지지 않고, 외국으로 유출되는 것은 바람직하지 않으며, 이 문제를 해결하기 위해서는 다음과 같은 사항들에 대한 개선이 이루어져야 함
- 기업경영의 투명성 제고 및 공시 강화
 - 기업이 창출한 현금을 배당으로 주주에게 지급하는 것이 효율적인지, 장래 투자를 위하여 유보하는 것이 효율적인지를 국내 주주들도 정확하게 판단할 수 있도록 기업경영의 투명성 및 정보 공시를 강화하는 것이 중요함
 - 국내 주주들이 이러한 능력을 갖추므로써, 외국인 주주가 기업가치를 파괴하는 고액배당을 요구할 경우 이를 견제할 수 있는 존재가 되도록 함

○ 채권자 보호 장치 강화

— 수익성이 좋지 않은 기업이 고액배당을 지속할 경우, 이는 채권자의 부가 주주에게 이전되는 결과를 초래

- 이를 방지하기 위하여 배당 가능 한도를 법으로 규정하고 있음 (상법 462조)

— 이러한 기업에서 채권자의 권익 보호를 위한 추가적 조치로서 채권 발행계약서상의 제한조항(covenant)에 고액배당 관련 사항을 삽입하는 것을 고려할 수도 있음

3. 유통주식수 감소

가. 현황

○ 2003년말 상장주식에 대한 외국인 지분율이 40%를 상회함에 따라 외국인 지분 증가에 따른 유통주식수 감소에 대한 우려가 높아짐

<표 II-6> 외국인보유 시가총액과 지분율 (단위: 조원, %)

년도	거래소(A)	외국인(B)	지분율(B/A)	코스닥(C)	외국인(D)	지분율(D/C)
1999	367	80	22%	107	8	7%
2000	186	56	30%	30	2	7%
2001	256	94	37%	52	5	10%
2002	259	93	36%	37	4	11%
2003	355	143	40%	37	5	14%

자료: 증권거래소

- 상장주식에 대한 외국인의 지분은 지속적으로 증가
 - 1992년 자본시장이 개방된 이래 외국인 지분은 지속적으로 증가해왔으며, 2003년말에는 40%를 상회하게 됨
 - 2003년말 코스닥 시장에서 외국인 지분은 14% 수준

<표 II-7> 거래소의 투자자별 매매회전율 추이

년도	기관	개인	외국인	기타	시장전체
1999	3.46	9.85	0.86	0.25	3.45
2000	2.24	6.83	0.85	0.17	2.27
2001	1.98	7.62	0.69	0.17	2.22
2002	2.51	9.28	0.91	0.33	2.88
2003	1.73	5.60	0.72	0.25	1.78

매매회전율=(매수거래대금+매도거래대금)/(전년도시가총액+금년도시가총액)

자료: 증권거래소

- 외국인은 다른 투자자에 비해 장기 보유의 경향이 있기 때문에 유통주식수가 감소하는 효과를 보이게 됨
 - 외국인의 매매회전율은 1미만이며, 이는 외국인이 1년 이상 장기보유를 하고 있음을 시사함
 - 2003년 말 매매회전율은 0.72로 1년에 0.72회 사고 팔기 때문에 평균보유기간은 1.38년이 됨
 - 개인의 매매회전율은 5.60으로 평균 보유기간은 2.14개월이 됨
 - 개인이 매수하였다면 2.14개월만에 나올 매물이 외국인이 매수함으로써 1.38년만에 나오므로 외국인의 보유 주식 중 상당부분이 시장에서 퇴장되는 효과를 가짐

나. 위험 요인

- 외국인 지분 증가로 인한 유통주식수 감소가 주식시장에 미치는 부정적인 효과는 크게 유통주식수 감소 그 자체가 주는 효과와 외국인 투자자의 특성으로 인한 효과로 나눌 수 있음
 - 유통주식수가 부족하게 되면, 시장에 충분한 유동성이 공급되지 않음에 따라 주식시장에 부정적인 영향을 미치게 됨
 - 유동성이 낮아짐으로써 암묵적인 거래비용이 증가하게 되면 기존의 시장참가자가 시장에서 퇴장함에 따라 유동성이 더욱 낮아지는 악순환이 발생함
 - 충분한 시장참가자가 존재하지 않게 되면 시장참가자들의 사적 정보가 거래를 통해 결집되는 가격발견 기능이 약화됨
 - 충분한 유동성이 공급되지 않음에 따라 소규모의 거래에도 가격이 급변하여 일시적 변동성이 증대됨
 - 충분한 유동성이 확보되지 않은 상태에서 외국인의 대량매매는 가격 급변을 유발할 수 있음
 - 외국인이 대량매매를 할 경우, 물량을 받아줄 유동성 공급자가 충분하지 않음에 따라 가격이 급변하게 됨
 - 특히 외국인은 동일한 방향으로 집중되는 군집행태(herding behavior)를 보이기 때문에 시장의 교란 가능성이 더욱 큼
 - 내국인의 추종매매를 유도할 목적으로 시장충격비용을 감수하고 대량매매를 할 가능성이 있음

다. 위험 요인에 대한 평가

- 외국인 지분 증가에 따른 유통주식수의 감소효과에 대한 기존의 측정 방법은 감소효과를 과대 계상한 측면이 있으며, 외국인의 매매회전율을 고려하여 유통주식수 감소효과를 측정하면 크게 우려할만한 수준이 아닐 수 있음
 - 기존의 측정방법은 외국인지분율이 40%이므로 발행주식 중 40%는 시장에서 퇴장한다고 판단하고 있음
 - 2003년 9월 9일자 상장법인 유통주식수 분석이라는 제하의 거래소 보도자료에 의하면 “유통주식수 = 상장주식수 - 최대주주 및 외국인보유주식수”로 계산하고 있음
 - 그러나 외국인은 매매를 거의 하지 않는 대주주 및 정부와 달리 낮은 수준이나마 매매를 하고 있기 때문에 이를 고려해야 함
 - 외국인투자자의 매매회전율을 고려한다면 유통주식수의 감소는 다음과 같이 계산되어야 함
 - 비유통주식비중 = 외국인지분율×(1-외국인회전율/기타주주회전율)
 - 위의 식에서 외국인회전율이 0이라고 하면 “비유통주식비중 = 외국인지분율”이 되어 외국인지분율만큼 유통주식수 감소가 발생한다는 가정은 기존의 측정방법이 됨
 - 그러나, 외국인회전율이 0이 아니므로 통상적인 계산법은 유통주식수의 감소를 과대평가한 것임
 - 본고에서 제안하고 있는 공식의 도출과정은 부록을 참조바람

<표 II-8> 거래소의 외국인투자자로 인한 비유통주식비중 추이

년도	외국인 매매회전율	기타주주 매매회전율	외국인 지분율	비유통 주식비중
1999	0.86	4.13	22%	17%
2000	0.85	2.73	30%	21%
2001	0.69	3.01	37%	28%
2002	0.91	4.01	36%	28%
2003	0.72	2.45	40%	28%

비유통주식비중 = 외국인지분율×(1-외국인회전율/기타주주회전율)

자료: 증권거래소

- 외국인지분율 증가에 의한 유통주식수 감소효과는 일반적인 인식보다는 작지만 상당한 수준임
 - 2003년의 경우, 통상적인 계산방법에 의해서는 외국인지분율에 의한 유통주식수 감소효과가 40%이지만 매매회전율을 고려할 경우 그 효과는 28%로 줄어듦
 - 그러나, 발행주식수의 20~30% 가량의 주식의 유통시장에서 퇴장한다는 것은 주식시장에 상당한 영향을 줄 것으로 보임

**<표 II-9> 거래소의 외국인투자자로 인한 유통주식 감소효과
(2003년말 기준)**

	시장가치 (억원)	유통 시장가치	대주주 및 정부지분 (%)	외국인지분 (%)	외국인 감소효과 (%)	총 감소효과 (%)
가치가중평균	-	75,203	30	38	29	60
평균	6,572	2,660	42	10	7	50
표준편차	34,490	14,302	17	14	12	18
최대값	680,348	290,571	94	74	65	94
75%	2,093	982	53	16	12	62
중앙값	590	272	42	2	1	49
25%	229	111	31	0	0	38
최소값	22	15	2	0	0	2
대형주 그룹	18,877	7,568	38	22	16	54
중형주 그룹	636	307	47	5	4	51
소형주 그룹	164	91	42	2	2	43

- 주: 1) 한국증권거래소에 상장된 679개사 중 2003년말 현재 대주주지분을, 정부지분을, 외국인지분을 자료 입수가 가능한 512개사에 대해서 분석
 2) 외국인이 대주주인 경우에는 해당 외국인은 대주주로 분류
 3) 유통시장가치: 매매회전율을 고려하여 대주주 및 정부지분과 외국인지분의 유통주식수 감소효과를 고려한 유통주식의 시장가치
 4) 외국인감소효과 = 외국인지분을 \times (1-외국인회전율/기타주주회전율)
 5) 총감소효과 = 대주주 및 정부지분을 + 외국인감소효과
 6) 가치가중평균: 512개사의 시장가치를 가중치로 한 평균
 7) 대형주, 중형주, 소형주는 시장가치를 기준으로 분류함

○ 2003년 현재 시장 전체적으로는 외국인 지분에 의한 유통주식수 감소효과는 29%로 대주주 및 정부지분에 의한 유통주식수 감소효과인 30%와 비슷한 수준임

— 만약 외국인지분으로 인해 유통주식수 감소가 염려된다면, 마찬가지로 이유로 대주주 및 정부지분으로 인한 유통주식수 감소도 염려할만한 수준임

○ 외국인지분 증가와 유통주식수 감소로 인한 시장 교란은 우려할만한 상황이 아닐 수도 있음

— 외국인은 높은 유동성을 선호하기 때문에 유통주식수 감소로 유동성이 급격히 감소하는 상황은 스스로가 피할 가능성이 있음

— 급작스런 매도가 필요하지만 유동성이 낮아 높은 시장충격비용이 우려되는 경우에는 선물을 활용한 대체 매도를 할 것임

- 1997년 한국위기 기간 중에 외국인은 급작스런 매도로 인한 시장충격비용을 우려하여 선물 매도로 현물 포지션의 가격하락위험을 헤지함

— 거액투자자와 소액투자자의 게임에서 거액투자자가 반드시 승리하는 것은 아님

- 거액투자자는 대규모 거래로 시장 영향력을 가질 수 있는 반면 포지션이 노출됨으로써 소액투자자에게 착취당할 수 있음
- 헛트형제의 은투기사건, 닉리슨에 의한 베어링은행의 파산사건에서 볼 수 있는 바와 같이 거액투자자는 자신의 포지션이 노출됨으로써 오히려 다른 시장참가자에게 코너링(cornering)을 당할 수도 있음

○ 외국인지분 증가에 따른 유통주식수의 감소는 긍정적인 측면도 있음

— 외국인지분 증가로 인해 우리 주식시장의 문제로 지적되고 있는 단기투기가 장기투자자로 변모하는 계기가 될 수 있음

- 우리 주식시장의 문제로 단기투기성향과 이에 비롯된 높은 변동성이 오랫동안 지적되어 왔음

- 외국인은 내국인 특히 개인투자자에 비해 낮은 매매회전율을 가지고 있기 때문에 단기매매가 아닌 장기보유가 투자의 정형으로 자리잡을 수 있음
- 유통주식수 감소로 인한 시장에서 거래되는 주식 물량의 감소는 주가를 상승시킬 수 있음
 - 주식에 대한 수요가 변하지 않는데, 주식에 대한 공급이 감소하게 되면 주가는 상승하게 됨

라. 시사점

- 외국인 지분 증가로 인한 유통주식수 감소가 주식시장에 미치는 부정적인 효과는 크게 염려할 수준이 아님
 - 외국인의 매매회전율을 고려할 경우, 유통주식수 감소 효과는 30% 내외로 기존의 측정방법에 의한 감소 효과보다 낮음
 - 유통주식수의 부족으로 인한 유동성 문제가 염려되는 종목은 중형주와 소형주인데, 이들 종목은 외국인 스스로가 높은 지분율을 보유하지 않으려고 할 것이기 때문에 크게 염려하지 않아도 될 것임
 - 대량매매로 인한 시장충격은 외국인 스스로가 회피하려고 할 것임
 - 대량매매를 통한 가격주도가 염려되지만, 포지션 노출로 인해 내국인이 반드시 열등한 지위를 차지하는 것은 아님
- 외국인 지분 증가로 인한 유통주식수 감소는 주식시장에 긍정적인 효과도 있음
 - 외국인 지분이 증가할수록 매매회전율이 낮아져서 장기투자문화가 정착됨
 - 유통가능 주식이 시장에서 퇴장됨에 따라 주가 상승 여건이 마련됨

III. 외국인 주식보유비중 급감에 대한 검토

1. 외국인자본의 금융시장 철수 가능성

가. 현황

- 외국인의 국내 주식 순매수 추이는 작년 5월부터 금년 5월까지 13개월 연속 계속되고 있으며, 동기간 중 순매수 규모는 약 26조원에 이룸
- 국내주식 시가총액에서 차지하는 외국인의 비중이 커지면서 외국인자본이 급속히 유출될 가능성에 대한 우려가 제기되고 있는데, 실제로 지난 4월말~5월초에 걸쳐 외국인의 주식순매도로 국내주가가 크게 하락
 - 외국인들은 4월 27일~5월 11일 중 지난 1년간의 순매수 규모의 약 10%에 해당하는 2조 6,195억원의 주식을 순매도
- 5월초 이후 외국인들은 다시 국내 주식을 순매수하고 있으나, 미국의 금리 인상 가능성, 유가 상승의 국내경기에 대한 악영향 등을 고려할 때 외국인의 주식순매수가 지속될지는 불투명한 상황

나. 위험요인

- 외국인의 국내주식 매도가 단기간에 그치지 않고 수개월간 이어져 자본이탈이 상당한 규모에 이르면 금융시장의 가격지표가 불안정해지고, 경우에 따라서는 해외로부터의 신용조달에도 문제가 생기는 등 금융시스템 전반의 문제로 확산될 위험성이 있음

(1) 외국자본 이탈의 일반적 영향

- 외국자본의 이탈이 금융시장에 주는 영향은 자본의 이탈규모 및 여타 경제환경에 따라 다르겠지만, (i) 주가하락, (ii) 환율상승, (iii) 외국 금융기관의 對국내신용 상환요구 증대, (iv) 금리상승 등을 들 수 있음
- 주가하락 : 외국인의 주식보유 비중이 클수록 외국자본 이탈에 따른 주가하락 효과가 클 것이며, 특히 내국인마저 외국인과 다소의 시차를 두고 투매에 나설 경우 주가하락 효과는 더욱 커질 것임
- 환율상승 : 외국인 투자자금의 환수시 필연적으로 달러화 수요의 증대를 통해 환율상승을 야기하며, 금융시장 불안으로 외국계 금융기관의 국내신용에 대한 상환요구가 증대하면 환율은 더욱 상승
- 외국 금융기관의 국내신용 상환요구 : 외국자본의 국내 자본시장 이탈이 국내경제에 대한 신뢰도 저하로 연결되면 외환위기 때와 같이 외국 금융기관들이 국내신용에 대해 대규모로 상환을 요구할 수 있음

- 금리상승 : 해외로부터의 신용공급 규모가 축소되면 시장금리가 상승하고, 만약 급격한 자본유출로 보유 외환보유고만으로 환율 방어가 어려워지면 통화당국의 정책금리 인상을 통해 시장금리가 급등할 수 있음
 - 만약 시장금리가 급등하면 기업의 자금난 및 자금조달 코스트가 급등하여 투자가 위축되고, 가계부채의 부실화와 이로 인한 금융기관 부실화 심화 등 경제가 최악의 위기 상황으로 진전될 가능성도 있음

(2) 한국의 과거 경험

- 외국인의 거래소 주식보유 비중이 30%를 넘은 2000년 이후 외국인 주식순매수와 주가지수, 환율, 금리간에 위와 같은 상관관계가 나타나고 있음
 - 2000년 이후 외국인 주식순매수와 주가지수간에는 陽(+)의 상관관계가, 주식순매수와 환율 및 금리간에는 陰(-)의 상관관계가 관측

<표 III-1> 외국인 주식순매수와 기타 금융변수간의 단순 상관계수

	주가지수	환율	금리
1992.1.~1999.12.	-0.10	0.19	-0.03
2000.1.~2004.3.	0.26	-0.36	-0.06

- 현 상황에서 외국자본 유출이 주가에 주는 영향을 대략적으로 알아보기 위해 과거 12년간 4개월 연속 외국인 주식순매도가 일어난 사례를 분석
- 이같은 사례는 4차례 있었는데, 각 기간중 외국인 주식순매도 규모가 전년말 외국인 보유규모에서 차지하는 비중은 대략 5~20% 내외이며, 총시가에서 차지하는 비중은 0.5~4.0% 내외였음

<표 III-2> 4개월 연속 외국인 주식순매도 사례(1992.1~2004.5)

	기간중 순매도 규모(억원)	전년말 외국인 보유규모 대비 순매도 비중(%)	전년말 총시가 대비 순매도 비중(%)	기간중 주가지수
1995.1.~1995.6.	8,487	5.1	0.6	965 → 884
1997.8.~1997.11.	19,465	12.8	1.7	741 → 494
1999.5.~1999.9.	54,742	22.5	4.0	745 → 927
2002.2.~2002.9.	54,154	5.8	2.1	774 → 703

주: 1995년 사례는 외국인 보유규모 및 총시가가 1995년말 기준임. 1997년 사례는 외환위기 직전, 1999년 사례는 대우그룹 사태, 2002년 사례는 가계부채 문제 부각 시점임

- 만약 현 상황에서 충격이 발생하여 외국인이 주식을 수개월 동안 순매도 할 경우, 과거의 사례를 볼 때 외국인 보유주식의 5~20% 정도는 순매도 될 가능성이 있으며, 이는 2003년말 총시가 대비 2~8%에 해당
- 즉, 외국인이 보유주식을 과거의 경우와 유사한 정도의 비중만 순매도 하더라도, 총시가에서 차지하는 외국인의 비중이 급증했기 때문에 주식 시장에 미치는 영향은 훨씬 클 수 밖에 없음

다. 위험요인에 대한 평가

- 일반적으로 외국자본의 대규모 이탈을 초래할 수 있는 요인으로는 거시경제 펀더멘털의 급속한 악화, 자본투자 수익률의 급락, 단기투자성향의 외국자본 증대 등을 들 수 있음

- 거시경제 펀더멘털 : 내수부진은 지속될 가능성이 크지만, 선진국 경기 회복에 따른 수출호조로 2004년 중 경제성장률이 전년에 비해 높을 것으로 전망되는 등 거시경제 펀더멘털의 급속한 악화 가능성은 크지 않은 상황
 - IMF, OECD 등 주요 국제기구들은 2004년부터 한국의 경제성장률이 4~5%대의 회복세를 보일 것으로 전망
 - 다만 국제유가가 상승세를 지속할 경우에는 당초 예상보다 한국의 경제성장률이 낮아질 가능성도 있음

<표 III-3> 주요 국제기구 및 외국증권사의 한국 경제성장률 전망

(단위 : %)

	2003(실적치)	2004(E)	2005(E)
IMF	3.1	5.5	5.3
OECD	3.1	5.6	5.9
JP Morgan	3.1	6.0	5.0
Goldman Sachs	3.1	6.0	6.2
Merrill Lynch	3.1	5.5	4.5

주 : 경제성장률은 실질GDP 성장률 기준임

자료: IMF, *World Economic Outlook*, 2004.4. 및 OECD, *OECD Economic Outlook*, 2004.5., 국제금융센터, 『주요 투자은행 주요국 경제전망』, 2004.3.

- 자본투자 수익률 : 외국인의 자본투자 수익률을 좌우할 주가수준의 급락 가능성이나 환율의 급등 가능성 등은 현재로서는 낮은 것으로 전망
 - 대부분의 외국증권사들은 한국주식의 비중을 확대하고 목표 주가수준을 상향조정할 정도로 한국 증시에 대해 아직은 긍정적으로 평가
 - 원/달러 환율도 1,100원대 내외에서 전망되고 있어서 환율의 급등에 의한 환차손 가능성은 크지 않은 것으로 판단
 - IMF 전망 : 1,251(2002) → 1,192(2003) → 1,170(2004)

<표 III-4> 최근 주요 외국증권사의 한국증시 전망

증권사	한국증시 비중	목표지수
UBS	확대	1,050
Merrill Lynch	확대	1,050
Morgan Stanley	확대	-
ING	확대	985
Citigroup	확대	1,025
Goldman Sachs	중립→확대	950~1,050
CLSA	축소	1,060
CSFB	축소	950
JP Morgan	축소	870

자료 : 국제금융센터, 「한국증시에 대한 외국인 시각」(2004.3.26)에서 재인용

- 단기투자성향의 외국자본 : 단기투자성향의 외국자본 비중이 낮을 뿐만 아니라, 외국인 투자자들은 내국인 투자자들에 비해 장기투자성향을 보이고 있음
 - 외국인 주식투자 잔액에서 차지하는 헤지펀드의 비중은 3월말 현재 2.8%로 낮을 뿐만 아니라 2002년 이후 큰 변화가 없음. 반면 뮤추얼펀드, 은행 및 보험, 연기금 등의 비중은 2003년말 기준 85%에 이름
 - 외국인 투자자들의 주식 매매회전율은 1998년 이후 꾸준히 내국인의 매매회전율을 하회

<표 III-5> 투자주체별 주식 매매회전율 추이

(단위 : %)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
기관	133.7	339.7	235.7	211.8	498.1	-
외국인	84.3	86.1	84.7	68.7	183.1	73.8
개인	496.3	985.4	682.6	761.9	1,844.9	-

주: 거래소 및 코스닥을 종합한 매매회전율 기준

$[(\text{매수대금} + \text{매도대금}) / 2] / [(\text{전년말보유시가총액} + \text{연말보유시가총액}) / 2]$

자료: 한국은행, 「2003년중 외국인 증권투자자금 유출입 동향」에서 재인용

라. 시사점

- 거시경제 펀더멘털, 자본투자 수익률의 향방, 외국인 투자자들의 투자 성향 등을 고려할 때 현상황에서 단시일내에 외국자본이 급격하게 유출될 가능성은 낮은 것으로 판단
- 그러나 가계신용 문제가 악화되어 금융권의 유동성위기가 재발하거나, 중국경제의 거품이 붕괴되면서 아시아 경제의 신뢰도가 크게 저하되는 등 악재가 발생하면 상당한 규모의 외국자본이 유출될 가능성도 상존
- 따라서 거시경제 및 금융시장의 안정성이 유지될 수 있도록 하는데 정책의 초점을 맞추으로써 외국자본의 급속한 이탈을 차단하는 것이 최우선 과제임
 - 특히 가계부문의 소득수준이 안정적으로 증가하여 가계신용 문제가 자연스럽게 해소될 수 있도록 고용문제, 중소기업의 경기회복 문제 등에 정책의 무게를 실어줄 필요가 있음

- 만약 주식시장에서 외국자본의 유출이 발생한다고 하더라도 내국인의 투자가 뒷받침된다면 주식시장에 미치는 영향을 최소화 할 수 있고, 주식시장의 혼란이 최소화되면 외국 금융기관의 국내신용 회수도 최소화가 가능
 - 따라서 내국인의 주식투자를 유인할 수 있는 장단기 방안에 대한 논의가 시급한 것으로 판단

- 마지막으로 자본시장 및 신용시장 등에서 외국자본의 대규모 유출이 발생하는 최악의 경우를 상정하여 외환보유고 및 금리정책을 어떻게 활용하여 외환시장을 방어할 수 있을지에 대한 사전적인 “contingency plan”을 확보해 둘 필요가 있음
 - 외국자본 유출에 대해 외환보유고로 방어에 나설 경우 환율이 시장에서 예상하는 것보다 낮은 수준에 머물러 추가적인 환율 상승을 우려한 외국투자자들의 이탈이 더욱 가속화될 수도 있음
 - 따라서 외국자본 이탈이 감지된다면, 금리정책과 외환보유고를 적절하게 활용할 수 있는 방안이 필요하며, 이 경우에도 금리정책이 국내 거시경제에 큰 악영향을 주지 않는 한도내에서 활용되어야 함

2. 주가지수 파생상품을 통한 금융 시스템 위험

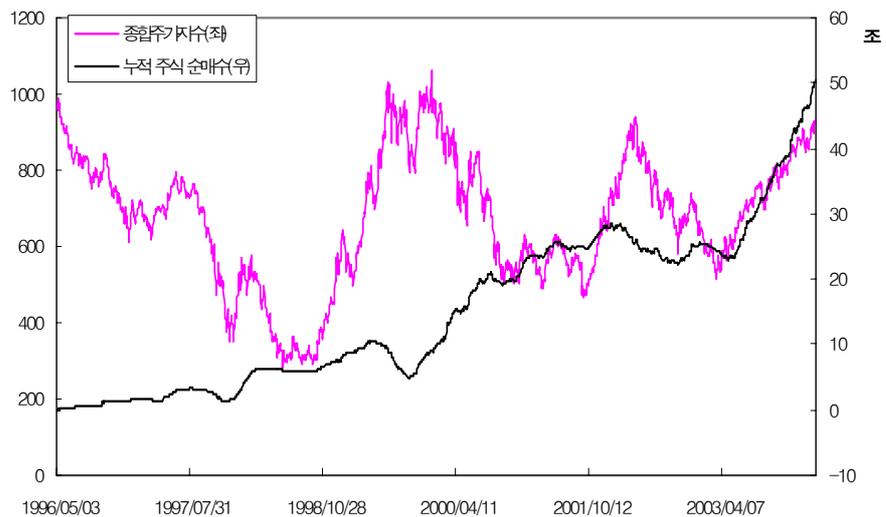
가. 현황

- 외국인 주식투자비중이 사상 최고치 수준을 유지하고 있는 상황에서 해외의 시장위험 요인들(중국경제의 경착륙, 사스재발, 원유가 급등, 이라크 사태 악화, 미국 주식시장의 하락 등)이 부각되고 있음
 - 이러한 위험 요인들로 인해서 외국인 투자자들이 주식투자자금을 철수할 가능성을 무시할 수 없음
 - 외국인 투자자들이 주식을 대량으로 매도한다면, 주가지수선물을 이용한 현물-선물 연계거래를 활용할 가능성이 매우 높음

- 1997년 상반기부터 한보의 도산, 기아그룹의 부도유예 등으로 금융권의 부실이 가시화되자 외국인이 본격적으로 주식을 매각하면서 주가가 급락하고 금융위기는 가시화되었음
 - 시가총액 기준 외국인 주식소유 비중은 13.7% 수준에 불과하였으나 외국인의 주식 및 선물 순매도는 국내 투자자들의 투매를 유발
 - 외국인의 주식시장 철수는 원화평가절하를 예상한 결과로 해석됨
 - 그러나 외국인의 선물 순매도 규모는 1997년의 경우 일별로 최대 1만 계약 수준이었고, 주가가 최저 수준이었던 1998년에 일별로 최대 2.8만 계약 수준
 - 외국인이 최대 매도 수준을 유지하던 1998년 하반기는 역사적 주가지수 최저 시기로서 이후 주가의 급등에 따라 외국인의 매도 포지션은 큰 손실을 입었음

- 종합주가 지수의 방향성은 외국인의 주가지수 선물 매매 동향 보다는 외국인의 주식 매수 추이에 의해 큰 영향을 받고 있음
 - 외국인의 주식 매수 추이는 큰 변동 없이 안정적인 추세를 보이고 있음 (<그림 III-1> 참조)
 - 반면, 외국인의 주가지수 선물 누적 순매수 추이는 급등락을 보이면서 단기적인 모멘텀에 매우 민감하게 반응함 (<표 III-6> 참조)

<그림 III-1> 종합주가지수와 외국인 상장주식 누적 순매수



자료: 증권거래소

<표 III-6> 외국인의 선물 누적 순매수 규모

최대치	최소치	평균	표준편차
25,610	-28,335	-1,988	8,945

자료: 증권거래소 (1997년 7월 ~ 2004년 4월)

- 외환위기 이후 증권시장의 가장 큰 특징은 외국인의 영향력 증대
 - 외국인 주식소유 비중은 거래소 시가총액 기준으로 13.7%(1997년말)에서 40.11%(2003년말)로 상승
 - 외국인 소유 상장주식 시가총액은 9조6천억(1997년), 142조 5천억(2003년)
 - KOSPI 200 선물시장에서 외국인 거래 비중은 4% 미만(1997년)에서 16.7%(2003년)로 증가 (약정금액 기준)
 - KOSPI 200 옵션시장에서 외국인 거래 비중은 4% 미만(1999년)에서 15%(2003년)로 증가 (약정금액 기준)

나. 위협요인

- 종합주가지수는 2003년 3월 515 포인트를 저점으로 외국인 투자자의 순매수에 의해 78% 상승하였으나 국내 투자자의 참여 부진으로 증시의 수급상황은 매우 불안정한 상태
 - 외국인 투자자는 4월 이후 주가지수 선물 미결제 포지션을 크게 줄인 상황으로 뚜렷한 방향성을 보이지 않음
 - 외국인의 매수 강도가 낮아질 경우엔 프로그램 매매가 가장 큰 매수 주체로 부상함
- 국내 매수주체가 취약한 상황에서 외국인의 주식 및 선물 매도가 추세적 성격을 가진다면 선물시장의 백워데이션 현상으로 인해서 매도의 악순환이 형성되고, 금융 시스템 위험 증폭됨

- 외국인 주식 및 선물 매도 → 선물시장 백워데이션 형성 → 프로그램 매도 유발 → 주가지수 하락 → 일반 투자자 투매 → 기관 및 외국인의 loss cut 발생
- 그러나 이러한 기술적 요인에 의한 주가하락은 단기적 충격으로 그칠 가능성이 높음
- 한편, 외국인이 선물이나 옵션 포지션의 이익을 극대화하기 위해 선물시장을 교란시킬 우려도 있음

○ 1998년도 하반기에 국제적 헤지펀드들은 홍콩의 외환시장과 주식시장을 공격하였고, 홍콩 정부는 이에 대해 강력히 대응하였음

- 주가지수 선물시장을 통한 투기세력의 준동을 차단하기 위해서 홍콩 정부는 다음과 같은 조치를 취하였음

- 1만 계약 이상의 주가지수선물거래에 대한 증거금을 150% 인상
- 대주주의 자사주보유한도 확대(35% → 40%)
- 대주거래의 보고 의무화

- 그 결과 헤지펀드들은 약 24억 달러의 막대한 손실을 입은 것으로 알려짐

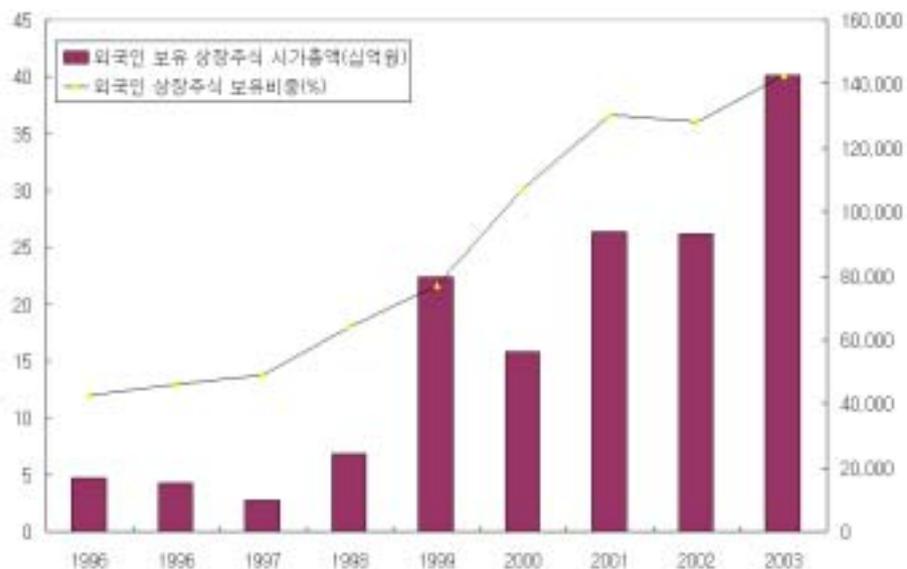
다. 위협요인에 대한 평가

○ 지난 경제위기에서 외국인이 추세적으로 주식을 매도한 가장 큰 이유는 경제체질의 약화에 의한 원화가치하락에 대한 방어였음

- IMF의 긴급자금 공급이 확정되는 시점부터 원화가치는 하방경직성이 유지되었으며 외국인의 주식 순매수는 재개되었음

- 약 170조원(2004년 4월) 규모를 보유하고 있는 외국인이 주가지수 선물 매도를 통해 시장위험을 헤지할 수 있는 정도는 매우 제한적임
 - 외국인의 선물 순매도 규모는 약 2.8만 계약 정도가 최대치였음
 - 선물 2.8만 계약은 약 1.4조원 규모 (KOSPI200 지수를 100으로 가정)
 - 따라서 선물 및 주식을 급격히 매도하여 시장충격을 줄 경우 외국인 투자자 역시 치명적인 손실에 노출됨
 - 외국인의 주식 매도가 가시화될 경우 원화가치의 급락으로 인한 손실도 천문학적인 규모가 될 것임

<그림 III-2> 외국인 상장주식 보유 현황



자료: 증권거래소

- 금융 시스템 위험이 우려될 정도로 외국인이 대규모의 주식을 매도하고자 한다면 주가지수선물 매도 이외에 외가격 풋옵션을 대량으로 매수할 가능성이 높음

- 외가격 풋옵션은 소량의 금액으로 매우 큰 레버리지를 일으켜서 주가지수의 급락시 큰 이익을 거둘 수 있으며, 유동성이 매우 높아서 대규모 포지션을 손쉽게 취할 수 있음
- 일반적으로 기관투자자는 외가격 옵션은 매도하여 시간가치 하락의 이익을 취하고 이에 수반하는 위험은 내가격 옵션을 매수하여 헤지하는 전략을 사용함
- 따라서 외가격 풋옵션을 외국인이 대규모로 매수할 경우에는 큰 폭의 주가지수 하락에 대해서 외국인이 대비한다고 해석될 수 있음

라. 시사점

- 한국경제가 개선되는 방향성을 유지하는 한 외국인의 추세적인 이탈 가능성은 매우 낮으며, 더욱이 주가지수선물 매도로 인한 금융 시스템 위기가 발생할 가능성은 더욱 낮다고 판단됨
 - 선물 매도를 통해 시장 충격을 줄 경우 외국인 자신이 가장 큰 피해자에 포함됨
 - 선물 매도에 의한 폭포수 효과(cascade effect)는 단기적으로 시장에 충격을 줄 수 있지만 시장원리에 의해 곧 복원됨
- 그러나 극단적인 외국인의 증시이탈 가능성에 대비하기 위해서 외국인의 주가지수선물 거래 동향 이외에 외가격 풋옵션의 거래 동향이 면밀히 분석되어야 하고, 비상시 대응정책이 사전에 마련되어야 함
 - 외국인은 일반적으로 옵션에 대해 복잡한 합성 포지션을 구축하므

로 외국인의 옵션 포지션 전체와 선물 포지션을 종합적으로 분석하는 것이 요구됨

— 헤지펀드들이 선물 및 풋옵션 시장을 통한 극단적 투기 행태를 보일 경우에 대한 대응 계획을 갖추고, 정부의 대응 능력과 의사를 시장참여자에게 인식시킴으로써, 헤지펀드들의 극단적 투기 행태를 예방하는 효과를 거둠

- 정부의 대응 능력과 의사가 단순히 주가시장부양 차원으로 해석된다면 오히려 역효과가 나타날 수 있음

- 따라서 극단적 투기 행태에 대한 명백한 기준이 설정되어야 할 것임

○ 외국인의 선물 매도 공세 및 증시의 조정을 시장원리 작동의 자연스런 현상으로 인식하고 보다 근본적인 경제 체질 강화에 정책 집행의 초점을 맞추어야함

— 단기적인 시장 충격에 의한 증시의 조정은 국내 투자자의 시장참여를 촉진하는 계기가 될 수 있음

IV. 결론

- 대규모 기업집단을 중심으로 살펴 본 결과, 외국인 지분 증대에 따른 경영권 공격 가능성이 어느 정도 실재하는 것으로 판단됨
 - 외국인에 의한 경영권 공격 가능성을 높이는 핵심적 요인은 지배대주주 일가의 미미한 지분과 출자회사 할인 현상이라 할 수 있음
 - 계열사간 출자를 이용한 경영권 방어 시도는 바람직하지 않음
 - 계열사간 출자로 복잡하게 얽혀 있고 특정 계열사 경영권 방어에 허점이 드러났을 경우, 그 계열사가 소속한 기업집단 경영권 분쟁으로 파급될 수 있음 (SK(주) 경영권 분쟁 사례)
 - 계열사간 출자는 출자회사 할인을 심화시킬 수 있음
 - 외국인에 의한 경영권 공격의 폐해를 가장 적극적으로 차단하는 길은 국내투자자들의 주식보유비중을 높이는 것임
 - 이를 위해서는 기업지배구조 개선, 불공정거래에 대한 처벌 강화 등의 노력이 수반되어야 함
 - 아울러 기관투자자 육성, 연기금의 투자정책 및 지배구조 개선을 통한 주식투자기반 마련 등이 긴요하다고 판단됨

- 외국인의 주식 보유 비중 증가에 따른 고액배당 압력 우려는 실증적으로 뒷받침되지 않음
 - 상장기업들의 배당성향과 외국인 주식 보유비중과는 상관관계가 없음
 - 외국인 투자자들은 한국 자본시장의 가장 대표적인 대형·우량기업에 집중적으로 투자하여 배당금을 회수하고 있으며, 이는 정상적인 투자활동으로 보아야 할 것임

- 기업가치를 극대화하는 방향으로 배당이 이루어지는 것이 중요하며, 기업가치를 파괴하는 외국인의 고액배당 압력을 방지하기 위해서는 다음과 같은 사항에 대한 개선이 필요
 - 기업경영의 투명성을 제고하고 정보 공시를 강화하여 국내 주주들에게 정확한 정보 제공
 - 수익성이 좋지 않은 기업의 고액배당에 대비한 채권자 보호 장치 강화

- 상장주식에 대한 외국인 지분을 증가로 인하여 유통주식수 감소 효과는 발생하지만, 이러한 유통주식수 감소의 부정적 효과는 크게 염려할 수준이 아닌 것으로 판단됨
 - 외국인의 매매회전율을 고려할 경우, 유통주식수 감소 효과는 30% 내외이며, 특히 유동성이 높은 대형주에 외국인 지분이 집중되어 있기 때문에 유동성 감소 효과는 염려할 수준은 아님
 - 외국인의 대량매매로 인한 시장충격은 외국인 스스로가 회피하려고 하며, 대량매매의 가격주도는 포지션 노출로 인해 내국인이 반드시 열등한 지위를 차지하는 것은 아님
 - 오히려 외국인 지분 증가로 인한 유통주식수 감소는 주식시장에 긍정적인 효과를 가지고 있음
 - 매매회전율 감소로 장기투자문화가 정착되는 계기가 될 수 있음
 - 유통가능 주식이 시장에서 퇴장됨에 따라 주가 상승 여건이 마련됨

- 거시경제 전망, 자본투자 수익률, 국내에 유입된 외국자본의 투자성향 등을 고려할 때 외국인의 주식투자자금이 단기간에 대규모로 유출될 가능성이 크지는 않으나 가계부채 문제의 심화, 아시아 경제의 전반적인 신뢰도 급락과 같은 충격이 발생할 경우에는 그 가능성을 배제할 수 없음
 - 국내 주식시장에서 외국인의 비중이 커짐에 따라 외국인 주식투자자금이 급격하게 유출될 경우 주가하락 폭이 과거보다 더욱 커질 수 있으며, 환율 및 금리가 상승하고 해외로부터의 자금조달이 위축됨으로써 금융시스템 전반의 위기가 발생할 가능성도 보다 커짐
 - 따라서 거시경제 및 금융시장의 안정이 유지될 수 있는 방향으로 정책을 운용하여 외국자본의 급격한 이탈을 방지하되, 외국자본의 대규모 유출이 발생하는 최악의 경우를 가정하여 “contingency plan“을 확보해 둘 필요가 있음

- 외국인의 주가지수선물 매도로 인한 금융 시스템 위기가 발생할 가능성은 매우 낮다고 판단됨
 - 선물 매도를 통해 시장 충격을 줄 경우 외국인 자신이 가장 큰 피해자에 포함됨
 - 주가지수선물 매도를 통해 외국인 주식투자자금의 시장위험이 헤지되는 비율은 매우 작음
 - 주가지수선물 매도에 의한 폭포수 효과(cascade effect)는 단기적으로 시장에 충격을 줄 수 있지만 시장원리에 의해 곧 복원됨
 - 그러나 극단적인 외국인의 증시이탈 가능성에 대비하기 위해서 외국인의 주가지수선물 거래 동향 이외에 외가격 풋옵션의 거래 동향

도 면밀히 분석되어야 함

- 헤지펀드들이 선물 및 풋옵션 시장을 통한 극단적 투기 행태를 보일 경우에 대한 대응 계획을 갖추고, 정부의 대응 능력과 의사를 시장참여자에게 인식시킴으로써, 헤지펀드들의 극단적 투기 행태를 예방하는 효과를 거둬

<부록> 매매회전율을 고려한 비유통주식비의 공식 도출

○ 매매회전율이 낮은 외국인지분이 증가함으로써 발생하는 거래량 감소 효과에 대응하는 상장주식수를 계산함

— 현재의 거래량

$$\bullet \text{ 거래량} = \text{상장주식수} \times \text{외국인 지분율} \times \text{외국인 회전율} + \text{상장주식수} \times (1 - \text{외국인 지분율}) \times \text{기타주주 회전율}$$

— 외국인 지분율이 0인 경우에 동일한 거래량을 유발하는 실효상장주식수가 유통주식수

$$\bullet \text{ 거래량} = \text{실효상장주식수} \times \text{기타주주 회전율}$$

$$\bullet \text{ 실효상장주식수} = \text{상장주식수} \times (1 - \text{비유통주식 비중})$$

— 두 식의 우변은 동일한 거래량을 가지므로 두 식을 등호로 두고 풀면,

$$\bullet \text{ 비유통주식 비중} = \text{외국인 지분율} \times (1 - \text{외국인 회전율} / \text{기타주주 회전율})$$

— 위의 식을 보면, 만약, 외국인 회전율=0이라면 외국인 지분율만큼 비유통주식 비중이 되지만, 외국인 회전율>0이므로 외국인 회전율/기타주주 회전율만큼의 조정요소가 필요함

참 고 문 헌

- 박상용, 2004, 그룹 모기업 저평가 막아라, 매일경제, 3.17.
- 안남기, 2003, 국가별 외국인 주식비중 분석과 시사점, 국제금융센터, 12.31.
- 한국증권거래소, 2003.9.9, 상장법인 유통주식수 분석, 보도자료
- 한국증권연구원, 2004, 『자본시장 포럼』, 제1권, 6.11.
- Choe, H., B. Kho and R.M. Stultz, 1999, "Do foreign investors destabilize stock market? The Korean experience in 1997," *Journal of Financial Economics* 54, 227-64.
- Cornell, Bradford and Qiao Liu, 2001, "The Parent Company Puzzle: When is the whole worth less than one of the parts?" *Journal of Corporate Finance* 7, 341-66.
- Easterbrook, Frank H., 1984, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review* 74, 650-59.
- Ghysels, Eric and J. Seon, 2004, "The Asian financial crisis: The role of derivative securities trading and foreign investors," *Journal of International Money and Finance*, forthcoming.
- Jensen, Michael C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover," *American Economic Review* 76, 323-29.
- Lamont, Owen A. and Richard H. Thaler, 2003, "Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-outs," *Journal of Political Economy* 111, No. 2, 227-68.
- Mitchell, Mark, Todd Pulvino and Erik Stafford, 2002, "Limited Arbitrage

in Equity Markets,” *Journal of Finance* 57, No. 2, 551-584.

Schill, Michael J. and Chunsheng Zhou, 2001, “Pricing an Emerging Industry: Evidence from Internet Subsidiary Carve-outs,” *Financial Management* 30, 3, 5-33.

웹사이트

금융감독원 전자공시 시스템, <http://dart.fss.or.kr>

금융감독위원회 홈페이지, <http://www.fsc.go.kr>

한국증권거래소 홈페이지, <http://www.kse.or.kr>