

碩士學位論文

資本自由化에 따른 우리나라 證券市場의
對應戰略에 관한 研究

1991年 11月

漢城大學校 經營大學院

企業管理 專攻

邊 相 教

資本自由化에 따른 우리나라 證券市場의 對應戰略에 關한 研究

指導教授：崔 明 奎

이 論文을 經營學碩士 學位論文으로 提出함

1991年 11月 日

漢城大學校 經營大學院


企業管理 專攻


邊 相 教


論文認准書

邊相教의 經營學 碩士學位 論文을 認准함

1991年 11月 日

主審教授 俞 平光 

副審教授 崔 松吉 

副審教授 崔 明奎 

目 次

| | |
|------------------------|----|
| 第 1 章 序 論 | 1 |
| 第 1 節 研究의 目的 | 1 |
| 第 2 節 研究의 方法 및 範圍 | 2 |
| 第 2 章 資本自由化와 證券市場의 國際化 | 3 |
| 第 1 節 資本自由化의 概念과 效果 | 3 |
| 1. 資本自由化의 概念 | 3 |
| 2. 資本自由化의 效果 | 5 |
| 第 2 節 證券市場의 國際化 概念과 內容 | 7 |
| 1. 證券市場의 國際化 概念 | 7 |
| 2. 證券市場의 國際化 內容 | 7 |
| 第 3 節 資本自由化의 前提條件 | 8 |
| 1. 貿易·外換自由化 | 8 |
| 2. 國際收支의 安定基調 定着 | 9 |
| 3. 國際 競爭力의 強化 | 9 |
| 4. 金融自由化 및 圓화換率 定着 | 10 |
| 5. 受容態勢 整備 | 10 |
| 第 3 章 資本自由化의 外國 先例 | 13 |
| 第 1 節 日 本 | 13 |
| 1. 實施 背景 | 13 |
| 2. 推進 過程 | 15 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 3. 證券市場에의 影響 | 20 |
| 第 2 節 브라질 | 24 |
| 1. 實施 背景 | 24 |
| 2. 推進 過程 | 25 |
| 3. 證券市場에의 影響 | 26 |
| 第 3 節 멕시코 | 27 |
| 1. 實施 背景 | 27 |
| 2. 推進 過程 및 影響 | 27 |
| 第 4 節 臺 灣 | 28 |
| 1. 實施 背景 | 28 |
| 2. 推進 過程 및 影響 | 29 |
| 第 4 章 우리나라의 資本自由化 背景과 現況 | 33 |
| 第 1 節 資本自由化 論議의 背景 | 33 |
| 第 2 節 段階別 推進內容 | 33 |
| 第 3 節 資本自由化의 推進 現況 | 39 |
| 1. 外國人專用 受益證券 | 39 |
| 2. 코리아펀드 및 코리아 유럽펀드 | 42 |
| 3. 國內企業의 海外 轉換社債 發行 | 46 |
| 4. 外國人 證券投資 實績 | 49 |
| 第 5 章 資本自由化가 우리나라 證券市場에 미치는 影響 및 對應戰略 | 53 |
| 第 1 節 資本自由化가 우리나라 證券市場에 미치는 影響 | 53 |
| 1. 國內經濟에 미치는 影響 | 53 |
| (1) 國際收支와 換率 및 金利部門 | 53 |

| | |
|---------------------------------|----|
| (2) 國內企業部門 | 54 |
| 2. 證券市場에 미치는 影響 | 55 |
| (1) 發行市場에 미치는 影響 | 57 |
| (2) 流通市場에 미치는 影響 | 59 |
| 第 2 節 우리나라 證券市場의 資本自由化에 대한 對應戰略 | 60 |
| 1. 企業의 對應戰略 | 60 |
| (1) 經營權 保護 側面 | 60 |
| (2) 財務 戰略的 側面 | 63 |
| (3) 企業會計制度 및 公示制度的 側面 | 64 |
| (4) 海外證券 發行의 活性化 | 66 |
| 2. 證券業界의 對應戰略 | 66 |
| (1) 專門人力的 養成 | 67 |
| (2) 外國證券社와의 競爭力 提高 | 68 |
| (3) 國內市場에서의 比較優位 確保 | 69 |
| (4) 證券社의 對外進出 | 70 |
| (5) 證券市場의 投資環境 改善 | 70 |
| 第 6 章 結 論 | 73 |
| 參 考 文 獻 | 75 |
| Abst ract | 79 |

表 目 次

| | | |
|----------|------------------------------|----|
| 〈表 2- 1〉 | 開放經濟體制的 內容 | 4 |
| 〈表 3- 1〉 | 經濟發展 段階의 國際收支 構造 | 14 |
| 〈表 3- 2〉 | 日本の 國際收支 構造 變化 | 14 |
| 〈表 3- 3〉 | 日本の 證券市場國際化 推進過程 | 15 |
| 〈表 3- 4〉 | 段階別 資本自由化 推進內容 - 外國人 直接投資 限度 | 18 |
| 〈表 3- 5〉 | 外國投資家の 日本證券取得狀況 | 19 |
| 〈表 3- 6〉 | 日本の 資本自由化 過程 日誌 | 20 |
| 〈表 3- 7〉 | 資本自由化와 日本 株價變化 | 21 |
| 〈表 3- 8〉 | 日本證市와 經濟環境의 成長內容 | 23 |
| 〈表 3- 9〉 | 브라질의 外國人專用 投資信託會社の 運用概要 | 26 |
| 〈表 3-10〉 | 멕시코펀드의 內容 | 28 |
| 〈表 3-11〉 | 1980年代 臺灣의 經濟與件 | 29 |
| 〈表 3-12〉 | 臺灣의 資本自由化 進展推移 | 30 |
| 〈表 3-13〉 | 證券去來法 개정에 따른 證券市場 育成措置 | 31 |
| 〈表 3-14〉 | 臺灣의 貿易指數의 比較 | 32 |
| 〈表 4- 1〉 | 우리나라의 資本自由化 段階別 推進內容 | 35 |
| 〈表 4- 2〉 | 資本市場國際化의 段階別 擴大 推進計劃 | 38 |
| 〈表 4- 3〉 | 外國人 專用受益證券 發行現況 | 41 |
| 〈表 4- 4〉 | 코리아펀드의 主要內容 | 43 |
| 〈表 4- 5〉 | 코리아펀드와 外國人專用 受益證券의 比較 | 45 |
| 〈表 4- 6〉 | 코리아펀드 및 코리아 유로펀드의 比較 | 46 |
| 〈表 4- 7〉 | 海外證券 發行實績 | 48 |
| 〈表 4- 8〉 | 外國證券社의 國內 사무소 開設 現況 | 49 |

| | | |
|----------|-------------------|----|
| 〈表 4- 9〉 | 外國人 國內證券 投資現況 | 50 |
| 〈表 4-10〉 | 株式市場 開放方案(政府案 中心) | 51 |
| 〈表 5- 1〉 | 發行市場의 國際化 | 57 |
| 〈表 5- 2〉 | 流通市場의 國際化 | 59 |

第1章 序 論

第1節 研究의 目的

우리나라가 高度의 經濟成長을 지속하여온 데에는 外資가 큰 役割을 하였으나, 1980年의 충격적인 -5.6% 經濟成長으로 社會全般의 부족한 投資財源을 보전하기 위한 海外資金調達에 限界를 느끼게 되었다. 國際經濟秩序 또한 開放과 自由化를 지향하고 있어 우리 經濟는 國內産業保護를 위한 經濟體制에서 점차 開放經濟體制로 전환해야 한다는 內部的 必要性和 外部壓力, 그리고 外資調達窓口 多變化의 必要性으로 1981年 1月 정부는 “資本自由化 長期計劃(1981-1990)”을 발표, 段階的으로 資本自由化를 시행하게 되어 제한적이나마 開放體制로의 첫 出發을 하게 되었다.

한 國家가 資本自由化를 실시하기 위해서는 貿易自由化를 거친 外換自由化가 先行되어야 하며 그 開放經濟體制를 完成하는 最終段階가 바로 資本自由化인 것이다. 따라서 資本自由化는 經濟全般을 開放함을 의미하고 國民經濟에 미치는 영향 또한 크므로 신중히 추진해야 한다.

우리나라는 最近들어 國際收支의 安定的 혹자기반이 갖추어지지 않는 등 資本市場開放이 最惡의 상태에 놓여 있으나 1988年 12月 정부의 “資本市場國際化의 段階的 擴大 推進計劃”에 의해 1992年으로 豫定되어 있는 資本市場開放은 피할 수 없는 국제적인 조류이므로 資本自由化가 가져다줄 否定的 側面보다 우리에게 유리한 방향으로 활용할 수 있도록 적극적 對應方案을 모색해야겠다.

이에 本 論文은 우리나라보다 먼저 資本自由化를 실시하여 成功한 日本과 資本自由化로 인해 負의 효과를 받은 브라질 등의 外國先例를 살펴보고, 우리나라 資本自由化에 대한 추진상황과 證券市場에 미치게 될 影響을 分析하고 그 對應戰略을 提示하는데 研究의 目的이 있다.

第 2 節 研究의 方法 및 範圍

本 論文은 專門書籍, 學位論文, 學術誌, 그리고 證券監督院, 韓國上場社協會, 證券業協會, 金融機關의 定期 刊行物과 調查資料 및 政府機關의 政策方向에 관한 資料 등을 研究資料로 活用하여 이들을 분석, 정리 및 체계화하였고 文獻中心의 理論的 접근방법 보다는 주로 實際의 資料에 置重하여 研究, 作成하였다. 특히 우리나라보다 먼저 資本自由化를 시행한 많은 나라중에서 資本自由化 시행당시 경제여건이 現在 우리나라 여건과 비슷하고 資本自由化를 成功的으로 이끈 日本의 先例를 집중 연구, 현재 우리의 位置를 조명하여 우리나라 資本自由化가 證券市場에 미치는 影響을 예측하고 그 對應戰略을 提示하고자 한다.

本 論文은 內容에 따라 6章으로 構成되어 있다.

第1章 序論에 이어

第2章은 資本自由化와 證券市場의 國際化의 理論展開로서 이들의 概念 및 效果, 前提條件을 考察하였고,

第3章은 資本自由化의 外國先例로 日本과 멕시코 등을 살펴볼 것이다.

第4章은 우리나라의 資本自由化 背景과 現況에 대하여 敘述하였으며,

第5章에서는 資本自由化가 우리나라 證券市場에 미치는 影響을 주로 否定的 側面에서 집중 분석 및 우리나라 證券市場의 資本自由化에 대한 對應戰略을 提示하였다.

끝으로 第6章에서는 本 研究의 內容을 要約하고 結論을 맺는 것으로 全文을 構成하였다.

第2章 資本自由化와 證券市場의 國際化

本章에서는 資本自由化와 證券市場(또는 資本市場)¹⁾ 國際化가 흔히 혼동되어 사용됨으로 이들을 구별하여 概念을 정리하고 資本自由化의 效果 및 前提條件을 알아보고자 한다.

第1節 資本自由化의 概念과 效果

1. 資本自由化의 概念

資本自由化(liberalization of capital movement)란 국제간의 자본거래에 있어서 直接投資나 間接投資를 가리지 않고 정부 또는 민간이 他國에 대하여 자본을 자유롭게 공급 내지 조달하여 자본을 어떤 부문에 사용하더라도 간섭받지 않고 元利金償還이 자유로우며 나아가 자본이동을 유발하는 여타의 계약 행위 까지도 制約받지 않는 상황, 즉 국제간의 자유로운 자본이동을 말한다.²⁾

국가간의 資本去來가 自由化되면 자본은 國際收支 혹자국으로부터 적자국으로 이동하게 됨으로 國際적으로 자본의 효율적 배분이 이루어져 세계경제가 균형적 성장을 함은 물론 資本 流出·入國 모두 通貨安定을 기대할 수 있다.

따라서 한 국가가 資本自由化를 실시하기 위해서는 貿易去來의 自由化에서 시작되어 그에 관련된 결제 수단인 經常收支의 外換自由化가 선행되어야 하며 자본 이동의 資本自由化는 開放經濟 體制의 最終 段階라 할 수 있다.

開放經濟體制의 내용<表 2-1>을 살펴보면 貿易自由化는 GATT 협정 제 11조의 규정이 적용되는 국가에서 輸出·入을 自由化(수량적 제한 폐지 의무)하고 모든 關稅 制約을 제거 하는것을 말하고, 外換自由化는 IMF 협정 제 8조에서

註1) 資本市場을 證券市場이라고도 하며 貨幣市場과 함께 廣義의 金融市場을 구성한다.
註2) 李鎮茂, 證券經濟論, 1988, p.204.

규정된 의무를 이행하는 것으로 經常的 지불과 자금이동에 대한 自由化를 말한다.

〈表 2-1〉 開放經濟體制의 內容

| 區 分 | 自 由 化 內 容 |
|--------------|--|
| GATT협정 제 11조 | - 貿易自由化 수출입에 대한 수량 규제 폐지 관세 및 비관세 장벽의 제거 |
| IMF협정 제 8조 | - 外換自由化 무역에 따른 경상지급 제한 철폐 차별적 통화 대우 및 복수통화 금지 자국통화의 교환성 |
| OECD 자유화규약 | - 資本自由化 경상무역외거래의 자유화 |

資料) 東西證券, 證券投資(理論과 實際), 1988. 7.

1961年 OECD(Organization for Economic Cooperation and Development)가 발족되면서 資本自由化가 본격적으로 추진되었다. OECD가맹국에 대하여 자유로운 國際經濟交流를 촉진하기 위하여 제정한 經常貿易의 거래의 自由化綱領(Code of Liberalization of Current Invisible Operations, 1976)과 자본이동의 自由化 綱領(Code of Liberalization of Capital Movement, 1978)에 따라 효과적인 經濟協力을 위하여 필요한 한도까지 자본 이동에 관한 제한을 撤廢하여야 한다고 규정하고 있다. 이에따라 가맹국은 자본거래에 관한 제한을 漸進的으로 撤廢하였고 이것을 自由化 措置(Measures of Liberalization)라 부르는데서 資本自由化란 용어가 유래되었다.³⁾

註3) 魚允大·林閔洙, 「證券市場과 資本自由化」, 每日經濟新聞社, 1987, pp. 18-19.

2. 資本自由化의 效果

(1) 肯定的 效果

自由化의 最終段階인 資本自由化는 접근단계에 따라서 그 效果가 상이하게 나타나지만 일반적으로 國內經濟 및 企業에 미치는 肯定的 效果는 다음과 같다.

첫째, 外國資本이 國內에 流入됨으로 인해 지속적인 경제성장에 필요한 投資財源調達에 있어서 부족한 國內貯蓄을 外國資本이 補完해준다. 따라서 家用資金의 범위가 확대되기 때문에 자금의 수요·공급에 의해 결정되는 금리가 낮아질수 있으므로 기업의 資本費用 인하 效果를 가져올수 있다.

둘째, 資本費用이 인하됨에 따라 기업의 기술개발 투자 및 설비투자가 늘어나 生産性向上을 이룰수 있게한다. 외국인 직접투자시 先進技術 및 經營技法 이전은 生産性向上과 더불어 産業構造의 高度化에 기여하게해 기업의 國際競爭力을 강화시킬 수 있을 것이고 이로인해 資金調達의 安定成을 기할수 있을 것이다.

세째, 外資 導入原의 多樣化로 외채상환부담이 분산되고 國際收支改善 效果를 가져온다. 기업들은 외화자금을 은행차입이나 외국차관등으로 많은 부분을 보충하여 왔으나 資本自由化로 인하여 국내자본시장에서 이자부담이 없는 外資를 손쉽게 조달할 수 있게 된다. 특히 외국인에 의한 국내 주식 취득과 같은 자기자본 형태의 非債務性 外資導入은 직접금융이라는 점에서 國際收支改善效果를 유발시킨다.

네째, 다양한 外國資本의 유입을 통하여 국내자본시장의 규모가 확대되고 활성화되기 때문에 국내기업의 직접금융조달에 기여하여 기업의 財務調達 改善과 企業體質 強化에 도움을 준다.

다섯째, 資本自由化는 金融證券市場의 기능을 高度化시키고 거래의 활성화를 촉진하게 된다. 金融證券市場의 대내적 경쟁 심화 및 先進技術導入 적용은 금융증권산업에 있어 運營의 效率性和 情報의 效率성이 크게 提高된다.

여섯째, 經濟運用體質의 同質化를 통하여 경제의 균형된 발전기반을 실현시

켜준다. 특히 物價, 金利, 換率의 가격구조가 국제화됨으로서 개방경제의 實效를 提高시킬 수 있다.

(2) 否定的 效果

資本自由化는 선진국으로 跳躍하는 과정에서 겪어야하는 것이라볼때 否定的 效果는 대단치 않을 것으로 예상되나 資本自由化의 前提要件이 미비할 경우 큰 부작용을 미칠것으로 보인다.

첫째, 經常收支 黑字基盤이 정착되지않은 상태에서는 資本流出을 적절히 통제하지 못함에 따라 國際收支가 악화될 우려가 있다. 또한 投機性 자금이동으로 인해 환율변동폭이 커져 國際金融 및 貿易去來의 불안정성이 증대될 위험도 있다.

資本市場의 수용태세가 미흡한 경우에는 資本自由化로 인해 국내자본시장이 외국자본에 의해 크게 蠶食될 우려가 있으며 이에따라 국내 산업이 외국 자본에 과도하게 의존하는 바람직하지 못한 결과가 초래될수 있다.

둘째, 외국자본의 유입으로 국내기업의 經營權에 외국자본이 浸透할 가능성이 있다. 이에따라 국내기업이 외국자본에 예속될수도 있다.

기업의 經營權 뿐만아니라 국내 자본시장 전체의 支配權도 막강한 외국자본에게 移讓될 위험도 간과할수 없다.

셋째, 外國資本의 流出·入에 대하여 관리, 통제가 어렵다. 정부에서 어떤 경제정책을 추진할 경우 金利및 換率이 해외금리등의 外生的 요인에의해 影響을 받기때문에 이들 가격변수 조절을 통한 경제정책 추진에 障害要因이 될수 있고 국내통화 금융기능에 攪亂요인이 일어날수있다.

네째, 國內物價, 金利, 換率 등 국내경제의 여건이 미흡할경우 外國資本의 流入보다 오히려 國內資本의 流出이 과대해질 가능성이 있다. 이 경우 특히 경제의 실질적 성장을 크게 제약함은 물론 국민의 厚生이 그만큼 蠶食당하는 결과를 초래하게된다.

다섯째, 대규모의 外資流出·入은 급격한 수요변동을 일으켜 證券市場면에서 자본의 투자형태가 불건전하게 될수있다. 외국인 투자의 急増·減은 株價

의 急騰·落을 초래할수 있고 그에따라 외국인 투자자들에게 과당수익을 안겨 주는등의 국내증권시장의 攪亂우려가 있다.

第 2 節 證券市場의 國際化 概念과 內容

1. 證券市場의 國際化 概念

證券市場 國際化는 협의의 資本自由化 概念으로서 그 의미를 축소, 이해해야 할 것이다. 證券市場 國際化란 증권투자를 목적으로하는 자본이 국제간에 자유로이 流出·入 될 수 있도록 제도적으로 보장된 상태를 의미한다. 따라서 완전한 의미의 證券市場 國際化는 資本市場 自由化의 마지막 段階에서 이루어진다.

2. 證券市場의 國際化 內容

證券市場의 國際化는 증권시장의 구조 및 기능과 관련해서 發行市場의 國際化, 流通市場의 國際化, 證券投資의 國際化, 證券業의 國際化로 나누어 볼 수 있다.

첫째, 發行市場의 國際化로 국내기업의 증권을 외국시장을 통해 公募 혹은 私募하는 경우나 외국기업이 국내시장에서 증권을 발행하는 경우 이에 대한 제한이 없는 것을 말한다. 發行市場이 國際化되어 있으면 發行者측에서는 가장 저렴한 비용이드는 자본시장에서 가장 유리한 조건으로 자본을 조달할수 있는 잇점이 있다.

둘째, 流通市場의 國際化란 증권의 소지인이나 투자자들이 언제라도 증권을 賣買할수 있도록 證券去來所에 上場하여 流通케 함으로써 發行후의 지속적인 流通이 보장된 상태를 말한다.

셋째, 證券投資의 國際化란 내국인이 외국증권에 투자함은 물론 외국인이 내국 증권에 대한 투자도 자유로운 상태를 말한다.

네째, 證券業의 國際化란 국내증권업자의 해외진출 및 영업과 해외증권업자의 국내진출 및 영업이 자유롭게 된 상태를 말한다.

第 3 節 資本自由化의 前提條件

資本自由化의 前提로서 모든국가들에게 적용될수 있는 定型的인 기준은 존재하지 않지만 資本自由化를 성공적으로 실시하기 위해서 근본적으로 감안해야 할 각국 특유의 經濟現實을 包括할 수 있는 共通的인 與件이나 一般的인 類型들은 발견될 수 있을 것이다.

그것은 資本自由化를 능동적으로 운용하고 있는 선진국들의 例에서 歸納的인 방법으로 導出할 수 있는 前提條件들은 보편타당성의 摸索이라는 점에서 상당히 信賴할 수 있다.

資本自由化의 否定的 效果를 최소한으로 줄이고 肯定的 效果를 최대한으로 확보하기 위하여는 資本自由化를 본격적으로 추진하기 이전에 대체로 다음과 같은 經濟與件들이 어느 정도 充足되었는지 살펴 보아야 한다.

1. 貿易·外換自由化

資本自由化는 앞서 言及한 바와 같이 GATT 11조국 규정의 貿易自由化에서 IMF 8조국 규정의 外換自由化를 거쳐 OECD 가입국으로 진행되는 자유화의 最終段階이다.

이와 같은 과정으로 이행되어야 하는 이유는 실물 거래가 금융 거래에 비해 개방에 따른 영향이 비교적 당해 품목에 한정되고, 또 서서히 나타나기 때문에 경제의 국제화 과정에서 貿易去來, 經常支給에 대한 外換去來를 단계적으로 자유화한 후 最終的으로 資本自由化를 단행하는 과정을 밟아야 한다.

日本의 경우 開放經濟體制로의 이행이 수입자유화의 본격적인 상태인 GATT 11조국에로의 이행에 이어 經常外換거래에 대한 제한등이 철폐될것을 요구하는 IMF 8조국으로 이행된 뒤 資本自由化의 의무가 부여되는 OECD에 가입하는 절차⁴⁾로 이루어진것은 이러한 기본적 원리를 뒷받침하는 것으로서 교과

註4) 縣茂, “日本證券市場의 國際化 發展段階”, 證券 심포지움, 大韓證券業協會, 1983, 11, p. 149.

적인 진행이라 볼 수 있다.

2. 國際收支의 安定基調 定着

일반적으로 資本自由化로 인해 정책당국의 자본이동에 대한 통제력은 감소되며 그만큼 國際收支의 불안정성은 증대된다고 보아야 한다. 國際短期資本이 대량으로 빈번하게 流·出入 되는 경우, 국제수지의 攪亂은 물론 경제 전체의 혼란이 초래될 수 있다. 더욱이 經常收支가 적자일 경우 이러한 불안정성의 증대는 國民經濟에 큰 충격을 가져올 수 있다.

資本自由化를 선행한 선진국의 경우, 國際收支 구조가 적자에서 흑자로 전환된 시기였다. 따라서 資本自由化의 추진에 있어 가장 실질적인 충족요건으로써 國際收支의 防禦能力 문제가 대두되기 마련인데 자본거래가 이루어지는 경우에는 반드시 對外支給手段인 외환의 유동이 수반되므로 적정 外換保有高를 유지하고 國際收支의 안정기조가 정착되는 선진국형 구조가 되어야 한다.

3. 國際 競爭力의 強化

國際 競爭力은 수출산업의 해외 경쟁력과 국내시장에서의 외국산업과의 경쟁력으로 集約할 수 있다.

資本自由化는 한 나라 경제의 全面開放을 뜻하므로 資本自由化로 인해 외국인의 직접투자가 확대되면 국내기업과의 경쟁이 增大될 것이다. 國民經濟가 전반적으로 대외 경제력을 충분히 갖추지 못하게 되면 외국자본에 의한 자본이득이 過當流出되고 국내 산업이 외국자본에 隸屬화될 우려가 크다.

따라서 외국기업과의 경쟁에 효과적으로 대처하려면 企業, 產業, 金融市場, 證券市場등의 제부문에서 선진국들과 대등한 경쟁이 가능하도록 국제경쟁력 기반이 정착되어야 하고 기업들은 財務構造의 健實化, 經營權의 안정적 유지, 경영자의 意識改革을 통하여 국제경쟁에 대비하여야 한다.

4. 金融自由化 및 원화換率 安定

金利의 資金需給 조절기능이 정상화되어 있지 못하면 자금의 배분이 효율적으로 이루어지지 못하므로 資本自由化를 통한 자금조달 및 운용의 효율성 제고를 기대할수 없게 된다.

국내 자본시장이 시장가격 메카니즘에 의해 움직일수 있기전에 資本自由化를 실시하게 되면 국내외 金利의 차이로 인한 短期投機性·유동자금이 대량으로 빈번하게 流·出入 되기 때문에 자본시장 및 國際收支의 攪亂作用을 하게 된다. 따라서 金利가 시장기능에 의하여 기능을 발휘함에 따라 국내 금융기관은 금융의 자율화에 적응할 능력이 있어야 하고 또한 외국 금융기관에 대한 경쟁력을 갖추어야 할 것이다.⁵⁾

또한 換率이 인위적으로 결정되는 여건하에서는 換率 예측에 대한 불확실성이 커져 자유로운 자본이동이 제약된다. 지속적인 평가절상은 환차익을 얻기 위한 외국자본 유입으로 국내 금융시장이 혼란해지고 國富가 해외로 유출될 우려가 있으므로 資本自由化는 원화가 충분히 切上되어 적정 환율 수준에서 안정을 유지한 후에 단행되어야 한다.

따라서 資本自由化를 효율적으로 추진하고 소기의 성과를 달성하기 위하여는 金利, 換率의 기능 정상화가 앞서 추진되어야 할 것이다.

5. 受容態勢 整備

資本自由化에 따른 대외 개방으로 인한 直·間接投資에 있어 外資를 실제로 仲介하고 負擔하는 자본시장의 受容態勢가 미비될 경우 資本自由化의 효율적 실시가 어렵고 주가의 단기변동폭 확대 등으로 국내 자본시장이 攪亂될 우려가 크다.

또한 債券市場이 미발달된 상태에서 시장이 개방될 경우 채권인수, 거래등에

註5) 證券監督院, “證券市場 國際化的 意義와 推進方向”, 證券調查月報, 1981. 2, p. 9.

있어 수익에 민감한 외국 자본이 크게 영향을 미치게 됨으로 시장 상황이 이들의 기대에 부응하지 못할 경우에는 債券引受忌避 등으로 인해 기업의 債券發行을 통한 자금조달에 예상치 못한 어려움이 발생될수 있고 債券流通 수익률의 움직임도 불안정해질 가능성이 있다.

따라서 資本自由化에 先行하여 機關投資家の 역할확충, 내부자 거래 규제제도 확립 등을 통해 株式市場의 안정성을 확보하는 한편 債券市場에 있어서도 債券發行 및 매매거래 제도의 개선등이 선행되어야 하겠다. 이밖에도 專門人力의 확충, 불공정관행의 개선등 受容態勢의 정비가 필요하다.⁶⁾

기타의 前提條件으로 金融實名制와 金融所得 綜合課稅 實施가 되어야 한다. 그 나라의 증권시장에서 假名을 사용하게 되면 本名이 밝혀지지 않는 잇점이 있기 때문에 증권시장이 投機場으로 전락될 위험이 있으며 이러한 제도적 모순 때문에 경제·사회적 피해를 줄수 있다. 또한 국민경제와 사회의 선진화에 대한 근본적인 장애요인을 제거하기 위해서도 不動產과 金融資產에 대한 綜合課稅가 필요한 것이다.

註6) 韓國銀行, 調查統計月報, 1990. 9, p. 97.



第3章 資本自由化의 外國 先例

本章에서는 日本, 브라질, 멕시코, 대만 4國의 先例를 중점적으로 분석해 보고자 한다.

日本은 경제, 사회적 구조 및 발전과정이 우리나라와 비슷하고 資本自由化로 證券市場 및 경제에 큰 攪亂없이 海外信認度를 높이는데 크게 성공하였고, 브라질은 개발도상국으로서 外貨依存度가 높고 급속한 경제성장을 이룩하는 등 우리나라와 유사한점이 많으며, 非國際通貨國으로서 최초로 資本自由化를 실시하였기 때문이다.

또한 멕시코는 외국인 證券投資를 제한적으로 허용하기 시작한 이후 국내경제 여건의 惡化와 지나친 國益爲主의 규제방식 등으로 失敗하였고, 대만은 국내경제 여건의 성숙에도 불구하고 自由化를 지나치게 지연시킴으로써 여러가지 어려움을 겪었기 때문에 이러한 先例들을 충분히 검토해 봄으로써 자본시장의 완전개방을 앞두고 있는 우리나라의 입장에서 우리경제의 實益에 符合하는 방향으로의 對應戰略樹立이 용이해질 것이다.

第1節 日本

1. 實施 背景

日本の 資本自由化 추진배경으로는 제2차 世界大戰 후 日本經濟의 高度成長과 이에 따른 國際收支構造의 개선을 들 수 있다.

經濟發展段階와 國際收支構造는 <表 3-1>과 같고 <表 3-2>는 日本의 국제수지구조의 변화를 구체적으로 나타낸 것이다.

日本은 戰後부터 1950年代 前半에 걸쳐서는 무역수지가 적자기조를 보였으며 이를 미국으로부터의 원조에 의한 이전수지의 흑자나 韓國動亂에 따른 특수를 중심으로 하는 무역외 수지의 대폭적인 수취초과에 의해서 커버하였던

未成熟 債務國의 패턴을 취하고 있었다."

그러나 1960年代의 高度成長을 뒷받침으로 국제경쟁력이 강화되었고 경상수지의 흑자정착에 따라 1960年代 後半에는 成熟 債務國段階에 이르렀다. 경상수지 흑자와 외국인의 對日證券投資 확대를 통한 자본유입등의 외화저축으로서 서서히 자본수출을 시작한 1970年代 以後에는 未成熟 債權國단계를 거치게 되었고 1980年代에 成熟 債權國단계에 이르게 되었다.

〈表 3-1〉 經濟發展 段階와 國際收支 構造

| 발전 단계 | 저축투자 의 균 형 | 국 제 수 지 구 조 | | |
|----------------------------|-------------------------|--------------------|---------------------------------------|-----------|
| | | 경상수지 | 자 본 수 지 | 대외자산 부채균형 |
| 미성숙채무국 성년 채무국 성숙 채무국 | S < I S = I S > I | 적 자 거의균형 흑 자 | 흑 자(자본수입) 흑 자(자본수입) 흑자축소(원본변제) | 부 채 초 과 |
| 미성숙채권국 성년 채권국 성숙 채권국 | S > I S = I S < I | 흑 자 거의균형 적 자 | 소폭적자(자본수출) 적 자(자본수출) 적자축소(원본회수) | 채 권 초 과 |

註) S:貯蓄, I:投資

資料) 金鍾大, "韓·日 資本自由化 比較 分析", 大信證券, 1985. 11. p. 12.

〈表 3-2〉 日本의 國際收支 構造 變化 (년평균, IMF 베이스, 단위:백만달러)

| 년 도 | 무역 수지 | 무역외 수지 | 이전 수지 | 경상 수지 | 장기적 자본수지 | 기초적 수지 | 종합 수지 |
|-----------|----------|-----------|----------|----------|-------------|-----------|----------|
| 1946-1950 | △188 | △68 | 401 | 145 | △15 | 130 | 145 |
| 1951-1955 | △393 | 442 | 55 | 104 | △35 | 69 | 93 |
| 1956-1960 | 93 | △20 | △50 | 23 | △22 | 1 | 28 |
| 1961-1965 | 391 | △608 | △55 | △272 | 64 | △208 | △120 |
| 1966-1970 | 2,725 | △1,310 | △175 | 1,240 | △721 | 519 | 905 |
| 1971-1975 | 5,382 | △3,666 | △335 | 1,382 | △3,894 | △2,512 | △1,434 |
| 1976-1978 | 17,307 | △6,417 | △481 | 10,408 | △5,490 | 4,918 | 5,539 |

註) △:赤字

資料) 日本通商産業省 産業政策局, 「日本國 企業의 經營分析」, 1980.

註1) 證券去來所, "日本資本市場의 國際化 經緯와 전망", 株式, 1977. 9. p. 40.

日本の資本自由化는 外部要因 즉, 선진국들의 요구에 의한 것이라 할지라도 근본적으로는 國際收支의 黒字基調 정착 등 경제력이 향상된 시점에서 경제구조의 효율 및 산업 합리화 등의 國際競爭力을 제고하는 자유화정책이 현실적으로 필요한데서 緣由하였고 이를위해 시기적절하게 자본시장의 국제화를 진행시킨 것이라 볼 수 있다.

2. 推進 過程

日本の資本自由化 추진과정의 時期와 內容은 <表 3-3>과 같다.

<表 3-3> 日本の證券市場國際化 推進過程

| 시 기 | 내 용 |
|-------------------------------------|---|
| 1945 50 년대 | - 국제화 스타트 (외자도입 시기) ○ 외자법 제정 (외국투자가에 의한 증권취득을 인가제로 함. 다만 순수한 증권투자 불인정) ○ 외자법 개정 (순수 증권투자도 인가 대상) ○ 전후 최초로 2개의 증권사 미국 진출 ○ 달러표시 국채 공모발행 (미국 시장) |
| 1960년 대 전반 | - 대내 증권투자 規制緩和 ○ 외국인 주식취득 일본은행 자동인가범위 확대 ○ Japan Fund 발족 (대일증권 전문투자신탁 제1호) ○ 캐논, 록셈부르크에 상장 (일본기업 해외증권시장 상장제1호) ○ IMF 8조국에로 이행, OECD정식 가입 |
| 1960년 대 후반 1970년 대 전반 | - 資本去來자유화 급진전 (내외 자본교류 활발) ○ 제1차 제5차 자본자유화 ○ Sony주식 뉴욕증권거래소 상장 ○ Asia개발은행 엔표시채 공모발행 (엔표시채 제1호) ○ 메릴린치사 동경지점 개설 (외국업자 지점 개설 제1호) ○ 구주투자은행 달러화채 사모발행 (외화표시채 발행 제1호) ○ 미국 GTE주식 공모발행 (최초의 외국주식 공모발행) |
| 1970년 대 후반 | - 국제자본시장으로 成長 ○ 미 아메리카은행 주식일부를 일본에서 공모발행 ○ 구주투자은행, 엔화외채를 구주에서 발행 (유로 엔화표시 외채 제1호) ○ 일반투자가에 대한 대외증권투자 시장확대 |
| 1980년 대 | - 자본거래자유화 완성단계 (대외거래 원칙) ○ 외자법 폐지 ○ 금융·자본시장에의 악영향, 국제수지 불균형 격화요인을 발생시키는 경우를 제외하고는 원칙적으로 자유화 됨. |

資料: 高炳佑, 「資本自由化와 企業의 對應」, 大韓商工會議所, 1987. p. 41.

(1) 1945 - 50年代

이 時期는 日本이 戰後의 혼란기를 수습하여 高度成長 기를을 마련한 시기로 對外證券投資는 전면적으로 금지되었으나 對內投資面에서는 외자도입의 國際化가 실시되었다.

1949年 外換法, 1950年 外資法 제정을 계기로 외자도입의 법률적기초를 마련하였으며, 그후 1952年 9월에 채택된 日本銀行 自動認可制度 (제한업종은 5% 비제한업종은 8%이내에서 외국인의 주식취득이 가능)에 의해 外國人 直·間接投資를 통한 대내증권투자가 실질적으로 인정되었다. 외국인의 주식취득이 가능하였으나 규제가 엄격하였고 주식매각대금의 해외송금 또한 2년거치 5년분할로 가능하였다. 이에따라 외국인의 주식취득규모는 극히 적어 1950年代 前半에는 年間 1 - 2백만달러 수준이었고 1950年代 後半에는 年間 1000만달러 수준에 불과했다. 주식매각 대금의 해외송금 또한 2년거치 5년분할로 가능하였다.

(2) 1960年代 前半

이 時期에도 經常收支는 赤字로 여전히 자본수입국의 단계에 머물러 있었으며 외화보유고의 수준도 낮았으므로 대외증권투자의 전면적 규제가 계속되었다. 1958年 EEC 발족을 계기로 서구 여러나라의 貿易·外換自由化가 진전됨에 따라 貿易·外換에 엄격한 제한을 가하고있던 日本에 대해 美國등으로부터 자유화 요청이 강해졌다.

이러한 環境變化에 對應하여 日本政府는 1960年 6月 貿易·外換自由化를 골자로하는 자유화조치를 발표하고 貿易·外換의 제한을 단계적으로 완화시키게 되었다. 이에따라 貿易自由化가 급속히 진행되어 1959年 8월에 26% 이던 수입 자유화율이 1965年 10월에는 93%로 확대되었다.”

外國人 주식취득에대한 자동인가 범위도 확대되어 1960年 6월에는 제한업종 15%, 外國人1人當 持株 비율5% 이내로 취득가능하게 되었다. 또한 對日證券投

註2) 金鍾大, 「韓·日 資本自由化 比較分析」, 大信證券, 1985. 11, pp. 12-13.

資元金の 해외송금제한이 완화되어 1960年 6월에 2年거치 3年분할, 1961年 5월에는 2年 거치, 1962年 8월에는 6個月거치로 되었다가 1963年 4월에는 株式元金거치기간을 撤廢하였다. 1961年 6월에 Sony社가 ADR (American Depositary Receipts; 미국 예탁증서)을 발행한 것을 시초로 하여 預託證書制度³⁾가 導入되었고 1962년에는 히다찌 (日立)社가 海外轉換社債를 발행하였다. 이러한 일련의 조치 및 환경변화에 따라 1960 - 1963년에 걸쳐 제1차 외국인 투자붐이 출현했다. 外國人の 株式取得이 1959年 96만달러에서 1960年 2,200만달러, 1961년에 5,580만달러, 1962년에 9,190만달러로 급증하였으나 1963年の 미국금리평형세⁴⁾에 크게 영향을받아 1966년까지 대내증권투자는 沈滯期를 맞게 되었다.

(3) 1960年代 後半 - 1970年代 前半

日本은 1964년 4월 OECD가입과 IMF 8조국 이행으로 外換 및 資本自由化를 추진할 의무를 지게 되었다. 이 시기의 日本의 경제 상황을 보면 고성장으로 국제적 지위가 상승, 1967년에는 GNP규모가 美國에 이어 자유세계의 2위로 부상했다. <表 3-4>에서 보는바와 같이 1967年 7월부터 1973年 5월까지 5차례의 資本自由化 조치에 따라 외국인 직접투자와 더불어 외국인 주식투자도 대폭 자유화되어 제2차 외국인 투자 붐이 일어났다.

1970년에 국제투신인 IOS (Investors Overseas Services)의 破綻으로 외국인 주식투자가 한때 주춤하였으나 국제수지의 대폭적인 흑자를 배경으로 한 엔화가치의 상승기대 및 달러의 金兌換 中止 등에 의해 다시 활황기를 맞게 된다.

註3) 預託證書制度란 原株式을 發行國內의 預託機關에 맡겨놓고, 原株式 대신 預託證書를 발행하여 이를 外國投資家가 保有 및 去來하게 하는 제도이다.

註4) 1963년에 設置된 것으로 美國인이 국외에 투자하는 경우 賦課되는 세금을 말한다. 이는 미국의 國際收支 赤字를 줄이기 위해서 취해진 정책으로서 외국에 대한 자본 투자를 抑制하기 위한 것으로 케네디大統領이 제안하였던 것을 1964年 8月 존슨 行政府가 실행했으며, 株式, 轉換社債는 15%, 債券은 기한에 따라 2.75 15%가 賦課되었는데 1974年初에 撤廢되었다.

〈表 3-4〉 段階別 資本自由化 推進內容 - 外國人 直接投資 限度 -

| 자유화시기 | 기업신설의 경우에 자유화업종 | | 기존업체에의경영참가의 자동인가한도 | | |
|----------------|---|-------------------------------|--|----------------------------------|-------|
| | 50%자유화업종 | 100%자유화업종 | 외국인투자가 1인당 소유비율 | 외국투자가전체의소유비율 비제한업종 제한업종① | |
| 제1차 자유화 이전 | | | 10%이하 | 5%이하 | 15%이하 |
| 제1차 자유화 (67/7) | 33업종 | 17업종 | 7%이하 | 20%이하 | " |
| 제2차 자유화 (69/3) | 160업종 | 44업종 | " | " | " |
| 제3차 자유화 (70/9) | 447업종 | 77업종 | " | 25%미만 | " |
| 제4차 자유화 (71/8) | 개별 감사대상 업종(7) 100% 자유화업종(228)을 제외한 전업종 | 228업종 | 10%미만 | " | " |
| 제5차 자유화 (73/5) | 광업 점포수가 11이하의 소매업 집적회로 제조업 그외에 기한부 자유화업종중에 14업종 | 예외업종(5) 기한부자유화업종(17)을 제외한 전업종 | 단지 기업의 동의를 있는 경우에는 예외업종 및 기한부 자유화 업종을 제외하고 100%자유화 | | |
| 80년 5.1 이후 | | | 단지 기업의 동의를 없는 경우에는 예외 4업종을 제외하고 100% 자유화 | | |

註: 제한업종①은 금융(은행, 신탁, 상은, 長期, 외환은), 운수(철도, 도로 운송, 해상운송, 항만운송, 항공운송), 전기, 가스, 수도, 통신, 방송, 어업, 광업

資料: 大信證券, “資本自由化에 따른 日本證市의 影響”, DERI주간시사, 1988, 12, p. 2.

(4) 1970年代 後半 以後 - 現在

1977年 외국인 채권·수익증권의 投資原金 거치기간(6개월)이 철폐되어 債券投資는 전면 自由化 되었고 주식투자는 농림수산업, 석유업, 피혁 또는 피혁제품 제조업과 광업 등 예외 4업종을 제외하고는 기업이 동의한 범위내에서

해당기업의 주식취득이 자유화되었다.

다만 일반투자가에 관해서는 투자가 보호의 관점에서 일본 증권업협회에 의해 대상이 되는 해외시장이나 증권의 범위가 정해지고 있다.

〈表 3-5〉는 이같은 조치에 힘입어 1978 - 1982年 사이에 外國人의 債券投資는 202억 달러의 순증을, 외국인 주식투자는 96억 달러의 순증을 기록하였음을 보여주고 있다.

〈表 3-5〉 外國投資家の 日本證券取得狀況 (단위:百萬달러)

| | 주 식 | | | 공 사 채 | | | 순증액 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| | 취득 | 처분 | 순증 | 취득 | 처분 | 순증 | 합계 |
| 1964 | 46 | 52 | △ 6 | | | | |
| 1965 | 28 | 76 | △48 | | | | |
| 1966 | 67 | 86 | △19 | | | | |
| 1967 | 97 | 62 | 35 | | | | |
| 1968 | 393 | 177 | 216 | 13 | 30 | △ 17 | |
| 1969 | 1,467 | 790 | 677 | 23 | 12 | 11 | |
| 1970 | 1,020 | 864 | 156 | 98 | 55 | 43 | 199 |
| 1971 | 1,578 | 1,148 | 430 | 652 | 174 | 478 | 908 |
| 1972 | 2,762 | 2,410 | 352 | 507 | 250 | 257 | 609 |
| 1973 | 1,698 | 2,337 | △639 | 222 | 241 | △19 | △658 |
| 1974 | 605 | 1,738 | △1,133 | 422 | 185 | 237 | △895 |
| 1975 | 2,064 | 1,474 | 590 | 1,755 | 831 | 924 | 1,514 |
| 1976 | 2,960 | 3,068 | △108 | 2,986 | 1,274 | 1,712 | 1,609 |
| 1977 | 2,671 | 3,446 | △775 | 4,853 | 2,760 | 2,093 | 1,318 |
| 1978 | 4,830 | 5,635 | △805 | 10,741 | 8,278 | 2,463 | 1,658 |
| 1979 | 5,486 | 6,171 | △685 | 10,376 | 8,635 | 1,741 | 1,056 |
| 1980 | 12,172 | 7,185 | 2,987 | 15,373 | 10,043 | 5,330 | 10,317 |
| 1981 | 24,971 | 21,452 | 3,519 | 24,302 | 18,530 | 5,771 | 9,291 |
| 1982 | 17,276 | 15,664 | 1,612 | 30,142 | 25,280 | 4,862 | 6,474 |

資料) 日本 大藏省 證券局 年報, 1983.

日本은 1980年에 外資法을 폐지함으로써 資本自由化 계획은 완성단계에 이르게 되었다. 따라서 국내의 증권투자, 日本企業의 해외에서의 外債發行, 외국인의 일본내 증권발행에 대한 인허가제도를 폐지했으며 이들이 외국환시장의 혼란, 國際收支의 不均衡激化 및 금융시장에 악영향을 끼치는 경우를 제외하고는 원칙적으로 자유화 되었다.

이상 日本의 資本自由化 과정을 要約하면 〈表 3-6〉과 같다.

〈表 3-6〉 日本의 資本自由化 過程 日誌

| 년 도 | 조 치 | 대 내 외 투 자 |
|-------------------------|---|---|
| 1950년 1951년 1952년 | 외자법 제정 (5월) 외자법 개정 (4월) 외자법 개정 (7월) | 외국투자가의 증권투자 인가제 외국인 시장 경유 주식 취득 가능 주식 매각 대금 송금 보증 외국인 사채취득 가능 외국주식 취득에 관해 일본은행 자동인가 제도 창설 (9월) |
| 1953년 1958년 1959년 | | 일본증권회사 전후 최초로 해외 진출 무역수지 8년만에 흑자전환 전후 첫 외채 발행 (2월) |
| 1960년 | 제1차 외국인 주식 투자 분 | 외국인 주식취득 일본은행 자동인가 범위 확대 외국인 채권 취득 규제완화 대일증권 투자 원금의 해외송금 제한 완화 최초의 ADR발행 (쏘니) |
| 1961년 1964년 | IBM8조국으로 이행 (4월) OECD 가입 (4월) | |
| 1967년 | 제1차 자본자유화 실시 (7월) | 대내직접투자의 자동인가제 도입 주식취득의 일본은행 자동인가한도를 확대 |
| 1969년 | 제2차 자본자유화 실시 (3월) | 자유화 범위는 대내직접투자로 한정 |
| 1970년 | 제3차 자본자유화 실시 (9월) | 투신위탁회사의 외국상장 증권취득 자유화 (4월) |
| 1971년 | 제4차 자본자유화 실시 (8월) | 보험회사의 외국상장증권 자유화 (1월, 1억달러내) 일반투자자 및 기관투자자에 의한 외국증권투자 자유화 (7월) |
| 1972년 | 제1차 대외증권 투자분 | 신탁은행, 은행의 외국상장증권 취득 자유화 (2, 3월) 기관투자자의 기발행 외화증권 취득, 일반투자자에 의한 상장예탁증권의 취득 자유화 (5월) 외국투신의 국내판매자유화 (11월) 증권업 투자신탁업, 증권서비스업 100%자유화 |
| 1973년 | 외국증권 첫 일본거래소 상장 (4월) 제5차 자본자유화 조치 (5월) | |
| 1974년 | 외국주식상장개시 (12월) 외환관리 완화책 실시 (1월) | 이사회의 동의시 외국인의지주비율 100%까지 자유화 외국인의 대일 채권 취득규제를 전면 폐지 |
| 1980년 | 외자법 폐지 | 국내외 증권발행 인·허가제 폐지, 완전 자유화 |

資料: 金種大, “韓·日 資本自由化 比較 分析”, 大信證券, 1985. 11, p. 14.

3. 證券市場에의 影響

日本의 資本自由化 以後 주가의 변동은 아래의 〈表 3-7〉과 같이 나타낼 수 있다.

<表 3-7> 資本自由化와 日本 株價變化

| 년도 | 자본자유화 과정 | 주 가 등락율 | 등락배경 | 장세특징 |
|------|-------------|---------|--|---|
| 1966 | 자본자유화 지침 발표 | 2.4 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 경기회복추세 ○ 자본자유화 기대 고조 ○ 국제수지 흑자와 통화 팽창 | |
| 1967 | 1차 자본자유화 | -11.6 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 1차 자본자유화 실시 | |
| 1968 | | 33.6 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 예상초과의 경제성장 ○ 금융자산 선호경향 대두 ○ 시장과열 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 외국인 주식투자 증대 ○ PER중시 ○ 저가주 레벨업 |
| 1969 | 2차 자본자유화 | 37.6 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 2차 자본자유화 실시 ○ 고도성장 ○ 일본경제 국제적 지위 향상 ○ 증권업계 성장 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 중소형주 주도 ○ 시가발행 본격화 |
| 1970 | 3차 자본자유화 | -37.7 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 만국박람회 특수경기 ○ 과잉설비-민간투자 격감 ○ 세계경기 침체 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 장세기복 심화 |
| 1971 | 4차 자본자유화 | 36.6 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 본격적인 국제투신 설립 ○ 국제수지 흑자폭 확대에 따른 상승세 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 대외증권투자 자유화 |
| 1972 | | 91.7 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 과잉유동성에 의한 대폭적 주가상승 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 내수 금융주 주도 |
| 1973 | 5차 자본자유화 | -17.3 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 금융긴축 ○ 중동전 발발-오일쇼크로 침체 ○ 수요 급증과 과잉유동성으로 물가상승 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 주가침체 ○ CB발행급증 |
| 1974 | | -11.4 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 금융긴축 ○ 국제금융 불안 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 외화유출 억제책으로 거래량 급감 |
| 1975 | | 14.2 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 해외주가와 연동-상승기조 회복 ○ 인플레이션 진정 ○ 기업유동성 증가 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 경기회복 기대로 10월부터 반등 |
| 1976 | | 14.5 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 금리인하 ○ 금융완화 기조 ○ 수출경기 회복 ○ 외국주가와 연동성 심화 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 중자위축으로 등락 |
| 1977 | 엔화표시외채발행 확대 | -2.5 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 무역마찰 ○ 공공사업 확대 ○ 경기회복세 ○ 엔고로 후반약세 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 업종간 주가 불균형 심화 |
| 1978 | | 23.4 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 기업실적 호전 ○ 내수중심 경기대책 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 전업종 상승세 ○ 항압제약 관련주 급등 |

| | | | | |
|------|---------------|------|--|--|
| 1979 | 대내외 투자원칙적유화 | 9.5 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 오일쇼크 ○ 공정할인율 인상 ○ 금융긴축 완화 ○ 신용규제 완화 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 위탁중거금률 인하 ○ 자원관련주 부상 |
| 1980 | 해외 CP CD 국내 환 | 8.3 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 외국인 투자 급증 ○ 오일머니 유입 ○ 주가 국제화시대 진입 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 대량우량주 급등 ○ 소형주 투기 심화 |
| 1981 | | 7.4 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 금융완화 및 외국인투자활기 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 소형주 급락 ○ 대폭증자 실시 |
| 1982 | | 3.9 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 대미, 대유럽 무역마찰 ○ 미국 고금리상대 지속으로 경기 침체 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 금융자유화 원년 |
| 1983 | | 23.4 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 유가하락 ○ 경기회복 추세 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 세계경기회복으로 주가 상승 |
| 1984 | | 16.7 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 기업실적 호전 ○ 세계주식시장 호조 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 첨단산업관련주 주도 |
| 1985 | | 13.6 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 법인여유자금 운용 ○ 미 금리인하 ○ 외부환경 호조 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 금융보험주 상승 ○ 금융자유화주가 상승 ○ 내수관련주 상승 |

資料: “商銀調査”, 1988년 여름호.

(1) 證券市場의 量的 成長

1967年 7月부터 1973年 5月的 5차 自由化가 추진될때까지 일경다우지수는 237.1%가 上昇하였고 시가총액의 규모도 463.2%가 增加하였다.

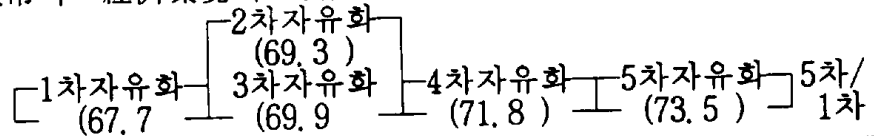
그러나 시가총액과 GNP의 比는 64.1% 上昇하는데 그쳤는데 이는 주식시장의 규모팽창보다는 경제환경의 호전속도가 빨랐음을 시사한다. 주가수익비율(PER)⁵⁾의 경우 제3차 資本自由化 시기까지 크게 변화하지 않다가 제4차 自由化 시기에는 오히려 11.83배로 하락하였다. 그러나 제5차 시기에는 제1차 時期對比 74.8%의 증가율을 보여주고 있다.

이 기간의 日本證市와 經濟環境의 成長內容은 <表 3-8>과 같다.

註5) 株價 收益比率

$$PER(배) = \frac{\text{주 가}}{\text{1주당 당기순이익(납세후)}}$$

<表 3-8> 日本證市와 經濟環境의 成長內容



| | | | | | | |
|----------|----------------|----------|----------|-----------|-----------|--------|
| 주 | 일경다우지수 | 1,412.01 | 1,956.36 | 2,387.75 | 4,759.53 | 237.1% |
| 식 | 시가총액 (억불) | 238.6 | 464.4 | 615.5 | 1,343.7 | 463.2% |
| 시 | 시가총액 / GNP (%) | 21.7 | 30.7 | 29.2 | 35.6 | 64.1 |
| 장 | 상장주식수 (십만주) | 821,132 | 960,320 | 1,161,232 | 1,357,157 | 65.3% |
| 경제 환경 | 경상 GNP (억불) | 1,235.1 | 1,722.7 | 2,305.0 | 4,138.4 | 235.1% |
| | 경상수지 (백만불) | -190 | 2,119 | 5,797 | -136 | 28.4% |
| | 외환보유고 (백만불) | 2,005 | 3,496 | 15,235 | 12,246 | 510.8% |

資料) 商銀調査, 1988년 여름호.

(2) 證券市場의 質的 變化

證券市場 開放은 시장의 規模膨脹과 함께 질적 變化를 야기시켜 증권시장 내부의 불합리한 요소를 제거시키고 합리성이 시장의 기본원리가 되게끔 하는데 가장 큰 의의가 있다.

日本은 1960年代 後半에 들어와 외국인의 對日證券投資 활기로 일본증권시장은 量的신장과 함께 다음과 같은 많은 質的 개선이 있었다.

첫째, 1950년에 시가발행제도가 도입되어 1969년부터 본격적으로 실시되었다. 시가발행제도는 發行市場을 활성화시키고 유통시장과 원활하게 연결해 준다.

둘째, 주가수익배수란 어떤기업주식의 現在株價를 동기업의 年間 주당순이익으로 나눈 값으로 투자자들의 해당기업의 미래 기대 수익력에 대한 평가를 반영하고 있기 때문에 주가수익배수를 중심으로 한 投資分析技法이 보편화되어 주식투자 판단에 있어서 기업의 성장성에 중점을 두게 되었다.

셋째, CB⁶⁾의 發行이 1970年代 後半에 와서 본격화되었다. CB는 투자자에게

註6) CB (convertible bond : 轉換社債): 普通社債와 마찬가지로 확정 이자를 지급하지만, 일정한 조건하에서 發行會社의 普通株로 전환 할 수 있는 選擇權이 賦與된 社債를 말한다.

一定의 利子收益 외에도 장래 그 회사의 株價가 상승하였을 경우에는 株式으로 전환함으로써 시가차익을 얻을 수 있는 동시에 선거권을 부여함으로써 投資誘因을 제공하며 발행회사측에서도 그 대신 낮은 이자율로 사채를 발행할 수 있으므로 資本調達 비용을 낮출 수 있게 되는 장점이 있다.

日本이 發行한 외화채권증 CB는 1970年代 初盤까지 1억달러 미만이던 것이 1975년에는 6억달러로 急増하였다. 또한 1981년에는 1947억 달러로 총외화 채권발행의 約80%를 占有하고 있는것으로 보아 CB로 인한 外國人 對日投資 畧이 활발하였음을 알 수 있다.

第 2 節 브라질

1. 實施 背景

브라질의 資本自由化는 1970年代 初盤의 年 10%내외의 高度成長으로 인한 장기성 외자도입원의 다양화라는 차원에서 태동하기 시작하여 1975年 外國人 專用 受益證券을 통한 간접적인 외국인 증권투자를 허용함으로써 본격화되었다.

브라질이 資本自由化를 추진하게된 구체적인 背景은 다음과 같다.

첫째, 경제성장에 필요한 外資를 장기적이며 안정적으로 도입하고자 하였다. 資源은 비교적 풍부하나 資本과 技術의 脆弱으로 경제분야의 선진 자본국의 의존도가 높았다. 이에 외자도입을 통한 자본유입의 필요성으로 資本市場을 개방하게 되었다.

둘째, 외국인의 증권투자 자금의 유입을 브라질 證券市場의 경기를 회복시키는 刺戟요소로써 이용하려 했다. 1971年の 證券市場 波動은 증권자금 및 투자자의 이탈현상을 가져왔는데 資本市場으로서의 증시기능회복을 위해서도 투기자금의 증시 再流入이 절실히 요청되었기 때문이다.”

註7) 證券監督院, “브라질 證券市場의 國際化”, 證券調査月報, 1977. 11, pp. 18-20.

세제, 1971年 증권과동 이후 증시의 체질개선과 균형적 발전을 도모하고자 하였다. 즉, 國公債나 내국인지배 기업주식을 편입종목으로 하는 투자신탁에 한하여 外國人 投資를 許容함으로써 외국인의 국내기업 지배 등의 부작용이 없는 효율적인 外資管理를 가능케하고 債券 및 株式市場의 균형적 발전을 도모하고자 한다.

네제, 자금조달기능 확대를 통한 투자저변 확대로 민간기업 육성의 필요성이 대두되었다. 이를위해 1종의 外國人 專用 受益證券을 해외에 발매함으로써 證券市場을 간접적으로 개방하였다.

2. 推進 過程

1975年 以前까지는 주로 차관과 외국인 직접투자에 의존하던 브라질의 외자 도입은 1975年 5月 大統領 特別命令 第 1401號와 中央銀行規程 323號에 의해서 외국인이나 외국법인에 대해 국내자본시장에의 투자를 허용하였다.

이 법은 외국인이 外國人 專用 投資會社의 주식을 취득함으로써 브라질 證券市場에 투자할 수 있도록 하는 한편 배당금의 송금이나 투자元本 据置기간의 부분적 제한과 함께 세제상의 혜택을 주는 漸進的인 資本自由化에로의 이행을 규정하였다. 투자신탁회사는 투자총액의 50%이상을 브라질 민간주주가 지배하는 공개법인이 발행한 株式이나 轉換社債에 투자하도록 되어 있다.

外國人 專用 國際投資信託과 동일한 형태의 外國人 專用 投資會社 (Investment Companies)를 창구로 하여 외국인에게 신탁회사 주식을 취득케 하고 그 자금을 신탁회사가 국내증권에 투자 운용하도록 한것은 資本自由化로 인한 負의 효과를 극소화 하고 Hot Money와 같은 國際短期投機性 자금의 빈번한 유출입으로 國際收支가 攪亂되는것을 防止함과 동시에 外資를 安定的으로 導入하고자 함이었다.

브라질의 外國人 專門 投資信託 會社의 運用概要는 <表 3-9>와 같이 1975年 회사수 4社에 순자산은 3060만 달러에서 1978년에는 회사수 13社에 순자산액 6170달러에 이르고 있음을 볼 수 있다. 이 표에서 보는바와 같이 명목배당률

과 실질배당률간의 큰 차이로 인해 1978年以後 외국인의 투자가 위축된 원인이 되었다.

同 特別領은 투자자의 수익에 대한 課稅에 있어서는 수익금의 送金시 15%의 소득세를 부과하고 수익에서 소득세를 차감한 잔액이 최초등록투자액의 12%를 초과하는 경우 초과분에 대한 40-60%의 附加所得稅를 부과하였다. 반면에 장기투자를 촉진하기 위하여 소득세율을 투자원본 송금기간이 6年이상 7年 미만의 경우는 12%, 7年이상 8年 미만의 경우는 10%, 8年 이상은 8%를 적용하고 있으며 특히 8年 이상의 경우에는 附加所得稅를 免除해주고 있다.

〈表 3-9〉 브라질의 外國人專門 投資信託會社의 運用概要

| | 會社數 (社) | 純資產 (百萬달러) | 配當率 | | 換率 (對美달러) |
|------|------------|---------------|------|------|--------------|
| | | | 名目 | 實質 | |
| 1975 | 4 | 30.6 | | | 9.02 |
| 1976 | 7 | 37.5 | 26.4 | 4.1 | 12.28 |
| 1977 | 12 | 49.1 | 47.8 | 19.6 | 15.95 |
| 1978 | 13 | 61.7 | 35.4 | 6.5 | 20.78 |

註) 實質配當率は 換損을 감안한 送金基準임.

資料) 證券監督院, "資本自由化問題에 관한 檢討", 1982. 12.

3. 證券市場에의 影響

브라질의 資本自由化는 國內의 안정에 너무 집착하여 外國人投資에 지나친 制約을 가했기 때문에 개방시도가 失敗하였다.

1975年 5月の 外國人 투자 허용은 당초의 예상과는 달리 투자회사들의 외자 모집이 상당히 저조했다. 즉 借款, 直接 및 財政投資에 의한 외국자금 유입액은 1975年 88억 달러, 1976年 105억 달러로 거대해졌으나 投資信託을 통한 외국인의 브라질 證券市場에의 투자액은 총유입액의 2-3%에 지나지 않았던 것이다. 이러한 모집실적의 부진은 브라질의 資本自由化가 극히 제한된 의미의 개방조치였으며 운용에 있어서도 외국인 投資分에 대해 長期의 거치기간, 高率의 환율인상 및 환리스크의 투자자부담, 초과수익금에 대한 과도한 세부담 등

의 제약요소로 인하여 外國人 投資意慾을 고취시키지 못하는 등 소기의 成果를 거두지 못한 것으로 評價되고 있다.

第 3 節 멕 시 코

1. 實施 背景

멕시코는 1946년에 IMF 8條國으로 移行하여 外換自由化를 실시했으나 資本自由化는 극히 부진하여 1981년까지 차관을 제외하고는 外國인의 直·간접투자는 원칙적으로 금지되었다.

그러나 外債累積을 개선하기 위하여 資本自由化로 外資導入의 多元化和 資本市場의 활성화를 도모하고자 하였다. 따라서 1981年 6月 석유 등 풍부한 賦存자원에 근거한 外國투자자의 기대에 부응함과 동시에 國內 證券市場을 활성화 시키기 위하여 Mexico Fund라는 국제투자신탁을 설립하여 外國인의 間接的 證券投資를 許容하였다.

2. 推進 過程 및 影響

멕시코는 國內법상 外國인이 國內주식에 투자할 수 없도록 되어 있다. 그러나 이를 許容하기 위한 方法으로 Mexico Fund를 美國투자회사로 설립하고 발행주식을 통하여 모집된 펀드자산은 멕시코 법인인 受託會社를 거쳐 멕시코 上場證券에 집중투자 함으로써 外國인의 증권투자를 간접적으로 허용하였다. Mexico Fund의 內容은 <表 3-10>과 같다.

Mexico Fund는 1株當 가격을 12달러로 하여 뉴욕 및 런던 證券去來所에 상장시켰다. 펀드자산의 90%는 멕시코 政府가 투자제한업종으로 금지하고있는 특정업종을 제외한 餘他업종의 멕시코 상장주식에 투자할 수 있으나 펀드자산의 5%이상을 동일종목에, 25%이상을 동일업종에 투자할 수 없고 議決權있는 동일기업주식의 10%이상은 취득할 수 없도록 되어있다.

Mexico Fund의 中心機關인 投資顧問會社는 國內외 합작으로 멕시코 법인으

〈表 3-10〉 Mexico Fund의 內容

| | |
|------------------|---------------------------------------|
| 설립년도 | 1981. 1 |
| 형태 | 회사형, 폐쇄형 |
| 최초자본금 | \$ 7,000萬 |
| 발행보통주식수 | 10,000,000株 |
| 시가(84. 4. 30현재) | \$ 3.25 |
| PER(84. 4. 30현재) | 8.0 |
| 상장장 | NYSE, 런던증권거래소 |
| 관리회사 | Fund Asset Management Inc. |
| 투자고문회사 | Impulsora de Fondo Mexico, S. A de CV |
| 보관은행 | City Bank N. Y. |

資料) 韓鍾洙, 資本自由化에 따른 우리나라 證券市場國際化 方案에 관한 研究, 成均館大, 1989, p. 39.

로 설립되며 미국법인으로 설립된 멕시코 펀드 주식회사와 투자관리 및 顧問 계약을 맺어 펀드의 투자관리를 부담하며 펀드자산을 위임받아 관리하는 수탁 회사도 멕시코 법인인 NaFinSa은행이 맡고있다.

發行當時 주당 12달러였던 가격이 1년뒤인 1982年 6月에는 3.25달러로 하락했으며 동년 9月에는 2.75달러로 거래정지를 당한적이 있다. Mexico Fund는 공모당시와 비교해서 크게 失敗한것으로 평가되고 있는데 이는 국내 증권시장이 불안정하고 외채상환부담의 가중으로 인한 외채상환연기로 국제자본시장에서 멕시코의 신용도가 저하하였으며, 극심한 인플레이션과 지나친 석유자원 의존도 등의 經濟的 不安定이 그 原因이었다.

또한 Japan Fund와는 달리 지나친 국익위주의 자산운영이 외국인 투자자들에게는 投資誘因을 沮害시킨 결과를 초래한 것이다.

第 4 節 臺灣

1. 實施 背景

臺灣은 1970年代 後半 以後 經常收支 黑字가 확대되고 외환보유액이 急增하는 등 自由化 추진을 위한 國內經濟 與件이 成熟되었음에도 불구하고 金融부

분에 있어서의 실질적인 자유화 조치는 극히 부진하였으나 1980年代 들어 제한적으로 自由化가 推進되었다.

1980年代의 經濟狀況을 보면 경제성장면에서 연평균 8.3%의 높은 성장세가 이어지는 가운데 1980年代 중반부터 原油價 하락 등 대외경제환경의 호전에 힘입어 經常收支 黑字가 크게 擴大되었다. 즉, 경상수지 흑자의 대 GNP비율은 1970年代 1.4%가 1987년에는 19.2%까지 이르렀다.

이러한 經常收支 黑字의 擴大로 인해 대외적으로는 미국을 중심으로 시장 개방 압력이 가중되고 대내적으로는 인플레이 압력증대와 시중 유동성이 금리규제로 인해 단기유동 자금화 하여 證券市場이 過熱되고 不動產 投機가 盛行하는 등의 경제안정기반이 흔들리자 1980年代 後半들어 일련의 금융개혁 조치를 취하였다. <表 3-11>은 1980年代의 臺灣의 經濟與件을 나타낸것이다.

資本自由化면에서 經常收支 黑字累積과 관련하여 資本流出去來의 自由化는 빠르게 진전되고 있으나 資本流入去來는 계속 엄격히 규제되고 있는 가운데 다만 상대적으로 落後된 국내 자본시장의 육성차원에서 證券市場 및 證券産業의 대외개방을 추진하고 있다.

<表 3-11> 1980年代 臺灣의 經濟與件 단위:%, 억달러

| | 1981 | 1983 | 1985 | 1987 | 1989 |
|--------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 경제성장률 | 5.8 | 8.7 | 5.6 | 11.9 | 7.2 |
| 물가상승률 | 16.2 | 1.3 | -0.2 | 0.5 | 4.7 |
| 경상수지 | 5.2 | 44.1 | 92.0 | 180.0 | 113.8 |
| 자본수지 | 10.0 | 6.5 | -4.9 | 16.3 | -82.5 |
| 장기자본수지 | 8.9 | 10.4 | -7.8 | -23.9 | -74.3 |
| 단기자본수지 | 1.1 | -4.0 | 2.8 | 40.1 | -8.2 |
| 환율(NT\$/US\$, 연평균) | 36.8 | 40.1 | 39.8 | 31.8 | 26.2 |
| 주가상승률 | 0.4 | 37.1 | -14.5 | 126.0 | 65.6 |

資料) 臺灣 中央銀行, 金融統計月報, 1990. 6.
ADB, Asian Development Outlook 1990

2. 推進 過程 및 影響

臺灣은 1982年 資本市場開放 3段階 計劃을 發表하고 <表 3-12>에서 보는바와 같이 그 첫단계로서 1983년부터 國際證券投資를 통한 외국인의 간접증권

투자를 허용하였는데 1986년까지 3개의 外國人專用 投資信託(Fund) 설립 및 1개의 國際收益證券 발매를 인가하였다.

海外資本流入의 規制는 嚴格하여 연간 5만달러를 초과하는 資本流入에 대해서는 반드시 中央銀行의 許可를 받도록 하였다.

〈表 3-12〉 臺灣의 資本自由化 進展推移

| 시 기 | 주 요 조 치 |
|----------|--|
| 1983. 8 | ○ 외국인전용 투자신탁 설립 허용 - 1983 - 86년중 4개의 외국인전용 투자신탁 설립 |
| 1985. 11 | ○ 자본거래에 대하여 선물환거래 허용 |
| 1986. 1 | ○ 민간의 해외증권투자 제한적 허용(1인당 연간 5천달러 이내) |
| 1987. 7 | ○ 외환관리조례 개정 - 외환집중제 정지 - 연간 5백만달러 범위내에서 외환매입 및 처분 자유화 - 연간 5만달러 이상의 해외로부터의 송금에 대하여 허가제 실시 |
| 1988. 2 | ○ 외국인의 국내증권업 진출 허용 - 외국 증권회사의 지점설립 허용 (89.6 인가기준 발표) - 대만 증권회사에 대한 외국인의 출자 허용 |

資料) 調査統計月報, 韓國銀行, 1990. 9. p. 110.

1988년에는 “證券去來法”의 개정으로 외국인의 국내증권업 진출을 허용하였으나 대만증권회사에 대한 외국인의 출자에 대해서는 외국인 1인의 출자비율을 10%이하로, 1개 증권회사에 2인 이상의 外國人이 出資할 경우에는 총출자비율을 40%이하로 제한하고 個別外國人의 複數 證券會社에 대한 出資를 禁止하는 등의 制限을 가하고 있다.

또한 外國證券會社의 지점개설은 납입자본금이 20억달러 이상이고 총자산이 200억달러 이상이며 뉴욕, 런던, 동경, 등 3대 證券去來所의 회원가격을 모두 보유하고 있는 證券會社로 제한하는 등 지점설치 자격을 엄격히 규제하고 있다.”

註8) 1990年 7月末 現在 2개 外國 證券會社 (Merrill Lynch社, Shearson Lehman社)가 臺灣에 지점을 설치하고 있다.

이와같은 證券産業의 對外開放과 함께 <表 3-13>과 같은 “證券去來法”의 개정을 통해 낙후된 證券市場의 육성을 도모하고 있는데 證券會社 認可基準의 緩和, 綜合證券會社制度의 導入, 信用去來制度의 改編, 기업공시제 실시, 내부자거래에 대한 규제강화 등을 추진하고 있다”

<表 3-13> 證券去來法 개정(88.2)에 따른 證券市場 育成措置

| 항 목 | 개 정 내 용 |
|------------------------|---|
| 증권회사 인가 기준 완화 | ○ 면허제에서 실질등록제로 변경 - 일정한 기준을 갖추면 자동 인가 |
| 업무영역 확대 및 지점설치규제 완화 | ○ 종합증권회사제도 도입 - 브로커, 딜러, 언더라이터업무를 겸업하는 종합 증권회사 설립 허용 ○ 증권관련회사의 지점설치규제 완화 |
| 주식시가발행제도 도입 | ○ 상장기업 및 점두거래 등록기업의 증자시 신주발행 액의 10%이상을 시가로 공모발행토록 의무화 |
| 신용거래제도 개편 | ○ 신용거래에 수반된 신용공여업무를 증권회사에도 허용 - 종전에는 증권금융회사만 취급 |
| 규제감독기능 강화 | ○ 기업공시제 실시 ○ 내부자거래에 대한 규제 강화 등 |

資料) 調査統計月報, 韓國銀行, 1990. 9, P. 111.

受益證券을 통한 間接投資를 먼저 許容한 臺灣은 1991年 1월에 個人을 제외
한 인가받은 외국 機關投資家들에게 극히 제한적으로 시장을 개방했다. 臺灣
은 우선 총 25억달러 범위내에서 외국 기관투자자들이 자국의 주식에 투자할
수 있도록 했다. 이러한 投資限度는 상장주식 시가총액의 2.5%에 지나지 않는
미미한 수준이다.

外國 機關投資家の 臺灣株式 投資限度는 총체적으로는 종목당 총발행주식의
10%이내이며 개별 외국기관투자자는 회사 총발행주식의 5%이내로 제한했으며
국내의 송금에 있어서도 많은 제약을 두었다. 투자자금은 한번에 일괄적으로
송금되어 들어와야 하고, 利子所得·現金配當·株式配當 그리고 실현된 자본

註9) 調査統計月報, “主要國의 資本自由化”, 韓國銀行, 1990. 9, PP. 108-111.

이득은 1년이 지난 후부터 외국으로 송금될 수 있으며, 한번 가지고 나간 원금의 再投資는 投資許可 再申請 後에야 可能하도록 했다. 그리고 모든 국내의 송금은 財務部 證券管理 委員會의 승인서류를 첨부하여 반드시 中央銀行을 통해서만 이루어지도록 했다.

〈表 3-14〉 臺灣의 貿易收支의 比較
〈단위: 백만달러〉

| | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 |
|-------|-------|------|-----|-----|-------|
| 1990년 | 1,349 | -318 | 780 | 791 | 1,238 |
| 1991년 | 504 | 490 | 650 | 270 | 1,700 |

資料) 西江 Harvard Business, 1991. 9. p. 48의 內容整理

臺灣의 自由化조치는 經濟 및 金融市場 與件의 變化에 맞추어 적기에 이루어지지 못함에 따라 不動產 및 株式價格의 폭락 등 부작용을 야기하기도 하였다. 資本市場의 開放으로 인한 貿易收支의 影響을 보면 〈表3-14〉와 같이 當該年度 첫달의 貿易收支는 5억 400만 달러의 黑字를 기록, 전년동월 13억 4900만 달러에 비해 크게 減少했으나 5月 들어서 17억달러로 크게 回復되고 있는 것으로 나타났다.

第4章 우리나라의 資本自由化 背景과 現況

第1節 資本自由化 論議의 背景

1970年代까지의 韓國經濟는 國內經濟 與件面에서 불때 國際收支基調의 不安定과 金利, 換率, 物價 등 國內價格機能의 자율성 결여로 開放經濟體制로의 이행을 위한 前提條件이 未成熟된 상태였다. 國內 資本市場 여건도 그동안 規模面에서는 상당히 신장되었으나 投資風土 및 投資技法의 國際水準에의 未洽, 企業公示制度의 미비 등 資本自由化를 위한 여건이 완비되지 않았다.

그러나 이러한 不完全한 國內經濟 與件에도 불구하고 대내적으로 그 동안 경제규모가 크게 확대되어 閉鎖的인 經濟體制로서는 지속적인 高度의 경제성장을 이룩하기 어렵게 되었을 뿐만 아니라 外資調達의 多樣化가 要求되었다. 또한 대외적으로도 한국경제의 초기 개발단계에서는 外貨資金의 공급이나 韓國商品에 대한 시장개방등의 수단을 통하여 惠澤을 주어오던 先進國들도 經濟開發計劃의 성공적인 추진으로 한국의 경제규모가 擴大됨에 따라 요구조건들이 생겨나기 시작했다. 일방적인 惠澤關係에서 互惠的인 대등한 관계로의 발전을 기대하게 된 것이다.¹⁾

이에따라 政府는 1980年代 들어 世界經濟 및 國際金融 環境變化에 효율적으로 대처하고 國內産業 및 金融部門의 競爭力 提高와 持續的 發展을 도모하기 위하여 경제전반에 걸쳐 自由化·開放化 정책을 추진하게 되었다.

第2節 段階別 推進內容

政府는 변화하는 國際環境變化에 효율적으로 대처하기 위하여 1981年 1月

註1) 韓國證券業協會, “株式市場開放에 대한 制度的인 對應方案”, 證券, 1991. 6, p. 44.

14日 資本自由化를 위한 4段階 基本計劃을 발표하였다. 1990年 以後 完全自由化를 위하여 段階的으로 資本市場을 개방해 나가는 것으로 되어있는 이 계획의 推進目標은 다음과 같다. 첫째, 國際 資本去來의 自由化를 進전시킴으로써 우리 자본시장을 활성화하고 外債依存度를 저하시킨다. 둘째, 기업에 대하여 直接金融의 길을 넓혀 줌으로써 경영체질을 강화시킨다. 셋째, 對外經濟去來의 확대에 수반하여 金融·資本去來의 制限緩和를 요청하는 대외압력에 대처하는데 있다.

이 計劃을 要約하여 보면 第 1段階(1981-1984)는 受容態勢 整備段階로 이 기간동안 外國證券會社의 국내사무소 설치를 허가하고, 國際投資信託을 제한적으로 許容하며, 證券關係機關의 人力을 養成하는 것이다.

第 2段階(1985年경)는 外國人 直接投資를 制限的으로 許容하는 段階이다. 특정 기관투자자에게만 허용하던 證券投資를 一般化하여 개인투자자에게도 확대하지만 國際收支側面에서 黑字基調의 維持가 어려우므로 제한적 허용을 하며 外國인의 투자대상 기업도 제한될 것이다. 그러나 아무리 제한적이라 하더라도 外國인이 직접증권투자를 하게되는 경우이기 때문에 資本自由化 정책 차원에서는 매우 큰 의미가 있고 國內證券市場의 구조적 변화에 상당한 影響을 가져다 줄 것이다.²⁾

第 3段階(1980年代 後半)는 外國人の 本格投資를 허용하며 國內證券의 海外發行을 許容하는 단계이다. 外國인의 직접투자를 확대하며 송금제한을 緩和 내지는 撤廢한다. IMF 8條國으로 이행함과 동시에 OECD 가입을 추진하여 外換 및 資本自由化를 추진한다.

第 4段階(1990年代 前半)는 內國人の 海外證券投資나 外國證券의 國內證券市場에서의 發行·流通을 完全自由化하여 증권시장의 국제화를 이룩하는 것으로 되어있다.

이러한 계획에 따라 外國人專用 受益證券의 설립 운용과 Korea Fund의 설립

註2) 沈政秀, "資本自由化와 證券市場의 對應", 上場協 第 17號, 1988, p. 31.

이 진행되었으나 그 동안의 경제여건이나 證券市場 수용태세 및 資本自由化에 따른 영향등으로 미루어 보아 1981년의 계획에 의한 2段階에 실시키로한 외국인의 제한적 직접증권투자를 1985년경에 실시하는것 보다는 이를 1985년 이후로 미루고, 3段階에서 실시할 것으로 계획되었던 국내기업의 海外證券發行을 미리 앞당겨, 外國人投資者에게 소개함으로써 資本自由化 여건을 발전시키는 기반을 마련한다는 의미에서 1983년 推進計劃을 수정하였다.³⁾ 1981년의 4段階 基本計劃과 수정계획 및 進陟事項은 <表 4-1>과 같다.

<表 4-1> 우리나라의 資本自由化 段階別 推進內容

| | | 1981년 1월 14일 발표 | 1983년 수정계획 | | 진척 사항 |
|--------|----------|--|--------------|---|--|
| 제 1 단계 | 1984년 까지 | 수용태세 정비단계 국제투자신탁의 제한적 허용 외국증권회사의 국내 사무소 설치허가 증권시장개방을 위한 기초정비 -증권관계기관의 인력양성 등 | 1984년 까지 | KT, KIT설립 운용 Korea Fund 설립 일본 4대증권사무소 설치 국내증권회사의 해외지사 설치 법제보완 등 수용태세 정비 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 외국인전용수익 증권사 및 Korea Fund 설립 81. 11. 19 KIT 81. 11. 28 KT 84. 8. Korea Fund ○ 외국증권 국내사무소 설치 ○ 국내증권기관 인력양성 |
| 제 2 단계 | 1985년 경 | 외국인 증권투자의 제한적 허용 | 1985 - 1988년 | 외국인 증권투자의 제한적 허용 우리나라 기업 회사채의 해외발행 및 상장 추진 (原계획은 3단계) | <ul style="list-style-type: none"> ○ 외국인전용수익 증권사 설립 85. 3. 29 KGT 85. 4. 19 SIT 85. 4. 30 ST 85. 12. 20 KSCT 86. 3. 31 KECT ○ Korea Fund, KIT, KT 증액 ○ 해외전환사채발행 85. 12. 6 삼성전자 86. 5. 16대우중공업 86. 7. 8 유공 87. 8. 11 금성사 88. 10. 4새한미디어 87. 4. Korea Europe Fund 설립 |

註3) 韓國證券業協會, 前掲書, p. 45.

| | | | | | |
|-----------|--------------|--|---------------------|---|----------------------------------|
| 제 3 단계 | 1980년 대후반 | 외국인의 본격적인 투자 허용 국내증권의 해외발행 추진 | 1988- 1990년 | 외국인증권투자 허용 우리기업주식의 해외 상장 외국증권회사에 대한 증권업의 부분적 허용 | ○ 88. 국내기관투자자 의 해외증권 취득 허용 |
| 제 4 단계 | 1990년 대전반 | 증권투자 완전자유화 자본 유출 허용 | 1990년 대 적 정시점 | 내외국인 자본거래의 완전자유화 외국증권회사의 완전 자유화 | |

資料: 韓國上場會社協議會, 上場協 17號, 1988. p. 16.

政府는 발표 이후로 輸入自由化 擴大 및 關稅率의 段階的 引下 등의 貿易自由化(1990年 1月 GATT 11條國 移行)와 外換去來의 自由化 및 圓화의 國際化(1988年 11月 IMF 8條國 移行), 그리고 國內 金融市場의 발전을 위한 金融의 自律化 및 國際化 등 경제전반에 걸친 自由化·開放化 政策을 꾸준히 추진해 왔다.

또한 1986年 부터 國際收支의 黑字轉換, 換率切上의 가속화 등의 여건변화 를 감안, 계획수정이 불가피하여 1988年 12月 2日에 政府는 1992년까지의 4年 間 “資本市場 國際化의 段階的 擴大 推進 計劃” <表 4-2>을 발표하였다.

政府가 발표한 資本市場 國際化의 段階的 擴大 推進計劃에 의하면 연도별로 國內시장개방과 해외시장진출로 구분하고 國內市場開放의 경우 외국인의 증권 투자와 해외증권사의 국내진출 그리고 海外市場進出의 경우 해외증권투자와 證券産業으로 구분하고 있다.

1989 - 1990年의 2年間은 資本市場國際化의 與件成熟以前 段階로서 외국인 전용펀드 또는 외국인전용 수익증권발행의 확대와 국내증권과 해외증권에 동시 투자하는 混合펀드(Matching Fund)의 설정 등 외국인투자 펀드의 확대와 海外證券發行의 制限을 緩和하고 종류를 다양화시키며, 海外轉換社債의 轉換 許容과 더불어 해외증권전환 주식의 외국인간 장외거래를 자유화하고 또한 해외증권발행의 持續的 擴大 許容 등 해외증권의 발행확대와 轉換株式의 去來制限을 緩和시키겠다고 했다.

뿐만아니라 외국증권회사의 기존 국내증권회사에 대한 지분참여범위의 확대와 외국증권회사의 국내사무소 추가설치허용 등 外國證券會社の 國內進出을 擴大해 줄 것으로 되어 있다.

海外證券投資의 경우 해외증권투자기관의 범위확대와 해외투자한도를 확대하고 1990년부터는 일반법인에게도 해외증권투자를 허용한다고 되어 있다.

證券會社の 海外進出의 경우 해외사무소의 추가설치와 국제업무를 확대해 준다고 되어 있다.

1991년부터 1992년까지는 資本市場國際化의 興件成熟段階로서 외국인의 국내증권투자의 경우 CB등 海外證券의 전환에 따라 국내주식을 취득한 외국인에 대하여 國內上場株式에 대한 재투자를 허용해주고 1992년부터는 제한적인 범위내에서 外國人의 國內證券投資를 許容하게 되어 있다. 제한내용은 종목당 1인 및 외국인 총투자한도를 설정한다고 되어 있다.

해외증권회사에 대한 國內進出의 경우 1991년부터 국내지점의 설치를 허용하고 支店數, 營業範圍, 營業基金에 대한 가이드라인을 정하여 제한적인 영업 활동을 한다는 것이다. 또한 1990年末까지 기준을 마련하여 외국증권회사의 國內證券業務修行을 위한 합작증권회사의 新規設立도 許容한다고 되어 있다.

한편 海外證券會社の 경우 해외증권 투자펀드의 다양화를 추진하고 1992년부터는 일반개인의 海外證券投資도 제한적으로 허용한다는 것이다.

뿐만아니라 국내증권회사의 海外進出의 경우 1991년부터 海外支店과 合作證券會社の 設立을 許容하겠다고 되어 있는데 相互 互惠主義 원칙과 증권산업의 대외 개방정도를 考慮하여 추진해나가겠다고 하고 있다.⁴⁾

註4) 大韓證券業協會, “資本自由化日程에 따른 證券會社の 對應戰略”, 證券, 1989. 3, p. 44.

〈表 4-2〉 資本市場國際化的 段階的 擴大 推進計劃

| 구 분 | 여 건 성 숙 이 전 단 계 | | 여 건 성 숙 단 계 | |
|---|--|--|--|--|
| | 1989년 | 1990년 | 1991년 | 1992년 |
| 국 내 외 국 인 투 자 시 장 | 외국인투자펀드 확대 ○ 외국인 전용펀드 또는 외국인 전용 수의증권 확대 ○ 기존펀드 및 수의증권을 확대하는 방식 해외증권발행 확대 ○ BW, DR 등 해외증권 발행수단 다양화 해외증권 전환주식의 외국인간 장외거래의 자유화 ○ 현재는 주식 전환 후 계속보유 또는 국내시장에 매각만이 허용됨 | 국내외 혼합펀드의 설정 ○ 내국인, 외국인 모두를 대상으로 발행한 자금으로 국내외의 증권에 투자할 수 있는 펀드임 해외증권 발행의 지속 허용 ○ 해외증권 발행 대상기업, 발행자금·용도 등에 대한 규제를 대폭 축소 | 특정 외국투자자의 직접증권투자 허용 ○ 투자자: CB 등 해외증권의 전환에 따라 국내주식을 취득한 외국인 ○ 투자대상: 국내 상장 주식 ○ 투자자금: 전환주식의 국내매각대금 ○ 투자한도: 종목당 1인 및 외국인 총투자한도 설정 | 일반외국인의 직접증권투자 제한적 허용 ○ 투자자: 일반외국인 투자자 ○ 투자대상: 국내 상장주식 ○ 투자한도: 종목당 1인 및 외국인 총투자한도 설정 |
| | 해외증권회사의 기존 국내증권사 지분 참여 확대 허용 현행 1사당 5% 이내 전체 10% 이내 확대 10% 이내 40% 이내 외국증권회사의 국내사무소 설치 추가 허용 ○ 단계적 확대허용 | 외국증권회사의 국내지점 설치허용 ○ 지점수, 영업범위, 영업기금 등에 대해 중시규모, 국내증권산업의 경쟁력 등을 고려하여 적정수준으로 결정 신규합작 증권회사의 설립허용 ○ 합작회사의 수, 자본금 등은 국내증권산업의 규모·경쟁력 등을 고려하여 상호주의 원칙하에 결정 ○ 90년말까지 허가기준 마련 | | |
| 해 외 투 자 시 장 | 해외증권투자 전문 투자신탁회사 설립 해외 증권투자 기관의 범위 확대 기관투자가의 해외투자 한도 확대 | 일반 법인에 대한 해외증권투자 허용 해외증권투자 펀드의 다양화 ○ 국내·외 혼합 투자 펀드 등 | 일반 개인의 해외증권투자를 제한적으로 허용 | |
| 진 출 | 국내증권사의 해외사무소 추가설치 허용 국내증권사의 국제업무 확대 허용 | 국내증권사의 해외지점 및 합작 증권회사 설립허용 ○ 상호호혜주의 원칙 ○ 증권산업의 대외개방 정도 고려 | | |

資料: 財務部, “資本市場國際化的 段階的 擴大 推進計劃”, 1988. 12, pp. 20-21.

第 3 節 資本自由化의 推進 現況

政府가 1988年 12月에 發表한 “資本市場 國際化 중기계획('89-'92)”은 1991年 6月 現在까지 이를 차질없이 추진중에 있다.

이 計劃은 1989년부터 1990년까지는 국내 수용태세를 정비해 나가면서 間接 開放을 擴大하였고 1991년에는 외국증권회사의 국내지점 설치 및 합작증권회사 신설을 허용하여 證券産業을 開放중에 있으며 1992년에는 國內證券市場에서 외국인인 주식매매를 許容하여 주식시장을 개방할 계획에 있다.

우리나라는 經濟規模(GNP), 交易比重 및 株式市場規模는 세계 10위권에 진입하는 등 實物經濟面에서는 開放與件이 대체로 成熟되어있다.⁵⁾

최근의 景氣不振 및 國際收支 赤字反轉 등은 우리의 경제발전단계로 볼 때 過渡期的인 현상으로서 개방의 제약요건이라고 보기 어렵다.⁶⁾

間接開放形態의 證券市場對外開放은 1990年 10月末 現在 外國人 專用受益證券 및 混合投資펀드 設定은 5억 9,500만달러에 이르고, 코리아펀드 및 코리아 유럽펀드 설정은 2억 6,000만 달러, 海外轉換社債(CB) 및 新株引受權附社債(BW) 발행은 4억 4,000만 달러에 이르고 있다.

1. 外國人 專用受益證券

外國人 專用受益證券은 國際投資信託의 一種이나 그 운용형태로 볼 때, 國內 受益證券과 同一한 것으로서 그 운용을 국내의 투자신탁회사가 맡아서 하고, 투자자는 外國人을 受益者로 하여 투자수익을 분배받거나 환매함으로써 원리금을 받는 형태이다.⁷⁾

註5) 財務部, “株式市場開放 推進方案”, 證券監督院, 證券調查月報, 1991. 6, p. 12.

註6) 外債가 累積的으로 증가하지 않는한 GNP 1% 내외의 경상수지 불균형은 장기적인 의미에서 균형상태라고 보아도 無妨하다(KDI).

註7) 李鎮茂, “證券經濟論”, 法文社, 1987, p. 232.

國際投資信託⁸⁾을 제한적으로 허용하겠다는 政府의 방침으로 1981年 11月國內 최초의 韓國投資信託이 外國人 專用受益證券을 해외발매하고 대한투자신탁도 곧 이를 뒤따랐다.

外國人 專用受益證券을 발매한 목적은 우리나라 資本市場開放의 초기단계로서 시장 및 경제에 미치는 影響을 極小化하고, 외국인이 직접 국내주식을 취득하는데 따르는 經營權 侵害의 가능성을 排除하기 위한 것이다.

한국투자신탁에서는 영국을 위주한 歐美와 일본, 홍콩 등의 투자자를 대상으로 1,500만 달러 규모의 KIT (Korea International Trust)을 發賣하였고 이에 뒤따라 대한투자신탁에서도 동일규모의 KT (Korea Trust)을 發賣하였다. 이는 政府가 1981年 10月 3,000만 달러의 外國人 專用受益證券의 발행승인에 따른 것이다.

KIT는 영국의 크레디트 스위스 퍼스트 보스턴 (Credit Swiss First Boston LTD)이 주관사회사 (Lead Manager)를 담당했고 KT는 미국의 메릴린치 (Merrill Lynch International & Co)가 주관사회사를 담당하였다. KIT와 KT는 모두 신탁재산을 우리나라의 有價證券, 특히 株式에 90%이상을 투자하여 장기적인 資本增殖을 도모하기 위한 것이다.

KIT와 KT는 外國人 投資家들의 追加發賣 要請에 부응하여 1983年 12月과 1984年 1月に 각각 1,000만 달러씩 追加 發賣하였다.

註8) 投資信託이란 일반투자자로부터 영세자금을 집결하여 대규모의 공동기금을 형성하고 전문적인 증권투자 대행기관이 이를 증권에 분산투자 함으로써 투자의 안정성과 수익성을 제고하기 위한 제도이다.

투자신탁은 분류기준에 따라 여러 형태로 분류된다.

- 조직의 형태 - 위탁자, 수탁자, 수익자 등 3자 계약을 취하는 형태인 계약형과 주식회사로 조직되어 투자자가 주주가 되는 형태인 회사형이 있다.
- 판매의 가부 - 수익증권 또는 주식의 판매 요구에 응하는 형태인 개방형과 수익증권 또는 주식의 판매가 불가하고 시장매매에 의하는 형태인 폐쇄형이 있다.
- 추가설정의 가부 - 당초 불입액에 추가설정이 불가능한 형태인 단위형과 추가설정 또는 增資(회사형의 경우)가 자유로운 형태가 있다.

1985年 3月에는 순자산의 30%를 債券에 投資·運用하는 새로운 형태의 外國人 專用受益證券이 發賣되었다. 즉, 국민투자신탁의 KGT (Korea Growth Fund), 한국투자신탁의 SIT (Seoul International Trust) 및 대한투자신탁의 ST (Seoul Trust)가 각각 3,000만 달러씩 설정되어 총 9,000만달러 규모의 外國人 專用受益證券이 신규발매된 결과 1986年 6月末 現在 外國人 專用 受益證券의 총발매 규모는 1억 4,000만 달러에 이르게 되었다.

이밖에도 한국투자신탁과 대한투자신탁에서는 1985年 12月과 1986年 3月에 걸쳐 도합 500만 달러의 Venture Fund 수익증권을 해외발매한 바 있다.⁹⁾

〈表 4-3〉 外國人 專用受益證券 發行現況

| 명칭 | 회사명 | 설립일자 | 규모(백만불) | 유형 | 판매지역 | 국내투자비중 |
|------|------|----------------------|------------------------|-------------|-------------|-------------------------------|
| KIT | 한국투신 | 1981. 11 1983. 12 | 15 추가 10 (합계 25) | 계 약 형 | 유럽 | 순자산 가치 (NAV)의 90% 이상 |
| KT | 대한투신 | 1981. 11 1984. 1 | 15 추가 10 (합계 25) | | | |
| KGT | 국민투신 | 1985. 3 | 30 | | 유럽, 아시아, 호주 | NAV의 80% 이상 |
| SIT | 한국투신 | 1985. 4 | 30 | | 유럽, 미국, 아시아 | |
| ST | 대한투신 | 1985. 4 | 30 | | | |
| KSCT | 한국투신 | 1985. 12 | 2 | 단 위 형 | 영국, 일본 | NAV의 60% 이상 (국내 비상장주식에 투자) |
| KECT | 대한투신 | 1986. 3 | 3 | | | |
| 합계 | | | 145 | | | |

주 1) 기타 투자제한은 국내투신과 동일

2) 외환규제 : 원리금 송금보장 등 외환규정상 제한 면제

3) KSCT, KECT 등은 Venture Fund 임.

資料 : 東西證券, 證券投資 (理論과 實際), 1988. 7, p. 750.

註9) 李康源, "資本自由化와 證券産業의 國際化", 資本自由化 심포지움, 韓國經營學會, 1989. 5, pp. 55-57.

벤처펀드는 資本力은 없으나 新技術을 가진 기업에게 투자하기 위해 설립되어 국내외에서 각각 판매하는 受益證券이며, 당분간 성장주식 등에 투자하다가 일정기간이 경과한 후에 中小企業의 冒險株式을 編入·活用하는 펀드이다.

KSCT (Korea Small Companies Trust)와 KECT (Korea Emerging Companies Trust)는 각각 55억원 규모로 설립되었으며 이들은 비상장유가증권에 신탁재산의 60% 범위내에서 투자할 수 있도록 한 新種 投信商品이다.

벤처펀드는 들다 10年 滿期로서 外國人專用 受益證券과 달리 환매가 되지 않으므로 換金성을 보장하기 위해서 한국증권 거래소에 상장되어 있다.¹⁰⁾

2. 코리아펀드 및 코리아 유럽펀드

外國人專用 受益證券의 성공적인 실시 이후, 1982년부터는 보다 진전된 형태의 국제투자신탁인 코리아펀드(KF : Korea Fund)의 설립이 추진되었다.

KF는 1984年 8月 우리나라증권에 대한 投資를 主目的으로 하는 美國 現地法人으로 자본금 6,000만 달러로 設立, 1986年 5月 4,000만 달러를 增額하여 1억달러가 되었고 그 주식이 미국시장을 중심으로 公募 發行되었으며 뉴욕 證券去來所에 상장되었다. 增額背景으로는 국내의 지속적 경제성장에 따른 외국투자자들의 높은 인기¹¹⁾ 힘입어 증액을 단행한 것이다.

코리아펀드라는 概念은 Japan Fund 및 Mexico Fund의 事例를 參考한 것으로 外國現地法에 의하여 외국에서 공모된 자금으로 우리나라株式이나 債券 등에 투자운용하게 되는 會社型·閉鎖型 투자신탁 유형이다.

註10) 崔運烈·李替一, "成功的인 株式投資", 韓國經濟新聞社, 1988, p. 222.

註11) KF는 최초에는 5,000만 달러를 계획하였으나 매입신청의 쇄도로 1,000만 달러가 증가한 6,000만 달러를 공모하여 전액 납입되었다. 공모 첫날 공모주식 500만주가 매진되었고 이후로도 인기는 계속되고 있다.

〈表 4-4〉 코리아펀드의 主要內容

| | |
|-------------------|---|
| 1. 공모(설립) 시기 | 1984년 8월 22일 (5월) |
| 2. 설립규모 | 6,000만 달러 (1주당 12달러, 500만주) |
| 3. 설립목적 | 장기적 자본증식 |
| 4. 설립형태 | 폐쇄형 (보통주 발행) |
| 5. 상장여부 | 공모와 동시에 뉴욕 증권거래소에 상장 (1984. 8. 22) |
| 6. 재투자 | Dividend Reinvestment & Cash Purchase Plan에 의거 |
| 7. 투자관리 및 고문회사 | Scudder Steven, and Clark Co. |
| 8. 한국측 투자고 문회사 | 대우경제연구소 |
| 9. 주간사 | The First Boston Co. |
| 10. 공동간사 | Shearson Lehman/Amex, International Finance Corp. |
| 11. 외 환 | ㄱ. 환 리스크: 유가증권의 판매대금 (net proceed) 을 "원"화로 환전 매매함. "원"화 가치 하 락에 따른 환리스크는 외국의 투자자가 부담. |
| | ㄴ. 본국송환: Income gain 및 Capital gain의 본국 송 환은 원칙적으로 외환관리의 적용을 받지 아니한다. |
| 12. 세 제 | ㄱ. 한국세제: ○ Fund의 주주는 한국세법의 적용을 받지 아니한다. ○ Fund는 한미간 이중과세 방지 협정 (Double Agreement)에 의거 세원별로 원천징수 ○ 배당소득 - 16.125% ○ 이자소득 - 12.5% ○ 자본이득 (Capital gain) - 0% |
| | ㄴ. 미국세제: ○ Fund는 실현된 소득의 90%이상을 주주 에게 배당하여야 한다. (U. S. International Revenue Code) |

| | |
|--------------|--|
| 13. 투자제한 | <p>ㄱ. 한국에서의 제한</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 개발 상장사 주식에 대한 투자는 5%를 초과하지 못한다. 이 경우 보통주, 우선주, 채권등을 분리 산정 ○ 투자대상 유가증권은 한국 증권거래소에 상장되어 있는 주식, 국공채, 회사채등을 원칙으로 하며 미국 달러표시 단기성 금융자산에 투자가능 ○ 환매조건부 채권에 투자불가 <p>ㄴ. 운영제한</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 총자산의 80%이상을 상장유가증권에 투자할 것. ○ 동일 회사에 총자산의 5%이상 투자금지 ○ 동일 산업에 총자산의 25%이상 투자금지 ○ 투자 유가증권의 매매회전율은 년 50% 이내로 할 것. ○ 기타 부동산 투자금지 |
| 14. Fund의 관리 | Fund운용에 관한 투자관리는 10인으로 구성되는 Fund 이사회에서 지침결정에 입각 투자관리회사가 전담한다 |

資料: 具滋三, "Korea Fund와 資本自由化", 投資金融, 1984. 9, p. 62.

코리아펀드는 美國의 Scudder Stevens & Clark사가 투자조사 및 투자결정 등 펀드자산의 實質的인 運用을 擔當하고, 大宇經濟研究所가 한국의 경제 및 자본시장에 관한 情報를 提供하도록 되어있다.

코리아펀드는 資本自由化 정책차원에서 불때 특정외국인에 대하여 주식이나 채권을 직접 투자할 수 있도록 許容하는 것으로 外國人專用 受益證券을 통하여 주식등에 간접적으로 투자하도록 한 KIT나 KT등에 비하여 매우 발전된 형태이다. <表 4-5>와 같이 그 投資運用이 우리나라 증권을 대상으로 한다는 점과 投資收益이 외국인 투자자에게 配分된다는 점 등에서는 外國人專用 受益證券과 다름바가 없으나 투자관리 주체와 투자규제당국 그리고 입지 (Location) 등의 측면에서 크게 다르다.

코리아펀드는 發行株式을 통해 모집된 資金을 우리나라의 上場株式에 집중 投資함으로써 국내증권에 외국인 투자자들이 간접투자하게 하는 會社型, 閉鎖型 투자신탁이다. 따라서 일단 募集된 株式資本은 固定되어 투자원본의 환매가 불가능하고 投資對象과 限度 및 流動性이 크게 제한되어 있다. 그리고 投資者는 配當을 받으며 同株式의 거래는 일정한 證券去來所에서 이루어지게 된다.

〈表 4-5〉 코리아펀드와 外國人專用 受益證券의 比較

| 구 분 | 코리아펀드 | 외국인전용 수익증권 |
|-------------|------------------------------------|-----------------------------------|
| 1. 국 적 | 미 국 | 한 국 |
| 2. 법적근거 | 미국의 Investment Company Act of 1940 | 한국의 증권투자신탁업법 |
| 3. 투자성격 | 코리아펀드사가 직접 주식을 선택하여 투자운용 | 한국의 투자신탁회사에 의한 투자운용 |
| 4. 운용형태 | 회사형(폐쇄형), 직접환매 불가능 | 계약형, 수시 환매가능 |
| 5. 상장여부 | 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장 | 외국증권거래소에 상장할 수 있음. |
| 6. 매매가격 | 시장의 수요, 공급에 따라 결정 | 순자산가치에 의해 결정 |
| 7. 발행증권 | 보통주, 우선주, 사채 | 수익증권 |
| 8. 증권발행의 매매 | 상장된 거래소에서만 매매 | 위탁회사가 매매 |
| 9. 관리형태 | 미국의 투자관리회사(SS & C)가 코리아펀드와 계약하여 관리 | 한국의 투신사가 국내투신과 동일하게 관리 (단위형 수익증권) |

資料: 東西證券, 證券投資(理論과 實際), 1988. 7. p. 752.

코리아펀드와 기본성격이나 運營構造가 거의같은 유형의 새로운 국제투자신탁으로서 英國國籍의 코리아 유럽펀드(KEF:Korea Europe Fund)가 3,000만 달러¹²⁾ 규모로 設立·公募되었다.

〈表 4-6〉은 코리아펀드와 코리아 유럽펀드의 內容을 相互 比較한 것이다.

코리아 유럽펀드의 국내주간사 회사로는 쌍용투자증권이, 해외주간사 회사로는 英國의 베어링 브라더社가 각각 選定되어 同펀드의 設立 및 公募작업을 추진하였고 1987年 4月 런던 證券去來所에 上場되어 설립작업이 완료되었다.

코리아 유럽펀드는 유럽지역에 있는 外國人 投資者들의 자금을 국내증권사에 間接的으로 投資하게 만든 펀드로 우리나라의 資金流入을 目的으로 하고 있다.

註12) 1988年 7月에 3,000만 달러를 增資하여 資本金規模가 6,000만 달러로 增額되었다.

〈表 4-6〉 코리아펀드 및 코리아 유로펀드의 比較

| | 코 리 아 펀 드 | 코 리 아 유 로 펀 드 |
|--------------------------|--|--|
| 형 태 | 폐쇄형(회사형) | 폐쇄형(회사형) |
| 설 립 지 | 미국 메릴랜드주 ('84. 5. 15) | 영국 건지(Guernsey) ('87. 3. 12) |
| 공모규모 | 1억달러 설립시:6천만달러 '86. 5. 24추가공모:4천만달러 | 3천만달러 |
| 1주당발행 가격/발행주 식총수 | 설립시:12달러/5백만주 '86. 5. 24추가공모:32. 25달러 /124만 310주 (계:629만 5, 328주) | 10. 71달러/3백만주 |
| 상장증권 거래소 | 뉴욕증권거래소 | 런던증권거래소 |
| 투자제한 :종목별한도 :업종별한도 | 발행주식 총수의 5% 순자산 총액의 25% | 발행주식 총수의 3% 좌동 |
| 주 간 사 회 사 | First Boston Co. (미) (공동간사:Lehman Brothers 및 IFC) | 쌍용투자증권(주) Baring Brothers Co. (영) |
| 투자관리 회 사 | Scudder Stevens & Clark Co. (미) <국내회사 배제> | Korea Schroder Fund Management Ltd. [동서증권(주), 대신증권(주) 럭키증권(주), 쌍용투자증권(주), Schroder Investment Management Ltd. (영)] <국내외 회사 합작> |
| 투자고문 회 사 | (주)대우경제연구소 | (주)럭키경제연구소 |
| 보관회사/ 부보관회사 | Brown Brothers Harriman Co /Citi Bank 서울지점 | 서울신탁은행(주) |

資料:동서증권, 증권투자(이론과 실제), 1988. 7, p. 754.

3. 國內企業의 海外 轉換社債 發行

外國人專用 受益證券과 코리아펀드등이 成功的으로 發賣되고 그 인기가 지
속되는 상황에서 1985年 12月 政府는 제 2단계 증권시장 국제화 추진상황의
하나로 企業證券의 海外發行을 추진하기로 하였다.

海外發行對象 證券으로는 轉換社債 (CB:Convertible Bonds)를 위시하여 株

式預託證書 (DR: Depository Receipts)¹³⁾, 그리고 新株引受權附社債 (BW: Bonds with Warrants)¹⁴⁾ 등이 있으나 우리나라의 상대적으로 낮은 주가를 감안하여 CB를 낮은 이율에 높은 프리미엄으로 발행하는 편이 유리하다고 판단한 정부는 이를 적극 誘導하게 되었다.

프리미엄이 높다는 것은 轉換價格¹⁵⁾이 높다는 것을 의미하므로 전환시에 발행할 주식의 수가 적게 되어 결국 資金調達 費用이 낮다는 것을 뜻한다. 우리나라 海外轉換社債의 전환 프리미엄(30~100%)이 유럽시장에서 일반적인 프리미엄(10~20%)에 비해 높은 편인데 전환 프리미엄¹⁶⁾이 높다는 것은 외국인 투자자들이 이들 주식의 성장성을 높게 평가하고 있음을 의미하며 아울러 國內證券市場에 대해 樂觀적으로 보고 있다는 것으로 해석할 수 있다.

資本自由化에 대한 受容態勢確立이라는 측면에서 海外證券發行은 매우 바람직한 것으로 받아들여지고 있다. 資本自由化의 단계적 추진에 따라 海外證券發行은 계속 擴大될 것으로 전망되고 있다. 이를 통해 외국인들의 국내증시에 대한 간접투자기회를 늘려나갈 것으로 豫測된다.

轉換社債는 일정기간내에 특정조건하에서 다른형태의 證券(주로 普通株)로 전환할 수 있는 社債를 말한다.¹⁷⁾ 따라서 이는 사채에 주식전환의 옵션이 가미된 合成증권(Hybrid Security)이라 할 것이다.¹⁸⁾

CB는 社債로서의 안정성과 株式로서의 투기성을 겸비하고 있기 때문에 보통 사채보다 낮은 이자율로 발행할 수 있으며 發行節次도 간단하고 무보증으로

註13) 預託銀行이 국내보관은행에 예탁은행 名義로 주식을 보관시키고 이에 해당하는 預託證書를 해외에서 發行, 流通시키는 것이다.

註14) 新株를 引受할 權利(option)을 첨가한 債券으로, 發行時 미리 결정된 조건으로 발행자가 발행하는 신주를 買入할 수 있는 權利(warrant)가 부여된 債券을 말한다.

註15) 轉換價格 : 기준가격과 프리미엄의 합계

註16) 轉換社債 프리미엄이란 전환사채가 주식으로 전환되었다고 가정할 때 실제로 받을 금액(주식의 時價)과 현재 轉換社債를 매도함으로써 받을 수 있는 금액과의 比率이다.

註17) 任翹淳, 財務管理, 博英社, 1984, p. 482.

註18) 럭키證券, 海外證券發行, 1988. 3. p. 79.

로 발행하는 것이 일반적이다. 해외투자자에게 외화표시로 발행되는 사채를 海外轉換社債라고 한다.

海外轉換社債의 發行은 國內上場企業의 입장에서 직접 海外市場에 進出하여 장기저리의 자금을 조달함으로써 財務構造를 개선하고 국제신인도나 지명도를 제고시킬수 있는 이점이 있어 그 발행의 분위기가 高潮되었다.

1985年 12月 19日 삼성전자가 2,000만 달러의 CB를 유럽시장에서 성공적으로 발매하였고 1986年 5月에는 대우중공업이 4,000만 달러, 同年 7月에는 유공이 2,000만 달러를 발행하였다. 그리고 1987年 8月에 금성사가 3,000만 달러, 1988年 10月에 새한미디어가 3,000만 달러의 CB를 발행하였다<表 4-7>. 국내에서는 최초로 三美特殊鋼이 1989年 10月에 5,000만 달러의 海外 BW를 발행한데 이어 1990年에 들어서는 서통 등 5개사가 총 1억 8,000만 달러의 CB를 발행하였고, 현대자동차는 7,000만 달러의 海外 BW를 발행하였으며, 삼성물산은 4,000만달러의 예탁증서를 국내 최초로 유로달러에서 發行하게 되었다.

<表 4-7> 海外 證券 發行 實績

단위 : 만달러

| 발행회사 | 발행일 | 종류 | 발행금액 | 발행시장 |
|---------|-------------|----|-------|---------------|
| 삼성전자 | '85. 12. 19 | CB | 2,000 | 유로 달러 시장 |
| 대우중공업 | '86. 5. 23 | CB | 4,000 | 유로 달러 및 미국 시장 |
| 유공 | '86. 7. 15 | CB | 2,000 | 유로 달러 시장 |
| 금성사 | '87. 8. 11 | CB | 3,000 | 유로 달러 시장 |
| 새한미디어 | '88. 10. 4 | CB | 3,000 | 유로 달러 시장 |
| 삼미종합특수강 | '89. 11. 8 | BW | 5,000 | 유로 달러 시장 |
| 서통 | '90. 1. 3 | CB | 3,000 | 유로 달러 시장 |
| 동아건설 | '90. 2. 14 | CB | 5,000 | 유로 달러 시장 |
| 현대자동차 | '90. 2. 23 | BW | 7,000 | 유로 달러 시장 |
| 삼익 | '90. 3. 8 | CB | 3,000 | 유로 달러 시장 |
| 미원 | '90. 7. 11 | CB | 3,000 | 유로 달러 시장 |
| 선경인더스트리 | '90. 9. 14 | CB | 4,000 | 유로 달러 시장 |
| 삼성물산 | '90. 12. 18 | DR | 4,000 | 유로 달러 시장 |

資料 : 韓國證券去來所, 韓國의 證券市場, 1991. 6, p. 366.

4. 外國人 證券投資 實績

외국증권회사의 國內進出을 통한 정보 및 기술의 습득을 위하여 1981年 3월에 日本의 노무라 증권사의 서울 사무소가 개설된 이후 1990年 10月 現在 일본 6개사, 영국 9개사, 미국 5개사, 홍콩 3개사, 스위스 2개사 등 총 25개의 사무소가 設置되어 있다.

이들 사무소들은 한국의 증권산업에 대한 調查研究, 情報蒐集, 資料交換 및 국내 증권시장 국제화 진전에 따른 營業活動의 基盤構築에 주력하고 있다.

〈表 4-8〉 外國 證券社의 국내 사무소 開設 現況 1990年 10月 現在

| | |
|-------|--|
| 일 본 | Nomura (81. 3), Yamaichi (82. 3), Daiwa (82. 12), Nikko (83. 3) New Japan (86. 10), The Nippon Kangyo Kakumaru (86. 10) |
| 미 국 | Merrill Lynch Int'l Inc. (83. 3), Prudential Bache (86. 9) BT Brokerage (89. 6), Salomon Brothers (89. 11), Shearson Lehman Hutton (90. 4) |
| 영 국 | Baring Brothers & Co., Ltd (86. 8), Citicorp Scrimgeour Vickers (86. 7), Hoare Govett (87. 10), James Capel & Co. (87. 10), J. Henry Schroders Wagg & Co. (87. 12), Barclays de Zoet Wedd (89. 1), S. G. Warburg Co., Ltd. (89. 1), Kleinwort Benson Ltd. (89. 1), Morgan Grenfell (90. 3) |
| 홍 콩 | Jardine Fleming (86. 2), W. I. Carr (86. 9), Chase Manhattan Asia Ltd. (90. 1), |
| 스 위 스 | Swiss Bank Corp. (88. 11), Credit Lyonnais Securities AG (89. 4) |

註 : ()안은 개설일자임.

資料 : 西江 Harvard Business, “資本市場 開放과 우리의 對應”, 韓國經濟新聞社, 1991. 2, p. 24.

한편 우리나라 증권사의 海外進出은 1990年 12月末 現在 동경 6개소, 뉴욕 10개소, 런던 11개소, 취리히 2개소, 홍콩 6개소 등 35개의 해외사무소가 설치되었고 1991年 2月 런던에 8개의 현지법인의 설치가 내허가되었다.” 국내

註19) 韓國證券業協會, 前掲書, p. 49.

증권회사는 이들 해외 사무소의 설치를 통하여 해외자본시장에 관한 情報蒐集, 해외기관과의 資本提携 및 業務協約, 研修 등 우리나라 증권산업 국제화에 대비하고 있다.

그동안 진행된 자본시장 국제화 실적을 보면, 증권시장의 對外開放은 外國人 專用受益證券, KF, KEF, KAF 및 주식관련 해외증권 (CB, BW, DR) 등을 통하여 총 16억 1,800만 달러 규모의 間接開放이 추진되었으며<表 4-9> 국내 기관 투자자의 海外 證券投資도 대폭 허용되어 1991年 3月末 現在 해외증권 투자실적(보유잔액)이 1억 8,920만 달러에 이르고 있다.²⁰⁾

〈表 4-9〉 外國人 國內證券 投資現況

(단위 : 백만원)

| | 자본금 또는 발행액 |
|--|-------------------------------------|
| 외국인 전용수익증권 및 혼합투자펀드 KF, KEF, KAF 해외증권 (CB, BW, DR) | 595 (13건) 360 (3건) 663 (17건) |
| 소 계 | 1,618 |
| 직접투자에 의한 상장기업의 외국인 지분 | 553 |
| 합 계 | 2,171 |

資料: 東西證券, “株式市場開放 推進方向과 證市影響”, 證券月報, 1991. 7, p. 35.

1991年 6月 15日 금융산업발전심의회에서 논의된 “株式市場 開放 推進方案”은 資本市場 國際化의 마지막 단계인 외국인의 直接證券投資를 許容하는 내용으로 1992年 1月 본격적인 資本自由化 시대가 열리게 되며 그 동안 추진되어 오던 단계적이고 제한적인 間接 證券投資 개방정책에서 진일보한 것으로써 다음과 같은 점에서 기존의 개방정책과 差異를 보이고 있다. 첫째, 일정한도내에서 외국인의 국내주식을 국내시장에서 자유로이 선택하여 사고 팔수있게 될 것이며, 둘째, 지금까지는 자본유입만이 허용되었으나 資本의 流出·入이 모두 許容된 것이다. 셋째로 금번 개방안에서는 지금까지 外資導入法에 의한

註20) 東西證券, “株式市場開放 推進方向과 證市影響”, 證券月報, 1991. 7, p. 35.

직접투자의 경우를 제외하고는 제한되어 오던 외국인 투자가의 개별적인 주주권 행사를 허용하게 될 것이다. <表 4-10>은 株式市場 開放方案을 要約한 것이다.

<表 4-10> 株式市場 開放方案(政府案 中心)

| 내 용 | 방 안 |
|------------|--|
| 외 국 인 범 위 | 국적, 거주성 함께 적용(외국주권 국내거주자, 해외교포 외국인 간주) |
| 외국인 투자업종 | 제한·자유업종으로 구분 |
| 외국인 투자한도 | 상장기업 총발행주식수의 10%(외국인 전용수익증권 및 해외증권 발행한도분 제외) |
| 외국인 1인당 한도 | 발행주식 총수의 5% - 제한업종 투자한도는 자유업종보다 2-3% 낮게 설정 - 기존 외국인 투자분이 투자한도 초과시 계속 보유 시까지 기득권 인정 |
| 대 외 송 금 | 원칙적 송금자유화, 예외적 송금제한 |
| 외국인 투자관리 | - 외국인 투자등록제 운영 (최초투자시 투자등록증 교부) - 외국인주식매매 장내거래 원칙 (전산관리) - 외국환은행과 증권사간 Firm Banking 시스템 설치 |
| 불법거래 관리 금지 | - 투자한도 초과 및 금지업종 투자시 즉시 매각명령, 의결권행사 - 차·가명투자시 즉시 매각명령, 의결권행사 금지, 대외송금 불인정 등 - 매매절차의 위반 및 보고의무 태만시 경고 또는 일정기간 송금제한 - 기타 상습적인 불법거래 외국인 투자제한 |
| 상 임 대 변 인 | 증권사의 은행추가 |

資料:東西證券, “株式市場開放 推進方向과 證市影響”, 證券月報, 1991. 7, p. 41.

外國人 國內株式 投資管理 方案은 기본적으로는 내국인과 같은 절차에 의하여 간편하게 이루어지도록 하되, 외국인의 投資限度 및 주식매매 상황 등을 완전히 把握·管理할 수 있는 시스템을 구축하는 것으로 했다. 이를 위해 外國人 投資者 등록제를 운영하고 주식매매에 있어서는 場內去來를 원칙으로 하며, 그 밖에 대외송금에 있어서는 原則적으로 送金을 自由化하기로 했다.

第5章 資本自由化가 우리나라 證券市場에 미치는 影響 및 對應戰略

第1節 資本自由化가 우리나라 證券市場에 미치는 影響

1. 國內經濟에 미치는 影響

正常的인 資本市場 開放 環境은 국제수지와 환율·금리 등 주요 巨視指標와 매개변수들이 함께 安定勢를 유지하는 조건을 필요로 한다.

최근 우리나라는 계속되는 國際收支 赤字와 不安定한 換率 및 高金利로 자본시장 개방 環境이 어려운 狀況에 놓여있다.

따라서 資本自由化가 國內經濟에 미치는 影響을 국제수지와 환율 및 금리 등의 巨視的 側面과 외국자본에 의한 國內기업의 影響이라는 微視的 側面으로 나누어 살펴보고자 한다.

(1) 國際收支와 換率 및 金利部門

資本自由化가 본격적으로 개방되면 먼저 國際收支 및 換率決定에 影響을 주게 된다. 資本 및 外換自由化가 진행됨에 따라 환율의 결정이 무역거래 뿐만 아니라 자본거래의 필요성에 따른 外換 需給에 의해서도 이루어지게 될 것이므로 換率豫測이 어렵게 된다.

經常收支 赤字下에서 외국자본의 유입이 대량 이루어진다면, 元貨의 평가절상을 초래해 輸出競爭力을 低下시킬 수 있고 이것은 곧 經常收支의 惡化를 가져와 외국자본가들의 투자대상국에 대한 懷疑로 인해 資本流出로 연결되어 결국 資本收支까지도 赤字를 초래하게 될 수 있다. 따라서 기업의 國際競爭力을 向上시킴으로써 國際收支를 改善시키는데 노력할 필요가 있다.

또한 인플레이션이 지속되는 가운데 해외자금이 일시에 대규모로 유입된다면 물가상승을 더욱 부추길 것이고 예상되는 외자유입분 만큼을 相殺시키기 위해 金融緊縮을 強行할 경우 시중의 資金 梗塞은 물론 금리에 까지 影響을 미칠 수 있을 것이다. 따라서 통화 및 금리상에 미치는 影響이 크다고 판단

되면 外資流入規模(外國人 投資限度) 또는 그 速度(送金制限)를 조절하는 방안을 강구해야 할 것이다. 또한 우리 자금의 해외 직접투자를 권장해 유입자금과 서로 相殺시켜 나가는 적극적인 방안도 생각해 볼 수 있을 것이다.

한편 금융시장의 調整速度(speed of adjustment)는 상품시장의 조정속도 보다 빠르기 때문에 貿易自由化와는 달리 資本自由化의 경우에는 시장의 적응이 일시에 이루어지게 된다. 따라서 政策立案者들이 시장의 반응을 살펴보고 정책수정을 위한 조치를 취할 수 있는 시간적 여유의 부족으로 국내경제정책의 수행에 어려움을 加重시키게 될 것이다.

또한 국제간의 金利差益을 노려 단기적으로 이동하는 자금, 즉 Hot Money의 이동에 적절히 대응하지 못할 경우 국내경제에 악영향을 주게 된다.

따라서 증권시장의 국제화에 앞서 필연적으로 금리를 비롯한 價格機構가 자율적인 시장기구에 맡겨질 필요가 있으며 이에 따라 金融構造와 經濟構造의 효율성이 提高된다.

(2) 國內企業部門

資本市場의 開放은 첫째, 기업에게 자금의 可用性(availability)을 증대시켜 주고 資金調達源의 국제화 및 다각화를 통하여 資金調達 費用을 下落시켜 주어 외채의 증가없이 외자도입을 이룰 수 있는 바람직한 효과를 기대할 수 있다.

그러나 외화자금의 비중이 큰 기업들과 해외에 現地 子會社를 갖게 된 기업들은 다양한 자금조달원으로 부터의 자금조달 비용을 비교할 수 있기 위해 금리 및 환율을 동시에 고려하여 國際 財務管理를 효과적으로 수행할 수 있는 專門人力을 確保하여야 한다.

기업은 자본시장 개방을 효과적으로 활용하여 금융면에서라도 자본비용 인하를 통한 國際競爭力 提高方案이 적극 모색되어야 할 것이다.

둘째, 기업들이 다양한 금융상품이 발행되고 있는 國際 金融市場에서 자금을 조달하게 되면 투자자들이 원하는 다양한 증권을 발행해 보다 安定的으로 資金을 調達할 수 있게 된다.

또한 선진국의 資金供給源으로부터 先進化·合理化 된 經營方式 및 新技術의 도입이 가능해져 국내 금융시장의 발전을 기하게 되고 이로인해 국내 금융시장에서도 資金調達의 안정성을 기할 수 있을 것이다.

세째, 기업이 자기신용을 바탕으로 국제 금융시장에 진출함으로써 국제화가 進陟되고 이는 기업의 대외 이미지를 개선하여 상품 홍보효과가 증대되어 대외 實物去來에 유리한 환경이 造成될 수 있다.

네째, 자본시장 개방으로 기업의 資本費用이 引下됨에 따라 기업의 기술개발투자 및 설비투자가 늘어나 產業構造 高度化가 現實化 될 수 있으며 이는 우리 기업의 국제 경쟁력을 強化시킬 수 있을 것이다.

다섯째, 자본시장개방이 진척됨에 따라 국내기업의 經營權이 외국투자자에게 넘어갈 가능성을 전혀 배제할 수 없을 것이다.

그 밖에 국내 자본시장의 질적 성장과 실물경제의 성장이 뒷받침되지 못할 경우 자본시장 개방으로 인해 오히려 國內資本의 海外流出을 촉진시켜 국내 자본비용이 상승하고 實物經濟의 成長이 沮害될 가능성도 매우 높다고 할 수 있다.

2. 證券市場에 미치는 影響

資本自由化는 증권시장에 새로운 需要勢力의 창출, 즉 한정된 수요의 국내에서 예상치 못할 정도로 수요가 큰 국제시장으로 넓혀짐으로써 證券市場의 規模擴大와 量的膨脹 및 株價水準의 上昇을 수반하게 될 것이다. 주식투자를 위한 외국자금의 流入"으로 新規 需要가 創出되면서 주식시장에 활력소역할을 할 것으로 보인다. 특히 외국 투자자들은 PER"등 기업의 內在價値를 중시하

註1) 개방초기의 신규자금유입액은 약 9,000 2조 2,000억 정도로 추정하고 있다. 그러나 과거 일본과 대만의 경우 초기에 총 투자 가능액의 14 15%내에서 투자가 이루어졌던 예로 미루어 볼 때 우리의 시장개방 초기에는 약 9,000억원 정도의 자금이 유입될것으로 추정해 볼 수 있다.

註2) 株價收益率(PER:Price Earning Ratio)은 주가를 1주당 이익금으로 나눈 것으로 주가가 1주당 이익금의 몇배인가를 나타내는 지표이며, 투자판단의 기준자료로 사용되고 있다. 例컨데 주가가 10,000원이고 1주당의 수익이 1,000원이라면 그 주식은 수익의 10배로 평가되어 賣買되고 있는 것이다.

는 투자행태를 보여 줄 것이기 때문에 국내 투자행태도 이에 영향을 받을 것으로 보인다.

자본시장 개방은 海外進出 側面에서 국내 투자자들에게 國際分散投資 기회를 제공해 줄 수 있다.

증권시장이 국제화되는 과정에서 先物·옵션³⁾ 등의 先進 金融商品 시장을 개설하게 되면 투자자들에게는 위험을 헤징(hedging)할 수 있는 기회가 더 많이 제공될 수 있는 것으로 보인다.

그러나 對外送金이 原則적으로 自由化되어 있을 경우 해외 자금이 우리 증시에 빈번하게 流出·入함으로써 심각한 證市攪亂을 일으킬 수 있을뿐만 아니라, 국내증시의 急騰·落을 誘發하여 안정성을 크게 해칠 가능성이 있다. 특히 우리 증시는 개인의 소유 비중이 높기 때문에 적은 규모의 외국인 투자자금 流出·入으로도 쉽게 蹂躪당할 가능성이 높다.

이에 정부는 證市の 攪亂要因을 최소화하기 위해 優良企業의 公開促進, 稅制改善을 통한 기업의 直接金融誘導, 機關投資家の 育成 등 증시규모확대 정책을 추진할 것이기 때문에 증시규모는 急速한 신장을 이루어 갈 것이다. 이는 당국의 증시정책을 살펴볼 때 실물경제에 비해 낙후되어 있는 금융부문, 특히 자본시장을 育成·發展시키고 증시규모 확대를 통한 資本自由化를 진행시키려는 정책의지를 엿볼 수 있는데서 類推가 가능해 진다.

또한 증권투자인구 규모면에 있어 政府는 1988년부터 國民株의 보급 등 증시의 본격적 개방을 앞두고 주식투자 인구의 底邊擴大에 심혈을 기울이고 있다. 이는 國益次元에서 볼때 외국인의 국내증시 참여로 인한 과당수익의 기회를 極小化시킬 수 있고 또한 국내증시의 구조적 안정을 이룰 수 있어 개방화에 따른 否定的 要因들을 防止할 수 있기 때문이다.

註3) 옵션(Option)이란 當事者間에 일정한 조건을 약정하고 일정기간내에 일방의 當事者가 자기의 自由意思에 따라 특정행위를 할 수 있는 선택권을 부여한 계약을 뜻하며 有價證券去來에 이용되는 옵션은 그 소지가 賣渡 선택권을 행사할 수 있는 Put Option, 買受선택권을 행사할 수 있는 Call Option, 그리고 Put Option과 Call Option이 동시에 표시된 複合옵션이 있다.

따라서 우리사주조합의 活性化 및 공모제도 개선등은 증권투자인구의 底邊 擴大를 위한 한 방편으로써 계속 추진될 것이며 이에 따라 소액 투자자층이 적극 擴大되어 개방화된 증시에서 큰 비중을 차지하게 될 것이다.

金融實名制가 되어있지 않은 상태에서 國際 Hot Money가 借名 또는 假名으로 流入될 경우 문제는 더욱 심각할 수 있다.

이를 방지하기 위하여 政府의 1991年 6月 주식시장 개방 방안에서는 외국인 투자 등록제를 통해 외국인거래에 관해서는 실명거래를 유도하고자 하나 현실적으로 제대로 시행될 수 있을지는 의문이다. 왜냐하면 국내투자자에 대해 가명거래가 허용된 상태에서 외국인 투자자에게만 실명거래를 요구할 경우 새로운 개방압력을 誘發시킬 수 있으며 시장개방 보다 산업개방이 먼저 진행됨으로써 외국인 투자자들이 주로 이용할 외국증권사들이 편법거래를 할 경우 뚜렷한 방안이 없기 때문이다.

따라서 외국인의 투자자금 원본과 과실의 송금에 대해 초기단계에서는 어느 정도 制限을 두도록 하고, 소유구조에 있어서도 機關化 내지는 法人持株化해 증시를 안정시켜 나가야 할 것이다.

(1) 發行市場에 미치는 影響

發行市場을 국제화한다는 것은 國內 및 外國發行者가 國內 및 海外資本市場에서 외국통화 표시나 국내통화 표시로 증권을 발행하여 자금을 조달하는것을 의미하며 이를 表로 나타내면 다음과 같다.

〈表 5-1〉 發行市場의 國際化

| | 해 외 시 장 | 국 내 시 장 |
|--------|---|---|
| 국내 발행자 | ①외국통화표시 및 국내통화 표시 유가증권의 발행 | ②외국통화표시 유가증권의 발행 |
| 외국 발행자 | ③외국통화표시 및 국내통화 표시 유가증권의 발행 (국내 해외현지법인 포함) | ④외국통화표시 및 국내통화 표시 유가증권의 발행 (국내 해외현지법인 포함) |

資料 : 西江 Harvard Business, “資本市場 國際化와 企業의 對應方案”,

韓國經濟新聞社, 1991. 6, p. 96.

국내 발행자가 해외에서 그리고 외국 발행자가 국내의 시장에서 국내통화 표시 有價證券을發行하기 위해서는 元貨의 國際化가 先行되어야 하며, 1991年 6月 現在 우리나라는 ①중에서도 海外 CB·BW·DR 등의 외국통화 표시로 有價證券을 발행한 단계에 머물고 있다.

資本自由化로 인한 發行市場의 影響을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 시가발행제도⁴⁾의 擴大 및 定着이다. 資本自由化로 기업의 재무구조 개선 필요성이 고취되는 한편 政府로서도 株式의 프리미엄을 해외투자자에게 넘겨주기 보다는 歸屬되도록 하는 정책을 취할 것이기 때문에 시가발행을 普遍化 해야 하는 것이다. 時價發行은 발행기업입장에서 자금 코스트를 낮출 수 있고, 증권시장 측면에서도 額面增資時 야기되는 株價斷層을 피할 수 있으며, 시세호황시 發行物量增大, 場勢不振時 發行減少로 자율적인 需給調節을 통한 장세안정기능도 지니고 있다.⁵⁾

둘째, 다양한 형태의 증권상품개발 및 활성화이다. 이는 경영권보호 측면의 무의결권주식⁶⁾의 발행증가와 안정성을 중시하는 해외투자를 고려한 채권과 주식의 兩面性을 갖는 轉換社債發行이 活性化될 것이다.

셋째, 선물시장도입이 촉진될 것이다. 해외투자자들의 투자에 대한 危險防止 (Hedge)노력은 국내기관투자자의 양적확대와 더불어 금융선물시장의 개설을 촉진시킬 것이다.

註4) 時價發行制度란 額面價 대신 時價를 기준으로 발행가격을 결정하여 新株를 발행하는 제도이다. 時價發行制度의 가장 큰 장점은 민간투자 자금의 합리적 배분과 투자분석방법을 가격 메카니즘 속에서 합리적으로 결정하게 한다는 것과 발행시장을 활성화 시키면서 유통시장과 원활하게 연결해 주는 것이라 하겠다. 또한 有價增資를 전후한 급격한 추가변동과 상장기업 특수관계인들의 내부자 거래의 소지를 줄일 수 있고 주식발행 초과금의 적립으로 上場企業의 財務構造를 개선할 수도 있다.

註5) 大韓證券業協會, "資本自由化에 대비한 證券業界의 對應方案", 證券, 1986. 6, P. 8.

註6) 無議決權株式이란 株總에서 의결권 행사를 할 수 없는 주식이다. 경영권 측면에서는 지분을 떨어뜨리지 않고 자금을 조달하여 자기자본을 높일 수 있으며, 투자자 측면에서는 보통주식보다 높은 배당을 받을 수 있는 장점이 있다.

(2) 流通市場에 미치는 影響

流通市場을 國際化한다는 것은 國內의 발행자가 國內의 市場에서 발행한 有價證券이 流通되는 市場의 國際화를 의미하며 이를 요약하면 <表 5-2>와 같다. 1991年 6月 現在 우리나라는 ①의 수준에 머물고 있다.

<表 5-2> 流通市場의 國際化

| | 해 외 시 장 | 국 내 시 장 |
|--------|-----------------------|-----------------------|
| 국내 발행자 | ①유통 허용 (예탁증서 포함) | ②유통 허용 (해외발행 유가증권 포함) |
| 외국 발행자 | ③유통 허용 (국내발행 유가증권 포함) | ④유통 허용 (예탁증서 포함) |

資料 : 西江 Harvard Business, "資本市場 國際化와 企業의 對應方案", 韓國經濟新聞社, 1991. 6, p. 96.

證券流通市場은 資本自由化로 外國자본이 직접 활동하게 됨에 따라 큰 影響을 받게되며 이에 예상되는 影響은 다음과 같다.

첫째, 해외투자자의 莫大한 資金規模와 高度化된 投資技法 水準 등의 투자 형태는 國內투자자에게도 影響을 미칠 것이다. 따라서 株價形成에 가격메카니즘이 작용⁷⁾하는 선진국형 증시로 발전하게 될 것이다.

이에, 投資指標로서 企業의 未來期待收益力에 대한 평가를 반영하는 PER가 크게 浮刻될 수 있다.⁸⁾

둘째, Hot Money의 國內市場 攪亂 衝擊을 吸收하고 장세를 안정시킬 수 있 기 위해 機關投資家의 역할이 증대될 것이다. 반면에 이러한 자금흐름의 혼란

註7) 가격메카니즘의 작용이란 一次的으로 株價가 투자자들의 다양한 투자목적과 활발한 거래속에 수요와 공급이 일치하는 점에서 공정하게 형성되는 것을 의미하지만 二次的으로 어떤 企業의 株價가 物量 기타의 기술적 요인에 의해서 보다는 수익·성장 등 기본적 요인에 의해 평가되는 쪽으로 움직이게 된다는 것을 말한다.

國民投資信託, 國民投資諮問, "주간 國民투자분석", 제 9호, 1988, p. 13.

註8) 株價의 높고 낮음을 판단하는 중요한 지표로서는 1주당 배당금의 크기를 기준으로 한 配當收益比率과 1주당 이익의 크기에 착안한 株價收益比率 등 2가지가 있다. 미국에서는 鐵鋼株나 공공주 등 1部의 대형주투자자의 경우에만 配當收益率을 사용하고 일반적으로는 株價收益比率을 사용하는 것으로 알려져 있다.

가능성으로 分散投資의 필요성은 더욱 증대될 것이다.

세째, 機關投資家の 포오트폴리오 구성상 채권은 빠질 수 없고, 외국투자가 들에게도 높은 관심을 주고 있으므로 債券去來도 더욱 活性化될 것으로 보인다.

그밖에 자본시장개방으로 인한 국내외자금의 국제간이동은 세계증시와 국내 증시와의 連繫性을 強化시켜 해외증시의 주가 움직임이 국내증시에 직접적인 영향을 미칠 것이다.

第 2 節 우리나라 證券市場의 資本自由化에 대한 對應戰略

前 節에서는 資本自由化가 우리나라의 證券市場에 미치는 영향에 대하여 살펴 보았다. 따라서 本 節에서는 그에 따른 증권시장의 資本自由化에 대한 對應戰略을 강구할 필요성이 논의되어 기업과 증권업계로 나누어 그 전략을 살펴 보기로 하겠다.

1. 企業의 對應戰略

(1) 經營權 保護 側面

우리나라의 證券市場은 외국에 비해 규모가 狹小하고, 運用面에서도 취약한 상태이므로 經營權 保護問題가 深刻하다고 하겠다.

따라서 외국인의 주식취득으로 인한 국내기업의 경영권 지배를 효과적으로 방지하는 대응책이 요망되므로 안정적 경영권유지를 위한 대응방안을 살펴보면 첫째, 特定戰略產業의 보호를 위해 현재 주식의 自由讓渡性 保障과 주주의 지위강화를 이유로 주식의 양도를 제한할 수 없도록 하고 있는 규정을 개정하여 특정기업의 경우 정관으로 이를 제한하는 방안을 강구해 볼 수 있다. 둘째, 현재 상법이 회사의 自社株 취득을 원칙으로 금하고 있는 것은 종업원 지주제도의 확립을 위한 경우 및 기업경영권 탈취방지를 위한 경우 이를 취득할 수 있게 해줄 필요가 있다. 세째, 정책적으로 기관투자가와 법인주주의 지주비율을 높여 認定株主를 구축하는 것이 필요하다. 네째, 주식발행을 다양

화하여 無議決權株式의 발행을 늘리는 등의 방안이 있다.”⁹⁾

① 一般投資者의 底邊擴大

一般投資者의 底邊擴大는 기업의 경영권 보호나 안정주주 확보 및 수요기반의 확충이라는 측면에서 매우 중요한 문제라 할 수 있다.

따라서 일반투자자의 저변확대를 위해서는 정부와 증권관련업체들이 건전한 증권투자자의 조성을 위한 積極的인 證券投資 弘報를 실시하여야 한다. 또한 稅制改善과 배당의 현실화로 증권투자의 수익이 투자자에게 轉屬되도록 投資 誘引을 조성하여야 한다. 이는 현재의 배당율이 상대적으로 다른 이자수익률에 비해 매우 낮은 형편이므로 소액 투자자의 입장에서는 증권투자를 장기적인 안목으로 할 수 없게 되기 때문이다. 證券關聯稅制側面에서는 법인소득과 배당소득에 대한 二重課稅를 排除하여야 한다.

國民株의 開發普及 또한 일반투자자의 저변확대에 크게 기여한다. 이는 다량의 우량주를 공급함으로써 증권산업의 발전과 증시 활성화를 도모할 수 있고 개인 소액투자자의 참여확대를 통해 주식 대중화 시대를 열 수 있을 뿐만 아니라 健全한 投資氣風을 振作할 수 있다.

② 機關投資家の 育成

자본시장의 안정화에 기관투자자의 주식에 대한 보유비율 제고는 반드시 필요하다. 이에 정부가 1990年 3月の ‘證券市場安定化對策’에서 31개의 年金·基金이 新規機關投資家로 추가 지정되어 기관투자자의 범위가 擴大되었으나, 이들의 주식투자는 별로 이루어지지 않고 있다. 그러므로, 향후 이들 기관투자자의 유가증권 투자한도 확대를 위한 相關법의 補完·改正이 추진되어야 하는 것과 더불어 年金·基金의 증권투자를 관리할 投資諮問業의 育成도 이루어져야 하며, 이들 一任委託賣買와 회사형 투자신탁의 설정도 검토되어야 할 것이다.

註9) 韓國上場會社協議會, “資本自由化에 따른 企業의 對應戰略”, 上場, 1991. 5, p. 8.

한편, 機關投資가 미국의 경우 전체의 80%, 일본의 경우는 70%이상을 차지하고 있는데 우리나라는 32%에 불과하다. 우리나라는 주식투자에 있어 개인투자가 많기 때문에 단기적인 투자수익을 목적으로 하는 단기투자가 많다. 개인은 기관보다 투자자금의 장기적인 여유가 적으며 따라서 투자기간도 단기적일 수 밖에 없다.*

機關投資家の 育成方案으로는 첫째, 기관투자자로 지정되고 있는 대상의 範圍를 擴大하여 보다 많은 기관들의 투자를 유인하고 둘째, 기관투자자의 측면에서는 신용정보체계의 확충과 투자고문제의 확립등으로 자율적인 시장참여를 도모하여야 할 것이다.

③ 投資業種 및 投資限度의 制限

우리나라의 기업은 외국기업에 비해 규모가 적고 재무구조 및 경영능력면에서도 체질적으로 취약할 뿐만 아니라 경영환경 또한 불리한 점이 많다.

따라서 資本自由化에 의한 외자유입으로 기업의 자금조달에 편의성을 제공하더라도 기업의 경영권보호를 통한 국내기업의 안정적 성장 및 국제수지의 攪亂作用을 방지하기 위해서는 외국인의 無制限的 株式取得은 배제하여야 한다.

1991年 6月 정부의 “株式市場開放 推進方案〈표 4-10〉”에서 볼 수 있듯이 외국인의 투자업종은 制限業種과 自由業種으로 구분하고 있고 외국인 투자한도 역시 1인당 5%, 누적합계지분 비율은 10% 수준으로 제한하고 있다. 그러나 이러한 한도를 劃一的으로 규정할 것이 아니라 特定産業 및 企業의 特性을 고려하여 산업별, 기업별로 경영권에 영향을 주지 않는 범위내에서 彈力的으로 규정하되 구체적인한도는 기업실정에 따라서 기업의 定款에 의해 自律的으로 규정하는 것이 바람직하다고 본다.

④ 發行株式의 多樣化

資本自由化에 따른 국내기업의 보호목적으로 이익배당과 잔여재산 청구권은

註10) 大韓證券業協會, “證券開放과 證券市場의 進路”, 證券, 1991. 3, p. 10.

있으나 의결권이 없는 無議決權株式의 발행을 들 수 있다.

企業公開나 有償增資시 또는 轉換社債나 신주인수권부사채를 발행할 때, 그 대상주식을 無議決權株式으로 한다면 투자수익만을 목적으로 하는 외국인 투자자나 국내기업의 경영권보호 측면에서도 유리할 것이다. 따라서 이러한 무의결권주식의 발행을 活性化시키는 정책적 대응책 및 경영자의 積極的인 收容態勢가 요망된다.

(2) 財務 戰略的 側面

資本自由化가 기업에 직접 미치는 영향은 기업의 자금조달의 기회가 국내에서 세계 자본시장으로 넓혀질 수 있다는 것이다. 기업의 재무구조를 개선하고 대외 이미지를 제고하여 증권시장 국제화의 이점을 최대한으로 이용하기 위한 企業의 財務戰略 方案을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 一般投資者의 底邊을 擴大하고 재무구조의 개선에 도움을 줄 수 있는 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW), 및 주식예탁증서(DR) 등의 발행증권을 다양화시켜 자본조달경로를 확보하여야 한다.

둘째, 기업의 자금소요 계획이 합리적으로 樹立·執行되어 시가발행제를 정착시켜 株價變動에 對應하고 國益의 海外流出을 防止함은 물론 기업의 자기금융의 안정성을 도모하여야 한다. 또한 무상증자 및 주식배당 등의 정책도 竝行하여 株主利益도 保護해야 한다.

세째, 換率이나 金利 등 각종 가격변수의 급격한 변동에 대비하여 위험 헷지수단이 강구되어야 한다.

특히 Hot Money의 이동에 적절히 대응하지 못할 경우 국내경제에 악영향을 주게 되므로 증권개방에 앞서 必然的으로 금리를 비롯한 가격기구가 자율적인 시장기구에 맡겨져야 한다. 이는 금융구조와 경제구조의 효율성이 提高되기 때문이다.

네째, 資本自由化로 해외투자도 자유로워지므로 效率的인 國際分散投資를 위해 해외시장정보를 신속·정확히 입수하여 이를 체계적으로 분석하는 정보망의 구축은 물론 이를 운용하는 專門要員을 양성하여야 한다.

(3) 企業會計制度 및 公示制度的 側面

資本自由化로 인해 기업의 자금조달 및 운용 등 활동영역이 국제화됨에 따라 기업의 회계가 國際的 會計基準에 맞는 것이어야 함은 물론이다. 이에 따라 우리나라는 1990年 3月 會計制度的 논리성 확보로 회계기준의 국제화 유도를 위해 제도를 개정한 바 있다. 그 내용은 ①資產·負債價値의 현재가치 평가 ②유효이자율법의 적용 ③外貨평가손익의 이연처리 불인정 ④건설자금의 자본화 ⑤선물환거래 등의 회계처리 규정 신설 ⑥신주인수권부사채의 발행에 관한 규정신설 등이다. 그러나 이외에도 기업은 현재 전반적인 회계 문제에 가장 영향력있는 國際會計基準委員會<IASC>의 국제적 회계기준에 맞추려는 노력을 기울여야 할 것이다.¹¹⁾

企業의 公示는 공정한 주시가격형성의 필수요체인 동시에 투자자에 대한 일종의 의무사항임으로 정확하고(信賴性), 신속하며(適時性), 이해하기 쉽고(容漁性), 公正하게 전달되어야 한다.

우리나라의 企業公示制度는 미국, 일본 등의 선진국들의 법제도를 모방하였기 때문에 ①유가증권신고서, 사업설명회, 사업보고서 등의 제출 ②거래소의 적시공시 ③경영상 중요사항 발생시의 수시공시 ④기타 공개매수, 임명장 권유시의 공시와 회계정보의 공시 등이 제도면에서는 類似하다.

그러나 각종 주식의 단일화로 인해 다양성이 결여되어 있으며, 예비사업설명회, 분기보고회, 임시보고서제도가 없다는 점에서 相異하다.

또한 運用面에서는 ①전국적 정보전달시스템의 미비, 한정적인 거래소의 시황방송망(유선) ②기업에 불리한 정보의 공시기피, 직접공시 위반에 대한 제재 미비, 매매심리제도의 미흡 ③기업공시제도 자체에 대한 일반대중의 인식 부족 ④관계기관 상호간의 연결체제의 불완전 ⑤과거실적치 (hard information)에 치중등의 미비점을 보이고 있다.¹²⁾

註11) 韓國上場會社協議會, 前掲書, p. 7.

註12) 資本市場發展研究委員會, “資本市場 長期發展方向研究”, 證券監督院, 1984. 4, pp. 179 186.

따라서 資本自由化에 따른 企業公示制度의 強化를 위한 改善方案으로는 첫째, 증권투자에게 적시성있는 기업정보를 제공하기 위해서는 현재 6月 또는 1年마다 제공하도록 되어 있는 財務諸表를 分期別로 提供해야 한다. 또한 증권투자에게 있어서는 과거 회계정보가 관련성이 있는것이 아니라 미래의 豫測會計情報가 관련성이 있다는 측면에서 기업경영자의 사업예측정보를 투자자에게 제공하도록 하는 규정도 있어야 한다.¹³⁾

둘째, 기업에서는 信賴性과 完全公示라는 개념에 의거하여 기업에 관한 정보를 제공하여야 할 것이다.¹⁴⁾ 성실한 기업공시를 유도하기 위해서는 證券監督院 등의 감독기관이 不誠實公示法人에 대해서는 제재를 가할 수 있도록 하여야 한다.

셋째, 投資情報의 歪曲을 防止하고 신속한 교류를 원활히 하기 위해서 상장법인의 재무상태, 신용상태 및 기업전망에 관한 정보와 각종 유가증권의 가치평가 등을 전담할 民間 專門 機關이 育成되어야 한다.

네째, 기업정보의 客觀的인 信賴性은 외부감사인의 감사의견으로 부터 얻어진다고 할 수 있다.¹⁵⁾ 국내투자자의 투자양상이 질적으로 향상되어감에 따라 보다 신속하고 정확한 投資情報가 필요하다. 따라서 해외투자자에게 국내증권시장의 신뢰성을 높이고 이해관계인의 이익을보호하기 위해서 자유수입제도에 의한 감사인의 독립성결여, 감사법인의 불분명 등의 문제점을 안고 있는 우리나라의 外部監査制度를 改善해야 한다.

다섯째, 證券市場에서 有價證券賣買가 자유로운 경쟁에 의하여 공정한 거래가 되게함으로써 투자자를 보호하기 위해서는 발행기업의 내부정보로 부당이득을 취할 수 있는 기업내부자의 거래규제를 강화해야 한다.

註13) 宋 梓, "資本市場 國際化의 推進方向", 大韓證券業協會, 證券, 1990. 9, p. 23.

註14) 宋 梓, 會計原理, 法文社, 1985, pp. 131-132.

註15) 송 자, 정종암, 회계감사, 법문사, 1980, pp. 349-382.

(4) 海外證券發行의 活性化

海外證券發行 要件을 充足시키는 國內기업에게는 자금의 용도에 관계없이 海外 CB나 BW의 發行을 허용해 주어야 한다. 해외로부터의 저렴한 자금조달은 國內자금시장의 金利를 引下시켜 國內자금조달비용도 줄어들게 한다. 해외증권발행을 통한 해외자금의 國內유입에 따라 통화증발로 인한 일시적인 인플레이션유발 가능성도 있지만 기업의 資金調達費用을 줄임으로써 제품가격 상승을 억제하거나 인하시키면 장기적인 측면에서는 오히려 기업의 대외 경쟁력을 제고시키는 물론 國內물가안정에도 크게 기여할 것으로 기대한다. 따라서 기업의 해외증권발행을 積極的으로 擴大해 주어야 할 것이다.¹⁶⁾

해외증권발행을 활성화시키기 위한 改善方案을 살펴보면 첫째, 복잡한 해외증권 발행절차 및 승인기관의 발행조건 규제를 장기적 측면에서 發行節次를 簡素化 하고, 발행조건에 대한 規制를 撤廢하여 발행기업의 완전한 자유의사에 맡겨야 하겠다.

둘째, 전환사채의 경우 회계연도중 전환청구의 효력발생시점이 國際慣例와 다르다. 따라서 이를 一致시키는 방향으로 개정 및 보완이 필요하며 신주인수권부사채 역시 마찬가지이다.

셋째, 전환사채, 예탁증서와 같은 주식형 증권은 해외에서 발행되더라도 결국 國內주식으로 전환되어 國內시장에서 유통될 것이므로 國內투자자 보호를 위한 制度的 裝置가 마련되어야 할 것이다.

2. 證券業界의 對應戰略

본격적인 資本自由化를 앞두고 증권업계는 종래의 量 위주에서 質 위주의 경쟁과 성장, 그리고 단기적 성과보다 信賴와 評判에 의한 장기적 영업기반을 중시하는 경영전략으로서의 전환이 요구된다. 競爭力 提高를 위해서 개별 증권사의 업무능력 확충 노력이 강화되어야 하며 이를 위해 인력양성의 확대와 報

註16) 大韓證券業協會, "資本自由化日程에 따른 證券會社의 對應戰略", 證券, 1989. 3, p. 49.

酬 및 조직체계의 개선, 조사연구기능 강화와 業務電算化의 추구가 필요하다.

또한 업무의 다양화 및 兼業 範圍가 확대됨에 따라 발생가능한 利害相衡의 문제에 대비하여 각종 내부통제 장치를 강화하여야 한다. 그리고 자율규제제도를 충실화하여 증권산업의 安全性과 公信력을 提高 하고, 은행과의 戰略的 同盟을 형성하는 방안도 고려될 수 있다.¹⁷⁾

資本自由化에 따른 證券業界의 對應戰略을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

(1) 專門人力の 養成

資本自由化를 효과적으로 수용하기 위해서는 국제업무를 능히 수행할 수 있는 人力과 적합한 조직 및 전산망을 갖추는 일이라 하겠다.

우리나라는 그동안 嚴格한 外換規制와 統制를 실시했던 탓에 외환시장 및 금융시장이 발달하지 못하여 기업들의 국제금융 실무경험 및 지식의 축적이 微弱한 상태이고 금융기관의 경우에도 국제금융 技法에 대해서 전문지식을 갖춘 要件들이 크게 부족한 상태이다. 그러나 금융활동은 고도의 전문성이 요구되며 人的資源의 우수성 여부에 의하여 成敗가 좌우된다고 할 수 있으므로 전문인력의 확보는 必需的이라고 할 수 있다.¹⁸⁾

이를위해 정기적 교육 프로그램을 개설하여 職員의 長·短期 海外研修·訓練 등을 통하여 현장감있는 실무지식이 부여된 전문가로서의 자질을 향상시켜야 하며, 海外留學 制度 및 유능한 해외인력의 영입 등의 조치가 필요하다.

국제금융교육 프로그램에서는 理論이 強調되어야 하고 실무교육에서는 피상적인 상품소개가 아니라 주어진 상황에서 구체적인 해결책을 도출하기 위해 필요한 計算能力을 확보하는데 중점을 두어야 한다. 또한 해외연수의 효과를 極大化시키기 위해서는 국내에서 충분한 사전교육을 받은 후 해외연수를 실시

註17) 魚允大, "株式市場開放에 대한 制度的인 對應方案", 韓國證券業協會, 證券, 1991. 6, p. 58.

註18) 姜鎬相, "資本市場開放과 우리의 對應", 西江 Harvard Business, 韓國經濟新聞社, 1991. 2, p. 28.

하도록 해야 할 것이다.

또한 급변하는 국제금융시장에 관한 신속·정확한 정보를 얻기 위하여 最新의 정보제공 매체를 확보해야 할 것이다.¹⁹⁾

특히 중시국제화에 따라 중요하게 浮刻될 투자은행업 (Investment Banking)²⁰⁾은 고도의 전문인력을 필요로 하는바 각 증권사의 국제업무능력 제고는 필수적이라 할 수 있다.

(2) 外國證券社와의 競爭力 提高

資本自由化로 외국증권사가 국내에서 영업활동을 시작하게 되면 업무영역별로 경쟁의 激化가 예상되고 결국 외국증권사와의 경쟁결과에 따라 국내증권회사의 우열이 뚜렷해 질 것이다. 이에 대비하기 위하여 자본의 충실화를 기할 수 있는 經營 合理化와 證券會社의 大型化 및 公信力 提高, 情報 및 調查業務의 擴充 등이 필요하다.

① 經營 合理化

증권업은 경기변동이 심한 업종으로서 증권회사의 가장 중요한 과제의 하나가 영업실적을 어떻게 증대시키느냐에 달렸다. 이는 증권회사의 규모, 업체 등에 따라 큰 차이가 있겠으나 우리나라 증권회사에 있어서 營業收益增大를 위한 經營合理化 方法으로는 첫째, 수익확대를 위해 영업구역을 확충하여 전국에 적절한 점포를 설치, 營業基盤의 擴充·強化에 힘써야 한다.

둘째, 기업의 자금조달이 社債發行에 의한 경향이 강하게 나타나고 또 한편 국공채의 대량 발행시에 대응하여 증권회사는 公社債 營業의 擴充에 힘써야 한다.

셋째, 증권회사의 效率的인 情報管理體制의 개발에 의한 전산화는 증권회사의 전문화를 위한 必然的인 課題인 것이다.

註19) 강호상, “上揭書”, p. 28.

註20) 投資銀行은 발행증권의 元引受會社로서 발행회사에 대한 調査, 有價證券分析, 發行條件의 決定, 引受團구성 등을 전문으로 하는 회사로 投資銀行業은 이러한 업무를 의미한다.

② 大型化 및 公信力 提高

국제업무를 수행하고자 하는 증권회사들은 자본금을 적절한 수준으로 확충하여 대형화를 기하고, 包括적인 업무기반을 정립함으로써 내외의 公信力을 提高시켜 나가야 한다.

③ 情報 및 調查業務의 擴充

證券會社의 特性이 광범위한 정보조사 및 經濟·産業·企業分析 등을 담당하는 조사·연구업무로서 이 부문이 확충되어야 投資顧問으로서의 충분한 역할이 기대된다.

국제간의 채권 및 주식 발행과 유통이 증가함에 따라 주요국의 證券市場 相互間에는 자료를 상호 연결하는 시스템이 계속 擴大, 發展되고 있다.²¹⁾

따라서 국내 증권회사들도 외국증권회사를 통한 해외의 관계정보를 신속·정확히 입수 분석할 수 있는 經路를 開發해 나가야 한다.

(3) 國內市場에서의 比較優位 確保

美國, 日本 등의 金融先進國에 비해 국제업무의 축적된 Know-How가 貧弱한 우리나라 증권회사들이 국제시장에서 외국기업체 및 단체의 株式·債券의 發行, 引受, 流通에 참여한다는 것은 막대한 자본·인적자원 및 悠久한 歷史를 가진 외국증권사와의 직접적인 競争을 뜻하는 것으로 相當時日이 소요될 것이다.

그러나 국내시장에서 증권을 발행코저 하는 외국기업들에 대해서는 우리 증권사가 比較優位를 지니고 있으므로 利點을 최대한 활용하여 앞으로 급속한 발전이 예상되는 국내시장을 확보하면서 이를 토대로 국제경쟁력을 배양시켜 나가는 戰略의 樹立도 필요하다.²²⁾

註21) 예를들면 런던과 미국 NASD간의 가격 및 교환 시스템, 미국과 일본 그리고 프랑스간의 자동결제 시스템 등을 들 수 있다.

註22) 金載龍, “資本自由化와 證券業界의 對應”, 上場協, 1988年 春季號, p. 98.

(4) 證券社의 對外進出

현재 국내증권사들은 海外CB發行을 통하여 부분적으로나마 인수업무에 대한 Know-How는 습득할 수 있었으나 해외증시에서의 매매업무 및 외국증권사들이 취급하고 있는 다양한 금융업무에 관해서는 매우 貧弱하다.

매매업무를 포함하여 국제금융시장의 다양한 금융상품 및 업무를 취급할 수 있는 전문인력의 양성과 情報蒐集體制의 구축은 실무자인 증권회사의 차원에서 시급히 수행되어야 한다.

또한 進出國에서 동등한 조건으로 경쟁할 수 있기 위한 制度的 保障問題 등은 정부 차원에서 該當國 政府와 지속적으로 논의·해결되어야 할 사항이라 하겠다.²³

(5) 證券市場의 投資環境 改善

외국자본이 유출입되는 직접적인 창구로서의 증권시장은 이를 충분히 받아들일 수 있어야 하는데 이는 발행과 유통 양 측면에서의 擴大·均衡이라는 전제조건이 있어야 한다.

供給側面에서는 무엇보다도 시가발행제도가 정착하므로서 우량증권의 持續的인 增大를 도모해 나가야 할 것이다. 이는 유입되는 외자를 충격없고 적절한 가격조건으로 받아들일 수 있어야만 그것이 事後에 증시불안요인으로 대두되지 않기 때문이다.

需要側面에서는 국민대중의 장기안정적인 증권투자 저변을 根源的으로 확충시켜 나감은 물론 특히 機關投資家의 건전한 증시참여활동을 促進시켜 나가야 한다.

기타 證券業界의 對應方案으로는 외국인투자자로 인한 자본소득유출의 최소화 와 무제한적인 Hot Money의 유입을 방지하기 위하여 金融實名制가 필요하다. 현재는 金融實名制가 정착되어 있지 않으므로 외국인 투자자가 내국인의 차명으로 주식투자를 할 수 있다. 그러나 최소한 외국인 투자자의 경우에는 實名

註23) 金載龍, “上揭書”, p. 98.

제를 철저히 실시하고 위법시 거래 증권회사에 대한 강력한 제재를 가하는 방법이 있을 수 있다.

第 6 章 結 論

本 論文에서는 1992年の 資本市場 完全開放에 따라 우리나라 證券市場의 資本自由化에 따른 對應戰略을 여러 측면으로 살펴보았다.

결론적으로 資本自由化가 우리 經濟, 특히 證券市場에 미치는 影響은 매우 크다고 하겠다.

國際間的 자본거래로 인하여 자본의 효율적 배분, 外資導入原의 多元化에 따른 기업의 資本費用 인하와 국제경쟁력의 강화 및 國際收支의 개선, 기업의 財務構造改善과 기업체질 강화, 證市規模의 국제화, 經濟運用體質의 同質化 등 肯定的 效果가 있는 반면 外國資本 流出入 관리, 통제의 곤란과 국제 단기성 투자자금에 의한 금융 및 資本市場의 攪亂, 국내경제의 外國자본에 의한 蠶食 가능성, 그리고 國民所得過失의 해외유출 등 否定的 效果도 있다는 것을 충분히 고려하여 이에 대비해야 한다.

實物經濟의 발전을 위해서는 貨幣經濟, 특히 資本市場이 획기적으로 발전되어야 한다. 따라서 資本自由化가 우리 경제의 개방화·국제화와 질적발전에 커다란 전기가 된다는 점에서 資本市場 完全開放은 매우 긍정적으로 평가된다.

그러나 현재의 국제경제 환경으로 보아 우리 證券市場의 기능이 미흡한 상태일지라도 資本自由化를 적극 수용해나가야 한다는 국민 경제적 요청이 높으며 과거 일본의 경우처럼 資本自由化를 長期的으로 여유있게 실행해 간다면 브라질, 멕시코의 事例처럼 너무 국익에만 치우쳐 規制·制限 조치로 일관한다면 대만과 같이 지나치게 遲延시키는 自由化는 우리에게 많은 敎訓을 주고 있다.

政府가 발표한 資本自由化 長期計劃은 국제수지의 계속적인 黑字基盤 구축이 전제된 것이었으나 현재 우리경제의 이러한 내실화가 미흡한 상태일지라도 세계적인 흐름속에 시장개방을 더이상 지연시킬 수 없는 실정이므로 이에 대비한 對應戰略을 제시하면 다음과 같다.

먼저 企業의 側面에서 보면 첫째, 외국인 직접투자자로 인한 經營權 保護를 위해 일반투자자의 저변을 확대하고 機關投資家를 육성하여야 하며 투자업종 및 투자한도의 제한 그리고 발행주식을 다양화하여야 한다. 둘째, 財務構造를 개선하고 대외이미지를 제고하여야 하며 專門要員을 양성하여야 한다. 셋째, 企業會計制度를 국제적 기준에 맞추고 企業公示制度를 개선하여야 한다. 넷째, 海外證券發行을 활성화시켜야 한다.

證券業界 側面에서는 첫째, 전문 經營體制의 確立과 국제업무능력을 위한 인재를 양성해야 한다. 둘째, 經營을 合理化하고 대형화 및 공신력 제고, 정보 및 조사업무의 확충을 통해 외국증권사와의 競爭力을 提高시켜야 한다. 셋째, 국내시장에서의 比較優位를 確保하여야 하고 넷째, 對外進出을 통해 국제금융시장에서의 경쟁에 노력해야 하고 다섯째, 證市投資環境 改選 및 金融 實名制의 정착이 필요하다고 본다.

參 考 文 獻

(國內文獻)

1. 姜鎬相, 「資本市場開放과 우리의 對應」, 韓國經濟新聞社, 1991. 2.
2. 高炳佑, 「資本自由化와 企業의 對應」, 大韓商工會議所, 1987.
3. 具滋三, 「Korea Fund와 資本自由化」, 投資金融, 1984. 9.
4. 金載龍, 「資本自由化와 證券業界的 對應」, 上場協, 1988年 春季號.
5. 金種大, 「韓·日 資本自由化 比較 分析」, 大信證券, 1985. 11.
6. 大信證券, 「資本自由化에 따른 日本證市의 影響」, DERI週刊時事, 1988.
7. 大韓證券業協會, 「資本自由化日程에 따른 證券會社의 對應戰略」, 證券, 1989. 3.
 _____, 「資本自由化에 대비한 證券業界的 對應方案」, 1986. 6.
8. 東西證券, 「株式市場開放 推進方向과 證市影響」, 證券月報, 1991. 7.
9. 東西證券, 證券投資(이론과 실제), 1988. 7.
10. 락키證券, 「海外證券發行」, 1988. 3.
11. 商銀調查, 1988年 여름호, 商業銀行, 1988.
12. 西江 Harvard Business, 韓國經濟新聞社, 1991. 1 9.
13. 宋 梓, 「資本市場國際化의 推進方向」, 大韓證券業協會, 證券, 1990. 9.
 _____, 「會計原理」, 法文社, 1985.
14. 宋 梓·정종암, 「會計監査」, 法文社, 1980.
15. 沈政秀, 「資本自由化와 證券市場의 對應」, 上場協 第 17號, 1988.
16. 魚允大, 「株式市場開放에 대한 制度的인 對應方案」, 證券, 1991.
17. 魚允大·林閔洙, 「證券市場과 資本自由化」, 每日經濟新聞社, 1987.
18. 李康源, 「資本自由化와 證券產業의 國際化」, 韓國經營學會, 1989. 5.
19. 李鎮茂, 「證券經濟論」, 法文社, 1988.
20. 李弼商, 「우리나라의 資本自由化와 Korea Fund」, 證券, 1984.

21. 任翊淳, 「財務管理」, 博英社, 1984.
22. 資本市場發展研究委員會, 「資本市場長期發展方向研究」, 證券監督院, 1984. 4.
23. 財務部, 「資本市場國際化的 段階的 擴大 推進計劃」, 1988. 12.
24. 財務部, 「株式市場開放 推進方案」, 證券監督院, 證券調查月報, 1991. 6.
25. 證券監督院, 「브라질 證券市場의 國際化」, 證券調查月報, 1977. 11.
26. 證券監督院, 「資本自由化問題에 관한 檢討」, 1982. 12.
27. 證券監督院, 「證券市場國際化的 意義와 推進方向」, 證券調查月報, 1981.
28. 證券去來所, 「日本資本市場의 國際化 경위와 전망」, 株式, 1977. 9.
29. 崔運烈·李替一, 「成功的인 株式投資」, 韓國經濟新聞社, 1988.
30. 韓國經營學會, 春季學術研究發表論文集, 1989. 5.
31. 韓國上場會社協議會, 「資本自由化에 따른 企業의 對應戰略」, 上場, 1991. 5.
32. 韓國銀行, 調查統計月報, 1989. 9.-1990. 9.
33. 韓國證券業協會, 「株式市場開放에 대한 制度的인 對應方案」, 證券, 1991. 6.
34. 韓鍾洙, 「資本自由化에 따른 우리나라 證券市場國際化 方案에 관한 研究」, 成均館大學校, 1989.
35. 縣 茂, 「日本證券市場의 國際化 發展段階」, 大韓證券業協會, 1983. 11.

(外國文獻)

1. 臺灣 中央銀行, 金融統計月報, 1990. 6.
2. 日本 大藏省 證券局 年報, 1983.
3. 日本通商產業省 產業政策局, 日本國 企業의 經營分析, 1980.
4. Fama, E. F., "The Behavior of Stock Market Prices", Journal Business, Vol. 38, No. 1, Jan. 1965.

5. Garbade, K. Securities markets, 1982.
6. Jact Francis, Investment, Analysis and Management, McGraw Hill inc, 1980.
7. Lessard, D.R., "Principles of International Portfolio Selection," International Finance Handbook, NewYork:John Wiley & Sons, 1983.
8. O.E.C.D., "Controls and Impediments Affecting Inward Direct Investment", 1982.
9. Sarkis J. Khoury, "Investment Management", Macmillan, 1983.

ABSTRACT

A Study on the Confrontation Strategy in Securities Market in
Korea Following the Liberalization of Capital Movement

Byun, Sang-Kyo

Major in Business Management

Graduate School of Business Admin,

Han Sung University

Today, international economy seeks after the open economic structure, rather than closed economic system, in order to improve mutual benefits, so that the liberalization of international transactions is becoming the prerequisite for the balanced development of the world economy.

Since the end of the 1970s, our economy has faced with the problems which was to set the open economic system as a method for new growth. That is, as following we have achieved high growth for about 20 years, our economic position in international social economy stands at turning point to a semideveloped country for an underdeveloped nation. So we have to develop our country competition with advanced economic conditions.

The other side, we have oppressed from the protectism of advanced countries directly or indirectly.

To respond such difficulties, our government had made a policy named, "A direction to internalization in securities market for the liberalization of capital" in January 14, 1981.

The internationalization of securities market may can bring

some effective benefits such like diverse foreign capital sources, considering for international competitiveness and base for balancing development of the whole economic file in the country.

On the other hand, it may become causes to confusion in domestic securities market, controlling right for major domestic industries, disarrangement in international income and outgo and domestic current financial policy and outflow of profits to other countries.

In the side of enterprises business, they also have to effort in training of capable receptiveness such like improving enterprise public notification system and floatation for foreign securities, maintaining guarantee for management rights and strengthening their financial strategies.

At the present, while studying the proceed method of policy more than now, they should concentrating efforts in training of experts manpowers, considering competitive with foreign securities, obtaining its priority position in domestic market, establishing their branches in other countries and so on in the field of securities companies.

This study is aimed to suggest the methods of improvement in our securities market. Because the opening capital market in Korea means that open the all sides of our economic statuses to the others, it requires deep considerations its conditions both our securities market and national economy. For the first time, considering the status of the capital liberalizations in case of Japan, Brazil, Mexico and Taiwan which those countries are practiced it earlier than ours. And analyzing various conditions

and present situations for internationalization of our securities market, discovering some problems from institution and structure in Korea so as to suggest its improvement devices. I made this thesis in the ways of documentary.

Conclusively, to jump to economic advancement, Korea should drive the liberalization of capital movement efficiently and prepare for securities market capacity to bear inflow of foreign investment.