

證市開放과 展望

嚴 吉 靑

〈第一證券(株) 營業推進部長〉

1. 증시개방의 배경

우리 경제의 국제 경제적 위상이 높아지면서 부딪치게 되는 문제는 다름아닌 시장개방 압력이다.

수입자유화, 외환자유화, 자본자유화의 대외압력은 80년대 후반 이후 우리 경제가 흑자경제를 달성하면서 올림픽까지 치르게 되자 동시다발적으로 과상공격을 가해왔다.

그중에서도 특히 수입자유화의 압력은 우리 수출상품의 시장확보라는 문제와 직결되어 있어 대단히 기민한 대응이 요구되는 사안이면서 또 한편으로는 국내산업의 보호라는 측면에서 무조건 수용할 수 없는 미묘한 사안이다. 더욱이 농수산물의 수입개방 압력으로까지 개방의 요구가 확대되면서 더욱더 개방요구에 대한 대응이 복잡한 양상을 띠게 되었다.

금융 및 서비스시장의 개방정책이 이즈음에서 빠른 행마를 보인 것은 상품시장의 광범위한 개방압력을 완화하면서 좀더 종합적인 개방의 대응이 필요하다는 인식에서 비롯된 것으로 이해할 수 있겠다.

이렇게 하여 금융시장 개방이 적극 추진케 되었으며 이는 곧 보험시장의 개방, 외국은행의 진출 확대 그리고 증권시장의 개방으로 이어지게 되었다.

다행히 우리 정부는 이미 82년에 장기적인 자본자유화계획을 수립하고 그동안 단계별 자유화조치를 점진적으로 수행해온 바 있어 막바지 단계의 개방일정을 다소 신축적으로 조정하는 수준에서 대응할 수 있었다고 본다.

2. 증시개방의 형태

우리나라의 증시개방일정에서 다음 단계로 남겨두고 있었던 부분은 외국인의 직접투자 허용이었다.

지난 84년부터 외국인들의 간접투자 수단으로 코리아펀드를 비롯한 코리아유러펀드 등이 외국투자자들에게 선보인 바 있고, 국내기업의 해외증권이 85년 삼성전자의 해외 CB 발행을 계기로 시작되어 외국투자자들에게 허용되었지만 모두 제한적인 규모에서 간접투자의 수단에 그쳐왔다.

지난 1월부터 시행된 직접투자의 허용방침은 바로 외국투자자들이 국내시장에서 직접 주식을 사고 팔수 있도록 길을 터준 것으로서 이제야말로 본격적인 증시개방시대에 접어들었음을 의미하고 있다.

이와 함께 정부는 외국증권회사의 국내 영업개시도 허용함으로써 현재 영국계를 비롯한 몇몇 외국증권회사들이 국내지점을 개설하고 영업활동을 펼치고 있다. 한 마디로 증시개방과 함께 증권산업의 개방을 동시에 허용한 셈이다.

외국인에 대한 주식시장 개방수준은 다른 나라의 개방사례와 유사한 수준을 보이고 있는데 최근 국내 주식시장의 부진한 현실을 고려해 당초 계획보다 다소 적극성을 보인 면도 없지 않다.

기본적인 투자한도는 경영권 보호차원에서 상장기업 발행주식 총수의 10% 이내로 규정하고 있으며 공익목적의 사업이나 일정기간 보호가 필요한 업종에 대해서는 투자를 제한하고 있다. 해외증권을 발

행한 기업의 경우는 최고 25%까지 투자를 허용해 줄 수 있도록 예외적인 규정을 두고 있다.

한편 외국인 한 사람의 투자한도는 발행주식총수의 3% 이내로 제한해 분산투자를 유도하고 있다. 이는 52년에 전체투자한도 8%에 1인당 한도 5%로 규제한 일본의 경우나 91년 직접투자를 허용한 대만의 10% 총한도에 1인당 5%에 비한다면 총한도에서는 다소 적극성을 보인 반면 개인한도에서는 보수적인 입장을 취한 것으로 볼 수 있다.

이는 외국인의 총투자규모를 적극 수용해 기타의 개방압력을 완화시키면서 수요기반 확대가 현안과제가 되고 있는 국내증시의 활성화를 도모하는 한편 개인한도의 제약을 통해 증시교란을 최소화하겠다는 정책의지로 이해할 수 있겠다.

3. 증시개방의 효과

증권시장의 개방정책이 반드시 긍정적인 면만 있는 것은 아니다.

시장개방으로 자본거래가 자유로워지면 투기를 목적으로 하는 단기성 자금의 이동으로 증권시장은 물론 외환시장까지 교란시킬 우려가 예상될 수 있으며 이는 통화관리의 문제를 야기시킬 수도 있다.

또한 증권시장의 전면개방은 외국인에 의한 국내기업의 경영권 침해와 국내산업의 외국자본 예속화를 우려할 수 있으며 국내증권시장에서의 자본소독이 해외로 유출될 가능성도 적지 않다.

그러나 이같은 우려와 부작용에도 불구하고 개방정책이 추진되는 것은 그 이상의 긍정적인 효과를 기대할 수 있기 때문이며 이러한 효과 이전에 국제화 시대에서의 필연적인 선택이기도 하다.

증권시장 개방의 기대효과로는 국제자본시장에서 저리의 장기자금을 조달하여 국제경쟁력을 보강할 수 있는 이점이 있으며 외국인의 국내주식 투자나 국내기업의 해외증권 발행을 통해 국내기업의 지명도와 신뢰를 높임으로써 이미지개선과 상품홍보에 효과를 기대할 수도 있다. 또 금융시장의 발전이란 측면에서는 선진금융기법과 투자기법을 도입, 활용함으로써 국내금융시장과 증권시장의 선진화를 앞당길 수 있는 계기를 부여했다고 평가할 수 있다.

한편 증권시장에서 주식투자를 하는 국내투자자의 입장에서는 외국인의 시장참여가 주식의 수요기

반을 확대시켜 주가상승의 호재가 될 것이라고 기대하고 있다. 이같은 기대는 개방전부터 장기주식투자의 비전으로 투자자들에게 작용해 왔으며 최근 장세에서도 가장 영향력 있는 재료로 주목받고 있다.

전문연구기관들은 주식시장에서 가장 관심이 되고 있는 외국인들의 투자자금 유입규모를 초기단계에서는 3~4조원 정도로 추산하고 있다. 이는 최근 우리나라 시가총액의 약 4~5%의 투자비율을 차지할 수 있는 규모로서 그동안 우리나라 주식시장의 고객예탁금이 평균적으로 2조원을 넘지 못하였던 현실에 비추어 본다면 국내주식시장에 상당한 영향력을 행사할 수 있는 규모라고 하겠다.

실제로 지난 1월 이후 외국인의 직접투자가 허용되면서 불과 몇 천억원의 자금이 유입되었음에도 국내시장에서 중요한 변수로 작용했던 점을 상기한다면 제한된 투자규모라 하더라도 국내주식시장에 활력을 불어 넣어 줄 수 있는 힘이 될 것으로 보인다.

4. 외국인의 투자행태

외국인의 직접투자가 국내주식시장에 새로운 활력소가 되어 장기침체에 빠졌던 주식시장의 회복을 앞당기는 계기가 될 것이란 점은 기대해볼만 하다.

따라서 이제까지 실패한 거듭한 투자자들이나 그동안 주식투자에 손을 떼고 있다가 기회만 노려온 투자자에게는 새로운 출발의 기회로 삼을 수 있겠다. 그러나 분명히 알아두어야 할 것은 외국투자자들의 투자기법은 우리의 그것과 판이하다는 사실이다. 첫째, 그들은 우리보다 목표수익률이 낮다. 이는 선진국가들의 금리수준이 우리나라보다 크게 낮은 데다 대부분 성숙기의 산업구조를 가지고 있어 오랫동안 낮은 경제성장률에 투자해 왔기 때문이다.

둘째, 거래회전율이 우리보다 대체로 낮다. 우리나라의 기관투자자들도 대체로 장기투자 성향을 보이고 있지만 해외투자에 나서는 외국투자자들은 대부분이 기관투자자들이기 때문에 장기투자로 임하게 되어 거래회전율이 높지 않다.

셋째, 무조건 이름있는 주식을 선호하지는 않는다. 회사의 규모가 크고 잘 알려져 있는 유명한 상장기업이기 때문에 그 주식을 사는 것이 아니라 기업내용이나 추가수준을 중심으로 투자판단을 내리기 때문이다.

넷째, 업종을 보고 투자하지 않고 개별기업을 보고 투자를 하게 된다. 우리의 경우와 같이 금융주, 건설주, 무역주 등의 업종단위 투자가 아니라 구체적인 기업을 선정해 접근하게 된다.

다섯째, 자산가치가 높은 주식을 찾게 된다. 해외투자의 경우 자국과 달리 투자위험이 높기 때문에 기업의 성장성보다도 안전성과 수익성에 더 큰 비중을 두고 주식을 평가하게 된다.

여섯째, 매매시점에 대한 의사결정을 덜 중요하게 생각한다. 기업내재가치를 중심으로 장기투자를 목표로 투자하는 입장이기 때문에 초단기적 관점에서 언제 사서 언제 파느냐의 문제에 대해 덜 민감한 편이다. 따라서 루머나 뉴스 등 단기정보에 크게 의존하지 않으며 매매시점 포착에 주로 사용하는 차트분석도 별로 이용하지 않는다.

이상에서 살펴 본 외국투자자의 투자행태는 이제까지의 우리나라 투자자의 행태와는 모두 반대의 성향을 지닌 것으로 볼 수 있다.

주식투자하면 몇 배의 이익을 남길 수 있다든가, 오늘 사서 내일 판다든가, 유명한 대기업이나 잘 알려진 금융기관만 사려고 한다든가, 회사이름은 잘 모르고 업종만 찾는 자세가 최근까지 우리나라 일반투자자들의 모습이었다. 이같은 자세를 계속 고집한다면 증시개방으로 우리나라 주식시장이 활력을 찾게 되더라도 개인적으로는 실패할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 어느 나라든지 증권시장을 개방하면 새로운 발전의 전기를 맞게 되며 그것은 곧 선진화로의 변화를 의미하게 된다.

5. 증시개방에 대한 대응 투자전략

지난 1월, 직접투자 허용조치가 내려지자 예상밖으로 외국투자자들의 매수 주문이 첫날부터 유입되어 국내증시의 관계자들을 놀라게 하였다.

우리나라의 대부분의 예상은 국내의 경제상황이 불안정하고 증시가 장기침체에 빠져 있기 때문에 시장이 개방되더라도 상당기간은 관망자세를 취할 것으로 보았다. 그러나 외국인들이 해외투자를 하게 되는 기본적 동기를 살펴보면 언제라도 투자할 수 있는 입장에 있음을 알게 된다.

그들의 주요 투자동기는 첫째, 투자위험을 줄이기 위한 국제적 분산투자의 대상으로 둘째, 투자성

과를 높이기 위한 성장주 발굴의 차원에서 셋째, 덜 선진화된 국가를 상대로 투기적 성과를 거두기 위한 것으로 대별할 수 있다.

국제적 분산투자의 입장에서 본다면 자기나라와 경제적 상관도가 낮은 나라일수록 적격이며 더욱이 그 나라의 내수산업이면 상관도가 더욱 낮아 위험을 줄이는 분산투자로는 제격이다.

개방 첫날부터 우리와 경제적 교류가 상대적으로 적은 영국투자자들이 주로 내수산업을 중심으로 주식을 매입한 점을 이같은 맥락에서 이해할 수 있다.

또한 투기적 수단으로 삼고자하는 외국투자자들은 우리 증시가 침체에 빠져 있을수록 더욱 투자의 욕을 느낄 수 있어 외국투자자의 매수주문은 개방의 문호만 열려 있다면 언제든지 들어올 수 있다.

다만 성장주에 대한 투자는 우리나라의 경제가 다시 안정된 궤도에 진입해 기업들의 매출과 이익이 증가추세로 접어들 가능성이 비칠 때 예상되는 투자로서 이런 경우의 외국투자자라면 아직은 좀더 관망자세를 보일 가능성이 있다. 따라서 개방초기에 외국인의 시장참여를 효과적으로 활용하기 위한 투자 전략으로는 우선 개별 기업의 투자지표에서 수익성과 안전성을 중시하여 투자종목을 고르되 일단은 수출보다 내수비중이 높은 기업일수록 유리할 것이다.

올해들어 이른바 저PER 주식이 많이 오르고 있거나 음식료, 내수유류, 제약, 시멘트 등의 주식이 많이 오르고 있는 것은 바로 이같은 이유에서이다.

또한 자산가치에 비해 주식시장의 평가가 낮다고 보는 우량자산주에 대한 투자도 위험분산을 목적으로 하는 외국투자자에게는 관심주식이 될 수 있다.

한편 보다 본격적인 투자형태로 나타날 성장주에 대한 투자는 현재와 같이 계속되고 있는 무역수지 적자 상태에서는 당분간 기대하기 어렵다고 본다.

현재 수출경쟁력 회복이 국가적 과제가 되어 금리인하, 임금안정, 물가안정 등의 경쟁력회복 작업이 진행되고 있어 조금씩 그 성과가 가시화될 것으로 보지만 적어도 금년 상반기까지의 외국투자자 투자성향은 분산투자의 범주를 벗어나지 않을 것으로 보며 하반기로 접어드는 시점에 즈음해서 수출경기의 회복상태를 점검해 보면서 서서히 수출주도주나 첨단제조주 등 성장주식으로 투자대상을 확대할 것으로 보인다.