

## 상장중소기업의 직접금융 활성화를 위한 기관투자가 역할 Expected Roles of the Korean Institutional Investors for listed S&M sized firms in the KSE

전 양진\*  
Yang-jin Jun

<Abstract>

The stocks of listed S&M sized firms in the KoreaStock Exchange(KSE) have been neglected to investors for long time in site of their good performances. The word "Neglected " means that the stocks of listed S&M sized firms in the KSE have failed to acquired liquidity. In the result, Listed S&M sized firms in the KSE have not financed equity by issuing stocks timely in the primary market. This problem has resulted in poor investment to their listed S&M sized firms in the KSE.

The possible key to solve this problem is in the Institutional Investors, especially to the Pension fund. Korean Institutional Investors have lost their basic roles, that is, final supports to prevent the markets not to demolish. The Acts preventing Pension to invest to the stocks is to change to allowing to invest them in soon, this opportunity is good chance to solve the problems of poor liquidity of stocks of listed S&M sized firms in the KSE.

*Key Words : Institutional Investors, liquidity, Pension fund, financed equity*

### 1. 서론

주식시장이 기업에게 기여하는 경제적 주된 기능은 발행시장을 통해 필요한 자본을 조달하는 자본조달창구로서의 기능이다. 그러나 이 발행시장의 기능이 제대로 작동하기 위해서는 유통시장이 본연의 기능을 수행하고 있을 때 가능해진다. 즉, 유통시장은 발행된 주식에 대해 유동성(liquidity)을 확보해 줌으로써 발행시장에서 기업의 유상증자를 통한 자본조달 기능이 원활히 추진될 수 있다.

현재 우리나라의 주식 유통시장은 일부 대형 상장기업에게만 이러한 기능이 제대로 작동하고 있어, 이들을 제외한 나머지 상장기업들, 즉 중소상장기업은 유통시장에서 소외됨으로써 상장기업으로서의 자본조달 능력을 제대로 발휘

하지 못하는 실정에 처해있다. 이에 자본시장의 건전한 발전을 도모하기 위하여 우량한 중소상장 주식의 거래활성화 및 주식이치제고를 위한 주요 확충방안을 제안코자 한다.

### 2. 주식시장에서 중소상장기업의 현황

#### 2.1 유통시장 및 발행시장에서의 중소기업 상황

한국증권거래소에 상장된 기업들의 기업규모 (Firm size)별 주가수준을 비교해 보기 위해 시가총액 200억을 기준으로 두 집단으로 구분하여 비교해 본 결과, 중소상장기업의 주가가 증권시장에서 지나치게 저평가 되고 있고 투자자로부터 소외되어 있는 것으로 조사되었다.

중소형 상장기업이 수익성·안정성등 재무구조나 기업가치측면에서 대형 상장기업에 비해

\* 정희원, 영남이공대학 인터넷비즈니스과 부교수, 경영학박사  
E-mail : yjjun@ync.ac.kr

\* Vice-prot. Div. of E-biz. Yeungnam college of Science & Tech

뒤지지 않거나 오히려 우량함에도 불구하고 대형기업에 비하여 시장지표인 주가순이익배율(PER), 주가순자산배율(PBR)상 중소기업이 대형기업에 비하여 저평가 되고 있다<Fig.1>.

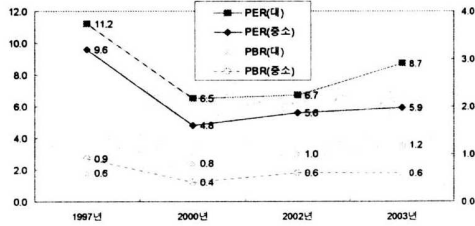


Fig.1 대형·중소기업간 PER·PBR 비교

- \* 12월결산 상장 제조, 비제조업체 중 결손이 없는 우량기업(대 56개사, 중소 102개사) 기준.
- 소형과 대형구분은 자본금 200억원 기준
- \* 2003년은 누적3분기 자료를 기준으로 환산한 수치임

또한 장기적인 투자성향을 견지하는 외국인 지분율의 경우 대형기업이 34.2%대에 육박하는데 비해 중소기업의 경우 13.1%대에 미치고 있어 외국인의 영향력이 점차 커져가고 있는 우리 증권시장에서 소외되어 있다<Fig.2>.

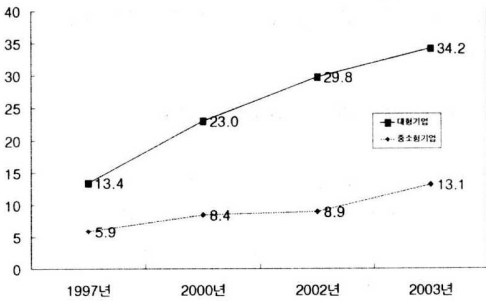


Fig.2 대형·중소기업간 외국인지분율 비교

특히, 거래량의 질적인 수준을 보면, 중소기업의 1사당 거래량은 대형기업보다 낮은 반면에 거래량회전율은 대형기업보다 높은 것으로 나타나 주로 단기적인 투자형태를 보이고 있어 장기안정적인 주가형성에 도움을 주지 못하고 가격변동성을 증가시켜 리스크를 증대시키는 요인으로 작용하고 있다. <Fig.3> 이런 거래특성은 발행시장에 참여하는 투자자들을 위축시키면서 기업이 발행시장에서 자본조달 계획을 수립하는데 관리하기 힘든 리스크를 제거하게 된다.

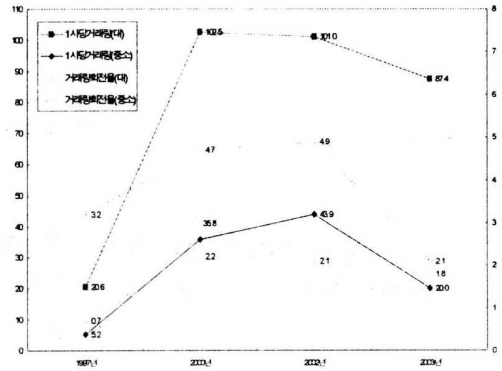


Fig.3 대형·중소기업간 거래량등 비교

몇가지 조사자료에서 보는 것과 같이 현재 거래소 시장의 우량한 중소기업들이 증권시장에서 대형기업에 비하여 주가가 실제 기업가치에 비해(펀드멘탈)상대적으로 저평가되고, 특히 중장기 투자대상에서 소외되고 있는 것으로 판단되는 조사결과가 나와 신규투자에 필요한 자본조달활동에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높아 시급히 개선할 필요가 있다.

발행시장의 유상증자활동은 유통시장의 상황과 긴밀하게 연결되어 진행되는 과제이므로 다음절에서 발행시장의 자본조달 활동에 대한 두 집단간의 실적을 조사하였다.

## 2.2. 발행시장 상황

예상과 같이 중소기업의 경우 증권시장을 통한 자금조달이 여의치 않아 상장기업으로서의 기능과 장점을 살리지 못하고 있는 것으로 조사되었다. 기업이 공개와 상장을 하는 가장 기본적인 목적은 발행시장에서 직접금융능력을 제고하기 위한 것이라고 할 때, 현재 한국증권거래소 상장중소기업들은 본래의 이런 취지를 살리지 못하고 있다.

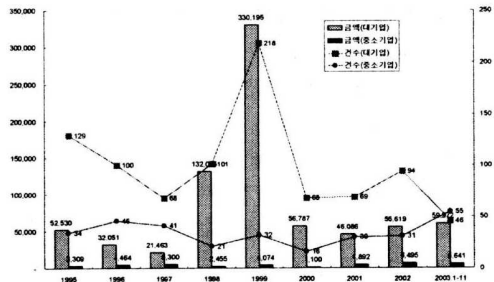


Fig. 4 상장기업의 기업규모별 유상증자금액 비교

<Fig.4>에서 보는 통계량처럼, 상장 중소기업은 유상증자 규모나 건수 모두에서 대형상장기업에 비해 매우 실적이 저조하게 조사되었다.

**2.3. 중소상장기업의 펀드멘털과 기업가치**

중소상장기업의 주식이 유통시장에서 소외되는 것은 기업의 펀드멘털상의 문제인지, 아니면 시장의 구조적(비효율성) 혹은 수급상의 왜곡에서 비롯된 문제인지를 알아보기 위해 상장기업중 시가총액기준으로 대형기업과 중소형기업의 수익성과 위험등 집단간 기업의 질적 수준을 주요 재무지표 비교하기로 한다.

먼저, 주가와 상관관계가 가장 높은 수익성을 비교해보면 두 집단간의 수익률차이가 높은 것을 알 수 있다. 특히 수익성 지표가운데 주가와 직접적인 관련이 있는 자기자본수익율에서 다소 차이가 나는 것을 알 수 있다.

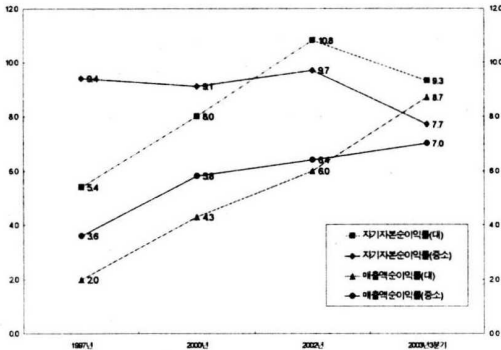


Fig.5 대형(삼성전자 제외)·중소형기업간 수익성 비교

수익성과 주가의 상관성을 보다 정교하게 보여주는 지표는 주당순이익(EPS) 지표이다. 따라서 총량기준이 아닌 주당이익지표를 보면, 오히려 두 집단간의 지표가 역전되고 있음을 볼 수 있다. 그러나 2002년은 대형기업이 큰 것으로 나타났으나 그 차이는 그리 크지 않음을 볼 수 있다.<Fig.6>.

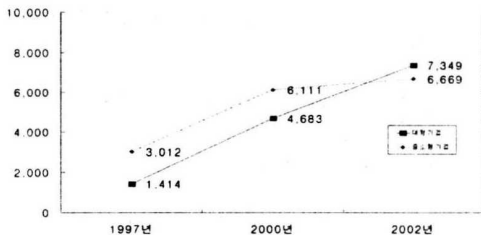


Fig. 6 대형·중소형기업간 주당순이익 비교

주가에서 할인율 수준을 결정하는 위험지표라고 할 수 있는 재무안정성을 비교해 보면 부채비율 및 유보율에서 중소형기업이 대형기업보다 높은 안정성을 보여주고 있다. 즉 이 지표상으로 보면 중소상장기업의 할인율이 오히려 낮아 주가가 높을 수 있는 가능성을 보여주는 지표라고 할 수 있다.<Fig.7>.

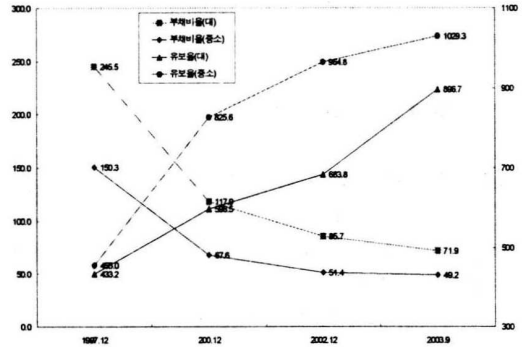


Fig.7 대형·중소형기업간 안정성 비교

기업의 질적인 수준, 즉 펀드멘털을 측정해볼 수 있는 가장 의미있는 지표가 이자보상배율이다. 이 비율은 영업이익으로 금융비용을 어느 정도 감당할 수 있는 지를 보여주는, 기업의 생산과 판매 및 관리능력을 종합적으로 보여주는 지표라고 할 수 있다. 이자보상배율에 있어서도 중소형기업이 대형기업보다 높은 수치를 유지하고 있는 것을 보여주고 있다< Fig.8>.

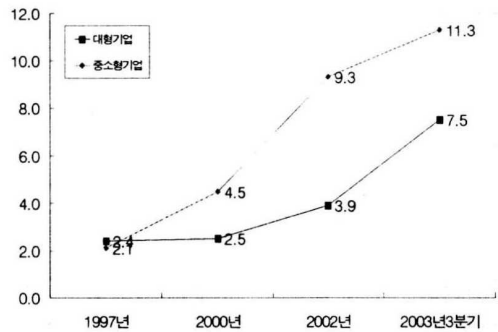


Fig. 8 대형·중소형기업간 이자보상배율 비교

이상에서 기업가치를 결정하는 주요 요인들, 수익성, 위험과 경영의 건전성에 걸쳐 상장기업을 규모에 따라 두 집단으로 구분하여 비교해본 결과, 중소상장기업들이 실제 펀드멘털에 의해 저평가되고 투가자로부터 소외되고 있다

는 것을 확인할 수 있었다.

증권시장이 건설한 중소형 상장기업에 대해 그 본연의 제기능을 다하지 못하는 것은 궁극적으로는 당해 회사 주주나 투자자에게 경제적 손실을 초래하게하고 기업이 발행시장을 통한 자기자본조달 기능을 악화시키는 물론 자본시장의 균형적 발전과 국내 기업의 전반적인 경쟁력 향상을 저해하여 국가경제 차원에서 바람직하지 않다.

### 3. 문제해결을 위한 제안

#### 3.1. 기관투자가의 역할제고

증권시장의 성장은 두터운 장기안정적인 수요층으로 이루어지는 바 우리 증권시장의 경우 2002년말 현재 기관투자자의 시가총액기준 주식소유비율이 15%대에 머물고 있어(외국인투자자의 비중은 36%), 장기안정적인 수요층으로서의 역할을 하기에는 미흡한 실정이다<Fig. 9>

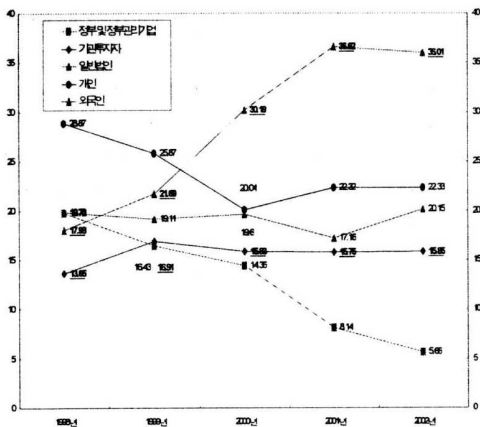
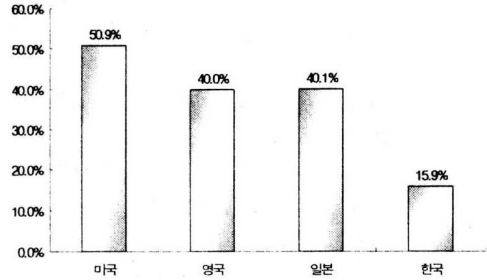


Fig. 9 소유자별 주식소유분포 (상장기업, 시가총액기준)

현재 우리나라의 기관투자자는 증권시장의 버팀목역할을 전혀 수행하지 못하고 있다. 따라서 외국인의 태도에 따라 증권시장전체가 변동성이 결정되는 아주 취약한 구조속에서 국부의 유출뿐만 아니라 우량기업의 경영권까지도 위태로운 상황에 처해지고 있다.

향후 기관투자자에게 기대를 건다면 유일하게 연·기금분야가 가능성을 가지고 있다. 아



\* 한국 미국 일본은 '02년말 영국은 '01년말 기준 (자료 증권거래소)

Fig.11 주요국 기관투자가 비중

직 연기금의 주식투자가 관련법규정의 미비로 본격적인 투자가 이뤄지지 않고 있지만, 조만간 이런 문제가 해결될 전망이므로 주목을 받고 있다. 따라서 연기금이 본격적으로 주식투자를 허용할 경우 일정비율을 중소기업 주식으로 매입토록 하는 제도적 장치를 마련하는 것도 좋은 방법이 될 것이다. 이를 위해서 “중소상장기업전용펀드”를 조성하도록 할 수 있을 것이다.

국민연금 등의 주식투자촉진 및 확대를 위해 기금 관리기본법을 현실에 맞게 조속히 개정하도록 하고, 이와 함께 각종 연·기금의 주식투자시 투자금액의 일정비율을 중소기업에 투자할 수 있도록 적극 권장해 나아가도록 할 필요가 있다. 특히 2003년말 현재 기금·공제회가 증권시장에서 차지하는 비중이 시가총액 대비 0.3%에 불과한 것으로 나타나 그 역할이 미미한 실정이므로 향후 기관투자자의 역할로 연기금이 관심의 대상이 되고 있다.

연기금	자본시장장기			은행장기			한국
	미국	영국	독일	프랑스	일본		
연기금 자산중주식 비율	28.8%	58.8%	60.9%	0.1%	없음	27.7%	12.5%
시가총액대비 주식비율	NA	34.5%	28.3%	0.0%	없음	8.7%	0.3%

a. 국민연금(자료 국민연금) (국민연금의 주식비율은 2003년 현재 6.1%)

Fig.12 연기금펀드의 주식운용

현재 거래소시장에서 기관투자자의 투자규모는 열악한 수준으로 조사되고 있다. 중소상장기업의 경우 건설한 기업일지라도 시장에서의 유동성 부족과 대형기업에 비하여 상대적으로 높은 신용리스크에 대한 인식의 과다로 이들 기업에 대한 투자가 극히 미미한 실정이다. 2004년 1월 현재 운용중인 중소형 투자펀드 설정잔액은 5개 운용사, 27억원으로써 이는 총 투자펀드설정잔액 143조 5,860억원의 0.002%에 불과하여 중소상장기업에 대한 투자가 거의 이루어지지 않고 있음을 보여주고 있다.

**3.2. 중소상장기업을 대상으로 하는 상장지수를 개발**

현재 운영하고 있는 KOSPI200, KOSPI50, 배당지수등 상장지수펀드 외에 우량 중소기업군을 바스켓으로 구성하여 별도의 상장지수를 개발하고 동 지수에 대한 펀드가 설립되고 운영되도록 하는 것도 개별 기업투자시 발생할 수 있는 신용위험을 어느 정도 분산시킬 수 있는 방법이다. 또한 대규모 펀드로 운영할 수 있도록 하여 개별 회사투자 차원에서 발생하였던 유동성 부족과 이에 따르는 문제점을 해결할 수 있을 것으로 판단된다.

**3.3 중소형주식 펀드의 안정성 논란**

연기금의 주식투자에 있어서 가장 첨예한 논란의 중심에는 투자수익율의 안정성이 자리잡고 있다. 주식투자에 대한 연기금 투입여부와 관련한 입법논란에서도 이 문제가 집중적으로 정책적인 토의대상으로 현재 진행중이다. 외국인 투자행태에 따라 한국주식시장이 좌우되고 있는 실정하에서 시장의 건전육성과 투자가 보호, 그리고 국부유출등을 둘러싼 유일한 대안으로 연기금의 주식투자허용문제를 놓고 기금부실화 문제와 대립중에 있다고 할 수 있다.

과연 중소형 투자펀드를 개발하여 연기금재원으로 장기투자를 하는 경우 기금부실화의 가능성은 있는지를 보기 위해 상장기업을 규모별 나누워 장기투자수익율을 평균값으로 계산해 보았다. 이를 위해 증권거래소에서 발표하는 월간통계를 기초로 시장이 구분하는 기업 규모별 지수를 기초로 장기평균수익율을 구해본 결과가 Table 1이다.

Table 1 규모별 지수수익율

	대기업	중기업	소기업
평균수익율	0.0022	0.0025	0.0031
표준편차	0.0325	0.0360	0.0522
종합주가지수 수익율	0.0024		

- \* 1995부터 2002년 12월까지 주별수익율자료
- \* 기업규모는 상장기업 규모분류기준에 의함

Table 1의 결과에 의하면, 기업규모가 적은 상장기업들의 수익률이 시장전체 수익률보다 더 우수한 것을 알 수 있다. 이런 결과는 이미 여러 논문에서 기업의 규모효과라는 주제로 검증이 된 사실이지만, 시장전체 상장기업을 대상으로 규모별로 평균수익율자료를 구해보아도 같은 결과를 얻을 수 있다는 것을 알 수 있다. 따라서 연기금을 주식시장에 투입할 때 가장 문제가 될 기금부실화 문제를 해결하기 위해서도 중소형 주식으로 구성된 지수를 개발하고, 이를 투자대상으로 편입한다면 두가지 효과를 동시에 얻을 수 있을 것으로 추측된다.

**4. 결 론**

본 논문에서는 한국증권거래소에 상장된 중소기업들의 유통시장과 발행시장에서의 상장기업으로서 위상을 점검해 보았다. 실제 이들 기업의 펀드멘탈(수익성, 안전성 등)에 비해서 유통시장에서 투자자들, 특히 기관투자자로부터 외면받고 이로 인해 유동성을 확보하지 못하여 발행시장에서 상장기업으로서 가장 중요한 경제적 잇점인 유상증자활동의 부진한 실적을 확인할 수 있었다.

안타깝게도, 현재 우리나라 기관투자자들은 본연의 위상과 역할을 수행하는데 오래전부터 그 한계를 드러내고, 이로 인해 외국인들의 태도에 시장전체가 움직이는 매우 불안한 실정에 있다. 지금까지 기금운영법규상 주식시장에 제한적으로 유입되던 연기금이 곧 법안개정(기금관리기본법 제 3조 3항)을 통해 본격적으로 시장참여가 예상되는 시점에서 유입자금의 일정부분을 중소형기업에 운영하는 제도적인 제안을 하는데 본 논문의 목적이 있다.

참고문헌

- 1) Merton & Bodie, The Global Financial Systems, 1995
- 2) Frank J. Fabozzi, Capital Markets : Institutions and Instruments, Preice-Hall. 1998
- 3) 증권거래소, 주식. 각 월호
- 4) 전 양진, 한.일 위험자본시장의 비교분석, 한국산업융용학회 논문집 제7권 1호. 2004
- 5) 국민연금 연구원 2003년 조사자료
- 6) 삼성증권 리서치센터 2003년 조사자료
- 7) 한국은행, 금융경제연구원 통계자료, 2003
- 8) OECD, Institutional Investors Statistical Yeabook 2003.
- 9) 관련사이트  
www. kse. or.kr  
www. ksda.or.kr

---

(2004년 5월8일 접수, 2004년 11월18일 채택)