



금융위원회

보 도 자 료

다시 도약하는 대한민국
함께 잘사는 국민의 나라

보도 일시	배포시	배포 일시	2022. 9. 15.(목) 09:30
담당 부서 <총괄>	자본시장정책관	책임자	과 장 이수영 (02-2100-2650)
	자본시장과	담당자	서기관 류성재 (02-2100-2651)

「코리아 디스카운트 해소를 위한 정책세미나」 개최

I 세미나 개요

- '22.9.15일(목), 금융위원회는 한국거래소·자본시장연구원과 함께 「코리아 디스카운트 해소를 위한 정책세미나」를 개최하였습니다.

* 코리아 디스카운트(Korea Discount)는 우리나라 기업이 수익성이나 자산가치가 유사한 외국 기업에 비해 낮은 평가를 받는 현상을 일반적으로 통칭하는 개념

< 세미나 개요 >

- 일시/장소 : '22.9.15.(목) 09:30~17:30 / 한국거래소 컨퍼런스홀
- 논의주제 및 일정 * (참고) 사회자 및 토론자 명단

구 분	시 간	내 용
개 회 사	09:30~09:40	○ 금융위원회 김소영 부위원장
세션 I	09:40~11:10	○ 주제발표 (“코리아 디스카운트 원인 분석”) 및 패널 토론
세션 II	14:00~15:30	○ 주제발표 (“코리아 디스카운트 해소를 위한 일반주주 보호 강화방안”) 및 패널 토론
세션 III	16:00~17:30	○ 주제발표 (“국제 정합성 관점의 자본시장 규제”) 및 패널 토론

- **(개회사)** 금융위 김소영 부위원장은 개회사를 통해 금일 세미나의 취지와 정부의 기본적인 정책방향에 대해 밝혔습니다(별첨 참고).
- **(세션 I)** 첫 세션에서 자본시장연구원 김준석 선임연구위원은 '코리아 디스카운트 원인 분석'에 대한 주제발표를 하였습니다(붙임1).
 - 김 선임연구위원은 45개국 32,000여개의 상장기업 자료 분석결과, 우리나라 상장기업의 주가-장부가 비율(PBR*)은 선진국의 52%, 신흥국의 58%, 아시아 태평양 국가의 69% 수준으로서 코리아 디스카운트가 존재한다고 평가했습니다.
 - 코리아 디스카운트 원인으로는 낮은 배당성향 등 주주환원 미흡(43%), 산업구조 측면 등에서 기인하는 우리 기업의 낮은 수익성·성장성(36%), 지배주주 사익추구 등 기업 지배구조 취약성(14%) 등이 지적되었습니다.
 - 이후 이어진 패널 토론의 주요 내용은 다음과 같습니다(이하, 성명 가나다 順).

- (삼프로TV 김동환 대표) 자본의 효율적 배치가 기업가치 증진과 주주 이익 증대의 필수요소이며, M&A를 포함한 전략적 투자와 자사주 소각, 배당 확대 등 자본배치의 다양성을 추구해야 함
- (미래에셋 서철수 센터장) 한국이 작금의 정체위기를 극복하고 미국식 선진국으로 혁신해 가려면, 선도적 투자금융의 역할·육성이 반드시 필요
- (금투협 이창화 전무) 개인 비중이 높고 단기 시세차익 투자가 많은 바, ISA, 연금을 통해 지속 투자토록 하고 기관투자자 비중을 높일 필요
- (서울대 정준혁 교수) 기업지배구조, 원화 변동성, 낮은 배당성향, 불공정거래 대응, 이로 인한 외국인 투자유입 제한 등이 주식시장 디스카운트의 중요 원인으로 작용하므로 이에 대한 종합적 접근 필요
- (상장협 최성현 전무) 기업이 상속세 부담에서 벗어나 배당을 늘릴 수 있는 세제 개편이 필요하며, 물적분할을 막기만 할 것이 아니라 기업의 자금조달을 위한 신규 제도를 검토·도입하여 다양한 선택지 제공 필요
- (골드만삭스 최재준 전무) 해외투자자 관점에서 한국경제의 구조적 요인과 기업 지배구조 이슈가 언급되는 바, 불필요한 규제 혁파 및 투명성과 민간 자율성 제고 관련 정책을 지속 추진시 한국 투자매력도는 더 높아질 것

세션 | 주제발표 요약(코리아 디스카운트 원인 분석)

* 발표자 : 김준석 자본시장연구원 선임연구위원(02-3771-0828, jskim@kcmi.re.kr)

- ‘코리아 디스카운트(Korea discount)’는 한국 상장기업의 주가-수익비율(PER) 또는 주가-장부가 비율(PBR)이 외국 상장기업에 비해 낮은 현상을 지칭
 - 2000년대 초반부터 관찰되기 시작해 현재까지 해소되지 않고 있는 현상으로 한국 주식시장의 취약성을 논할 때 항상 거론되는 사안
 - 한국 주식시장이 한 단계 도약하기 위해 반드시 해결해야 할 문제로 인식
- 코리아 디스카운트의 원인으로 기업지배구조 취약성, 주주환원 미흡, 회계 불투명성, 단기투자성향 및 기관투자자 기반 부족, 지정학적 위험 등 지적
 - 한국 기업지배구조에 대한 평가는 139개국 중 90위권 수준이고 주주환원 성향은 45개국 중 최하위
 - 회계투명성 역시 취약하나 IFRS 도입 이후 개선되는 추세
 - 국내 기관투자자의 비중이 작으며 거래회전율은 전 세계 최상위권
 - 지정학적 위험도 비교적 높은 수준으로 평가
- 45개국 32,000여개의 상장기업 자료를 분석한 결과 코리아 디스카운트 존재
 - 최근 10년(2012년-2021년) 기준으로 한국 상장기업의 주가-장부가 비율은 선진국의 52%, 신흥국의 58%, 아시아태평양 국가의 69% 수준에 불과
 - 코리아 디스카운트는 시점과 무관하게 일관되게 나타나며, 의료 섹터를 제외한 모든 섹터에서 관찰됨
- 주주환원 미흡, 낮은 수익성과 성장성, 취약한 기업지배구조가 코리아 디스카운트에 영향을 미치는 핵심 요인인 것으로 파악
 - 각 요인의 설명력은 낮은 배당성향 등 주주환원 43%, 우리 기업의 낮은 수익성·성장성 등의 요인 36%, 취약한 기업 지배구조 14%로 분석
 - 회계투명성과 기관투자자 기반 역시 주가-장부가 비율에 영향을 미치며 주주환원 및 기업 지배구조와 상관관계가 높은 요인

□ **(세션 II)** 두 번째 세션에서 서울대학교 김우진 교수가 'Korea Discount 해소를 위한 일반주주 보호 강화방안'라는 주제를 발표하였습니다(붙임2).

- 김우진 교수는 상장기업의 이익이 모든 주주에게 비례적으로 분배되지 않고 지배주주에게 주로 귀속되는 문제(일반주주-지배주주 이해상충)를 코리아 디스카운트의 주요 요인으로 진단하였습니다.
 - 세부적으로 자산총액 5조 이상 기업집단 소속회사 외 상장회사에는 지배주주 관련 회사에 대한 일감몰아주기 관행에 제한이 없다는 점,
 - 지배주주 보유지분 양수도를 통해 이루어 지는 M&A의 경우 피인수기업 주주 보호절차(예, 주식매수청구권 부여 등)가 미흡한 점 등을 지적하고,
 - 그 밖에 IPO 허수성청약 등 일반주주 이익을 침해할 수 있는 관행 등도 개선될 필요가 있음을 강조하였습니다.
- 이후 이어진 패널 토론의 주요 내용은 다음과 같습니다.

- (자본연 강소현 박사) 한국 증권시장에서 일반투자자가 갖는 중요도에 비해 주주보호가 미흡한 편이므로, 배당확대 등 주주환원 강화, 기업 지배구조 개선, 이해충돌 방지 제도 마련 등의 다각적 노력이 필요
- (금융연곽준희 박사) 일반주주 보호 강화를 위한 법적규제 정비 시 해석상 불확실성을 최소화하고 규제 일관성·예측가능성 제고 필요
- (키움증권 김지산 센터장) 구조적 정보 비대칭성 완화노력, 블록딜 제도 정비, 물적분할 등 복수상장 이슈 완화, M&A 활성화 여건 마련 등 필요
- (김앤장 김지평 변호사) 기업집단 내 계열회사 이사의 의사결정권한과 충실의무 내용·절차 구체화 및 법인격독립론 극복과 특정부문주식(Tracking Stock), 신주인수권증권(Naked Warrant) 등 유연한 자본조달 수단 확대 등 고려 필요
- (지배구조원 송민정 박사) M&A시 의무공개매수 등 다양한 기업활동 및 주총 관련 공시, 이사의 설명·책임, 주주권 확대 등 포괄적 개선 필요
- (얼라인파트너스 이창환 대표) 상법상 이사의 충실의무에 '주주의 비례적 이익'을 추가하고, 증권집단소송 제도 실효성 제고, 증거개시제도 도입 등을 통해 주주가치 훼손에 대한 소송을 용이하게 할 필요

- Korea Discount의 근본 원인은 상장기업의 이익이 배당을 통해 모든 주주에게 비례적으로 분배되지 않고, 이익의 일부가 다양한 방식으로 지배력을 행사하는 지배주주에 귀속되는 데 기인 (일반주주와 지배주주간 이해상충)
 - 지배주주는 고액 보수, 개인회사에 대한 (고가의) 일감 몰아주기(부당지원, 사익편취), 계열사간 불공정한 합병 비율, 횡령/배임을 통한 비자금 형성 등 다양한 방식으로 본인의 지분비율을 초과하여 상장기업의 이익을 편취
 - K-Discount 해소를 위해서는 기업 이익이 일반주주를 포함한 모든 주주에게 지분비율에 따라 비례적으로 배분되도록 일반주주 보호를 강화할 필요
- 공정거래법은 공시집단(자산총액 5조원) 이상 대규모기업집단 소속 계열회사에 대해서는 지배주주의 사익편취를 금지하고 있으나, 그 이외 일반상장회사에 대해서는 지배주주 보유 개인회사에 대한 일감 몰아주기에 아무런 제한이 없음
 - 일반 상장기업에 대해서도 지배주주 관련 기업과의 내부거래 공시를 강화 (예. 지배주주 보유 개인기업이 상장기업에 원자재를 독점 공급)
 - 물적분할 이외에 일반 상장시에도 지배주주 관련 기업과의 내부거래 여부 확인 등 일반 주주 보호를 위한 심사 절차 강화
- 국내 M&A는 대부분 지배주주 보유 지분의 양수도로 이루어지는데, 이는 주주간 사적 거래이므로, 합병 등과 달리 피인수기업 주주 보호절차가 전무
 - 의무공개매수 등 선진자본시장이 채택 중인 피인수기업 주주 보호 절차를 참조하여 피인수 기업 잔여 주주에게도 주식매수청구권 부여 방안 추진
- 물적분할 후 자회사 상장이 예상되는 경우, 모회사 주주가치 훼손사례 발생
 - 물적분할 반대 모회사 주주에 주식매수청구권 부여, 분할 신설기업 상장시 모회사 일반 주주 보호 방안 확인 등 보호 절차 강화 (금융위 기발표)
- 계열사간 합병시 지배주주 보유 지분이 높은 회사에 합병비율이 유리하게 결정되는 사례 다수 발생
 - 상장 계열사간 합병시 공식에 의거한 기계적인 합병 비율 계산 방식 개선
 - 일반주주 이의 제기시 합병 비율 재산정 지시, 권고 (일부 시행 중)
- 미공개정보, IPO 허수 청약 등 자본시장에서의 불공정 거래를 통한 일반주주 이익 침해사례가 지속될 경우 기업가치(의 기댓값)에 악영향
 - 미국 사례를 참조하여 공모 절차를 거치지 않은 지배권 관련 주식 등은 별도 상장에 준하는 절차를 거치는 않는 한, 장내 매도 물량에 제한 부과
 - 기관투자자의 공모주 수요 예측시 무제한 청약 행태 관련 제도 개선 추진

□ **(세션Ⅲ)** 마지막 세션에서는 자본시장연구원 남길남 선임연구위원이 ‘국제 정합성 관점의 자본시장 규제’라는 주제로 발표하였습니다(붙임3).

- 남길남 선임연구위원은 코리아 디스카운트 극복을 위해서는 국제정합성 관점의 규제체계 정립노력이 필요하다고 역설하면서,
 - 국내 시장에 대한 외국인의 접근성을 제한하는 외국인투자자등록제,
 - 배당에 대한 시장평가를 어렵게 하는 배당절차(先 배당받을 주주 확정, 後 배당여부 및 배당액 결정)와 그로 인한 낮은 배당지급 관행,
 - 공매도, 시장조성자 제도 등 관련하여 예측하기 어려운 규제방향 문제 등을 지적하였습니다.
- 이후 이어진 패널 토론의 주요 내용은 다음과 같습니다.

- (전남대 김순석 교수) 의결권 행사기준일과 배당기준일을 분리할 수 있도록 ‘20년에 상법이 개정된 바, 기업지배구조 모범규준에 관련 내용을 반영하는 등의 노력을 통해 배당절차 개선 유도 가능
- (금융연 김영도 박사) 시장참여자들이 합의하는 규제의 내적성숙도에 대한 점검기제가 없는 바, ‘갈라파고스식’ 시장이 되지 않도록 국제정합성이 부족한 규제의 발굴과 시장참여자 합의에 기반한 개선 필요
- (이스트스프링 박천웅 대표) 코리아 디스카운트 근본 원인이 상장기업 대주주 관행에 있는 만큼, 이를 개선해 나가기 위한 노력이 시급하며, 배당세의 분리과세 등 제도적 보완도 필요하다고 생각
- (거래소 송영훈 상무) 배당투자의 예측가능성·국제정합성 제고를 위해 배당기준일을 배당금 확정 후 지정할 필요가 있으며, 외국인ID 제도 등 투자자 불편을 초래하고 글로벌스탠다드에도 맞지 않는 제도들을 발굴·개선할 필요
- (삼성증권 윤석모 센터장) 공매도·시장조성자 등 불확실성으로 인해 규제 방향을 예측하기 어렵고 투자전략 수립에도 애로

세션 III 주제발표 요약(국제정합성 관점의 자본시장 규제)

* 발표자 : 남길남 자본시장연구원 선임연구위원(02-3771-0687, namgn@kcmi.re.kr)

- 1992년 자본시장 개방 이래 30년이 지났으나 자본시장의 선진시장 진입은 지체되고 있으며 외국인 투자 비중도 계속 감소하고 있음
 - 국내 주식시장은 MSCI의 신흥시장 분류를 벗어나지 못하고 있음
 - 외국인의 국내 상장주식 보유비중은 1999년 이후 최저수준으로 하락
 - * 1999년 18.9%, 2004년 40.1%, 2022년 7월 26.4%
- 국내 자본시장에 대한 저평가를 극복하기 위해서는 국제정합성 관점의 규제 체계 정립 노력 필요
 - 외국인투자자(MSCI, ASIFMA 등)는 주로 국내 시장에 대한 과도한 접근성 제한과 예측하기 어려운 규제 방향에 대해 문제제기
- 시장접근성을 개선하기 위해 기존 규제의 적정성을 재검토할 필요가 있음
 - 외국인투자등록제도, 최소자본금요건, 개인투자자의 파생상품시장 참여 제한, 상장주식 및 파생상품 거래시간, 배당 지급관행 등 기존 규제가 국제적 관점에서 과도한 시장진입을 규제하고 있는지 점검할 필요가 있음
- 자본시장 규제 수립 시 예측가능성을 높일 필요가 있음
 - 공매도 제한, 시장조성자 규제, 알고리즘거래 규제 등은 시장 유동성 공급 및 암묵적 거래비용과 밀접하게 관련되어 있으나 기관투자자들이 규제방향을 예측하고 대응하기가 곤란하였음
- 국제정합적 규제를 위해서는 체계적인 규제 수립 원칙이 요구됨
 - 단기간 내 자본시장 문제를 해결하려고 하는 속전속결의 방식을 지양하고 충분한 시간을 갖고 절차를 준수하며 근거에 기반한 공론화 과정이 필요함
 - 일관성과 투명성을 위해 제반 규제 수립 단계의 보고서화(영문 포함) 및 대외 공개가 요구됨
 - * 현행 개조식 형태의 보도자료 형태보다는 규제 배경, 규제 근거 및 방향, 시장 참가자 피드백이 분명하게 서술된 국문·영문 보고서 형식이 바람직함

□ 금융위원회는 금일 논의내용 등을 심도있게 검토하고, 다양한 아젠다를 발굴하기 위한 후속 세미나를 연속 개최(“텔레이 세미나”)할 예정입니다.

- * (2차, 10월중 예정) 자본시장의 혁신성장 및 국민자산 증식 지원
- (3차, 11월중 예정) 자본시장의 공정성 제고
- (4차, 11~12월중 예정) 자본시장의 국제적 정합성 제고

○ 이를 통해 학계·연구원·업계 등의 전문가들의 의견을 두루 청취하고, 제도 개선방향을 모색해 나갈 것입니다.

□ 그 밖에도, 자본시장 분야 국정과제를 속도감있게 이행하는 가운데, 광범위한 규제개혁 노력도 병행함으로써,

○ 우리 자본시장이 보다 선진화된 면모를 갖추어 코리아 디스카운트 요인을 극복하고, 한단계 도약해 나갈 수 있도록 하겠습니다.

담당 부서 <총괄>	금융위원회 자본시장과	책임자	과 장 이수영 (02-2100-2650)
		담당자	서기관 류성재 (02-2100-2651)
<공동>	금융위원회 공정시장과	책임자	과 장 김광일 (02-2100-2680)
		담당자	사무관 이영민 (02-2100-2682)
<공동>	한국거래소 주식시장부	책임자	부 장 정규일 (02-3774-8580)
		담당자	팀 장 박 청 (02-3774-8660)
<공동>	자본시장연구원 연구조정실·기획실	책임자	실 장 박창균 (02-3771-0834)
		담당자	차 장 김혜성 (02-3771-0613)

참 고

세미나 프로그램 및 참석자 명단

구분	내 용	참 석 자
09:30	개 회 사	금융위원회 부위원장
09:40 ~ 11:10	< 세션 I > Korea Discount 원인 분석	(발표) 김준석 자본연 박사 (사회) 안수현 한국외대 법학전문대학원 교수 (토론) 김동환 삼프로TV 대표 서철수 미래에셋증권 리서치센터장 이창화 금융투자협회 전무 정준혁 서울대 법학전문대학원 교수 최성현 상장회사협의회 전무 최재준 골드만삭스 전무 이윤수 금융위 자본시장국장
14:00 ~ 15:30	< 세션 II > Korea Discount 해소를 위한 일반 주주 보호 강화	(발표) 김우진 서울대 경영대학 교수 (사회) 심인숙 중앙대 법학전문대학원 교수 (토론) 강소현 자본연 박사 곽준희 금융연 박사 김지산 키움증권 리서치센터장 김지평 김앤장 변호사 송민경 기업지배구조원 박사 이창환 얼라인파트너스 대표 김광일 금융위 공정시장과장
16:00 ~ 17:30	< 세션 III > 국제 정합성 관점의 자본시장 규제	(발표) 남길남 자본연 박사 (사회) 신인석 중앙대 경영학부 교수 (토론) 김순석 전남대 법학전문대학원 교수 김영도 금융연 자본시장연구실장 박천웅 이스트스프링자산운용 대표 송영훈 한국거래소 본부장보 윤석모 삼성증권 리서치센터장 이수영 금융위 자본시장과장