



보도 일시	배포시	배포 일시	2022. 11. 28.(월) 09:40
담당 부서 <총괄>	금융위원회 자본시장과	책임자	과 장 이수영 (02-2100-2650)
		담당자	서기관 류성재 (02-2100-2651)

## 「코리아 디스카운트 해소를 위한 정책세미나」 개최

### ◆ 자본시장 국제 정합성 제고를 위한 중요 정책과제 공개

- ① (배당) 배당정보를 보고 투자할 수 있도록 배당확정 後 배당받을 주주 결정
- ② (외국인) ID 폐지, 국제적으로 통용되는 개인 여권번호, 법인 LEI번호 활용
- ③ (IPO) 납입능력 확인을 통한 허수성 청약 방지, 상장당일 가격제한폭 확대

### I 세미나 개요

- '22.11.28일(월), 금융위원회는 한국거래소·자본시장연구원과 함께 “자본시장의 국제적 정합성 제고”를 주제로 한 「코리아 디스카운트\* 해소를 위한 정책세미나」를 개최하였습니다.
- 이번 세미나를 통해 금융위가 그동안 민간전문가 T/F 등을 통해 밑그림을 그려온 자본시장 국제 정합성 제고 관련 정책과제 초안이 공개되었습니다.

#### < 세미나 개요 >

- 일시/장소 : '22.11.28.(월) 09:40 ~ 16:00 / 한국거래소 컨퍼런스홀(여의도)
- 논의주제 및 일정 \* (참고) 사회자 및 토론자 명단

구 분	시 간	내 용
개 회 사	09:40 ~ 09:50	○ 금융위원회 김소영 부위원장(증권선물위원장)
세션 I	10:00 ~ 11:50	○ 글로벌스탠다드 수준의 투자환경 조성 i) 배당절차 선진화 및 배당 활성화(T/F초안) ii) 외국인투자제도 개선방안(T/F초안)
세션 II	14:00 ~ 15:50	○ 자본시장 건전성 및 경쟁력 강화 i) IPO 허수성청약 관행 개선(T/F초안) ii) 자본시장 거래제도 선진화(정책제언)

- **(개회사)** 금융위 김소영 부위원장은 개회사를 통해 자본시장 제도의 글로벌 정합성 제고를 위한 정부의 주요 정책방향에 대해 밝혔습니다(별첨 참고).
  - **(세션 I)** 서울대 정준혁 교수는 ❶ “배당절차 선진화 및 배당 활성화”에 대한 정책내용을, 한국거래소 송영훈 상무는 관련 T/F 논의결과를 바탕으로 한 ❷ “외국인투자자등록제(ID) 개선방안”에 대해 각각 설명하였습니다(붙임1~2).
    - ❶ 서울대 정준혁 교수는 시장에 배당정보가 적절하게 반영되기 위해서는 배당액을 먼저 확정하고, 이후 배당기준일을 정할 필요가 있으며,
      - 분기배당의 경우에는 현재 ‘先 배당기준일 後 배당액 확정’만이 허용되어 있는 만큼, 자본시장법 개정 등이 필요함을 소개하였습니다.
    - ❷ 한국거래소 송영훈 상무는 외국인투자자 ID를 폐지하고, 국제적으로 통용되는 개인 여권번호와 법인 식별번호(LEI)를 이용하여 국내 주식 거래가 가능하도록 하고,
      - 외국인투자자별 거래내역을 실시간 집적·관리하는 방식에서 필요시 징구하는 방식으로 전환하는 방안을 설명하였습니다.
- ※ 종목별·국적별 외국인 보유량 등은 현재와 같이 실시간 확인이 가능하여 외국인 투자동향 파악 및 취득한도 관리 등에 문제는 없음

### < 패널 토론 주요 내용 >

- (경희대 권재열 교수) 배당기준일에 앞서 배당액을 확정한다면 배당정보가 사전에 제공되어 배당 관련 불확실성을 줄이고 공정한 가격형성에 기여
- (인하대 이기환 교수) 이사회 배당결정과 배당기준일 관련 절차 개선을 통한 배당문화 선진화와 중간배당·액면가 제도 개선을 위한 관련 법 개정 필요
- (상장협 정우용 부회장) 배당제도 선진화 및 주주권 보호를 위한 배당제도의 종합적 개선과 함께 상장회사의 활용가능성 제고를 위한 규제 유인 필요
- (UBS 변중석 상무) ID 제도 폐지 및 대체, 보완장치 마련을 통해 외국인 투자자의 오랜 불편 해소 및 시장 모니터링 관련 글로벌 스탠다드 정립 기대
- (자본연 황현영 박사) 우리 증시에 외국인 비중이 큰 만큼, 영문공시도 보다 확대하고, 공시의 적시성도 제고할 수 있도록 노력할 필요
- (금융위 이윤수 국장) 금일 논의된 내용 등을 반영하여 자본시장 글로벌 정합성 제고 관련 구체적인 방안을 조속히 마련하여 발표하겠음

- 이익배당은 가장 핵심적인 주주의 권리임에도 불구하고 우리나라 기업들의 낮은 배당성향이 코리아 디스카운트 원인의 하나로 지목되고 있음
  - 주주권에는 의사결정권리와 이익실현권리가 있는데 일반 투자자들은 지배주주와 달리 회사의 주요 의사결정에 영향을 미치기 어려워 주주권 중 이익실현권리가 중요(특히 우리나라와 같이 지배주주가 있는 회사가 많은 경우에는 더욱 중요)
  - 투자자들은 이익배당 또는 주식매각의 방법으로 이익을 실현할 수 있는데 회사가 배당을 하지 않거나 적게 한다면 단기 매각차익 실현에 초점을 두게 됨
  - 우리나라는 주요국에 비해 배당성향이 낮다는 평가\*를 받고 있어, 국내 기업 투자자들은 결국 장기 배당투자보다 단기 매각차익 실현을 선택하게 됨
- \* '21년 주요국 배당성향 (한국) 19.14 (미국) 37.27 (영국) 48.23 (독일) 41.14 (프랑스) 39.17 (일본) 27.73
- 따라서, 기업 자율성을 존중하면서도 투자자들의 배당 예측가능성을 높이고 배당을 활성화할 수 있는 제도 개선방안을 마련할 필요
- 우리나라 배당절차를 보면 전년도 12월말일 주주에게 3월 중하순 개최되는 정기주총에서 배당액을 결정하여 지급하는데 이에 대해 다양한 비판 존재
  - 배당받을 주주가 먼저 결정되고(12월말일, 배당기준일), 이후에 배당액이 결정(3월중하순, 정기주총)되면서 투자 당시 배당액에 대한 예측가능성이 떨어짐
  - 배당액이 3월 중하순 정기주총에서 결정되기 때문에 1월에서 3월까지 약 3개월간의 배당 관련 정보가 주가에 반영되기 어려운 구조적 문제 있음
- ➔ (개선) 배당액을 먼저 확정하고 난 다음에 배당받을 주주를 결정(배당기준일 설정)할 수 있도록 제도 개선
  - 의결권기준일과 배당기준일을 분리하여, 배당액을 결정하는 정기주총 이후로 배당기준일을 정할 수 있다는 점을 상법 법령해석 등을 통해 명확화할 필요
  - 자본시장법상 상장회사 분·반기배당 특례는 先배당기준일, 後배당액확정을 명시하고 있어 법률 개정 필요
  - 상장회사 표준정관을 통해 배당액을 확정하고 배당받을 주주를 결정하는 방식에 대한 모범규정을 제시하고, 기업지배구조보고서 공시 등을 통해 유도하는 방안 검토

- 외국인투자자 등록제도 등 고착화된 규제를 선진화하여 자본시장의 글로벌 정합성을 제고하고 우리 자본시장의 매력도를 제고할 필요
  - \* 외국인 투자자 등록제도는 사전등록을 의무화하여 등록번호를 부여·관리하는 제도로, '92년 외국인에게 국내 상장주식 투자를 허용하면서 도입된 뒤 약 30년간 개선노력 없었음
  - '22.6월부터 관계부처 및 유관기관(금융위·금감원·거래소·예탁원·금투협·코스콤) TF를 통해 외국인투자자가 지속 제기해온 불편사항을 해소할 수 있는 실무안 마련
- (외국인 투자자 등록제도) 금감원 사전등록이 의무이고, 사전등록시 서류부담이 과도하며, 등록번호를 통해 투자자별 투자전략이 실시간 노출될 수 있다는 우려
  - ➔ (개선) 금융당국에 대한 사전등록 의무를 폐지하고, 국제적으로 통용되는 개인 여권번호, 법인 LEI번호\*로 대체하여 투자 편의성 제고
    - \* 법인에게 부여되는 표준화된 ID(Legal Entity Identifier, '11년 G20 도입)
- (통합계좌\*) 최종투자자별로 결제 즉시(T+2) 투자내역을 보고하도록 하고 있어 활용도가 떨어진다는 지적('16년 도입 이후 개설사례 없음)
  - \* 글로벌운용사가 다수 투자자의 매매를 한 계좌에서 통합처리(주문·결제)할 목적으로 본인명의로 개설한 계좌
  - ➔ (개선) 최종투자자별 투자내역 보고의무를 폐지하는 대신 증권사가 투자 내역을 보관하고 금융당국은 시장감시 등 목적으로 필요시 세부내역 징구
- (장외거래) 외국인 장외거래는 원칙적으로 사전심사를 받아야 하는데 심사에 많은 시간이 소요되고, 예외적으로 사후신고가 가능한 경우에도 신고수리 부담 존재
  - ➔ (개선) 수요도 많고 사전심사 필요성이 낮은 거래\*는 사후신고 대상으로 전환하고, 잘못 신고될 가능성이 낮은 거래는 사후신고 수리절차도 생략
    - \* 실질적 소유자 변경이 없는 펀드합병 또는 모·자펀드간 이전 등
- (영문공시 확대) 국내 자본시장의 저평가 요인으로 평가되는 영문 투자정보 부족 문제를 해결하기 위해 상장기업의 영문정보를 확대할 필요가 있음
  - ➔ (개선) 영문공시의 단계적 의무화 및 영문공시 종합지원 방안을 마련하여 외국인투자자의 영문 정보 접근성을 제고
- 외국인 투자자에 대한 모니터링·감독에는 문제없도록 상기 제도개선 과정에서 유념하였음
  - 투자자별 거래내역을 실시간 집적·관리하는 방식 대신 불공정거래행위에 대한 시장감시 목적 등에 필요한 경우 거래를 중개한 증권사에 요청하여 투자내역을 징구하는 방식으로 전환
- ⇒ 종목별, 국적별 외국인 거래내역 등은 종전과 같이 실시간 확인이 가능하여 외국인 투자동향(통계) 파악 및 취득한도 관리종목(33개) 관리는 현재와 같이 가능

□ **(세션 II)** 자본시장연구원 이석훈 박사는 ❶ “허수성 청약 등 관행 개선”에 대한 T/F 검토초안, 동 연구원 남길남 박사는 ❷ “자본시장 거래제도 선진화” 관련한 정책제언을 하였습니다. (붙임3~4).

❶ 이석훈 박사는 IPO 허수성 청약 방지를 통해 적정 공모가를 발견하고, 공모주 주가안정을 위한 제도·관행도 개선하기 위하여,

- 증권신고서 제출 前 투자수요 조사 허용(Test the water), 주관사의 기관 자금납입능력 확인 제도화, 상장당일 가격제한폭 확대(90~200% → 60~400%), 공모주 매도내역 모니터링 시스템 도입 등 제도개선 방안을 설명하였습니다.

❷ 남길남 박사는 IT기술 발달 등에 따라 글로벌 거래환경이 조성되고 있는 만큼,

- 구체적으로 파생상품시장 거래시간 확대, 주문방식 세분화 등 국제적 수준에 맞는 거래제도 개선방안을 제안하였습니다.

#### < 패널 토론 주요 내용 >

- (동국대 박선영 교수) 실수요 청약을 유도하는 주관사 배정원칙과 정확한 수요예측으로 공모주 가격발견기능 강화 취지에 적극 공감
- (금투협 이창화 전무) 허수성청약 방지 필요성에 공감하며, 장기적으로 주관사의 자율성 및 책임성을 더욱 강화하여 국제정합성 제고 필요
- (금융연 임형준 박사) IPO 기업가치 정보가 보다 효율적으로 유통되기 위해서는 주관사가 기관투자자를 차별적으로 대우할 수 있는 자율성 필요
- (삼성증권 전균 이사) 실수요 중심의 공모주 배정원칙과 모니터링이 필요하며, 공모주의 단기변동성 확대 방지를 위한 제도 개선이 요구됨
- (거래소 이정희 상무) 파생시장 거래시간 확대, 투자자 맞춤형 보호체계 도입 등 거래제도를 글로벌 수준으로 개선하여 선진 시장으로 도약 도모
- (신한 임태훈 본부장) 글로벌 투자자에게는 거래 편리성이 중요한 바, IT 변화에 따른 주문체계 및 파생상품 거래 선진화로 국제 경쟁력 확보 필요



- 코로나19 이후 IPO 공모주 수요예측참여율이 급증하여 허수성 청약 심화로 적정 공모가 발견 및 투자자보호를 위해 IPO시장의 건전성 제고 필요
  - \* 수요예측참여율(희망주식수/기관대상 공모예정주식수) : ('17년) 236:1 → ('21년) 1,085:1
- **(수요예측 내실화)** 주관회사의 수요예측정보 활용분석 결과, 허수성 청약이 많아진 '20~'21년 수요예측 청약물량의 정보가치가 감소
  - ➔ **(개선)** 수요예측단계에서는 주관회사가 증권신고서 제출 前 기관투자자 대상 투자수요조사('Test the Waters')를 허용하여 적정 공모예정가 범위 발견
    - \* (미국) '12년 JOBS법을 통해 적격기관투자자 등을 대상으로 사전 수요조사 허용 → 해당 IPO 성공가능성을 판단하고 적정 공모조건 발견 용이
    - 아울러, 현재 관행적으로 2영업일 간 진행되는 수요예측 기간을 연장
    - \* (미국) IR 등과 동시에 수요예측을 2주 이상 진행
- **(허수성 청약 방지)** 주금납입능력을 초과하여 허수성으로 청약하는 관행 만연
  - ➔ **(개선)** 기관투자자의 물량배정에 대한 주관회사의 자율성과 책임성 강화
    - 주관사 자율로 기관유형별 주금납입능력 판단기준을 설정하고 이를 확인 → 허수성청약시 배정물량 축소 및 수요예측 제한 등 패널티 부여
    - \* (해외관행) 공모가 발견에 초점을 두고 기관투자자 배정(Benveniste & Spindt, 1989)
    - 주관회사 자율로 공모가 발견 등에 초점을 둔 자체 배정원칙 강화 필요
- **(공모주 주가 안정)** 상장 당일 시가기준 및 가격제한폭 제도로 당일 신속한 균형가격 발견이 어렵고 소수가 단기차익을 독식한다는 비판 제기
  - ➔ **(개선)** 신속한 균형가격 발견을 통해 공정한 거래기회 제공 및 투자자 보호
    - 상장당일 공모가 기준 60~400%(현행 90~200%)로 가격변동폭을 확대해 호가를 접수하는 등 당일 중 균형가격 발견이 가능토록 개선
    - \* (대만) 상장당일 시가 및 가격제한폭 없음, (미국) Nasdaq IPO Cross
    - 주관사가 의무보유확약기관별 물량을 보다 적극 우대하여 차등배정토록 함으로써 의무보유 확대 유도
    - 공모주를 배정받은 기관의 공모주 매도내역을 일정기간 모니터링할 수 있는 시스템 도입 검토['(가칭) IPO Tracking System']
    - \* (미국) '97년 예탁결제기관이 NYSE, NASD, SEC 등 유관기관 및 업계 지원 하에 IPO Tracking System 구축 → Flipping(공모주를 상장후 단기매도하는 행위) 감시 등에 활용

## 붙임 4

## 세션 II - (2) 자본시장 거래제도 선진화 관련 제언(남길남 박사)

- 자본시장 거래제도는 기술의 급격한 발달로 거래환경이 근본적으로 개편
  - IT 기술 발달로 거래비용이 급감하고 국경간 거래도 용이
- 거래소 시장은 양적성장에도 불구하고 선진 시장으로의 진입은 지체
  - 파생상품시장의 경쟁력은 약화되고, 주문체계 서비스 개선도 지연
- **(파생시장 거래시간)** 국내 파생시장은 주식시장과 동시에 개장하여 투자자 대응에 제약이 있으며, 자체 야간시장 부재로 포지션 헤지에도 제약 존재
  - 해외 주요국의 파생상품시장은 주식시장 개장 전 10~30분 조기 개장\*하고, 자체 야간 파생상품시장 운영 중
    - \* 홍콩(15분), 싱가포르(30분), 일본(15분), 대만(15분), 미국·독일(거의 24시간 운영)
- ➔ **(개선)** 파생상품시장 개장시각 조기화 및 자체 야간파생시장 운영 필요
- **(파생상품시장 예탁금·증거금)** 우리 파생상품시장의 획일적인 기본예탁금 및 위탁증거금 제도는 투자자 보호의 비효율을 초래
  - 미국은 옵션계좌 개설시 Know Your Customer룰에 따라 수준별\* 거래 승인
    - \* 미국 옵션의 위험도에 따른 유형 분류 : ①Long Option, ②Covered Call ③Uncovered Call ④Options Spread
- ➔ **(개선)** 획일적인 기본예탁금·위탁증거금 제도 등을 투자자 위험에 비례하여 산정하는 투자자 맞춤형 보호체제로 전환 필요
- **(파생상품 상품성)** 상품성 개선 지체로 매력적인 파생상품 부족
  - ➔ **(개선)** 경량화된 지수선물, 주요 주가지수 구성종목으로 주식선물·옵션 상장 확대, 위클리옵션 만기 다양화\*를 통해 파생상품시장의 상품성 강화 필요
    - \* (현행) 월요일 → (개선) 월요일 및 목요일
- **(주문체계 선진화)** 국내 알고리즘 거래는 이미 일정 비중 이상 차지하며 증가 중이나, DMA\*나 Co-Location\*\* 같은 주문 서비스는 미제공
  - \* 투자자가 브로커를 거치지 않고 직접 주문을 거래소에 제출하여 거래를 체결시키는 서비스
  - \*\* DMA 등 시장접속의 속도 향상을 위해 고객의 서버를 거래소 데이터 센터에 직접 호스팅하는 서비스
- ➔ **(개선)** DMA 및 Co-Location 서비스는 국제적 추세와 투자수요 대응을 위해 도입 검토 필요

- 금융위원회는 증권 유관기관과 합동으로 릴레이세미나 등을 통해 제시된 의견을 바탕으로 하여 코리아 디스카운트 해소 등 자본시장 선진화를 적극 추진해 나가겠습니다.
- 조속한 시일 내에 세부적인 방안을 마련하여 다음달부터 순차적으로 발표해 나가겠습니다.

별첨. 코리아 디스카운트 해소를 위한 제4차 세미나 개최사



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	김은향 (02-2100-2691)
<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
10:00	개 회 사	금융위원회 부위원장
10:10 ~ 12:00	<p>〈 세션 I 〉</p> <p>글로벌스탠다드 수준의 투자환경 조성</p>	<p>(좌장) 이인무 카이스트 교수</p> <p>(발표) 정준혁 서울대학교 교수 송영훈 한국거래소 상무</p> <p>(토론) 권재열 경희대학교 교수 변중석 UBS 상무 이기환 인하대학교 교수 이윤수 금융위원회 자본시장국장 정우용 상장회사협의회 부회장 황현영 자본시장연구원 연구위원</p>
14:00 ~ 15:50	<p>〈 세션 II 〉</p> <p>자본시장 건전성 및 경쟁력 강화</p>	<p>(좌장) 안수현 한국외국어대학교 교수</p> <p>(발표) 이석훈 자본시장연구원 선임연구위원 남길남 자본시장연구원 선임연구위원</p> <p>(토론) 박선영 동국대학교 교수 이수영 금융위원회 자본시장과장 이정의 한국거래소 상무 이창화 한국금융투자협회 대표 임태훈 신한투자증권 본부장 임형준 한국금융연구원 선임연구위원 전 균 삼성증권 연구원(이사)</p>