

대한민국 정부 및 국회에 드리는 제안  
상장 주식시장 및 주식형 공모펀드 정상화

2019년 12월 3일

수신: 대한민국 정부 및 국회

최근 대한민국에서는 사모펀드가 논란입니다. 사모펀드는 그동안 정부의 지지를 받아 급성장했습니다. 그러나 저희는 대한민국 자본시장이 다시 기본으로 돌아가 상장 주식시장이 정상화되고, 주식형 공모펀드의 활성화가 최소한 사모펀드 활성화만큼 이루어져야 한다고 생각합니다. 그렇게 된다면 국민들의 효과적인 자산 증식과 노후 대비, 부의 효과를 통한 경기 진작, 대한민국 기업들의 보다 효과적인 자본 조달, 투자 및 환원이 가능해질 것입니다.

Dalton Investments 는 미국에 소재한 약 3.5 조원의 자산을 운용하는 장기 가치투자 회사입니다. 저희는 지난 2 월, 여러 명망 있는 국내외 장기 가치투자 기관들과 함께 “코리아 디스카운트 개선을 통한 경제발전”이라는 제안을 대한민국 정부, 국회, 국민연금 및 국민들께 드린바 있습니다. 저희 제안에 함께했던 투자기관들의 총운용자산은 약 50 조원에 이릅니다. 제안 이후, 저희는 다양한 국내외 시장참여자들로부터 매우 긍정적인 반응을 얻었습니다.

저희가 보기에 대한민국 자본시장은 매우 특이합니다. 첫째, 대한민국은 공/사모 구분없이 전체 펀드 규모가 경제수준에 비해 매우 작습니다. 대한민국 전체 펀드 규모는 대한민국 GDP 의 약 33%에 불과한데 글로벌 전체 펀드 규모는 글로벌 GDP 의 약 66%이고 미국 전체 펀드 규모는 미국 GDP 의 약 150%에 달하는 것으로 추정됩니다.<sup>1</sup>

둘째, 대한민국에서는 공모펀드보다 사모펀드의 순자산규모가 훨씬 큼니다. 최근 대한민국에서는 DLS (파생결합증권, Derivative Linked Securities) 사모펀드 불완전판매 사태, 대형 사모펀드 환매중단, 고위공직자 가족의 사모펀드 투자의혹 등 사모펀드가 논란인데, 최근 몇 년간 사모펀드는 매우 빠른 속도로 성장하여 현재 순자산규모가 공모펀드보다 약 65%, 또는 150 조원

<sup>1</sup> 출처: 금융투자협회; World Bank; Investment Company Institute – 2019 Fact Book; McKinsey & Company – McKinsey Global Private Markets Review 2019; Prequin – Hedge Funds in the US; Securities & Exchange Commission – Private Fund Statistics 4Q 2018

많습니다.<sup>2</sup> 전문투자자를 대상으로 하는 고위험/고수익 성격의 사모펀드가, 일반투자자를 대상으로 하는 공모펀드에 비해 그 규모가 훨씬 큰 것은 매우 이례적인 현상입니다. 글로벌 시장에서 사모펀드는 공모펀드의 약 20% 수준 규모에 불과하고, 대체투자가 발달한 미국에서조차 사모펀드는 공모펀드의 약 40% 수준 규모에 불과한 것으로 추정됩니다.<sup>3</sup>

셋째, 대한민국에서는 자본시장의 가장 기본이 되어야 할 주식형 공모펀드의 규모가 극단적으로 작습니다. 대한민국 주식형 공모펀드 규모는 대한민국 GDP의 약 3%에 불과합니다.<sup>4</sup> 글로벌 시장의 경우, 주식형 공모펀드 규모는 글로벌 GDP의 약 25%이고 미국은 주식형 공모펀드 규모가 미국 GDP의 약 60%에 달합니다.<sup>5</sup> 대한민국 주식형 공모펀드 설정액은 2008년 약 130조원이었지만 10년간 지속 줄어 2019년 현재 약 60조원에 불과합니다.<sup>6</sup>

대다수 국민들의 자산 증식을 위해서는 상장 주식 및 주식형 공모펀드가 기본자산 중 하나가 되고, 사모펀드는 부가적인 역할을 하는 것이 자연스러울 텐데 대한민국은 현재 완전히 반대입니다. 이에 따라 자본이 투자처를 못 찾아 시중 부동산금이 약 1,100조원에 달하는 것으로 보입니다.<sup>7</sup> 글로벌 투자자들도 위 지표들을 볼 때 대한민국 상장 주식 및 주식형 공모펀드 시장이 비정상적이라는 점에 대해서 매우 공감하리라 생각합니다.

그렇다면 왜 대한민국 상장 주식 및 주식형 공모펀드 시장은 비정상적일까요? 저희는 대한민국 상장 기업들이 종종 지배주주 이익만을 우선시하고, 비지배주주의 비례적 이익을 침해하며, 매우 비효과적인 투자와 낮은 주주환원으로 발생하는 “코리아 디스카운트”가 주요 이유라고 생각합니다. 또한 은행 상장 주식의 낮은 배당 성향과 만성 저평가에서 볼 수 있듯 감독당국의 과도한 규제도 큰 이유입니다. “코리아 디스카운트”는 부동산이나 비상장주식 등 다른 자산에서는 찾아보기 힘들고 유독 상장 주식에서만 심하게 나타나고 있습니다. “코리아

---

<sup>2</sup> 출처: 금융투자협회

<sup>3</sup> 출처: Investment Company Institute – 2019 Fact Book; McKinsey & Company – McKinsey Global Private Markets Review 2019; Preqin – Hedge Funds in the US; Securities & Exchange Commission – Private Fund Statistics 4Q 2018

<sup>4</sup> 출처: 금융투자협회

<sup>5</sup> 출처: 금융투자협회; Investment Company Institute – 2019 Fact Book

<sup>6</sup> 출처: 금융투자협회

<sup>7</sup> 출처: 금융투자협회

디스카운트”는 심화되기만 하여, 대한민국 주식시장의 지난 8년간 성과는 전세계에서 가장 저조한 편이었습니다. 이렇게 계속된 저조한 성과는 대한민국 국민들의 주식시장에 대한 부정적인 인식을 강화시켜, 대한민국 주식시장을 심각한 악순환 및 자기 충족적 예언에 빠트린 것으로 보입니다. 그 결과, 대한민국 주요 기업들에 대한 내국인 지분은 낮아지고 외국인 지분만 높아지고 있는 것으로 보입니다. 또한 이러한 상황으로 인해 대한민국에서는 건전한 장기투자보다는 최근의 바이오 버블사태와 같이 단기 투기성 투자가 만연해지는 경향도 있습니다.

이에 더해 대한민국 정부 및 정책 당국은 자본시장 정책을 수립하는데 있어 대다수 국민들의 비교적 안정적인 자산증식보다 중소기업 등에 대한 모험자본 공급에만 훨씬 더 초점을 맞추었기에, 유독 사모펀드만이 활성화된 것은 아닌지 생각해봅니다.

상장 주식시장이 활성화되지 못해 대한민국 경제에 큰 공백 (약 1천조원 추정<sup>8</sup>)이었지만, 이것이 정상화된다면 그만큼 국민자산 및 국가경제에 크게 공헌할 수 있을 것으로 예상됩니다. 현재 대한민국 상장 주식은 세계적으로 경쟁력 있는 회사를 많이 보유함에도 불구하고 전세계에서 가장 저평가된 자산 가운데 하나입니다. 시중 부동산과 미미한 수익률만 거두고 있는 퇴직연금, 사적연금 등 대한민국 국민들의 자본이 주식시장에 유입된다면 대한민국 국민들은 낮은 가격으로 우량기업들에 대한 지분율을 확대하여, 향후 이 우량기업들의 주가 정상화 및 성장 과실을 공유할 수 있을 것입니다.

중소기업에 대한 모험자본 지원은 계속되어야 합니다. 그러나 모험자본 공급이 일반 국민들의 주력 자산증식 수단이 되어서는 안 됩니다. 그리고 상장 주식시장 활성화는 결국 중소기업들의 투자 및 인수합병을 위한 자본조달과 모험자본 투자자들의 투자회수를 용이하게 만들어 줄 것입니다.

상장 주식시장 및 주식형 공모펀드의 정상화를 촉진하기 위해서는 우선, 대한민국 상장 주식시장에 대한 신뢰가 형성될 수 있도록 정부 및 국회가 주식시장 정상화에 대한 의지를 강력하게 보여주고 그 배경을 충실히 설명해야 된다고 생각합니다. 그리고 이러한 의지를 뒷받침하는 방법 중 하나로 저희가 보내드린 “코리아 디스카운트 개선을 통한 경제발전” 제안을 심도있게 검토하고 선별해서 채택해주시기를 요청드립니다.

---

<sup>8</sup> 대한민국에 드리는 제안 “코리아 디스카운트 개선을 통한 경제발전” ([www.improvekorea.com](http://www.improvekorea.com))

이에 더해 상법상 이사의 선관의무에 “주주비례적 이익 포함” 여부도 검토해주시길 정중히 요청드립니다. 이 간단한 법률 개정만으로도 비지배주주에 대한 이익 침해가 상당부분 방지될 수 있기 때문입니다.<sup>9</sup>

그리고 보다 많은 투자자들이 스튜어드십 코드를 더욱 적극적으로 이행하도록 독려해야 할 것입니다. 정부 차원에서도 일본 정부에서 하는 것처럼 기업들이 자기자본이익률 (Return On Equity)을 높일 수 있도록 세부정책을 추진해야 합니다. 이제는 매출이나 이익이 아닌 자기자본이익률이 중요한 시대이기 때문입니다. 대한민국 경제는 현재 성숙기에 접어들어 기존 투자에 대한 회수로 자본은 쌓여가는데 좋은 투자 기회는 제한적인 상황입니다. 이러한 상황에서는 쌓아온 자본을 잘못된 투자로 상실하지 않고, 효율적으로 활용해서 투자 대비 이익을 극대화하는 것이 가장 중요합니다. 이제 무작정 투자를 유도하고 촉구하는 것만이 경제 성장을 위한 능사는 아닐 것입니다.

최근 논란이 되고 있는 사모펀드 관련 이슈들은 단순히 사모펀드만의 문제라고 보지 않습니다. 그보다는 대한민국 상장 주식시장이 정상적으로 작동하지 않고 주식형 공모펀드가 활성화되지 못한 기형적인 면이 보다 근본적인 원인이라고 생각합니다. 따라서 현재의 상태가 이어진다면 앞으로 계속 큰 문제들이 발생할 수 있을 것입니다. 최근 대한민국 투자자들이 저평가된 대한민국 주식형 공모펀드, 사모펀드는 피하고 고평가된 해외주식 투자를 크게 확대하는 것도 눈여겨 봐야할 것입니다.

상장 주식시장 정상화는 현재의 엄중한 경제상황을 개선하는데 큰 도움이 될 수 있습니다. 대한민국 정부 및 국회가 현재의 심각한 상황을 정확하게 인식하여 이를 적극적으로 개선해나가길 진심으로 희망합니다. 필요하시다면 저희도 언제든지 도움이 될 수 있도록 하겠습니다.

---

<sup>9</sup> MTN 코리아 디스카운트, 원인과 해법 1-3 부  
[https://www.youtube.com/watch?v=I\\_r7oO18Lo0&t=477s&fbclid=IwAR18xkfKSEoEW05R93gvOh6d9Y5Ep\\_qoH-d0ddRTBtkaXqviM\\_gbn7bRxrM](https://www.youtube.com/watch?v=I_r7oO18Lo0&t=477s&fbclid=IwAR18xkfKSEoEW05R93gvOh6d9Y5Ep_qoH-d0ddRTBtkaXqviM_gbn7bRxrM)

감사합니다.



---

임성운 배상  
Senior Research Analyst  
Dalton Investments LLC