

한국 · 일본 · 중국의 기관투자자 비교 연구

2005. 2

선임 연구위원 고 광 수
연구위원 김 근 수

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

序 言

자본시장에서 기관투자자가 차지하는 역할은 시간이 흐름에 따라 더욱 강조되고 있다. 기관투자자가 자본시장의 주요 참가자가 되어 자본시장의 안정화에 기여할 필요가 있기 때문이다. 미국이나 영국 등 선진 주식시장의 경우 기관투자자를 중심으로 거래가 이루어져 외부 충격에 덜 민감하게 되고, 이에 따른 수익성과 안정성을 동시에 감안한 자금 수요가 안정적으로 유입되어 지속적인 성장을 보여주고 있다.

이에 비해 기관투자자가 부족한 한국의 경우, 미확인 정보나 시장의 사건이 투자자들에 민감하게 영향을 미쳐 변동성을 증가시키고, 이는 주식시장의 지속적인 성장에 걸림돌로 작용하고 있다. 일본의 경우 한국보다는 양호하지만 미국이나 영국 등에 비해서는 역시 기관투자자의 영향력이 약한 실정이며, 중국은 자본시장 개방의 역사가 짧은 관계로 기관투자자의 개념이 거의 없는 상태다. 따라서 현 시점에서 동북아 국가의 기관투자자 위상 정립에 대한 보다 본질적인 논의가 필요하다고 하겠다.

이에 저자들은 아시아연구기금(Asia Research Fund)의 재정적 지원을 받아 한국·일본·중국의 기관투자자에 대한 연구를 진행하였다. 2004년 4월에 아시아연구기금에 제출된 보고서를 더욱 발전시켜 기관투자자에 대한 연구보고서가 완성되었다고 할 수 있다. 본 연구는 한국·일본·중국·대만의 동북아 4개국을 대상으로 기관투자자를 비교 분석하고, 기관투자자와 외국인투자자를 동시에 감안하여 주식시장을 분석하며, 향후 방향에 대해서 검토하고자 한다. 대표적 기관투자자라 할 수 있는 연금·보험·펀드 산업을 국가별로 비교함으로써 동북아 지역 기관투자자의 현황을 살펴볼 수 있을 것이다. 한국·일본·중국·대만의 주식시장 발전 정도와 규모에 따라 기관투자자의 필요성과 역할은 다소 다르게 평가될 수 있을 것이다. 아무쪼록 본 연구의 내용이 동북아 기관

투자자의 올바른 실태 파악과 나아갈 방향을 제시하여 해당 지역의 경제 발전과 자본시장의 안정적 발전에 도움이 될 수 있기를 기원한다.

본 보고서를 작성하는 데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 고헌광수 박사와 김근수 박사에게 감사를 표하고자 한다. 또한 자료 수집에 도움을 준 박창욱 연구원과 원고 정리에 수고한 황은미 연구조원에게도 감사의 뜻을 전한다. 마지막으로 아시아연구기금의 부분적 재정 지원에도 감사드린다.

본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2005년 2월
한국증권연구원
원장 박 상 용

목 차

Executive Summary	xv
I. 머리말	3
II. 기관투자자의 정의와 법적 의미	9
1. 기관투자자의 정의	9
2. 기관화 및 기관-개인화	12
3. 한·일·중 기관투자자의 의미	14
4. 기관투자자의 개념 정리와 법적 개선	26
III. OECD 국가의 기관투자자 현황과 시사점	35
1. 기관투자자의 국제적 현황	35
2. 자본시장 중심국과 은행 중심국의 기관투자자 비교: 미국과 영국 vs. 독일과 프랑스	52

IV. 한·일·중 주식시장과 투자자 현황	65
1. 한국의 주식시장	65
2. 일본의 주식시장	68
3. 대만의 주식시장	74
4. 중국의 주식시장	77
5. 한·일·중 주식시장과 투자자 현황 비교	82
V. 투자 주체별 투자 특성과 성과 분석	91
1. 기존 문헌의 검토	92
2. 자료와 방법론	96
3. 한국의 실증 분석	102
4. 일본의 실증 분석	121
5. 결과의 해석과 기관투자자 존재의 의미	135
VI. 한·일·중 연금 산업의 분석	141
1. 한국의 연금 산업	141
2. 일본의 연금 산업	148
3. 대만의 연금 산업	162
4. 중국의 연금 산업	172
5. 기관투자자로서의 한·일·중 연금 산업 비교	183

VII. 한·일·중 보험 산업의 분석	189
1. 한국 보험 산업의 자산 운용	189
2. 일본 보험 산업의 자산 운용	197
3. 대만 보험 산업의 자산 운용	202
4. 중국 보험 산업의 자산 운용	206
5. 기관투자자로서의 한·일·중 보험 산업 비교	208
VIII. 한·일·중 펀드 산업의 분석	215
1. 한국의 펀드 산업	215
2. 일본의 펀드 산업	220
3. 대만의 펀드 산업	226
4. 중국의 펀드 산업	228
5. 기관투자자로서의 한·일·중 펀드 산업 분석	230
IX. 기관투자자 육성의 방향과 맺음말	237
1. 기관투자자 육성의 방향	237
2. 맺음말	241
참 고 문 헌	245

표 목차

<표 II-1> 법인세법 시행규칙 별표1의 기관투자자	16
<표 II-2> 기관투자자의 개념	27
<표 III-1> 기관투자자 금융자산 규모의 국제 비교	40
<표 III-2> GDP 대비 기관투자자 금융자산 규모의 국제 비교	41
<표 III-3> 기관투자자의 금융자산별 평균 투자 비중 (1993~2001년)	47
<표 III-4> 보험회사 운용 자산 비중의 국제 비교 (2001년 현재)	48
<표 III-5> 투자회사 운용 자산 비중의 국제 비교 (2001년 현재)	50
<표 III-6> 연금 펀드 운용 자산 비중의 국제 비교 (2001년 현재)	51
<표 III-7> 미국 기관투자자의 금융자산별 투자	57
<표 III-8> 영국 기관투자자의 금융자산별 투자	58
<표 III-9> 독일 기관투자자의 금융자산별 투자	59
<표 III-10> 프랑스 기관투자자의 금융자산별 투자	60
<표 III-11> 주요국 기관투자자 금융자산의 비교: 미국, 영국, 독일, 프랑스 (2001년 현재)	61
<표 IV-1> 한국증권거래소 현황	65
<표 IV-2> 중국의 A-B주 현황	82
<표 V-1> 투자 주체별 보유 비중과 기업별 주요 변수와의 상관관계: 한국 (1992~2002년)	106
<표 V-2> 투자 주체별 보유 비중의 기업별 주요 변수에 대한 횡단면 회귀분석: 한국 (1992~2002년)	109

<표 V-3> 투자 주체별 포트폴리오의 특성: 한국 (1992~2002년)	113
<표 V-4> 투자 주체별 포트폴리오의 수익률과 표준편차: 한국 (1992~2002년)	115
<표 V-5> 투자 주체별 포트폴리오의 초과수익률: 한국의 Fama-French 3요인 모형 추정 (1992~2002년)	117
<표 V-6> 투자 주체별 보유 비중과 기업별 주요 변수와의 상관관계: 일본 (1975~2000년)	123
<표 V-7> 투자 주체별 보유 비중의 기업별 주요 변수에 대한 횡단면 회귀분석: 일본 (1975~2000년)	126
<표 V-8> 투자 주체별 포트폴리오의 특성: 일본 (1975~2000년)	129
<표 V-9> 투자 주체별 포트폴리오의 수익률과 표준편차: 일본 (1976~2001년)	130
<표 V-10> 개인, 기관, 외국인 포트폴리오의 초과수익률: 일본의 Fama-French 3요인 모형 추정 (1976~2001년)	133
<표 VI-1> 한국 사학연금의 운용	144
<표 VI-2> 한국 국민연금의 운용 추이	145
<표 VI-3> 한국의 금융기관별 퇴직보험(신탁) 예치 현황 (2003년 9월 말 현재)	147
<표 VI-4> 한국의 금융기관별 개인연금 예치 현황 (2003년 9월 말 현재)	148
<표 VI-5> 일본 공적 연금의 재정 추계	154
<표 VI-6> 일본 후생연금기금 및 적격퇴직연금의 현황	156
<표 VI-7> 일본의 금융자산별 수익률 현황	157
<표 VI-8> 일본 후생연금기금의 자산 할당	160
<표 VI-9> 일본 DC 플랜의 현황 (2003년 2월 현재)	161

<표 VI-10> 대만의 인구 구조 변화 추이	162
<표 VI-11> 대만의 주요 사회보장 제도와 대상자 비중	167
<표 VI-12> 대만 3대 주요 연금 펀드의 자산 배분	170
<표 VI-13> 대만 공무원연금 펀드의 실현 이익과 수익률	171
<표 VI-14> 중국의 인구 노령화 추계	174
<표 VI-15> 중국의 연금 제도 개혁	179
<표 VI-16> 중국 사회보장 펀드의 투자 비중 (2002년 말 현재)	180
<표 VI-17> 중국 자산운용사와 외국 자산운용사의 연계 현황	183
<표 VI-18> 한·일·중 경제 규모 대비 주요 공적 연금 자산의 규모 (2002년 12월 말 현재)	185
<표 VII-1> 한국 생명보험사의 자산 운용 비중	191
<표 VII-2> 한국 손해보험사의 자산 운용 비중	194
<표 VII-3> 한국 보험사의 자산 운용 비중	195
<표 VII-4> 한국과 미국 생명보험사 특별계정의 운용 비중	196
<표 VII-5> 일본 생명보험사의 자산 운용 비중	199
<표 VII-6> 일본 손해보험사의 자산 운용 비중	200
<표 VII-7> 일본 보험사의 자산 운용 비중	201
<표 VII-8> 대만 생명보험사의 자산 운용 비중	203
<표 VII-9> 대만 손해보험사의 자산 운용 비중	205
<표 VII-10> 대만 보험사의 자산 운용 비중	205
<표 VII-11> 중국 보험사의 자산 운용 비중 (2004년 5월 현재)	207
<표 VII-12> 한·일·중 경제 규모 대비 보험사의 금융자산 규모 (2001년 12월 말 현재)	211
<표 VIII-1> 한국의 시가총액 대비 주식 비중과 채권 발행잔고 대비 채권 비중	219

<표 VIII-2> 일본의 시가총액 대비 주식 비중과 채권 발행잔고 대비 채권 비중	224
<표 VIII-3> 대만의 수탁고 현황	226
<표 VIII-4> 대만의 GDP 대비 펀드 수탁고 비중	227
<표 VIII-5> 대만의 시가총액 대비 주식형 펀드와 채권 발행잔고 대비 채권형 펀드 비중	228
<표 VIII-6> 중국의 GDP 대비 펀드 수탁고 비중	229
<표 VIII-7> 중국의 펀드 수와 펀드 규모	229
<표 VIII-8> 중국의 시가총액 대비 수탁고 비중	230
<표 VIII-9> 각국의 GDP 대비 수탁고 비중 (2002년 현재)	231
<표 VIII-10> 각국의 시가총액 대비 주식형 펀드 및 채권 발행잔고 대비 채권형 펀드 비중 (2003년 현재)	233
<표 VIII-11> 각국의 추가형 및 단위형 펀드 현황	234

그 립 목 차

<그림 III-1> OECD의 기관투자자 범주	37
<그림 III-2> 2001년 GDP 대비 기관투자자 금융자산의 규모	42
<그림 III-3> 기관투자자 금융자산의 연평균 성장률 (1993~2001년) ..	43
<그림 III-4> 기관투자자 유형별 금융자산 추이	44
<그림 III-5> 기관투자자 보유 금융자산 유형별 연평균 성장률 (1993~2001년)	46
<그림 IV-1> 한국증권거래소 시가총액 추이	66
<그림 IV-2> 한국증권거래소 거래대금 및 거래량 추이	67
<그림 IV-3> 한국증권거래소 투자 주체별 주식 보유 비중 추이	68
<그림 IV-4> 동경증권거래소의 상장 주식 수와 상장기업 수	69
<그림 IV-5> 동경증권거래소의 시가총액	70
<그림 IV-6> 동경증권거래소의 거래량과 거래대금	71
<그림 IV-7> 동경증권거래소 투자 주체별 주식 보유 비중 추이	72
<그림 IV-8> 동경증권거래소 투자자 유형별 거래대금 비중	73
<그림 IV-9> 동경증권거래소 상장기업 수와 발행주식 수	73
<그림 IV-10> 대만증권거래소의 시가총액	74
<그림 IV-11> 대만증권거래소의 거래대금과 거래량	75
<그림 IV-12> 대만증권거래소 투자 주체별 주식 보유 비중 추이	77
<그림 IV-13> 상하이와 심천증권거래소의 상장기업 수	78
<그림 IV-14> 상하이와 심천증권거래소의 시가총액	79

<그림 IV-15> 상하이와 심천증권거래소의 거래 규모	80
<그림 IV-16> 한·일·중 시가총액	83
<그림 IV-17> 한·일·중의 GDP 대비 시가총액	84
<그림 IV-18> 주요국의 매매 회전율 비교 (2001년 현재)	85
<그림 IV-19> 각국의 기관투자자 비중	86
<그림 IV-20> 각국의 외국인 투자자 비중	87
<그림 V-1> 한국증권거래소 투자 주체별 비중의 시계열	103
<그림 V-2> 일본 동경증권거래소 투자 주체별 비중의 시계열	122
<그림 VI-1> 한국의 3층 연금 체계	142
<그림 VI-2> 일본의 3층 연금 체계 (1998년 12월 현재)	150
<그림 VI-3> 일본 공적 연금의 투자 (2002년 회계연도 말 현재)	155
<그림 VI-4> 일본 후생연금기금의 운용 수익률	158
<그림 VI-5> 일본 금융산업별 기업연금 자산의 운용 규모	159
<그림 VI-6> 대만의 사회보장 체계	164
<그림 VII-1> 한국 생명보험사의 자산 운용 규모 추이	190
<그림 VII-2> 한국 손해보험사의 자산 운용 규모 추이	193
<그림 VII-3> 일본 생명보험사의 자산 운용 규모 추이	198
<그림 VII-4> 일본 손해보험사의 자산 운용 규모 추이	200
<그림 VII-5> 대만 생명보험사의 자산 운용 규모 추이	203
<그림 VII-6> 대만 손해보험사의 자산 운용 규모 추이	204
<그림 VII-7> 한·일·중 보험사의 금융자산 비중	209
<그림 VIII-1> 한국의 펀드 수탁고	216
<그림 VIII-2> 한국의 GDP 대비 펀드 수탁고	217
<그림 VIII-3> 한국의 펀드 자산의 유형과 비중	218

<그림 VIII-4> 한국의 펀드 투자자 유형과 비중	220
<그림 VIII-5> 일본의 펀드 수탁고	221
<그림 VIII-6> 일본의 GDP 대비 펀드 수탁고 비중	222
<그림 VIII-7> 일본 펀드 자산의 유형과 비중	223
<그림 VIII-8> 일본의 투자자 유형별 펀드 자산 보유 비중	225
<그림 VIII-9> 각국의 GDP 대비 수탁고 비중	232

약 어 표

B/M: Book-to-Market

DB: Defined Benefit

DC: Defined Contribution

ERISA: Employee Retirement Income Security Act

FILP: Fiscal Investment and Loan Program

GDP: Gross Domestic Product

GIC: Guaranteed Investment Contract

GPIF: Government Pension Investment Fund

ICI: Investment Company Institute

IRA: Individual Retirement Account

KSE: Korea Stock Exchange

MMF: Money Market Fund

MPF: Mandatory Provident Fund

NSSF: National Social Security Fund

OECD: Organization for Economic Cooperation and Development

PACAP: Pacific-Basin Capitals Markets

ROA: Return on Asset

ROE: Return on Equity

SEC: Securities and Exchange Commission

TSE: Tokyo Stock Exchange

<Executive Summary>

최근 들어 기관투자자의 역할이 더욱 강조되고 있다. 이는 기관투자자가 자본시장의 주요 참가자가 되어 자본시장의 안정화에 기여할 필요가 있기 때문이다. 우리나라의 경우 개인투자자를 중심으로 주식시장의 수요 기반이 형성되어 있어서, 시장의 상황 변화에 투자자들이 너무 민감하게 반응하였다. 이로 인해 주식시장의 변동성 증가와 장기적 안정성 결여라는 결과가 초래되었다. 다른 동북아 국가의 경우에도 기관투자자의 필요성은 증대되고 있다. 다만, 각국의 주식시장 발전 정도와 규모에 따라 기관투자자의 필요성과 역할이 다르게 평가되고 있을 뿐이다. 따라서 현 시점에서 동북아 국가들의 기관투자자 비교 분석과 향후 방향의 제시는 이 지역 자본시장 발전 가능성에 비추어 매우 의미 있는 연구라고 할 수 있다.

기관투자자의 정의와 법적 의미

기관투자자의 올바른 정의와 법적 의미는 기관투자자의 본질을 파악하는 데 기본적인 요소이다. 기관투자자란 '고객의 위험 선호도와 재정적 목적에 따라 고객을 대신하여 장기적인 관점에서 집단적으로 대규모 투자 행위를 하는 주체'를 말한다. '기관화(institutionalization)'와 '기관-개인화(instividualization)'라는 개념도 새로이 확산되는 용어이다. 기관화란 자본시장에서 기관투자

자의 역할이 커지면서 개인투자자의 자본시장 직접 참여가 줄어든다는 것이다. 기관-개인화는 1980년대 후반부터 미국에서 급속하게 팽창한 401(k) plan 시장에서 만들어진 개념으로 다음과 같이 정의할 수 있다: ① 가계의 직접적 통제에 의해 자산 배분이 이루어지면서 기관 저축이 증가하는 경향, ② 투자 위험이 기업연금 후원자 또는 생명보험 회사가 아니라 가계 부문에 직접적으로 전가되는 경향. 기관화 및 기관-개인화 현상은 최근 선진 자본시장과 노동시장 측면에서 매우 바람직한 방향으로 인식되고 있다.

다른 나라의 기관투자자 개념은 증권 관계법에 정의되어 있지만 우리나라에서는 법인세법 시행령에 언급되었다는 점에서 차이가 있다. 기관투자자 개념의 올바른 이해와 정립 및 국제 정합성을 추구하기 위해서는 증권거래법으로 이전하는 것이 타당하다고 생각된다.

OECD 국가의 기관투자자 현황과 시사점

OECD 국가의 기관투자자 범위와 자산 보유 현황을 살펴보고 이로부터 시사점을 얻는 것은 동북아 기관투자자의 올바른 위상 정립에 매우 중요하다. OECD 기준은 기관투자자의 범위를 크게 4가지로 분류하고 있다: ① 보험회사, ② 연금 펀드, ③ 투자회사, ④ 기타 형태의 기관투자자.

OECD 국가 기관투자자의 금융자산 보유 현황을 살펴보면, 1993년 \$18조4,780억에서 2001년 \$35조1,580억으로 증가하여 연평균 8.6%의 증가율을 기록하였다. 미국 등 일부 국가에 편중된 절대액 규모의 단점을 보완하기 위해서는 GDP 대비 금융자산 규모를 살펴볼 필요가 있다. OECD 국가의 GDP 대비 금융자산 평균

규모는 1993년 137%에서 2001년 241%로 증가하였다. 이러한 증가 추세는 1990년대를 거치면서 금융시장의 중요성이 강조되고, 이에 따라 기관투자자의 역할이 더욱 커졌음을 의미한다. 향후 인구 노령화로 인한 연금 시장의 확대는 기관투자자의 금융자산 규모를 더욱 확대시킬 것으로 예상된다.

1993년부터 2001년까지 투자회사는 연 13.5%의 성장률을 기록하였는데, 투자회사가 1990년대 기관투자자 규모 확대의 견인차 역할을 하였다는 점에서 큰 의미가 있다. 투자회사의 성장은 미국과 유럽을 중심으로 주식형 간접투자가 크게 성장한 데에서 그 원인을 찾을 수 있다. 연금 펀드의 성장에는 노령화 시대에 대비한 베이비붐 세대의 가입률 및 기여액 증가와 미국 401(k)와 같은 확정기여형 기업연금 제도가 크게 기여하였다고 할 수 있다.

기관투자자의 금융자산 유형을 주식, 채권, 대출 및 기타의 항목으로 분류할 때, 채권과 주식을 합한 비중이 2001년 현재 76%에 달한다는 것은 대부분의 기관투자자 금융자산이 유가증권에 집중되어 있음을 보여준다. 결국 자본시장과 기관투자자는 매우 밀접한 관계에 있다는 것이다.

한편 선진국이라 할지라도 금융의 중심축이 자본시장이나 은행이냐에 따라 기관투자자의 행동은 달라질 수 있다. 2001년 기준으로 자본시장 중심국인 미국과 영국 기관투자자의 평균 주식 보유 비중은 54.5%로 비교적 높지만, 은행 중심국인 독일과 프랑스는 33.5%로 상대적으로 낮은 편이다. 이는 기업의 필요 자금을 주로 주식시장을 통해 조달하는 자본시장 중심국에서 기관투자자의 주식 비중이 높다는 것을 보여주는 것이다. 은행 중심국은 주식시장의 역할이 상대적으로 약하기 때문에 채권 쪽으로 기관투자자의 수요가 집중되고 있다.

한·일·중 자본시장과 투자자 현황

한·일·중 3국의 자본시장 규모와 투자자 비중을 통해 동북아 자본시장의 현황을 살펴보면 다음과 같다. 일본의 주식시장 시가 총액은 2002년 말 현재 나스닥보다 큰 \$2.07조다. 홍콩이 세계 10위, 대만이 13위, 한국이 14위에 이를 정도로 동북아 주식시장의 규모는 상당하다. 일본의 경우 경제 침체의 영향으로 뚜렷한 하향 추세를 보였다는 특징이 있다.

기관투자자의 주식 보유 비중을 살펴보면, 일본의 경우 2002년 현재 40%의 안정적 수준을 유지하고 있다. 우리나라의 경우 16% 정도로 과거에 비해 계속 감소 추세에 있으며, 대만은 4.7% 수준으로 상당히 낮은 실정이다. 한편, 외국인투자자의 비중은 3개국 모두 증가하고 있다. 해외 투자에 대한 문호 개방의 폭이 넓어지면서 해외 자본이 아시아 주식시장에 많이 유입된 결과라고 볼 수 있다. 특히 한국의 경우 2002년 말 현재 외국인투자자의 비중이 36%에 이르고 있으며 그 속도도 가장 빨랐다. 외국인투자자 비중의 증가는 기관투자자 비중 감소의 이유 중 하나일 수 있다.

투자 주체별 투자 특성과 성과 분석

기관투자자가 주식시장에 미치는 영향은 실증 분석에 의해 밝혀질 수 있다. 기존 아시아 주식시장 실증 분석 연구는 외국인투자자에게 초점이 맞추어져 있었다. **본 실증 분석의 차별성은 동북아 지역의 기관투자자 연구에서 외국인과 개인투자자의 투자 특성과 성과를 함께 고려하였다는 점이다.** 본 연구는 한국과 일본의 주식시장을 대상으로 각 투자 주체의 주식 보유 비중과 주요 기업 변수와의 상관분석 및 회귀분석을 수행하였다. 또한 투자 주

체별 포트폴리오를 구성하여, 그 특성과 수익률 및 비정상 수익률을 분석하였다. 한국과 일본의 실증분석 결과는 다소 차이를 보였다. 첫째, 한국은 개인과 외국인이 뚜렷한 차이를 보이며 기관은 중간자적 성격을 보였지만, 일본은 각 주체별 주식 보유의 뚜렷한 차이가 없었다. 둘째, 한국은 통계적으로 유의하지는 않지만 세 투자 주체 사이에 수익률 차이가 존재하였으나, 일본은 거의 비슷한 수익률을 가졌다.

이러한 양국의 차이점은 네 가지 정도의 이유 때문인 것으로 보인다. 첫째, 양국 기관투자자의 주식 보유 목적이 다르다. 한국은 투자 수익의 극대화를 추구하나, 일본은 상호출자 등에 묶여 그 특성이 약하다. 둘째, 양국 개인의 투자 성향이 다르다. 개인의 연평균 매매 회전율은 한국 277%, 일본 57%로 극명하게 대비된다. 셋째, 양국 주식시장 효율성의 차이이다. 일본은 외국인에 대한 주식시장 개방의 역사가 한국보다 오래되었고, 이미 선진 주식시장의 범주에 포함되어 있다. 넷째, 한국에서 외국인의 수익성이 높은 것은 외국인 주식 보유 비중의 급속한 증가로 인한 주가 압력 때문일 수 있다. 하지만 이러한 가능성은 설득력이 떨어진다고 판단된다.

실증분석은 결론적으로 기관투자자와 외국인의 주식 보유 특성과 수익성이 개인보다는 우월함을 보여주고 있으며, 따라서 기관투자자의 비중 증대가 긍정적이었다고 평가할 수 있다.

한·일·중 기관투자자의 산업별 현황 분석

마지막으로 기관투자자의 범위를 연금, 보험, 펀드사로 한정하여 한·일·중 3국의 기관투자자 산업을 비교하였다.

GDP 대비 연금 자산의 규모를 살펴보면 한국의 비중이 가장

높다. 그 이유는 국민연금의 제도 도입 초창기부터 부분 적립 방식을 채택하여 국민연금 재원이 기하급수적으로 증가했기 때문이다. 주식 시가총액 대비 연금의 주식 비중을 살펴보면, 일본을 제외한 나라들은 매우 저조한 수치를 보여주고 있다. 이는 한국, 대만, 중국 주식시장의 미성숙, 연금 재원의 지나친 안정성 강조, 투자 위험의 관리 능력 부족 등을 그 원인으로 들 수 있다. 일본 역시 선진국에 비해서는 주식 투자가 활발하지 못한 편이다. 결국 동북아 국가의 연금 재원은 아직 주식시장에서 기관투자자의 역할을 제대로 하지 못한다고 평가된다.

보험 산업의 경우 각국의 자산 운용 규모는 경제 발전 단계와 유사하게 나타나 일본, 한국, 대만, 중국의 순으로 나타났다. 보험 시장이 정착되지 못한 중국을 제외하고, 각국 보험 산업의 채권 및 대출 운용은 2002년 말 현재 한국 68%, 2001년 말 현재 일본 58%, 대만 56%로 대부분의 비중을 차지하고 있다. 주식 운용 규모의 경우도 일본이 2001년 말 현재 16% 정도지만, 다른 나라들은 5% 내외에 불과한 실정이다. 보험 산업 역시 그 규모는 성장하고 있지만, 기관투자자로서의 역할은 미흡하다.

동북아 국가의 펀드 시장의 발전 정도를 알아보기 위해서는 GDP 대비 수탁고 비중을 사용하는 것이 의미가 있다고 할 수 있다. GDP 대비 수탁고 비중은 2002년 현재 한국 24%, 대만 21.1%로 나타났다지만, 일본은 9.3%로 경제 규모에 비해 펀드 시장이 매우 작다고 할 수 있다. 중국은 1.2%로 펀드 시장이 이제 설립 단계에 있다고 하겠다. 주식형 펀드가 주식시장에서 차지하는 비중을 살펴보면 2002년 현재 한국 8.8%, 일본 10.9%, 대만 2.4%로서 미국의 27.8%에 비교할 때 동북아 국가의 주식형 펀드 산업은 향후 확대의 여지가 크다고 할 수 있다.

맺음말

동북아 금융 허브를 지향하고 있는 우리의 입장에서 기관투자자의 육성은 매우 중요하다. 기관투자자 육성을 통해 자본시장의 안정성을 도모할 수 있기 때문이다. 퇴직연금 제도의 도입과 국민연금 제도의 투자 대상 확대, 개인연금 제도의 개선 등이 이루어진다면 연금 산업의 기관투자자로서의 위상은 제고될 것이다. 단기적 채권 투자에서 벗어나 장기적 관점의 투자를 수행하는 변액보험 등의 확대 역시 보험 산업의 기관투자자로서의 위상을 높여줄 것이다. 주식형 펀드 및 개인 고객 중심의 영업이 이루어진다면 펀드 산업 역시 기관투자자로서의 제 역할을 할 수 있을 것으로 예상된다.

본 연구의 결과를 총체적으로 정리하면, 한국, 일본, 중국, 대만의 주식시장은 아직 기관투자자의 역할이 충분히 발휘되지 못하고 있다. 그러나 향후 연금, 보험, 펀드 산업을 통한 기관투자자의 역할은 확대될 것으로 예상된다. 일본의 퇴직연금인 DC 플랜과 중국 변액보험의 급속한 성장은 동북아 기관투자자의 잠재력을 보여준다고 할 수 있다. 각국은 자신들의 주식시장 현황을 고려하여 기관투자자의 올바른 위상을 새로 정립할 필요가 있다. 기관투자자의 올바른 위상 정립은 자본시장의 안정성을 높이게 될 것이며, 이는 국가 전체적으로도 도움이 될 것이다.

I. 머리말

I. 머리말

최근 들어 기관투자자의 역할이 더욱 강조되고 있다. 이는 기관투자자가 자본시장의 주요 참가자가 되어 자본시장의 안정화에 기여할 필요가 있기 때문이다. 일찍부터 자본시장에서 기관투자자의 역할이 강조되었던 나라는 미국과 영국이다. 미국의 경우 기관투자자들은 개인투자자들과 연금 펀드의 재원을 국내외에 투자하는 역할을 해 왔다. 영국의 경우도 마찬가지였지만 자본시장이 미국만큼 충분한 규모를 확보하지 못하였기 때문에 기관투자자는 해외 투자의 창구 역할을 상대적으로 더 충실하게 담당하여 왔다. 이들은 모두 금융 선진국이기 때문에 우리는 흔히 기관투자자의 규모가 확대되어야 자본시장이 발전할 수 있다고 얘기해 왔다.

자본시장의 발전이 반드시 기관투자자를 전제로 하여야 한다는 이론적 근거는 없다. 하지만 여러 가지 정황과 역사적인 사실로 미루어 볼 때 기관투자자의 비중이 클수록 자본시장의 안정성이 추구될 수 있다는 논리는 타당성을 가진다. 예를 들어, 우리나라의 경우에는 개인투자자를 중심으로 주식시장의 수요 기반이 형성되어 있어서, 확인되지 않은 정보나 시장의 호재 또는 악재에 투자자들이 너무 민감하게 반응하는 경우가 많았다. 이는 주식시장의 변동성을 증가시키기도 하고 시장의 장기적 안정성에도 부정적인 영향을 미쳐 왔다. 이에 비해, 미국이나 영국의 주식시장은 많은 거래가 기관투자자를 중심으로 이루어지기 때문에 호재 또는 악재에 상대적으로 덜 민감한 양상을 보여주었다. 2001년의 9·11 테러 사건에 대한 주식시장의 반응이 그러한 예를 보여주는 단적인 증거라고 할 수 있다.

기관투자자는 이제 선진국인 미국과 영국뿐만 아니라 동북아 자본시장에서도 매우 중요한 역할을 차지할 것으로 기대되고 있다. 20세기 말

4 한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구

부터 지정학적 요인에 의해 동북아가 세계 경제의 주목을 받기 시작하면서 이 지역 자본시장의 중요성도 크게 증가하고 있다. 자본시장이 올바르게 성장하기 위해서는 기관투자자의 역할이 매우 중요하기 때문에 동북아 국가들에서도 기관투자자의 역할이 강조되고 있는 것이다. 하지만 동북아 국가들은 주식시장 발전 정도와 규모에 따라 기관투자자의 필요성과 역할이 다르게 평가되고 있다.

일본은 거대한 경제와 자본시장을 기반으로 이미 기관투자자의 역할이 강조되었지만, 펀드 및 연금 산업의 발달이 미약하여 그들의 역할이 크지 못했다. 우리나라도 1990년대 초반부터 주식시장 수요 기반의 취약성이 제기될 때마다 기관투자자 육성의 중요성이 언급되었지만, 아직도 기관투자자의 비중이 미약한 상태다. 중국의 경우는 중국 본토, 대만, 홍콩의 경우가 각각 다르다. 홍콩은 일찍부터 자본시장이 발달되어 MSCI의 분류에서도 선진국으로 분류되고 있으며 기관투자자의 비중도 상당히 높다. 2000년 12월부터는 강제성공적금(mandatory provident fund, 이하 MPF)이라 불리는 법정 기업연금이 도입되어 기관투자자의 비중이 점점 더 커지기 시작하였다. 대만도 비교적 일찍부터 주식시장이 운영되어 왔지만 홍콩만큼 선진적 시장이 되지는 못 했다. 펀드와 금융기관의 주식 보유 비중이 매우 작아서 기관투자자의 역할이 미미하였다고도 할 수 있다. 중국 본토는 1990년 12월에야 상하이증권거래소가 개장되었기 때문에 아직은 자본시장의 발전이 미약하고 기관투자자의 역할도 거의 없다고 할 수 있다. 하지만 급성장하는 경제를 기반으로 자본시장의 팽창과 공적 연금의 사적 연금화 및 외국인 투자의 규제 완화 등으로 기관투자자의 역할이 크게 대두될 가능성이 있다.

따라서 이 시점에 동북아 국가들의 기관투자자 비교 분석과 육성 방향의 제시는 향후 이 지역 자본시장 발전 가능성에 비추어 볼 때 매우 의미 있는 연구라고 할 수 있다. 이에 본 연구는 한국, 일본, 중국 기관투자자의 의미와 역할을 다시 한 번 되새기면서 기관투자자 육성의 바

람직한 방향을 제시하고자 한다.¹⁾ 미국과는 달리 동북아 지역의 기관투자자 연구에 있어서 고려해야 할 한 가지 중요한 사실은 외국인투자자의 역할이라고 할 수 있다. 외국인투자자에는 외국인 개인도 포함되지만 주류를 이루는 것은 역시 외국 기관이다.²⁾ 따라서 이 지역 기관투자자 연구의 대상에는 국내 기관투자자뿐만 아니라 외국인투자자도 함께 고려되어야 한다. 이 점은 본 연구가 미국 기관투자자 연구와 차별성을 가지게 하는 매우 중요한 요인 중의 하나가 된다.

제II장은 한국, 일본, 중국 기관투자자의 정의와 법적 의미를 살펴본다. 제III장은 OECD 국가를 중심으로 기관투자자 현황을 검토하여 동북아 지역에 대한 시사점을 이끌어내고자 한다. 제IV장에서는 한·일·중 주식시장과 투자자 현황을 비교한다. 제V장은 한국과 일본을 대상으로 하여 개인, 기관, 외국인투자자의 특성과 투자 성과를 실증 분석한다. 제VI장부터 제VIII장까지는 기관투자자 종류별로 한국, 일본, 중국, 대만을 비교한다. 제VI장은 연금 산업, 제VII장은 보험 산업, 제VIII장은 펀드 산업에 대해 검토한다. 마지막으로 제IX장은 한·일·중 기관투자자의 방향에 대해 언급하면서 본고를 맺고자 한다.

-
- 1) 중국의 경우 아직까지는 자본시장이 성숙되지 못하였으며, 자료 수집의 어려움 등이 있어 한국, 일본과의 비교에 다소 한계가 있다. 여기서는 범중국의 개념에서 대만, 홍콩 등을 각 장 분석의 대상에 포함시켰다.
 - 2) 주요 외국 기관은 뮤추얼 펀드, 연금 펀드, 사모 펀드(헤지 펀드 포함) 등이라고 할 수 있다.

II. 기관투자자의 정의와 법적 의미

1. 기관투자자의 정의
2. 기관화 및 기관-개인화
3. 한·일·중 기관투자자의 의미
4. 기관투자자의 개념 정리와 법적 개선

II. 기관투자자의 정의와 법적 의미

1. 기관투자자의 정의

‘기관투자자(institutional investor)’라는 개념은 여러 가지로 해석될 수 있다. Wall Street Dictionary에 의하면 ‘자신의 자산을 투자하고 대규모로 증권을 매입하는 대규모 조직’이라고 한다.³⁾ 이는 기관투자자의 실무적 특성을 매우 직관적이고 간단하게 표현한 정의로, 뒤에 설명될 미국의 공인된 투자자나 적격 기관매입자에 해당한다고 하겠다. Wall Street Words에서는 기관투자자를 ‘증권시장에서 대규모 투자를 하는 보험회사, 투자회사, 연금 펀드 또는 신탁 부서와 같은 주체’라고 하여 기관투자자의 종류를 나열식으로 언급하고 있다.⁴⁾ Dictionary of Finance and Investment Terms는 좀 더 자세하고 구체적으로 기관투자자를 정의하고 있다. 여기에서의 기관투자자란 대규모로 증권을 거래하는 조직으로, 뮤추얼 펀드, 은행, 보험회사, 연금 펀드, 노동조합 펀드, 기업의 profit-sharing plans, 대학 기부금 펀드 등이다.⁵⁾ 뉴욕증권거래소 하루

3) *Wall Street Dictionary* by R. J. Shook, Career Press, 1999. "A large organization that invests its assets and buys large blocks of securities."

4) *Wall Street Words* by David L. Scott, Houghton Mifflin Company, 1997. "An entity such as an insurance company, an investment company, a pension fund, or a trust department that invests large sums in the securities markets. Institutional investing has had an increasing impact on securities trading: as the institutions buy and sell huge blocks of the same securities during short periods of time, large security fluctuations ensue."

5) *Dictionary of Finance and Investment Terms* by John Downes and Jordan Elliot Goodman, BARRON'S, 1995. "Organization that trades large volumes of securities. Some examples are mutual funds, banks, insurance companies, pension funds, labor union funds, corporate profit-sharing plans, and college endowments funds. Typically, upwards of 70% of the daily trading on the

거래량의 70% 이상이 이러한 기관투자자들에 의해 이루어진다고 한다.

위의 정의들에 의하면 기관투자자는 대규모 증권 거래를 장기적으로 행하는 주체라고 할 수 있다. 이들은 모두 우리에게 실무적 차원에서 기관투자자의 직관적 정의를 전달한다는 점에서 나름대로의 의미가 있지만 기관투자자의 본질을 설명하는 데에는 부족한 측면이 있다. 즉, 기관투자자의 거래 행위에 초점을 둔 설명이지 기관투자자의 본질적인 성격을 나타내고 있지 못하다는 것이다. Davis and Steil(2001)은 기관투자자의 정의를 다음과 같이 내리고 있다⁶⁾: 기관투자자란 허용될 수 있는 위험, 수익률 극대화 및 만기 등의 투자 목적에 따라 소규모 투자자를 대신하여 집단적으로 펀드를 운용하는 특화된 금융 매개체다. 여기서 중요한 것은 금융기관의 고객인 소규모 투자자를 대신하여 집단적으로 펀드를 운용한다는 것이다.

고객을 대신한 투자라는 것은 금융기관 스스로의 자금 운용이 아니라 고객이 맡긴 자금을 운용한다는 것이다. 물론 이들 고객들에게 주어지는 보상은 금융기관마다 다르며, 기관투자자의 운용 손익이 고객의 수익에 그대로 반영될 필요도 없다. 고객들은 그들의 위험 선호도와 재정적 목적에 따라 금융기관을 선택하고, 기관투자자인 금융기관들도 고객의 위험 선호도와 재정적 목적에 따라 고객을 대신하여 투자한다. 투신의 수익증권이나 뮤추얼 펀드의 경우에는 적당한 수수료를 제외한 운용 손익을 고객에게 모두 전가시키지만, 은행이나 보험회사인 경우에는 그렇지 않은 경우가 대부분이다. 은행은 예금이나 적금 등으로 맡겨진 자

New York Stock Exchange is on behalf of institutional investors."

- 6) *Institutional Investors* by E. Phillip Davis and Benn Steil, MIT Press, 2001.
 "Specialized financial intermediaries that manage funds collectively on behalf of small investors toward a specific objective in terms of acceptable risk, return maximization, and maturity. Institutional investors include pension funds, mutual funds, and life insurance companies."

금을 운용하되 미리 정해진 금리나 변동금리에 의해 고객의 수익을 지급한다. 결국 운용된 수익과 지급되는 수익 사이에는 차이가 발생하는데 이는 은행의 수익 또는 위험이 된다. 보험회사의 경우에도 운용 수익과 고객의 수익이 연동되지 않는 경우가 대부분이며, 보험 계약에 따른 사고가 발생한 때에 미리 정해진 보험금을 지급하는 경우가 많다. 따라서 운용 수익의 반영 여부와는 관계없이 기관투자자는 고객을 대신하여 투자한다는 본질적 특성이 있다고 할 수 있다.

한편, 집단적으로 기금을 운용한다는 것은 다수의 고객을 대신하여 투자 운용을 집단적으로 하는 것이지 특정인을 위해 업무를 수행하지 않는다는 것이다.⁷⁾ 즉, 은행의 예금 및 저축자, 투신의 수익자, 보험회사의 피보험자 등과 같은 다수의 고객을 대신하여 집단적으로 투자 운용을 행하는 것이 기관투자자의 본질 중 하나다.

이상의 내용을 정리하면 기관투자자는 다음과 같은 4가지 특성을 가진 집단이다: ① 대규모 거래(large trading), ② 장기 투자(long-term investment), ③ 고객을 대신하는 투자(investment on behalf of customers), ④ 집단적 투자(collective investment). 이러한 4가지 특성을 종합하여 본 연구는 기관투자자의 정의를 다음과 같이 내리고자 한다: 기관투자자란 '고객의 위험 선호도와 재정적 목적에 따라 고객을 대신하여 장기적인 관점에서 집단적으로 대규모 투자 행위를 하는 주체'를 말한다.

7) 사모 수익증권이 다수를 대신하여 투자하는 것이냐에 대한 문제가 제기될 수는 있다.

2. 기관화 및 기관-개인화

기관투자자는 금융 부문에 있어서 상당히 긍정적인 역할을 한다는 것이 일반적인 견해다. 여기서 기관투자자의 역할과 영향력이 점점 커지는 현상을 '기관화(institutionalization)'라고 일컫는다. Davis and Steil(2001)은 기관화를 다음과 같이 정의하고 있다: **자본시장 활동, 가계 저축 및 기업의 자금조달에 있어서 기관투자자가 지배적으로 되는 과정.**⁸⁾ 즉, 기관화란 기관투자자의 역할이 금융에서 차지하는 비중이 커지면서 상대적으로 개인투자자의 비중과 역할이 감소하는 것을 의미한다. 좀 더 좁혀서 말하면 개인투자자의 자본시장 직접 참여가 줄어들고 기관을 통한 간접 투자가 늘어난다는 것이다. 기관화 현상은 앞서서도 언급하였듯이 자본시장에 긍정적인 효과를 가지기 때문에, 자본시장 발전에 매우 중요하다고 하겠다.

최근 들어, 연금산업이 발전하면서 기관-개인화(individualization)라는 개념이 확산되기 시작하였다. 기관-개인화 현상은 기관투자자에 의해 자산이 운용되지만 개인 또는 가계의 직접적인 통제에 의해서 자산 배분이 이루어지고 투자 위험과 수익이 모두 개인 또는 가계에 전가되는 것을 의미한다. 이는 연금 자산의 투자 책임이 후원자인 기업에 전가되는 확정급여형 연금(defined benefit plan, 또는 DB plan)에서 종업원 또는 개인에게 전가되는 확정기여형 연금(defined contribution plan 또는 DC plan)으로 전환되면서 생긴 현상이다. Davis and Steil(2001)은 기관-개인화를 다음과 같이 정의하고 있다: ① **가계의 직접적 통제에 의해 자산 배분이 이루어지면서 기관 저축이 증가하는 경향**, ② **투자 위험이 기업연금 후원자 또는 생명보험 회사가 아니라 가계 부문에 직접**

8) *Institutional Investors* by E. Phillip Davis and Benn Steil, MIT Press, 2001. "The process whereby institutional investors become dominant in terms of capital market activity, household saving, and corporate financing."

적으로 전가되는 경향.⁹⁾

미국 401(k) plan의 예를 이용하여 위의 기관-개인화 정의를 살펴보자. DC plan의 대표적인 401(k) plan의 연금 재원은 주로 뮤추얼 펀드 등의 금융자산에 투자된다. 뮤추얼 펀드, 자사주, Guaranteed Investment Contract(이하 GIC), 개별 주식 또는 채권 등 큰 제한 없이 다양하게 투자되고 있다. 하지만 투자 대안을 선택하는 것은 종업원이 주체가 되기 때문에 종업원의 직접적 통제에 의해 자산 배분이 이루어진다고 하겠다.¹⁰⁾ 종업원이 투자 주체가 되어 책임을 지기 때문에 투자의 결과도 종업원에게 전가되는 것이 당연하다고 할 수 있다. 이미 언급하였듯이 DB plan에서는 투자 위험이 기업연금 후원자인 사용자 또는 생명보험 회사에 전가되었다. 하지만 급속히 팽창하는 401(k) plan에서는 종업원 개인이 투자 대안을 선택하고 투자 위험도 스스로 감수하게 됨을 의미한다.

기관-개인화는 지난 1980년대 후반부터 미국에서 급속하게 팽창한 401(k) plan 시장에서 만들어진 개념이라고 할 수 있다. DB plan이 기업연금의 주종을 이루었던 시대에는 기관-개인화라는 용어가 인식되지 못하였지만, 401(k) plan이 확산되자 기존의 기관화와는 다른 기관-개인화라는 개념이 필요하게 되었던 것이다. 이에 기관-개인화라는 용어가 실무에서 널리 사용되기 시작하였지만 아직 일반인들에게 잘 알려지지 않았다.

기관화 및 기관-개인화 현상은 최근의 선진 자본시장과 노동시장 측

9) *Institutional Investors* by E. Phillip Davis and Benn Steil, MIT Press, 2001. "① The tendency for institutional saving to increasingly come under the direct control of the household sector in respect of asset allocation and ② the tendency for investment risk to be borne directly by the household sector rather than by a corporate pension fund sponsor or life insurance company."

10) 노사합의나 사용자의 정책에 의해 사용자 기여분을 사용자의 자사주로 하는 특별한 경우에는 종업원이 투자의 완전한 주체라고 보기 어려울 수도 있다.

면에서 매우 바람직한 방향으로 인식되고 있다. 본 연구에서는 기관화 및 기관-개인화가 바람직하다는 사실을 그대로 받아들여 논리를 전개하고자 한다.

3. 한·일·중 기관투자자의 의미¹¹⁾

가. 한국 기관투자자의 의미

1) 기관투자자의 법적 정의

기관투자자의 법적 특성으로 지적될 수 있는 것은 그들이 투자에 있어서 전문가이기 때문에 투자자 보호의 필요성이 거의 없거나 강조되지 않는다는 것이다. 투자자 보호의 필요성이 강조되지 않는다는 것은 해당 사항에 대한 규제 및 감독 비용이 소요될 필요가 없다는 것이며, 기관투자자 입장에서는 절차의 간소화 및 자율성의 확대를 의미한다.

기관투자자란 용어는 증권거래법 제200조의2(주식의 대량 보유 등의 보고)의 제1항 단서 조항에 언급되어 있다. 이 조항에서는 '대통령령이 정하는 기관투자자등'에 대하여는 대통령령으로 그 보고 시기 및 보고 내용을 따로 정할 수 있다고 규정하고 있다. 동법 시행령 제86조의7(기관투자자 등의 범위와 보고 시기 등)은 대통령령이 정하는 기관투자자등을 '기관투자자'라고 언급하고 있다. 기관투자자의 정의는 동시행령 제2조의4(유가증권의 모집·매출) 제3항 제6호에 의해 법인세법 시행령 제17조 제1항에 의한 기관투자자가 된다. 법인세법 시행령의 기관투자자 정의는 다음과 같이 열거되어 있다: ① 동법 제61조 제2항 제1호 내지

11) 중국의 경우 기관투자자의 개념이 정립되어 있지 않아 홍콩의 사례로 대처하였다. 선진국인 미국과 영국에서의 기관투자자 의미는 본 절 뒷부분의 <부록 A>와 <부록 B>에 수록하였다.

제11호·제21호·제28호·제34호 및 제 36호의 금융기관 등, ② 간접투자자산운용업법에 의한 자산운용회사, ③ 증권거래법에 의하여 허가를 받은 증권금융회사, ④ 법률에 의하여 설립된 기금을 관리·운용하는 법인으로서 재정경제부령이 정하는 법인(당해 기금사업의 경우에 한한다), ⑤ 법률에 의하여 공제사업을 영위하는 법인으로서 재정경제부령이 정하는 법인, ⑥ 기타의 법인 중 상장 유가증권에의 투자를 통한 증권시장의 안정을 목적으로 설립된 조합으로서 재정경제부 장관이 정하는 조합의 조합원. 다만, 당해 조합의 규약에 따라 조합원 공동으로 주권 상장 법인의 주식을 취득하는 경우에 한한다.

결국, 법인세법 시행령 제17조 제1항이 기관투자자의 범위를 정의하는데, 여기서도 제4호와 제5호에서 재정경제부령이 정하는 법인을 포함시키고 있다. 따라서 동법 시행규칙 제9조(기관투자자의 범위)가 시행령에서 위임받은 기관투자자의 범위를 추가적으로 규정하고 있다. 이에는 기금을 관리·운용하는 법인과 공제사업을 영위하는 법인이 포함되는데, 동법 시행규칙 별표1의 제1호와 제2호에 구체적으로 서술되어 있다. <표 II-1>은 별표1에 열거된 기관투자자들을 보여주고 있다.

<표 II-1> 법인세법 시행규칙 별표1의 기관투자자

Panel A: 기금을 관리·운용하는 법인
<ul style="list-style-type: none"> ① 공무원연금법에 의한 공무원연금기금을 관리·운용하는 법인 ② 사립학교교원연금법에 의한 사립학교교원연금기금을 관리·운용하는 법인 ③ 국민체육진흥법에 의한 국민체육진흥기금을 관리·운용하는 법인 ④ 중소기업협동조합법에 의한 중소기업공제사업기금을 관리·운용하는 법인 ⑤ 신용보증기금법에 의한 신용보증기금 ⑥ 농림수산업자신용보증법에 의한 농림수산업자신용보증기금을 관리·운용하는 법인 ⑦ 수출보험법에 의한 수출보험기금을 관리·운용하는 법인 ⑧ 기술사업금융지원에관한법률에 의한 기술신용보증기금 ⑨ 근로자의주거안정과목돈마련지원에관한법률에 의한 주택금융신용보증기금을 관리·운용하는 법인 ⑩ 새마을금고법에 의한 안전기금을 관리·운용하는 법인 ⑪ 문화예술진흥법에 의한 문화예술진흥기금을 관리·운용하는 법인 ⑫ 도로교통법에 의하여 설치된 기금을 관리·운용하는 법인
Panel B: 공제사업을 영위하는 법인
<ul style="list-style-type: none"> ① 대한교원공제회법에 의한 대한교원공제회 ② 군인공제회법에 의한 군인공제회 ③ 신용협동조합법에 의한 신용협동조합중앙회(공제사업에 한한다) ④ 건설산업기본법에 의한 건설공제조합 ⑤ 건설산업기본법에 의한 전문건설공제조합 ⑥ 전기공사공제조합법에 의한 전기공사공제조합 ⑦ 정보통신공사사업법에 의한 정보통신공제조합 ⑧ 대한지방행정공제회법에 의한 대한지방행정공제회 ⑨ 새마을금고법에 의한 새마을금고연합회(공제사업에 한한다)

2) 증권거래법 시행령의 기관투자자에 대한 예외 조항

증권거래법 시행령에는 기관투자자라는 용어가 몇 번 언급되는데, 앞서도 언급되었듯이 구체적인 정의보다는 기관투자자에 대한 특별한 적용 제외 등을 말하고 있다. 먼저, 동시행령 제2조의4(유가증권의 모집·매출) 제3항 제6호는 유가증권 공모의 경우에 50인 이상의 청약 권유자 대상에서 기관투자자 등이 제외된다는 것을 규정하고 있다. 이는 기관투자자를 공모에 인정되는 청약 권유자 대상에서 제외시키겠다는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 기관투자자가 불특정 다수의 투자자에 포함되지 못함을 의미한다.

동시행령 제36조의2(증권회사의 업무 범위)의 제4항 제1호의 다는 증권회사 부수 업무 중의 하나로 기관투자자를 상대로 한 자기 소유 유가증권 대여 업무를 들고 있다. 이 조항은 증권회사가 기관투자자에게는 엄격한 투자자 보호의 의무 없이 유가증권 대여 업무를 할 수 있다는 것이다.

동시행령 제37조의6(증권회사의 사외이사) 제2항은 증권회사의 사외이사가 될 수 없는 자들을 열거하고 있는데, 기관투자자는 여기서 제외된다는 것을 기술하고 있다. 즉, 기관투자자가 사외이사가 되어 증권회사의 업무를 감시할 수 있음을 의미한다.

3) 적격 기관투자자와 적격 금융기관의 정의와 의미

한편, 금감위 증권업 감독규정과 감독업무 시행세칙에는 기관투자자, '적격 기관투자자' 및 '적격 금융기관'이 분리되어 사용되고 있다.

먼저 적격 금융기관이란 특수 관계인이 아닌 적격 금융기관이 채무를 보증한 채권을 '특수 관계인 채권'의 대상에서 제외시키기 위하여 사용하는 개념이다. 이의 정의는 동규정 제2-8조의 제5호 가목에 언급되어

있고, 그 정의는 동규정의 별표1에 다음과 같이 열거식으로 기술되어 있다: ① 국내은행·증권·보험·종합금융회사(적기시정조치의 발동 대상이 되는 건전성 기준을 충족하지 못하는 금융기관 제외), ② 농·수협·우체국, ③ 증권금융·증권예탁원, ④ 증권거래소·선물거래소, ⑤ 한국은행·예금보험공사·자산관리공사, ⑥ OECD 국가의 은행·증권·보험회사(해당 국가 감독기관의 건전성 기준을 충족하지 못하는 금융기관 제외). 또한 동규정 제2-24조(거래 상대방 위험액 산정) 및 제2-26조(신용 집중 위험액의 산정)는 적격 금융기관에 대해서는 거래 상대방 위험액과 신용 집중 위험액 산정에 예외를 인정하여 증권회사의 위험 및 재무 건전성 계산에 도움이 되도록 하였다. 적격 금융기관의 개념은 법인세법 시행령의 기관투자자를 많이 포함하지만, 금융기관의 건전성 정의를 위해 만들어진 개념이기 때문에 본 연구의 기관투자자 정의와는 상당한 거리가 있다고 하겠다.

적격 기관투자자는 증권업 감독규정의 영업행위 준칙 부분 제4-1조 제2항 제6호에 다음과 같이 정의되어 있다: 적격 기관투자자라 함은 유가증권 거래에 필요한 전문적 능력을 갖추고 있다고 감독원장이 정하는 자로서 증권회사가 적격 기관투자자라는 사실을 서면으로 통지한 고객을 말한다. 이는 일반 고객에 대하여 적용되는 이 영업행위 준칙의 규정에 의한 보호 조항이 적격 기관투자자에게는 적용되지 아니한다는 사실을 함께 통지하여야 함을 명시하고 있다. 또한 당해 고객이 영업행위 준칙의 규정을 적용함에 있어 일반 고객과 동일한 대우를 받겠다는 의사를 증권회사에 서면으로 통지하고 증권회사가 이에 이의를 제기하지 아니한 고객은 적격 기관투자자로 보지 아니 하도록 하고 있다.

적격 기관투자자도 결국 투자자 보호가 필요하지 않은 집단을 규정하기 위한 것으로 법인세법에서 정의된 기관투자자의 정의와 맥락을 같이 한다. 단지, 법인세법 시행령의 기관투자자 중 자산 또는 운용자산 규모가 1천억원 미만인 자는 제외하고, 거기에 포함되지 않은 몇몇 금융

기관 등으로 확대하여 적격 기관투자자를 다음과 같이 정의하고 있다:

① 법인세법 시행령의 규정에 의한 기관투자자(다음의 경우에는 자산 규모 또는 운용자산의 규모가 1천억원 이상인 자로 한다. ㉠ 상호신용금고법에 의한 상호신용금고, ㉡ 법률에 의하여 설립된 기금을 관리·운용하는 법인, ㉢ 법률에 의하여 공제사업을 영위하는 법인), ② 증권투자회사법에 의한 증권투자회사와 자산 운용회사, ③ 법에 의한 투자자문회사, ④ 선물거래법에 의한 선물업자, ⑤ 자산 규모 또는 운용자산 규모가 1천억원 이상인 자로 여신전문금융업법에 의한 여신 전문 금융회사 또는 중소기업창업지원법에 의한 중소기업 창업투자회사, ⑥ 위의 ①~⑤에 준하는 해외 법인이나 단체.

적격 기관투자자는 증권회사의 투자자 보호가 크게 필요하지 않다는 점에서 적격 금융기관보다는 법인세법 시행령의 기관투자자 개념과 가깝다고 할 수 있다. 하지만 다른 사람의 투자를 대신하여 준다는 개념이 없기 때문에 본 연구의 기관투자자 개념과는 약간 다르다고 하겠다.

4) 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정과 기관투자자

기관투자자에 대한 내용은 금감위의 '유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정'에도 산재하여 있다. 먼저, 기관투자자는 유가증권의 발행 신고 시에 분석기관의 평가 제한에 대한 예외가 인정된다. 즉, 동규정 제14조(분석기관의 평가 제한)는 분석기관 및 직접공모 법인에 대하여 임원의 임면 등 법인의 주요 경영 사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 관계가 있지 않은 기관투자자는 분석기관의 자격을 가질 수 있도록 하였다.

동규정 제68조는 상장법인 등의 공시의 경우에 사실상 지배권이 없는 기관투자자인 주주는 주요 주주의 정의에서 배제시키고 있다.

동규정 제84조는 합병 및 영업 양수도 신고 등에 있어서도 외부 평가기관 및 합병 당사 회사에 대하여 임원의 임면 등 법인의 주요 경영 사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 관계가 있지 않은 기관투자자는 외부 평가기관의 자격을 가질 수 있도록 하였다.

동규정 제134조는 기관투자자 등의 대량 보유 보고 및 변동 보고서의 기재 사항을 서술하고 있다. 또한 동규정 제135조는 기관투자자는 주식 등의 대량 보유 및 변동 보고시에 취득 또는 처분이 유가증권 시장 또는 협회 중개시장을 통하여 이루어진 경우에는 그 취득 또는 처분에 관한 증빙 자료 제출을 생략할 수 있도록 하였다.

5) 세법상의 기관투자자: 법인세법과 조세특례제한법

우리 나라에서는 기관투자자의 구체적인 정의가 법인세법 시행령과 동법 시행규칙에 나열되어 있기 때문에 세법의 중요성이 매우 크다. 법인세법령에서 기관투자자의 정의가 제일 먼저 언급된 것은 배당소득의 90%를 익금에 산입하지 않도록 하기 위해서이다. 법인세법 제18조 제6호는 다음과 같은 금액을 익금 불산입의 대상으로 기술하고 있다: 대통령령이 정하는 기관투자자가 증권거래법에 의한 주권 상장법인 및 협회 등록법인 중 대통령령이 정하는 법인외의 법인으로부터 받은 배당소득 금액에 100분의 90을 곱하여 산출한 금액. 여기서 대통령령이 정하는 법인이란 기관투자자 및 그와 동법 제87조 제4항에 규정된 특수 관계에 있는 자가 당해 주권 상장법인 또는 협회 등록법인의 발행주식 총수의 10%를 초과하여 주식을 소유한 법인을 말한다. 2001년 12월 31일에는 새로이 제18조의2(지주회사의 수입 배당 금액의 익금 불산입)가 추가되었는데, 동조 제4호는 계열회사 등이 배당금 익금 불산입의 예외가 됨을 설명하고 있다. 이 조항은 금융지주회사에 의해 발생할 수 있는 문제점을 해결하는 것으로 기관투자자를 예외의 예외로 인정하여 익금 불산입

이 되도록 하였다.¹²⁾

한편, 조세특례제한법은 중소기업 창업투자조합 또는 신기술 사업 투자조합에 출자하는 기관투자자에 대하여 조세 지원을 강화하여 벤처산업 자금으로의 유입을 촉진하는 내용을 제14조(중소기업 창업투자회사 등에의 출자에 대한 과세 특례) 제2항에 담고 있다. 이에 의하면, 그러한 조합들을 통해 창업자, 신기술 사업자 또는 벤처기업에 출자하여 2001년 12월 31일까지 주식 또는 출자 지분을 취득한 후, 당해 주식 또는 출자 지분을 양도하여 발생한 소득에 대하여 법인세를 부과하지 않는다.

나. 일본 기관투자자의 의미¹³⁾

일본은 기관투자자의 정의를 위해 우리와 거의 같은 체계를 취하고 있다. 즉, 증권취인법(證券取引法) 제2조 제3항 제1호에 적격기관투자자(適格機關投資家)를 정의하고, 내각부령(內閣府令)에 더 자세한 내용을 기술하고 있다.¹⁴⁾ 이는 다른 나라에서와 마찬가지로 투자자 보호 대상에서 제외되는 기관투자자를 규정하는 내용이다.

우리의 기관투자자 정의 체계가 일본의 경우와 유사하므로 증권취인

12) 제18조의2 제4호는 다음과 같다: 자회사가 '독점 규제 및 공정 거래에 관한 법률'에 의한 계열회사에 출자하였거나 계열회사 외의 다른 내국법인에 발행 주식 총수 또는 출자 총액의 100분의 1을 초과하여 출자한 경우(금융지주회사법 제2조 제1항 제2호의 규정에 의한 자회사가 동항 제3호의 규정에 의한 손자회사에 출자한 경우와 동호의 규정에 의한 자회사가 제18조 제6호의 규정에 의한 기관투자자인 경우를 제외한다) 당해 자회사로부터 받은 수입 배당 금액에 당해 자회사가 다른 법인에 출자한 금액을 감안하여 대통령령이 정하는 율을 곱하여 산출한 금액.

13) 일본의 내용을 정리함에 있어서 일본 투신협회의 국제 담당 부장인 Mr. Kazuo Kijima가 도와주었음을 밝혀둔다.

14) 일본의 증권취인법(證券取引法)은 우리나라의 증권거래법에 해당한다.

법과 내각부령의 내용을 좀 더 자세히 살펴보고자 한다. 먼저, 적격기관 투자자의 정의가 포함되어 있는 증권취인법 제2조 제3항의 내용을 보면 다음과 같다.

이 법률에 있어서 '유가증권의 모집'이란 새롭게 발행된 유가증권의 취득 신청의 권유(이것과 유사한 것으로서 내각부령에서 정한 것을 포함하며, 이하 같음) 중 다음에 언급하는 경우에 해당하는 것을 말하고, '유가증권의 사모'란 새롭게 발행되는 유가증권의 취득 신청의 권유에 있어서 유가증권의 모집에 해당하지 않는 것을 말한다.

1. 다수의 자를 상대방으로 행하는 경우로서 정령(政令)에서 정할 경우. 유가증권에 대한 투자에 관련된 전문적 지식 및 경험을 가진 자로서 내각부령에서 정한 자(이하 '적격기관투자자'라 한다)를 상대로 하는 경우를 제외한다.
2. 전호에 언급하는 경우 외에 다음에 언급하는 경우의 어느 것에도 해당되지 않는 경우: ① 적격기관투자자를 상대로 하는 경우에 해당 유가증권이 그 취득자로부터 적격기관투자자 이외의 자에게 양도될 우려가 적은 자로서 정령에서 정한 경우 ② 전호의 정령에서 정한 경우 및 ①에 언급한 경우 이외의 경우(정령에서 정한 요건에 해당하는 경우를 제외한다)에서 해당 유가증권이 그 취득자로부터 다수의 자에게 양도될 우려가 적은 자로서 정령에서 정한 경우

이상에서 보는 바와 같이 일본의 적격기관투자자도 미국 또는 우리나라와 같이 사모가 아닌 공모의 대상에서 제외되는 존재를 말하기 위해 사용되고 있다. 투자에 관한 전문적 지식 및 경험을 가졌다는 의미는 적격기관투자자는 충분한 지식이 있기 때문에 투자자 보호의 필요성이 없음을 의미한다. 적격기관투자자의 구체적인 열거는 내각부령에 있다.

(적격기관투자자의 범위)

제4조 법 제2조 제3항 제1호에 규정한 내각부령에서 정한 자(이하 이 조에 있어서 적격기관투자자라고 한다)는 다음에 언급하는 자로 한다. 단, 제1호에서 제14호의 2까지에 언급한 자에 관해서는 금융청 장관이 지정하는 자를 제외하고, 제15호에 언급하는 자에 관해서는 금융청 장관이 지정하는 자로 제한한다.

1. 증권회사

2. 외국 증권업자에 관한 법률(소화(昭和) 46년 법률 제5호) 제2조 제2호에 규정한 외국 증권회사(제8조의 2에 있어서 「외국 증권회사」라 한다)의 동법 제2조 제8호에 규정한 지점

3. 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률(소화 26년 법률 제198호) 제2조 제18항에 규정한 투자신탁 위탁업자

3의 2. 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 제2조 제19항에 규정한 투자법인

3의 3. 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 제2조 제29항에 규정한 외국 투자법인

4. 은행

5. 보험회사

6. 보험업법(평성(平成) 7년 법률 제105호) 제2조 제7항에 규정한 외국 보험회사 등

7. 신용금고 및 신용금고 연합회와 노동금고 및 노동금고 연합회

8. 농림중앙금고 및 상공조합 중앙금고

9. 신용협동조합 및 신용협동조합 연합회와 업으로서 예금 혹은 저금의 수납 또는 공제에 관한 시설의 사업을 할 수 있는 농업협동조합 연합회
10. 유가증권에 관련된 투자고문업의 규제 등에 관한 법률(소화 61년 법률 제74호) 제24조 제1항의 인가를 받은 업자
11. 우편저금 특별회계의 우편저금 자금 또는 간이 생명보험 특별회계의 적립금의 관리 및 운용을 하는 자
12. 재정용자 자금의 관리 및 운용을 하는 자
13. 연금자금 운용 기금
14. 국제협력 은행
- 14의 2. 일본 정책 투자 은행
15. 업으로서 예금 또는 저금의 수납을 할 수 있는 농업협동조합 및 어업협동조합 연합회
16. 유가증권보고서(법 제24조 제1항에 규정한 유가증권 보고서를 말한다. 이하 이 호 및 제3항에 있어서 같음)를 제출하고 있는 자(기업내용 등의 개시에 관한 내각부령(소화 48년 대장성령 제5호) 제1조 제20호의 2에 규정한 내국회사로 제한한다)로서, 매년 7월 1일에 있어서의 그 자의 최근 사업연도 및 해당 사업연도의 직전 사업연도에 걸친 유가증권보고서에 기재된 대차 대조표에 있는 유가증권(재무제표 등의 용어, 양식 및 작성 방법에 관련된 규칙(소화 38년 대장성령 제 50호, 이하 이 호에 있어서 「재무제표 등 규칙」이라 한다) 제17조 제1항 제4호에 언급하는 것을 말한다)의 금액의 합계액이 500억 엔 이상인 자 중 금융청 장관에 신고한 자(해당 신고가 이루어진 날이 속한 해의 9월 1일부터 1년을 경과하는 날까지로 제한한다)

내각부령에서는 적격기관투자자의 범위를 구체적으로 나열하고 있는데, 이는 다른 나라에서 사용하고 있는 방법과 유사하다. 적격기관투자자도 증권회사 및 유가증권 발행 기업들이 포함되어 있기 때문에 본 연구에서 정의한 기관투자자와는 그 의미가 약간 다르다고 할 수 있다.

다. 홍콩 기관투자자의 의미¹⁵⁾¹⁶⁾

홍콩에서는 한동안 'professional investor(이하 전문적 투자자)'라는 개념이 회사법(Companies Ordinance)와 투자자보호법(Protection of Investors Ordinance)에 의해 인식되어 왔다. 회사법 section 343(2)는 '자기의 계산 또는 대리인으로 주식이나 회사채를 사고 파는 것을 일상적인 업무로 하는 모든 사람'을 전문적 투자자로 간주하고 있다. 여기서 사람이란 개인 또는 회사를 포함한다. 투자자보호법 section 4(3)(vii)는 '자기의 계산 또는 대리인으로 유가증권을 취득, 처분 및 보유하는 것과 관련된 업무를 하는 사람'을 전문적 투자자로 간주하고 있다. 물론 양 법령 모두 전문적 투자자를 명시적으로 정의하거나 언급하지는 않았다. 단지, 그러한 사람들이 일반적인 투자자 보호의 예외가 된다는 것을 말하고, 실무에서는 그러한 사람들을 전문적 투자자라고 부를 뿐이다.

우리가 생각하는 기관투자자의 개념은 그렇게 빨리 인식되지 않았지만, 증권선물법(Securities and Futures Ordinance)에 'professional investor(전문적 투자자)'로 명시되어 언급될 예정이다.¹⁷⁾ 이 법령의 개선

15) 홍콩의 내용을 정리함에 있어서 Fidelity Asia-Pacific의 법률 자문을 담당하는 Mr. Jason Henschman과 Asia Asset Management의 편집장인 Mr. Tan Lee Hock이 도와주었음을 밝혀둔다.

16) 중국과 대만에서는 기관투자자 개념이 법적으로 정의되어 있지 않다. 특히 중국의 경우에는 2004년 1월 현재도 국가 및 국영기업의 주식 보유분이 70% 이상을 차지하기 때문에 기관투자자의 존재가 미미하다고 할 수 있다.

안에 따르면 우리가 생각하는 은행, 보험, 펀드, 연금뿐만 아니라 정부, 인정된 거래소 회사, 허가받은 개인 등 광범위하게 전문적 투자자를 규정하고 있다.

홍콩도 우리의 기관투자자 개념을 전문적 투자자라는 용어로 법에 사용하려고 하지만, 본 연구에서 정의한 기관투자자의 개념을 법적으로 규정하고 있지는 않는다고 하겠다.

4. 기관투자자의 개념 정리와 법적 개선

주요국의 경우를 살펴본 결과 일반적으로 언급되는 또는 본 연구에서 정의된 기관투자자의 정의와 정확히 같은 개념을 관련 법령에 정의하고 있는 국가는 하나도 없다. 따라서 기관투자자라는 개념은 법적 용어라기보다는 투자론적 의미에서 인식되어야 할 것이다.

17) "professional investor"(專業投資者) means-

(a) any recognized exchange company, recognized clearing house, recognized exchange controller or recognized investor compensation company;(b) any licensed or exempt person, or any other person carrying on the business of the provision of investment services and regulated under the law of any place outside Hong Kong;(c) any authorized financial institution, or any bank which is not an authorized financial institution but is regulated under the law of any place outside Hong Kong;(d) any insurer authorized under the Insurance Companies Ordinance(Cap.41), or any other person carrying on insurance business and regulated under the law of any place outside Hong Kong;(e) any trust company registered under Part VIII of the Trustee Ordinance(Cap. 29);(f) any collective investment scheme, or any person by whom a collective investment scheme is operated;(g) any pension or provident fund, or any person by whom a pension or provident fund is managed;(h) any government(other than a municipal government authority); or(i) any person of a class prescribed by rules made under section 384 of this Ordinance for the purposes of this paragraph;

한편, 각 국의 법적 내용과 기관투자자의 정의로부터 살펴볼 때 앞에서 언급되었던 기관투자자의 특성에 두 가지 정도가 추가될 수 있다. 첫째는 금융에 대한 전문 지식을 갖춘 투자자라는 것이다. 이는 고객을 위해 대규모 투자를 하는 기관투자자에게는 필수적인 사항이다. 다음은 투자자 보호의 필요성이 거의 없는 집단이라는 점이다. 이미 각국의 법령에서 보았듯이 기관투자자는 전문적 금융 지식을 가지고 있는 투자자 집단이므로 투자자 보호의 필요성은 크게 떨어진다고 하겠다. 물론 추가되는 특성들이 기존의 것들과 독립적인 관계를 가지지는 않지만 기관투자자를 더욱 쉽게 이해하는 데에는 도움이 될 것으로 본다.

본 연구에서 정의하는 기관투자자의 개념을 종합하여 정리하면 <표 II-2>와 같다. 여기서의 기관투자자는 법적 정의와는 약간의 차이가 있지만 일반적으로 인식되는 개념으로, 기관투자자 육성의 필요성을 언급할 때 가장 적합하게 사용될 수 있다고 본다.

<표 II-2> 기관투자자의 개념

정 의	고객의 위험 선호도와 재정적 목적에 따라 고객을 대신하여 장기적인 관점에서 집단적으로 대규모 투자 행위를 하는 주체
특 성	① 대규모 거래(large trading) ② 장기 투자(long-term investment) ③ 고객을 대신하여 투자(investment on behalf of customers) ④ 집단적 투자(collective investment) ⑤ 금융에 관한 전문 지식(financial sophistication and knowledge) ⑥ 투자자 보호의 필요성 결여(lack of protecting investors)

법 체계로 볼 때 다른 나라의 기관투자자 개념은 증권 관계법에 정의되어 있지만 우리 나라에서는 법인세법 시행령에 언급되었다는 점이

특이하다. 이는 배당소득의 익금 불산입 대상 기관을 규정하기 위하여 사용되었는데, 기관투자자 개념의 올바른 이해와 정립 및 국제 정합성을 추구하기 위해서는 증권거래법으로 이전하는 것이 타당하다고 생각된다. 기관투자자의 정의가 지금과 같이 법인세법 시행령에 남아있으면 금감위 감독규정의 적격 금융기관 및 적격 기관투자자의 개념과의 통일성을 추구하기 어렵다. 또한 국제화되는 법률 시장의 측면에서도 외국 법령과의 정합성을 추구하는 것은 상당히 중요하다고 할 수 있다. 따라서, 기관투자자의 개념을 증권거래법령에 기술하고 이를 세법 등에서 인용하는 것이 더욱 타당하리라고 본다.

<부록 A> 미국 기관투자자의 의미¹⁸⁾

기관투자자(institutional investor)란 개념은 실무적으로 이미 널리 퍼져 있으며 sophisticated investor라고도 하지만 미묘한 의미의 차이를 가지고 있다. 증권 관련 법령이 정확히 기관투자자를 정의하고 있지는 않지만, 이와 유사한 개념인 ‘accredited investor(이하 공인된 투자자)’가 Securities Act of 1933(1933년 증권법)에 정의되어 있다. 1933년 증권법 section 2(a)(15)는 공인된 투자자를 다음과 같이 정의하고 있다; (i) 고유 또는 수탁자 자격으로 업무를 하는 section 3(a)(2)에서 정의된 은행; section 2(13)에 정의된 보험회사; Investment Company Act of 1940(이하 1940년 투자회사법)에 의해 등록된 투자회사 또는 동법 section 2(a)48에 정의된 business development company; Small Business Administration에 의해 인가된 Small Business Investment Company; Individual Retirement Account(이하 IRA)를 포함하여 Employee Retirement Income Security Act of 1974(이하 ERISA)의 규정에 의거한 기업연금 제도로 투자 의사결정이 동법 section 3(21)에 정의된 제도 수탁자(은행, 보험회사, 등록된 자산운용사 중 하나)에 의해 이루어지는 경우; 또는 (ii) 금융 전문 지식, 재산 정도, 학식, 금융 업무 경험, 또는 운용 자산 규모와 같은 측면에서 Securities Exchange Commission(이하 SEC)의 규정과 규제에 의해 공인된 투자자로 인정될 자격이 있는 자.

위의 (ii)에서 말하는 자는 SEC Rule 215에 다음과 같이 규정되어 있다; (a) 모든 savings and loan association(이하 S&L), 고유 또는 수탁자 자격으로 업무를 하는 section 3(a)(5)(A)에 명시된 기관; Securities Exchange Act of 1934(이하 1934년 증권거래법)의 section 15에 의거하여 등록된 모든 브로커 또는 딜러; 당해 종업원들의 급부를 위해 주, 주의

18) 미국의 내용을 정리함에 있어서 FMR Corporation 법률 부문의 Mr. John M. Kimpel이 도와주었음을 밝혀둔다.

하부 조직, 또는 주의 기관 또는 기구 또는 이들의 하부 조직에 의해 설립되어 유지되는 제도가 \$5백만을 초과하는 전체 자산을 가진 경우¹⁹⁾; 다음 조건을 만족하는 ERISA Title I의 의미에 해당하는 모든 종업원 급부 제도, ① 투자 의사결정이 ERISA section 3(21)에 정의된 제도 수탁자에 의해 이루어지되 제도 수탁자가 S&L인 경우, 또는 ② 종업원 급부 제도가 \$5백만을 초과하는 전체 자산을 가진 경우, 또는 ③ 공인된 투자자에 의해서만 투자 의사결정이 이루어지는 직접 운용의 경우²⁰⁾; (b) Investment Advisers Act of 1940(이하 1940년 투자자문법)의 section 202(a)(22)에 정의된 모든 business development company; (c) Internal Revenue Code(이하 내국세법)의 section 501(c)(3)에 기술된 조직, 주식회사, 매사추세츠 또는 유사한 영업신탁(business trust), 또는 파트너십으로, 권유되는 유가증권 획득이 설립의 특수 목적이 되어서는 아니되며, 전체 자산이 \$5백만을 초과하여야 함; (d) 권유되거나 팔리고 있는 유가증권 발행자의 모든 임원, 집행이사, 또는 무한 책임 파트너(general partner), 또는 그 발행자의 무한 책임 파트너의 모든 임원, 집행이사, 또는 무한 책임 파트너; (e) 매입 시점에 개별적 순재산 또는 배우자와의 결합 순재산이 \$1백만을 초과하는 모든 자연인; (f) 최근 2년 동안 매해에 \$20만을 초과하는 개인 소득을 가졌거나 또는 그 기간 동안 배우자와의 결합 소득이 \$30만을 초과하였고, 금년에도 같은 수준의 소득을 획득할 것으로 기대되는 자연인; (g) 권유되는 유가증권 획득이 설립의 특수 목적이 아니며 전체 자산이 \$5백만을 초과하는 모든 신탁으로 유가

19) 종업원 급부를 위한 제도는 노후생활을 위한 연금(pension) 제도를 포함하여 매우 다양하다. 하지만 가장 큰 급부는 연금이라고 할 수 있다.

20) 여기서 self-directed plan이란 401(k) plan과 같이 종업원 스스로에 의해 자산 배분이 이루어지는 경우다. 즉, 종업원은 뮤추얼 펀드와 같은 투자 대상에의 자산 배분만을 하고 뮤추얼 펀드의 운용은 자산운용사에 의해 이루어지는 것을 말한다. 종업원은 자신의 급부를 자신의 의지에 따라 투자 대상에 배분할 수 있으므로 이것도 투자 의사결정이라고 할 수도 있다.

증권 매입이 §230.506(b)(2)(ii)에 기술된 sophisticated person에 의해 이루어지는 경우; (h) 모든 주식 보유자가 공인된 투자자인 모든 주체.

공인된 투자자는 투자 전문 지식을 가지고 있는 개인투자자(sophisticated individual investor)까지 포함하고 있다는 것이 일반적인 기관투자자의 정의와는 다르다.

한편, 1933년 증권법에 따라 SEC Rule 144A(Private Resales of Securities to Institutions)에서는 'qualified institutional investor(적격 기관매입자)'라는 개념이 소개되고 있다. 이는 유가증권 사모의 경우 발행에 요구되는 복잡한 절차를 간소화하고 투자자 보호 의무를 최소화하는 내용을 담고 있다. 즉, 이 규정은 사모 유가증권을 인수한 투자은행(investment bank)이 이를 다시 재매각할 수 있는 대상을 정하는 것으로, 적격 기관매입자가 이에 해당한다. 여기에는 앞에서 언급되었던 공인된 투자자도 포함될 수 있지만 개인투자자에 대한 언급은 없다. 한편, 등록된 증권업자도 적격 기관매입자의 정의에 포함되는데, 증권업자는 고객의 투자를 대행한다기보다는 자기 거래를 하는 것이라고 보아야 한다.²¹⁾ 따라서 적격 기관매입자는 등록된 증권업자 등을 포함한다는 점에서 일반적으로 인식되는 기관투자자와는 다르며, 우리의 금감위 증권업감독규정에 정의된 적격 기관투자자와 매우 유사하다.

21) 적격 기관매입자의 정의는 앞에서의 공인된 투자자와 반드시 일치하지는 않는다.

<부록 B> 영국 기관투자자의 의미²²⁾

영국에서 기관투자자라는 용어는 뮤추얼 펀드, 투자회사, 연금 펀드, 보험회사, 자선 단체 등과 같이 다양한 수익자들을 위해 모아진 자금을 투자하는 조직을 말할 때 흔히 사용된다. 이들 각각의 기관들이 다양한 조세 및 규제 목적상 관련법에 정의되기는 하지만 전체를 포함하는 광범위한 정의를 규정하는 법령은 없다.

증권시장에 대한 규제들은 보통 공공 대중인 투자자들을 보호하면서 유가증권이 원활하게 매도될 수 있도록 하기 위하여 정해진다. 영어권 국가에서는 이러한 보호가 필요하지 않은 주체들을 정의하기 위하여 종종 ‘professional investor’, ‘substantial investor’, 또는 ‘experienced investor’라는 용어를 사용한다. 대개 그러한 정의들은 앞에서 언급된 기관투자자들과 함께 금융 지식이 풍부한 개인투자자를 포함한다. 따라서 영국에서도 법적으로 기관투자자가 정의되지는 않았지만, 그에 해당하는 주체들이 조세 및 규제 목적상 관련법에 기술되어 있다고 할 수 있다. 즉, 영국에서도 실무적으로는 기관투자자의 정의를 본 연구에서 정의한 것과 유사하게 간주하지만, 법적으로는 미국과 큰 차이가 없다고 할 수 있다.

한편, 영국에서는 기관투자자가 시장을 거의 점유한 상태이기 때문에 개인투자자들이 다시 생겨날 필요성이 있다고 생각하는 사람들이 많다고 한다. 이러한 현상은 이미 기관투자자가 필요 이상으로 충분하기 때문인 것으로 볼 수 있지만, 우리의 현실과는 상당한 괴리가 있는 듯하다. 과연 지나친 기관투자자 비중이 영국의 자본시장에 부담이 되는가에 대해서는 추후 연구가 요구된다고 하겠다.

22) 영국에 관한 사항은 Chown Dewhurst LLP의 국제 조세 자문을 담당하는 Mr. John Chown의 자문 내용을 정리한 것이다.

III. OECD 국가의 기관투자자 현황과 시사점

1. 기관투자자의 국제적 현황
2. 자본시장 중심국과 은행 중심국의 기관투자자 비교:
미국과 영국 vs. 독일과 프랑스

III. OECD 국가의 기관투자자 현황과 시사점

1. 기관투자자의 국제적 현황

가. 기관투자자의 범주: OECD 기준

앞에서 기관투자자란 고객의 위험 선호도와 재정적 목적에 따라 고객을 대신하여 장기적인 관점에서 집단적으로 대규모 투자 행위를 하는 주체라고 정의하였다. 이들의 특성도 6가지로 분류하였지만 어떤 집단이 기관투자자인가를 명확히 제시하기는 쉽지 않다. 여기서는 Organization for Economic Cooperation and Development(이하 OECD)의 기준에 따라 OECD 국가의 기관투자자 자산 보유 현황을 살펴보고 이로부터 시사점을 얻고자 한다.

OECD 기준에 의하면 기관투자자란 보험회사, 연금 펀드, 투자회사(뮤추얼 펀드 등), 기부금 펀드, 재단(foundation) 등을 지칭한다. 은행(commercial bank)은 기관투자자의 정의에서 제외되지만 은행신탁은 포함되는 경우도 있다. 정확히 이 기준대로 모든 국가의 기관투자자 통계가 산출될 수는 없지만, OECD 통계는 통일된 기준에 의해 산출된 기관투자자 관련 유일한 국제 통계라고 할 수 있다.

OECD는 기관투자자의 범위를 크게 4가지로 분류하고 있는데, <그림 III-1>은 이를 보여주고 있다. 먼저, 보험회사가 포함되는데 이는 다시 생명보험과 손해보험으로 나뉜다. 손해보험이란 생명보험이 아닌 다른 모든 보험을 의미한다. 일반적으로 손해보험보다는 생명보험의 규모가 크다고 할 수 있다.

두 번째 기관투자자는 연금 펀드로 여기에는 공적 연금과 사적 연금이 포함된다. 공적 연금은 정부기관 등에 의해, 사적 연금은 비정부기관

에 의해 운영되는 연금 제도다.²³⁾ 연금 펀드는 그들 자신의 자산과 부채를 가지며 그들의 계정을 통해 금융 거래를 행한다. 여기서의 연금 펀드는 별개로 조직되지 않은 펀드를 제외하며, 비정부 사용자에게 의해 만들어진 것으로 사용자의 자금이 포함되거나 사용자가 발행한 증권에 투자되는 펀드도 포함되지 않는다.

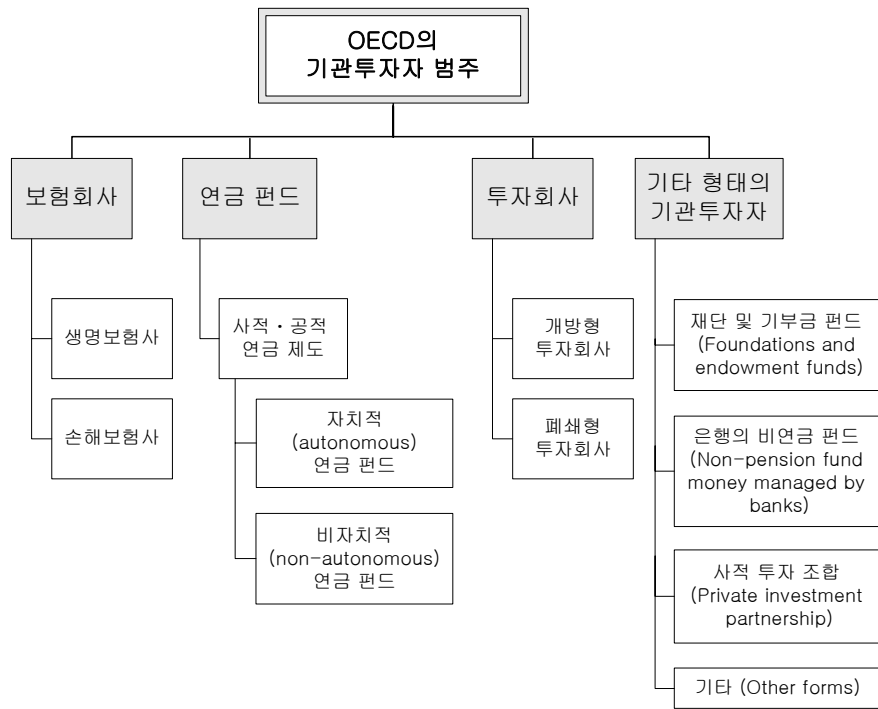
OECD의 범주에 의하면 연금 펀드는 다시 자치적 연금 펀드와 비자치적 연금 펀드로 분류된다. 자치적 연금 펀드는 완전히 독립적으로 설정된 펀드로 모든 금융 및 비금융 거래를 자신의 계정으로 행한다. 자치적 연금 펀드에는 정부에 의해 운영되는 사회보장 제도는 포함되지 않는다.²⁴⁾ 비자치적 연금 펀드는 사용자로부터 독립된 주체가 아니라 할지라도 사용자의 자금과는 별개로 운영되어야 한다.

23) 공적 연금의 정의를 어떻게 내리느냐는 경우에 따라 다를 수 있다. 우리의 국민연금과 미국의 Social Security만을 공적 연금이라 할 수도 있고, 정부기관 등이 운영하는 연금이면 모두 공적 연금으로 분류할 수도 있다. 3층 사회보장 체계에서 본다면 국가의 책임으로 국민의 노후 생활을 보장하는 1층 제도를 공적 연금이라고 할 수 있다. 사용자가 책임을 지고 종업원을 위해 제공하는 노후생활 보장책은 2층의 기업연금에 해당되고, 개인이 준비하는 노후생활 보장책은 3층인 개인연금이라고 할 수 있다. 3층 사회보장 제도의 입장에서 본다면 우리의 국민연금과 미국의 Social Security 등이 공적 연금에 해당하고, 국가가 운영하더라도 공무원연금 등은 공적 연금에 포함되지 않는다고 할 수 있다. 하지만 OECD에서는 정부기관 등이 운영하는 연금이면 모두 공적 연금에 포함시키고 있다. 따라서 여기서는 OECD의 범주에 따라 공적 연금을 정의하기로 한다.

24) 미국의 Social Security는 Social Security 세수에 의해 운영되고 일반 세수에 의해 충당될 수도 있기 때문에 자치적 연금 펀드라고 할 수 없으나, 우리나라의 국민연금, 공무원연금, 사학연금, 군인연금 등은 자치적 또는 비자치적 여부를 판단하기 매우 힘들다. 우리나라의 경우 OECD 연금 펀드의 범주에는 사학연금, 군인연금, 공무원연금, 교원공제회만이 포함된다. 우리의 국민연금은 부분 적립 방식이지만 OECD 연금 펀드에는 포함되지 않고 있다. OECD 국가들은 대개 적립 방식 국민연금을 가지고 있지 않기 때문에 우리의 국민연금을 기관투자자에 포함시키지 않는 것으로 보인다.

세 번째 기관투자자는 투자회사다. 일반적으로 뮤추얼 펀드라고 알려져 있지만, 그 형태는 나라마다 다른 경우가 많기 때문에 일률적으로 정의하기는 쉽지 않다. 따라서 OECD의 투자회사는 형태와는 무관하게 뮤추얼 펀드와 같은 경제적 기능을 하는 펀드를 지칭한다고 하겠다. 투자회사는 다시 환매가 자유로운 개방형과 환매가 제한되는 폐쇄형으로 분류된다.

<그림 III-1> OECD의 기관투자자 범주



자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

마지막으로 기타 형태의 기관투자자는 재단, 기부금 펀드, 은행의 비연금 펀드, 사적 투자 조합 등이 포함된다. 은행의 비연금 펀드에는 일부 신탁 계정이 포함될 수도 있으며, 사적 투자 조합에는 금융회사(finance company), 부동산투자신탁(real estate investment trust) 등이 포함될 수 있다. 그러나 이들이 반드시 기타 형태의 기관투자자에 포함되지는 않으며 나라마다 기준이 다를 수 있다.

이러한 OECD의 분류가 일반적으로 널리 받아들여지는 개념은 아니고, 통계치 산출에 그들의 원칙이 그대로 적용된 것도 아니지만, 여기서는 그들의 분류를 그대로 사용하기로 한다.

나. 기관투자자의 금융자산 보유 현황

<표 III-1>은 OECD 가맹국 기관투자자의 금융자산 보유 현황을 보여주고 있다. 전체 기관투자자의 금융자산은 1993년 \$18조4,780억에서 2001년에는 \$35조1,580억으로 증가하여, 연평균 8.6%의 증가율을 기록하였다. 하지만 대부분의 절대액 증가는 미국에서 발생하였고, 영국, 독일, 프랑스, 이태리가 뒤를 따르고 있다. 몇몇 국가에서는 아직도 기관투자자의 규모가 미미한 것으로 보아 OECD 국가의 기관투자자 규모는 매우 편차가 심하다고 할 수 있다.

하지만 기관투자자의 절대적 규모만으로 기관투자자의 비중을 평가할 수는 없다. 금융자산 규모의 절대적 비교에서 발생하는 단점을 극복하는 하나의 방법으로 GDP 대비 금융자산 규모가 추천될 수 있다. <표 III-2>는 기관투자자의 GDP 대비 금융자산 규모를 시계열로 보여주고 있다. 금융자산의 절대적 규모가 매우 컸던 미국, 영국, 독일, 프랑스, 이태리 등도 GDP 대비 규모가 크게 증가하였지만, 다른 나라들도 대체로 규모가 증가하는 추세를 보여주고 있다. 가장 큰 비중 변화를 보인 나라

는 룩셈부르크로 두 배 이상이 되었다.

<그림 III-2>는 2001년 말 현재 GDP 대비 기관투자자 금융자산의 규모를 그림으로 보여주고 있다. 룩셈부르크의 상대적 규모가 4,337.2%로 가장 큰 것은 매우 놀라운 사실이지만, 국가 규모에 비해 금융시장의 역할이 매우 큰 국가라는 점에서 일관성이 있다. 그 외에 스위스, 미국, 네덜란드, 영국, 스웨덴 등이 금융자산의 상대적 규모가 큰 나라라고 할 수 있다.

전체 국가의 기관투자자 금융자산의 GDP 대비 규모는 평균 241%가 된다. 하지만 실질적인 OECD 평균을 계산하기 위해서는 극단적으로 수치가 큰 룩셈부르크와 안정적 자본주의가 정착되지 않은 동구권 국가 등을 제외하는 것이 더 현실적이라고 할 수 있다.²⁵⁾ 그리스보다 GDP 대비 기관투자자 금융자산의 규모가 작은 나라들과 룩셈부르크를 제외할 경우 평균 규모는 111.8%가 된다. 이 수치는 전체 평균보다는 매우 작지만 극단적 과대치인 룩셈부르크와 극단적 과소치인 동구권 국가 등을 제외하였다는 점에서 의미 있는 평균값이라고 하겠다. 111.8%를 적절한 GDP 대비 금융자산의 규모라고 할 수는 없지만, 일반적인 OECD국의 평균적인 규모로는 가장 타당한 지표로 보인다.

기관투자자 금융자산의 절대액과 GDP 대비 비중의 증가 추세는 1990년대를 거치면서 금융시장의 중요성이 더욱 강조되기 시작하였고, 이에 따라 OECD 국가의(또는 전 세계의) 기관투자자 역할이 더욱 커졌음을 의미한다. 향후에도 금융시장의 중요성이 더욱 증가할 것이고, 인구 노령화로 인해 연금 시장이 더욱 확대될 것이므로 기관투자자의 금융자산 규모는 더욱 확대될 것으로 예상된다.

25) 여기서 동구권 국가 등이란 그리스, 체코, 헝가리, 멕시코, 폴란드, 터키를 지칭한다.

<표 III-1> 기관투자자 금융자산 규모의 국제 비교^a

(단위: \$10억)

국 가	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
호주	242	279	311	381	372	396	499	468	458
오스트리아	51	62	82	90	94	122	135	140	141
벨기에	119	137	161	168	173	232	239	244	244
캐나다	436	449	500	570	626	658	757	808	794
체코	8	7	9	12	9	9	9	8	9
덴마크	88	103	126	133	136	162	166	167	163
핀란드	37	54	66	80	78	101	113	106	98
프랑스	906	1,006	1,230	1,315	1,330	1,629	1,691	1,737	1,701
독일	730	905	1,113	1,168	1,201	1,496	1,529	1,507	1,478
그리스	6	9	15	21	31	38	47	38	32
헝가리	1	2	2	3	3	4	5	6	8
아이슬란드	4	4	5	6	6	8	10	9	8
이태리	259	327	361	485	609	1,001	1,108	1,060	1,008
일본	3,611	4,019	4,297	3,904	3,491	4,005	4,928	4,368	3,645
한국	190	221	266	281	170	325	376	298	320
룩셈부르크	276	314	367	359	442	587	759	836	841
멕시코	30	15	11	15	19	24	40	47	74
네덜란드	465	533	641	667	663	798	799	772	722
노르웨이	46	54	62	69	70	69	80	77	76
폴란드	0	2	2	3	4	5	7	12	18
포르투갈	22	28	37	42	49	62	60	57	56
슬로바키아				1	1	1	1	1	2
스페인		171	212	272	313	420	384	362	355
스웨덴	191	210	265	306	318	348	414	387	325
스위스	166	385	238	446	238	555	284	551	576
터키	2	1	1	2	2	3	5	6	6
영국	1,544	1,522	1,815	2,226	2,604	2,893	3,321	3,018	2,743
미국	9,052	9,585	11,237	12,729	14,843	16,856	19,274	19,523	19,258
평 균	711	756	868	920	996	1,172	1,323	1,308	1,256
합 계	18,478	20,400	23,432	25,750	27,893	32,807	37,039	36,610	35,158

a. 아일랜드와 뉴질랜드 자료는 보고되지 않음. 입수가 가능한 자료만 고려되었음
 자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

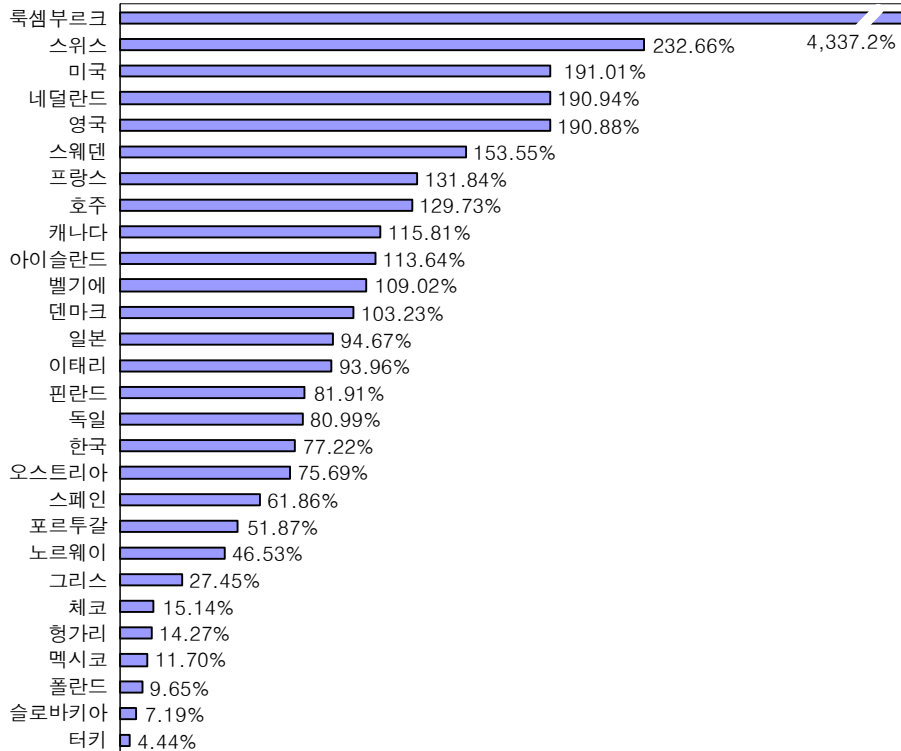
<표 III-2> GDP 대비 기관투자자 금융자산 규모의 국제 비교^a

(단위: %)

국가	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
호주	82	78	86	92	105	112	126	130	130
오스트리아	29	30	35	40	47	54	68	73	76
벨기에	57	56	58	64	73	88	101	106	109
캐나다	79	82	84	93	101	110	112	114	116
체코	23	17	17	20	18	15	17	15	15
덴마크	66	65	69	74	83	89	102	105	103
핀란드	44	49	51	63	67	74	94	88	82
프랑스	74	72	78	87	97	107	124	132	132
독일	39	41	45	51	59	66	77	80	81
그리스	7	8	13	17	27	30	40	33	28
헝가리	3	4	4	6	8	9	11	13	14
아이슬란드	64	68	73	81	89	98	114	112	114
이태리	28	32	32	39	54	80	100	98	94
일본	83	82	89	88	87	90	99	98	95
한국	55	54	55	57	63	88	89	72	77
룩셈부르크	2,121	1,946	2,024	2,041	2,590	2,963	4,095	4,367	4,337
멕시코	7	5	5	5	5	6	8	8	12
네덜란드	150	146	155	168	182	193	213	206	191
노르웨이	42	41	42	44	47	47	54	55	47
폴란드	1	2	2	2	3	3	5	7	10
포르투갈	28	30	34	38	48	53	55	53	52
슬로바키아				5	5	5	5	6	7
스페인		33	35	46	58	68	68	64	62
스웨덴	102	95	100	116	132	142	147	168	154
스위스	70	141	75	164	93	201	117	222	233
터키	1	1	1	2	2	2	3	3	4
영국	162	143	163	172	194	202	228	213	191
미국	136	136	152	163	178	192	208	199	191
평균	137	128	132	137	161	185	231	244	241

a. 아일랜드와 뉴질랜드 자료는 보고되지 않음. 입수가 가능한 자료만 고려되었음
 자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<그림 III-2> 2001년 GDP 대비 기관투자자 금융자산의 규모^a



a. 자료의 입수가 불가능한 나라는 제외되었음

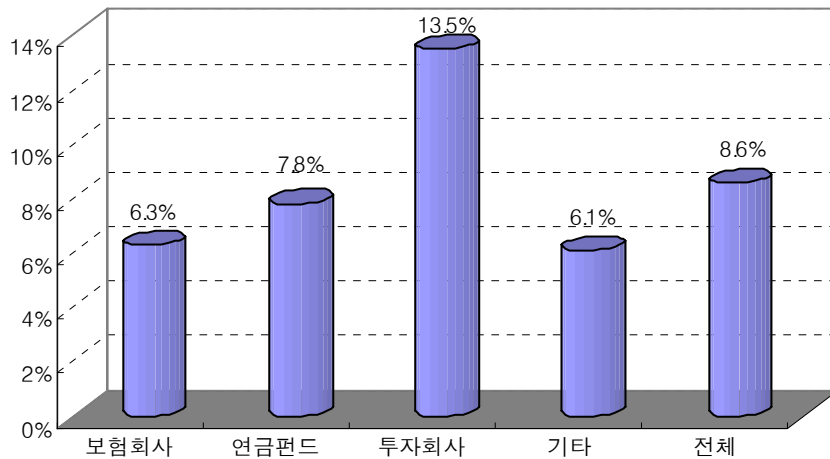
자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

다. 기관투자자 유형별 금융자산

자본시장이 발달할수록 기관투자자의 역할과 규모는 점점 증가하는 것이 일반적인 사례다. 보험회사, 연금 펀드, 투자회사, 기타로 구분되는 기관투자자별 금융자산 규모의 1993년부터 2001년까지의 연평균 성장률이 <그림 III-3>에 표시되어 있다. 전체 규모는 연 8.6%씩 성장하였으나, 보험회사와 기타 기관투자자의 금융자산 규모는 각각 6.3%와 6.1%로 이

에 크게 못 미치고 있다. 하지만 투자회사의 금융자산 규모는 연 13.5%의 성장률을 기록하여 놀라운 정도로 크게 성장하였고, 연금 펀드는 2000년과 2001년의 주식시장 침체에도 불구하고 7.8%의 성장을 이룩하였다. 특히, 투자회사의 성장은 1990년대 기관투자자 규모 확대의 견인차 역할을 하였다는 점에서 매우 큰 의미가 있다고 하겠다.

<그림 III-3> 기관투자자 금융자산의 연평균 성장률 (1993~2001년)

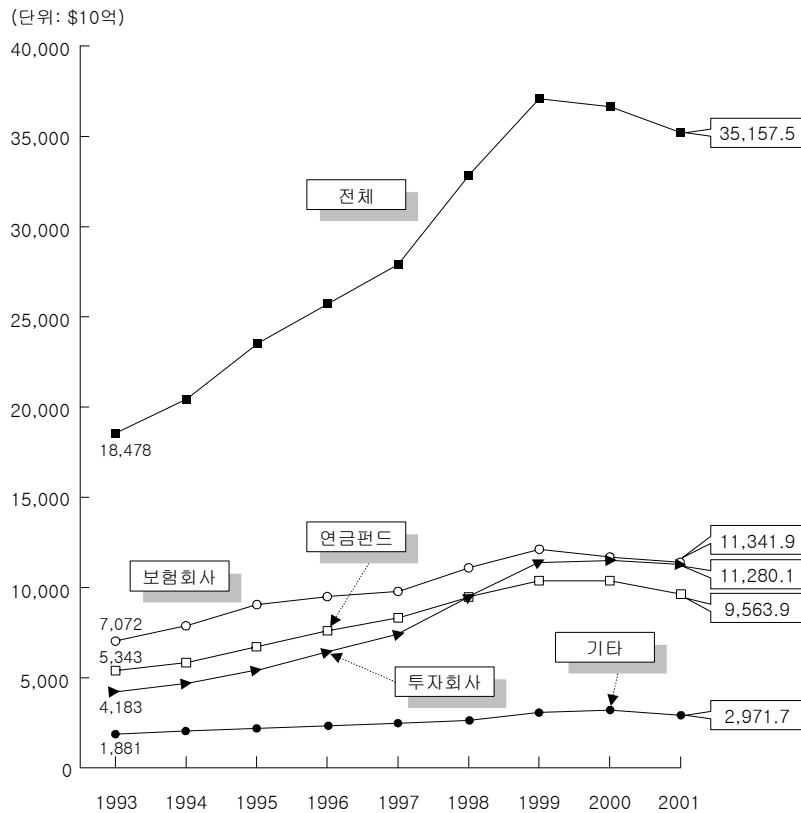


자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<그림 III-4>는 1993년부터 2001년까지 기관투자자별 금융자산의 성장 추이를 보여주고 있다. 전체 기간에 걸쳐서 보험회사의 금융자산 규모가 가장 크게 나타나고 있으나, 2000년부터는 투자회사의 규모와 거의 엇비슷하게 되었다. 연금 펀드는 투자회사보다 규모가 컸으나 1998년에 비슷하게 되었고, 그 이후에는 투자회사에 크게 뒤지고 있다. 2000년부터 주식시장의 침체로 연금 펀드의 성장이 둔화되기는 하였지만 상당한 규모로 성장하였음을 부인할 수 없다.

연금 펀드의 성장은 노령화 시대에 대비한 베이비붐 세대의 가입률 및 기여액 증가가 원인이었다. 특히, 미국을 중심으로 크게 확대되었던 401(k)와 같은 확정기여형 기업연금 제도가 연금 펀드 성장에 큰 도움이 되었을 것으로 추론된다. 투자회사의 성장은 1990년대 미국과 유럽을 중심으로 주식형 간접투자가 크게 성장한 데에서 그 원인을 찾을 수 있다.

<그림 III-4> 기관투자자 유형별 금융자산 추이^a



a. 자료 누락 등으로 국가별 기관투자자 금융자산의 추정치가 기관투자자별 금융자산의 합계와 정확히 일치하지 않음

자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

라. 기관투자자 유형별 금융자산 투자의 행태

기관투자자의 투자는 크게 주식, 채권, 대출 및 기타의 4가지로 분류할 수 있다. <그림 III-5>는 1993년부터 2001년까지 각 기관투자자가 보유한 금융자산 유형별 연평균 성장률을 보여주고 있다. 이는 자산 가치의 성장을 의미하므로 순유입과 수익에 의한 성장을 모두 포함한다. 전체 기관투자자의 경우 주식 부문의 투자가 연 11.6%로 가장 큰 성장률을 보여주었고, 두 번째가 연 8.9%의 성장률을 보여준 기타 부문이다. 보험회사를 중심으로 이루어지는 대출의 경우는 연 1.7%씩밖에 성장하지 못하였으며, 채권은 연 6.9%씩의 성장을 보였다.

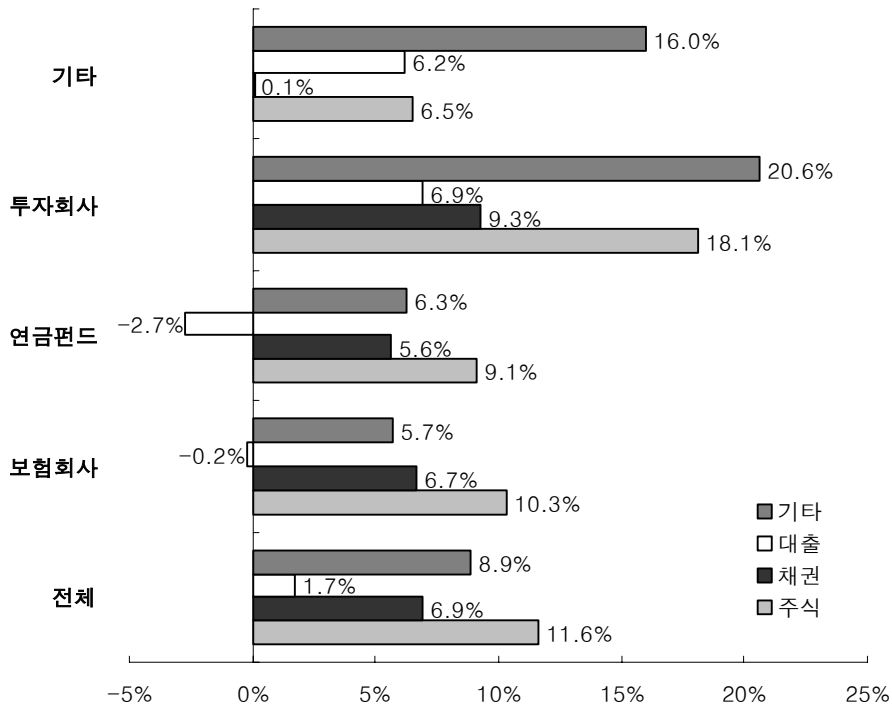
주식 부문 중심의 성장은 4가지 기관투자자 유형에 모두 공통적으로 나타났는데 특히 투자회사의 주식 부문 성장이 연 18.1%로 가장 두드러졌다. 채권 부문 역시 연 9.3%의 성장을 보인 투자회사가 가장 두드러졌지만 주식 부문에는 크게 미치지 못 하였다. 대출 부문의 성장이 미미하였던 것은 연금 펀드와 보험회사가 음의 성장을 보였기 때문이다.

한편, 기관투자자의 금융자산 유형별 투자 비중은 기관투자자의 현황을 평가할 때 중요한 의미를 가진다. <표 III-3>은 OECD 국가 기관투자자의 투자 대상별 평균 투자 비중을 보여주고 있다. 여기서 평균 투자 비중은 전체 금융자산에 대한 백분율의 평균값이다. 평균 비중의 계산은 자료 입수가 가능한 대상국의 단순평균이므로 자본시장의 규모와도 무관하다. 따라서 이 평균 수치는 미국 및 영국 등의 기관투자자 포트폴리오와는 상당한 차이를 보일 수 있다.

4가지 금융자산의 비중 중에서 주식 부문의 비중은 1993년 22%에서 2001년에는 28%로 크게 증가하였지만, 대출 부문은 1993년 18%에서 2001년에는 8%로 크게 감소하였다. 이에 비해 채권 및 기타 부문은 큰 변화가 있었다고 하기 어렵다.

2001년 현재 가장 큰 투자 비중을 차지하는 채권은 금융자산 전체의 48%를 차지하고 있다. 이에 비해 주식은 28%를 차지하여 채권 비중에 크게 못 미치지만 그래도 상당한 비중을 차지하고 있다. 채권과 주식을 합하면 76%로 대부분의 기관투자자 금융자산이 채권 및 주식과 같은 유가증권에 집중되어 있음을 알 수 있다. 이러한 사실로 미루어 볼 때 자본시장과 기관투자자는 매우 밀접한 관계에 있음을 쉽게 알 수 있다.

<그림 III-5> 기관투자자 보유 금융자산 유형별 연평균 성장률 (1993~2001년)



자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<표 III-3> 기관투자자의 금융자산별 평균 투자 비중 (1993~2001년)

연도	채권	대출	주식	기타
1993	50% (24)	18% (22)	22% (25)	11% (25)
1994	48% (26)	16% (22)	22% (26)	14% (26)
1995	49% (26)	14% (23)	22% (26)	14% (26)
1996	49% (27)	12% (24)	23% (27)	15% (27)
1997	47% (27)	11% (23)	26% (27)	15% (27)
1998	48% (27)	9% (24)	26% (27)	15% (27)
1999	46% (27)	8% (24)	31% (27)	14% (27)
2000	46% (27)	8% (22)	30% (27)	14% (27)
2001	48% (27)	8% (22)	28% (27)	14% (27)

a. 괄호 안의 수치는 대상 국가 수임. 계산 오차로 인하여 각 연도의 합계가 100%와 다를 수 있음

자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<표 III-4>는 OECD 국가의 보험회사 운용 자산 비중을 보여주고 있다. 평균 비중을 보면 OECD 국가의 보험회사는 평균적으로 채권 45%, 주식 24% 정도를 보유하고 있다. 장기 보험 계약을 유지해 가는 보험회사의 성격을 고려할 때, 안정적 수익을 주는 채권(특히 장기 채권)의 비중이 45%가 된다는 것은 일리가 있으나, 대표적 위험 자산인 주식의 비중도 24%나 된다는 것은 놀라운 일이다.

보유 비중의 표준편차는 국가별로 해당 자산의 보유에 어느 정도의 차이가 있는가를 보여준다. 채권의 표준편차는 14.38%로 주식의 표준편차 16.29%보다 작은 수준에 있다. 이는 보험회사의 채권 보유 비중이 국가별로 편차가 작지만, 주식의 보유 비중은 편차가 크다는 것을 의미한다. 즉, 국가마다 보험회사의 주식 보유는 채권 보유보다 편차가 크다는 것을 의미한다. 표준편차를 평균으로 나눈 상대적 편차를 보아도 채권은 0.32로 주식의 0.69보다 훨씬 작은 것으로 보아, 채권 보유는 국가별 안정성이 있지만 주식 보유에 있어서는 국가별 안정성이 크게 떨어진다고 평가할 수 있다. 다른 금융자산에 대한 비중들은 더 불안정한 값을 보이고 있지만, 보유 비중이 크지 않는 등 여러 가지 이유 때문에 큰 의미를

두기는 어려운 것으로 보인다.

<표 III-4> 보험회사 운용 자산 비중의 국제 비교^a (2001년 현재)

(단위: %)

국가	비금융 자산	현금과 예금	채권	대출	주식	기타
1. 호주	5.43	5.97	28.54	5.03	48.99	6.03
2. 오스트리아	6.67	3.86	31.89	15.85	7.49	34.23
3. 벨기에	2.45	3.07	49.80	8.78	33.13	2.77
4. 캐나다	4.85	1.42	44.57	14.01	19.10	16.05
5. 체코	9.62	10.61	52.47	0.23	9.43	17.64
6. 덴마크	0.75	1.46	56.94	0.92	33.02	6.91
7. 핀란드	0.00	1.75	48.22	2.52	47.64	0.01
8. 프랑스	0.00	1.56	48.71	4.77	42.49	2.48
9. 독일	2.61	2.27	33.72	49.52	11.46	0.44
10. 그리스	6.99	4.36	36.58	1.39	26.86	23.82
11. 헝가리	2.66	2.81	66.23	0.79	5.78	21.72
12. 아이슬란드	4.53	6.11	14.81	32.38	18.74	23.43
13. 이태리	2.82	2.63	63.68	0.47	15.31	15.11
14. 일본	0.00	5.52	54.33	26.81	10.15	3.19
15. 한국	0.00	7.24	46.15	23.98	4.48	18.15
16. 룩셈부르크	0.32	7.36	45.71	0.00	44.39	2.23
17. 멕시코	26.92	0.62	60.07	1.06	5.13	6.21
18. 네덜란드	0.00	4.79	31.11	29.01	29.46	5.63
19. 노르웨이	9.12	3.93	47.96	5.16	24.16	9.67
20. 폴란드	2.30	6.03	77.53	1.89	8.71	3.53
21. 포르투갈	4.86	8.23	57.16	1.49	8.37	19.89
22. 슬로바키아	10.63	35.80	31.32	0.20	5.53	16.53
23. 스페인	3.74	12.55	43.93	3.92	29.84	6.02
24. 스웨덴	3.80	2.26	41.99	3.72	48.15	0.07
25. 스위스	8.51	7.06	34.48	17.61	32.35	0.00
26. 터키	33.90	14.63	40.52	0.49	4.59	5.88
27. 영국	5.48	7.45	16.05	1.12	57.35	12.55
28. 미국	0.00	5.75	54.92	10.98	26.27	2.10
평균	5.68	6.32	44.98	9.43	23.51	10.08
표준편차	7.73	6.71	14.38	12.51	16.29	9.09
표준편차/평균(배)	1.36	1.06	0.32	1.33	0.69	0.90

a. 자료가 없는 국가는 제외하였고, 자료 미비로 합이 100%가 아닐 수 있음

자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<표 III-5>에 나타난 투자회사 운용 자산 비중도 채권과 주식에 집중되어 있다. 채권의 보유 비중은 약 46%로 보험회사와 유사하지만, 주식의 보유 비중은 약 35%로 보험회사의 경우보다 주식에 훨씬 많이 집중되어 있다고 하겠다. 표준편차는 채권 21.78%, 주식 21.44%로 비슷하지만, 표준편차를 평균으로 나눈 상대적 편차를 보면 채권(0.47)의 보유가 주식(0.62)보다 국가별로 더욱 안정적임을 알 수 있다.

연금 펀드의 보유 비중은 <표 III-6>에 나타난 바와 같이 보험회사와 투자회사의 중간쯤에 위치하고 있다. 채권의 보유 비중은 약 45%로 보험회사 및 투자회사와 매우 유사하지만, 주식의 보유 비중은 29%로 보험회사와 투자회사의 거의 중간 정도라고 할 수 있다. 표준편차로 볼 때, 주식(21.84%)이 채권(25.11%)보다 안정적인 듯 보이지만, 표준편차를 평균으로 나눈 상대적 편차를 보면 채권의 보유가 국가별로 더욱 안정적이라고 할 수 있다.

<표 III-5> 투자회사 운용 자산 비중의 국제 비교^a (2001년 현재)

(단위: %)

국가	비금융 자산	현금과 예금	채권	대출	주식	기타
1. 호주	25.06	5.00	6.43	3.45	58.96	1.11
2. 오스트리아	0.00	3.64	58.72	0.00	18.91	18.73
3. 벨기에	0.00	21.85	34.26	1.55	41.36	0.98
4. 캐나다	0.00	2.28	32.09	1.08	25.09	39.46
5. 체코	0.86	16.99	48.65	0.06	22.06	11.39
6. 덴마크	0.00	2.36	47.77	0.21	48.50	1.16
7. 핀란드	0.00	4.22	29.81	0.00	65.89	0.09
8. 프랑스	0.00	6.00	45.86	0.14	43.33	4.67
9. 독일	6.97	7.07	46.06	0.05	38.15	1.69
10. 그리스	0.00	44.55	29.05	0.00	25.10	1.29
11. 헝가리	1.06	12.86	77.44	0.00	6.49	2.15
12. 아이슬란드	0.23	4.84	72.00	0.00	22.92	0.00
13. 이태리	0.00	4.05	59.66	0.00	31.94	5.22
14. 일본	0.00	1.66	54.95	16.74	24.31	2.34
15. 한국	0.00	7.24	64.71	6.71	8.12	13.22
16. 멕시코	0.73	0.00	89.07	0.00	10.08	0.12
17. 네덜란드	0.00	3.24	10.98	1.93	52.28	31.57
18. 노르웨이	0.00	2.81	39.46	0.00	56.16	1.57
19. 폴란드	0.00	8.45	62.16	0.00	9.99	19.39
20. 포르투갈	0.00	12.62	64.77	0.00	13.50	9.10
21. 슬로바키아	0.00	21.31	29.13	0.00	36.84	0.04
22. 스페인	0.00	23.27	54.23	0.00	21.14	1.36
23. 스웨덴	0.00	4.61	17.74	1.68	75.41	0.56
24. 스위스	9.02	7.38	32.13	0.00	50.16	1.31
25. 터키	1.40	0.23	79.19	0.00	6.56	0.00
26. 영국	0.89	3.55	10.69	0.00	82.72	2.14
27. 미국	0.00	5.28	43.47	4.58	44.70	1.96
평균	1.71	8.79	45.94	1.41	34.84	6.39
표준편차	5.13	9.68	21.78	3.48	21.44	10.09
표준편차/평균(배)	3.00	1.10	0.47	2.46	0.62	1.58

a. 자료가 없는 국가는 제외하였고, 자료 미비로 합이 100%가 아닐 수 있음
 자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<표 III-6> 연금 펀드 운용 자산 비중의 국제 비교^a (2001년 현재)

(단위: %)

국가	비금융 자산	현금과 예금	채권	대출	주식	기타
1. 호주	4.13	7.01	11.16	3.05	47.48	27.17
2. 오스트리아	0.43	2.04	1.39	0.48	0.73	94.92
3. 벨기에	0.52	4.18	16.35	0.11	77.81	1.05
4. 캐나다	0.00	0.40	40.72	2.89	28.18	27.81
5. 체코	1.88	3.83	81.57	0.00	6.74	5.98
6. 덴마크	0.03	1.28	49.23	1.58	45.56	2.32
7. 핀란드	0.00	8.78	22.02	23.92	45.31	0.00
8. 독일	4.94	1.92	54.55	38.45	0.09	0.05
9. 헝가리	0.37	1.41	84.35	0.02	13.84	0.01
10. 아이슬란드	0.16	1.74	47.31	22.79	26.96	1.03
11. 이태리	32.48	20.01	29.12	0.00	8.42	9.96
12. 일본	0.00	4.81	62.47	2.99	27.66	2.07
13. 한국	0.00	7.26	54.21	21.66	4.38	12.48
14. 멕시코	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00
15. 네덜란드	0.00	1.53	34.74	8.81	49.54	5.38
16. 노르웨이	4.50	5.93	53.87	4.38	27.95	3.37
17. 폴란드	3.00	3.42	66.00	0.00	27.58	0.00
18. 포르투갈	5.87	10.45	50.38	0.00	19.96	13.33
19. 스페인	0.25	15.98	50.94	0.56	21.02	11.26
20. 스웨덴	4.62	1.16	46.12	12.56	35.54	0.00
21. 영국	4.10	3.16	13.89	0.00	60.87	17.99
22. 미국	1.73	3.67	22.67	1.75	58.78	11.28
평균	3.14	5.00	45.14	6.64	28.84	11.25
표준편차	6.86	5.06	25.11	10.60	21.84	20.51
표준편차/평균(배)	2.19	1.0	0.56	1.60	0.76	1.82

a. 자료가 없는 국가는 제외하였고, 자료 미비로 합이 100%가 아닐 수 있음

자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

2. 자본시장 중심국과 은행 중심국의 기관투자자 비교: 미국과 영국 vs. 독일과 프랑스

선진국이라 할지라도 금융의 중심축이 자본시장이나 아니면 은행이냐에 따라 기관투자자의 행동은 달라질 수 있다. 앞서서도 언급한 바와 같이 자본시장 중심의 금융 환경을 가지고 있는 나라에서 기관투자자의 중요성이 더욱 강조될 수 있기 때문이다. 여기서는 자본시장 중심 국가와 은행 중심 국가의 기관투자자 유형별 자산 보유 행태를 비교 분석하여 개략적인 특징을 밝히고자 한다. 자본시장 중심 국가와 은행 중심 국가에 대한 일반적인 정의는 없지만, 여기서는 Allen and Gale(2001)의 기준을 사용한다. 그들에 의하면 미국과 영국이 자본시장 중심 국가에 해당하고, 독일과 프랑스는 은행 중심 국가로 분류되고 있다. 본 연구의 대상이 되는 나라 중의 하나인 일본은 중간적인 성격을 가진 나라로 분류된다.

가. 자본시장 중심 국가: 미국과 영국

<표 III-7>은 미국 기관투자자의 금융자산별 투자 금액과 비중을 보여주고 있다. 미국의 경우 기관투자자의 투자는 거의 대부분이 금융자산에 집중되어 있고 비금융자산은 큰 의미를 가지지 못 하는데, 이러한 현상은 1992년과 2001년에 공통적으로 나타나고 있다. 전체적으로 기관투자자 자산 규모는 대상 기간 9년간 \$8조360억에서 \$19조2,580억으로 성장하여 약 140%의 성장을 거둔 것으로 나타났다.

자산의 변화를 기관투자자별로 살펴보면 투자회사의 비중이 20%에서 34%로 크게 증가하였다는 것이 첫 번째 특징이다. 상대적으로 보험회사, 연금 펀드, 기타 부문의 비중은 줄어들었다. 투자회사의 비중 급증은

1990년대의 미국 주식시장 호황과 기업연금(특히 DC 플랜)의 확대에 그 원인이 있다. 미국 주식시장의 호황 때문에 DC 플랜의 뮤추얼 펀드 투자가 놀라울 정도로 크게 확대되었다. 이에 투자회사의 상대적 규모뿐만 아니라 절대적 규모도 급격하게 증가되었다. 이는 결국 미국 뮤추얼 펀드 산업이 전 세계 펀드 시장을 이끌어가는 주도적 역할을 하게 된 계기가 되었다.²⁶⁾ 보험회사와 기타 부문도 절대적 규모는 크게 성장하였지만 상대적으로 투자회사의 성장에는 미치지 못하였다. 물론 연금 펀드 부문도 크게 성장하였지만 2000년 이후의 주식시장 침체로 인해 비중은 감소된 것으로 나타났다.

1992년과 2001년 각 금융자산의 투자 비중을 살펴보면 주식 보유 비중의 급증을 알 수 있는데, 이것이 두 번째 특징이다. 1992년에는 \$2조 4,380억으로 전체 금융자산 중 30%를 차지하던 주식의 비중이 2001년에는 44%인 \$8조 4,940억으로 크게 증가하였다. 이는 2000년과 2001년의 주식시장 침체를 반영한 것이기 때문에 2003년 현재는 주식 비중이 이보다 더 클 것이다. 이에 따라 다른 모든 부문의 비중은 상대적으로 감소하게 되었다. 각 기관투자자별로 주식 부문의 비중을 보면, 보험회사, 투자회사, 연금 펀드, 기타 부문은 각각 1992년 12%, 26%, 47%, 28%에서 2001년에는 26%, 45%, 60%, 30%로 크게 성장하였다. 이 중 투자회사 주식 비중의 성장이 가장 두드러져서, 1990년대의 미국 주식시장 호황과 기업연금(특히 DC 플랜)의 확대를 실감할 수 있다. 연금 펀드는 2001년 현재 주식의 비중 측면에서 60%를 차지하여 다른 기관투자자보다 훨씬 더 많이 주식을 보유하고 있다. 기관투자자들(보험회사, 투자회사, 연금 펀드, 기타)의 평균 주식 보유 비중은 40.25%(1992년 28.25%)로 평균 채권 비중인 33%(1992년 44.5%)를 앞지르게 되었다.

<표 III-8>에 나타난 영국의 경우는 미국과 달리 1992년과 2001년의

26) 2003년 말 현재 미국 뮤추얼 펀드의 규모는 약 \$7.4조로 전 세계 펀드의 50% 정도를 차지하고 있다.

통계에 있어서 급격한 변화가 있었다고 하기는 어렵다. 전체 기관투자자의 금융자산 규모는 1992년 £7,984억에서 2001에는 £1조8,914억으로 증가하였다. 이는 137%의 성장으로 미국의 140% 성장과 크게 다르지 않다. 하지만 미국과 같이 기관투자자 주식 비중의 급격한 성장을 관찰할 수는 없다. 오히려 기관투자자의 주식 비중은 3% 포인트 감소하였다. 이는 뿌리 깊은 전통을 가진 영국의 금융산업 특성과, 이미 오래 전부터 주식을 선호하던 경향이 계속 유지되었기 때문으로 해석된다.

2001년 현재 영국 기관투자자 금융자산의 특징도 크게는 주식의 보유 비중이 높다는 것이라고 할 수 있다. 그들의 주식 보유 비중은 1992년 68%, 2001년 65%로 미국보다도 훨씬 높다. 여기에는 지난 몇 십년간 꾸준히 성장하였던 영국 주식시장의 역할이 크게 작용하였을 것으로 생각된다. 또한 전통적으로 해외 주식의 투자에 큰 관심을 보였던 것도 하나의 원인이 될 수 있다.

나. 은행 중심 국가: 독일과 프랑스

<표 III-9>는 가장 대표적인 은행 중심 국가로 분류되고 있는 독일의 기관투자자 금융자산 상황을 보여주고 있다. 1992년에서 2001년의 9년 동안 금융자산 규모는 €5,309억에서 €1조6,775억으로 성장하여 약 216%의 성장률을 보여주었는데, 이는 미국이나 영국보다 상당히 높은 성장률이다. 기관투자자들의 비금융자산 보유 규모는 미국과 영국처럼 매우 미미한 수준이다.

지난 9년간의 독일 기관투자자 자산의 첫 번째 변화는 보험회사와 투자회사의 비중 변화다. 보험회사의 비중이 69%에서 50%로 19% 포인트 정도 감소한데 비해, 투자회사는 22%에서 46%로 크게 증가하였다. 이는 그동안 보험회사에 크게 뒤지던 독일의 펀드 산업이 크게 확장되

있음을 의미한다.

두 번째 특징은 전체 기관투자자의 주식 비중이 11%에서 24%로 13% 포인트나 증가하였다는 것이다. 은행 중심 국가인 독일도 1990년대의 전 세계적인 주식시장 호황에 따라 주식과 투자회사의 비중이 크게 증가하였을 것으로 추정된다. 하지만 아직도 채권과 대출의 비중이 매우 높다는 것은 은행 중심 국가의 선두에 있는 독일에서 기관투자자의 입지를 반영한다고 할 수 있다.

<표 III-10>에 나타난 프랑스 기관투자자의 금융자산도 1992년 €6,720억에서 2001년 €1조9,305억으로 187% 증가하였다. 비금융자산의 규모는 거의 없으며, 연금 펀드는 부과 방식으로 운영되기 때문에 OECD에 금융자산 보고가 이루어지지 않은 것으로 보인다. 지난 9년간의 프랑스 기관투자자 자산의 변화는 보험회사와 투자회사의 비중에 있어서 역전이 발생하였다는 것이다. 투자회사의 비중이 56%(€3,960억)에서 48%(€9,202억)로 감소된 것에 비해, 보험회사의 비중은 44%(€3,050억)에서 52%(€1조103억)로 증가되어 다른 나라의 경우와는 매우 대조적이다. 2001년 현재 기관투자자 전체의 주식 보유 비중이 43%로 나타나 독일보다 상당히 높은 편이지만, 채권의 비중이 47%로 가장 높은 상태다. 독일과 다른 것은 대출의 비중이 미미하다는 것이다. 하지만 적립식으로 운영되는 연금 펀드가 없기 때문에 프랑스의 경우는 다른 나라와 직접적으로 비교하기 어려운 측면이 있다.

다. 자본시장 중심 국가와 은행 중심 국가의 비교

<표 III-11>은 앞에서 제시된 통계를 국가별 비교를 위해 정리한 것으로 이를 통해 자본시장 중심 국가와 은행 중심 국가의 차이를 살펴보고자 한다. 2001년 현재 미국, 영국으로 대별되는 자본시장 중심 국가와 독

일, 프랑스로 대별되는 은행 중심 국가간의 뚜렷한 차이는 주식과 채권의 보유 비중에서 나타나고 있다. 자본시장 중심국인 미국과 영국의 평균 주식 보유 비중은 54.5%로 비교적 높지만, 은행 중심국인 독일과 프랑스는 33.5%로 상대적으로 낮은 편이다. 채권에 있어서는 은행 중심국의 평균 채권 비중은 44.5%로 높지만, 자본시장 중심국은 25%로 비교적 낮은 편이다. 기업의 필요 자금을 주로 주식시장을 통해 조달하는 자본시장 중심국에서 기관투자자의 금융자산 중 주식 비중이 높다는 것은 매우 당연한 결과라고 생각된다. 은행 중심국에서는 주식시장의 역할이 상대적으로 약하기 때문에 비교적 확실한 수익을 보장하는 금융자산인 채권 쪽으로 기관투자자의 수요가 집중된다고 할 수 있다.

<표 III-7> 미국 기관투자자의 금융자산별 투자^a

(단위: \$10억)

	1992년					2001년				
	보험회사	투자회사	연금 펀드	기타	합계	보험회사	투자회사	연금 펀드	기타	합계
비금융자산			35		35			112		112
금융자산	2,185	1,626	3,012	1,213	8,036	4,088	6,597	6,351	2,222	19,258
현금과 예금	36 (2%) <13%>	52 (3%) <19%>	135 (4%) <49%>	53 (4%) <19%>	276 [3%]	235 (6%) <25%>	348 (5%) <37%>	237 (4%) <26%>	109 (5%) <12%>	929 [5%]
채권	1,374 (63%) <38%>	1,045 (64%) <29%>	938 (31%) <26%>	245 (20%) <7%>	3,602 [45%]	2,245 (55%) <33%>	2,868 (43%) <42%>	1,465 (23%) <21%>	254 (11%) <4%>	6,832 [35%]
대출	402 (18%) <39%>	88 (5%) <8%>	83 (3%) <8%>	465 (38%) <45%>	1,038 [13%]	449 (11%) <26%>	302 (5%) <17%>	113 (2%) <7%>	863 (39%) <50%>	1,727 [9%]
주식	267 (12%) <11%>	425 (26%) <17%>	1,401 (47%) <57%>	345 (28%) <14%>	2,438 [30%]	1,074 (26%) <13%>	2,949 (45%) <35%>	3,799 (60%) <45%>	672 (30%) <8%>	8,494 [44%]
기타	107 (5%) <16%>	16 (1%) <2%>	453 (15%) <66%>	106 (9%) <16%>	682 [8%]	86 (2%) <7%>	129 (2%) <10%>	729 (11%) <57%>	324 (15%) <26%>	1,268 [7%]
합 계	2,185 <27%>	1,626 <20%>	3,047 <38%>	1,213 <15%>	8,071	4,088 <21%>	6,597 <34%>	6,463 <33%>	2,222 <11%>	19,370

a. (): 각 기관 금융자산 대비 비중, < >: 전체 기관의 해당 금융자산 대비 비중, []: 전체 금융자산 대비 비중
 자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<표 III-8> 영국 기관투자자의 금융자산별 투자^a

(단위: £100만)

	1992년					2001년				
	보험회사	투자회사	연금 펀드	기타	합계	보험회사	투자회사	연금 펀드	기타	합계
비금융자산	33,452	1,450	21,421	-	56,323	55,719	2,453	28,096	-	86,268
금융자산	341,932	91,103	365,357	-	798,392	961,676	271,972	657,780	-	1,891,428
현금과 예금	24,535 (7%) <60%>	2,791 (3%) <7%>	13,300 (4%) <33%>	-	40,626 [5%]	75,836 (8%) <71%>	9,754 (4%) <9%>	21,651 (3%) <20%>	-	107,241 [6%]
채권	72,952 (21%) <64%>	5,281 (6%) <5%>	36,292 (10%) <32%>	-	114,525 [14%]	163,280 (17%) <57%>	29,333 (11%) <10%>	95,254 (14%) <33%>	-	287,867 [15%]
대출	9,492 (3%) <97%>	-	244 (0%) <3%>	-	9,736 [1%]	11,396 (1%) <100%>	-	3 (0%) <0%>	-	11,399 [1%]
주식	190,479 (56%) <35%>	81,568 (90%) <15%>	273,280 (75%) <50%>	-	545,327 [68%]	583,440 (61%) <48%>	227,006 (83%) <18%>	417,469 (63%) <34%>	-	1,227,915 [65%]
기타	44,474 (13%) <50%>	1,463 (2%) <2%>	42,241 (12%) <48%>	-	88,178 [11%]	127,724 (13%) <50%>	5,879 (2%) <2%>	123,403 (19%) <48%>	-	257,006 [14%]
합 계	375,384 <44%>	92,553 <11%>	386,778 <45%>	-	854,715	1,017,395 <51%>	274,425 <14%>	685,876 <35%>	-	1,977,696

a. (): 각 기관 금융자산 대비 비중, < >: 전체 기관의 해당 금융자산 대비 비중, []: 전체 금융자산 대비 비중
 자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<표 III-9> 독일 기관투자자의 금융자산별 투자^a

(단위: DM100만)

	1992년					2001년				
	보험회사	투자회사	연금 펀드	기타	합계	보험회사	투자회사	연금 펀드	기타	합계
비금융자산	22,958	-	3,233	-	26,191	22,874	56,526	3,570	-	82,970
금융자산	359,600	124,593	46,743	-	530,936	854,911	753,945	68,684	-	1,677,540
현금과 예금	6,530 (2%) <32%>	13,471 (11%) <65%>	692 (1%) <3%>	-	20,693 [4%]	19,913 (2%) <25%>	57,338 (8%) <73%>	1,384 (2%) <2%>	-	78,635 [5%]
채권	109,556 (30%) <48%>	97,849 (79%) <42%>	23,118 (49%) <10%>	-	230,523 [43%]	295,955 (35%) <42%>	373,308 (50%) <53%>	39,416 (57%) <6%>	-	708,679 [42%]
대출	215,141 (60%) <91%>	-	22,463 (48%) <9%>	-	237,604 [45%]	434,642 (51%) <94%>	397 (0%) <0%>	27,784 (40%) <6%>	-	462,823 [28%]
주식	24,488 (7%) <44%>	31,274 (25%) <56%>	88 (0%) <0%>	-	55,850 [11%]	100,567 (12%) <25%>	309,218 (41%) <75%>	63 (0%) <0%>	-	409,848 [24%]
기타	3,521 (1%) <90%>	-	382 (1%) <10%>	-	3,903 [1%]	3,834 (0%) <22%>	13,685 (2%) <78%>	37 (0%) <0%>	-	17,556 [1%]
합 계	382,558 <69%>	124,593 <22%>	49,976 <9%>	-	557,127	877,785 <50%>	810,471 <46%>	72,254 <4%>	-	1,760,510

a. (): 각 기관 금융자산 대비 비중, < >: 전체 기관의 해당 금융자산 대비 비중, []: 전체 금융자산 대비 비중
 자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<표 III-10> 프랑스 기관투자자의 금융자산별 투자^a

(단위: FF100만)

	1992년					2001년				
	보험회사	투자회사	연금 펀드	기타	합계	보험회사	투자회사	연금 펀드	기타	합계
비금융자산	28,934	-	-	-	28,934	-	-	-	-	-
금융자산	276,053	396,024	-	-	672,077	1,010,272	920,213	-	-	1,930,485
현금과 예금	5,230 (2%) <41%>	7,647 (2%) <59%>	-	-	12,877 [2%]	15,754 (2%) <22%>	55,217 (6%) <78%>	-	-	70,971 [4%]
채권	170,476 (62%) <39%>	270,009 (68%) <61%>	-	-	440,485 [66%]	492,062 (49%) <54%>	421,973 (46%) <46%>	-	-	914,035 [47%]
대출	663 (0%) <1%>	52,314 (13%) <99%>	-	-	52,977 [8%]	48,218 (5%) <97%>	1,265 (0%) <3%>	-	-	49,483 [3%]
주식	72,199 (26%) <58%>	52,906 (13%) <42%>	-	-	125,105 [19%]	429,227 (42%) <52%>	398,748 (43%) <48%>	-	-	827,975 [43%]
기타	27,486 (10%) <68%>	13,149 (3%) <32%>	-	-	40,635 [6%]	25,011 (2%) <37%>	43,011 (5%) <63%>	-	-	68,022 [4%]
합 계	304,987 <44%>	396,024 <56%>	-	-	701,011	1,010,272 <52%>	920,213 <48%>	-	-	1,930,485

a. (): 각 기관 금융자산 대비 비중, < >: 전체 기관의 해당 금융자산 대비 비중, []: 전체 금융자산 대비 비중
 자료: OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2003

<표 III-11> 주요국 기관투자자 금융자산의 비교: 미국, 영국, 독일, 프랑스 (2001년 현재)

금융자산	자본시장 중심국					은행 중심국					전체 평균 비중
	미국	비중	영국	비중	평균 비중	독일	비중	프랑스	비중	평균 비중	
현금과 예금	\$9,290억	5%	£ 1,072억	6%	5.5%	€ 786억	5%	€ 710억	4%	4.5%	5%
채권	\$6조8,320억	35%	£ 2,879억	15%	25%	€ 7,087억	42%	€ 9,140억	47%	44.5%	34.8%
대출	\$1조7,270억	9%	£ 114억	1%	5%	€ 4,628억	28%	€ 495억	3%	15.5%	10.3%
주식	\$8조4,940억	44%	£ 1조2,279억	65%	54.5%	€ 4,098억	24%	€ 8,280억	43%	33.5%	44%
기타	\$1조2,680억	7%	£ 2,570억	14%	10.5%	€ 176억	1%	€ 680억	4%	2.5%	6.5%
합계	\$19조2,580억	100%	£ 1조8,914억	100%	100%	€ 1조6,775억	100%	€ 1조9,305억	100%	100%	100%

IV. 한국, 일본, 중국의 주식시장과 투자자 현황

1. 한국의 주식시장
2. 일본의 주식시장
3. 대만의 주식시장
4. 중국의 주식시장
5. 한·일·중 주식시장과 투자자 현황 비교

IV. 한·일·중 주식시장과 투자자 현황

1. 한국의 주식시장

가. 주식시장 현황

1956년에 개장된 이래 수년간 국채 거래 위주의 양상을 보이던 증권 시장은 1961년 들어 주식시장 위주로 변화하였다. 1970년대에 들어서는 정부의 강력한 기업공개정책에 따라 상장회사 수 및 상장자본금이 큰 폭으로 증가하면서 증시규모가 확대되기 시작해, 2002년 말 현재 한국 주식시장은 규모면에서 세계 10위권에 육박하고 있다. 최근 우리나라의 주식시장 현황은 <표 IV-1>과 같다.

<표 IV-1> 한국증권거래소 현황

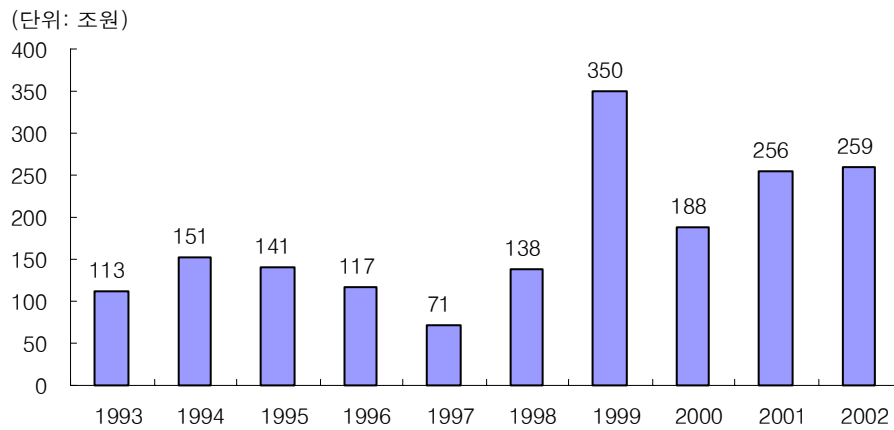
	2000	2001	2002
상장기업 수	704	689	683
시가총액(조원)	188.0	255.9	258.7
연 거래량(백만주)	73,785	116,417	209,168
일평균 거래량(백만주)	306	473	857
연 거래대금(조원)	627.1	491.4	742.2
일평균 거래대금(조원)	2.6	2.0	3.0
매매 회전율(배)	3.87	6.00	8.81
시가총액 회전율(배)	2.33	2.21	2.49
PER(배)	15.3	22.3	15.6

자료: 한국증권거래소, 주식통계

우리나라 증권시장의 시가총액은 1971년 처음으로 1천억원대에 진입했으며 1976년에는 1조원대, 1993년에 100조원대를 돌파하는 등 성장을 계속하였다. 1997년의 외환 위기를 겪으면서 71조원 수준으로 크게 감소

하였으나 1999년에는 약 350조원으로 괄목할 만한 성장을 이루었다. 우리나라의 증권거래소 시가총액과 주요국 거래소의 시가총액을 비교해 보면 2002년 말 뉴욕증권거래소가 \$9조로 세계 최대 규모의 증시이며 일본의 동경증권거래소가 \$2.07조로 2위, 나스닥이 약 \$2조로 3위를 기록하고 있다. 우리나라는 시가총액이 \$2,160억으로 \$2,610억인 대만에 이어 14위를 기록하고 있다.

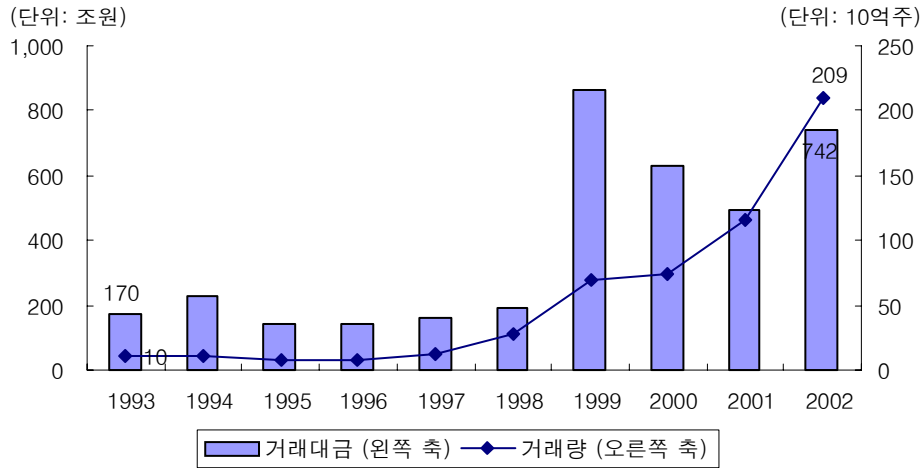
<그림 IV-1> 한국증권거래소 시가총액 추이



자료: 한국증권거래소, 주식통계

2002년 현재 한국증권거래소에서의 연간 총 거래금액과 총 거래량은 각각 742.2조원과 2,092억 주를 기록하였고, 일일 평균 거래금액과 거래량은 각각 3조420억원, 8억5,700만주를 기록하고 있다. 개장 이래 최고치를 기록했던 1999년에는 못 미치는 수치이지만 2001년에 비해 거래금액은 52.3% 증가하였고, 거래량은 81.1%가 증가하였다.

<그림 IV-2> 한국증권거래소 거래대금 및 거래량 추이

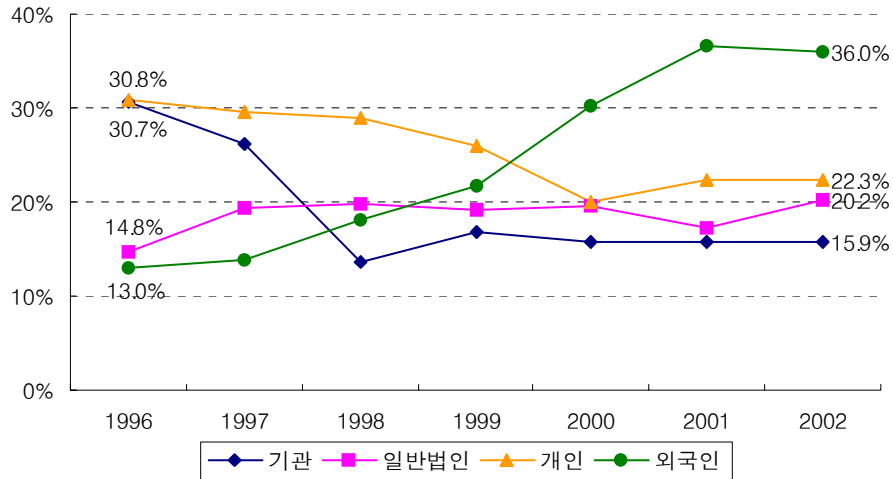


자료: 한국증권거래소, 『주식』, 각호

나. 투자자별 주식 보유 비중

우리나라의 경우 지난 몇 년간 외국인의 주식 보유 비중은 꾸준히 확대되고 있지만 대조적으로 기관과 개인의 주식 보유 비중은 감소하고 있다. 1996년에서부터 2002년까지의 주식 보유 비중을 살펴보면 <그림 IV-3>과 같다. 외국인의 보유 비중은 1996년에 13.0%이던 것이 2002년에는 36.0%로 꾸준히 증가하고 있다. 반면, 기관은 1996년의 30.7%에서 2002년에는 15.9%로 크게 감소하여 대조적인 추세를 보이고 있다. 기관 외에 개인도 같은 기간에 30.8%에서 22.3%로 보유 비중이 줄어들고 있다. 기관 중에서는 은행이 1996년에 10.6%에서 2002년에는 5.5%로 감소하였고, 보험은 7.0%에서 2.3%로, 연기금도 4.9%에서 0.7%로 감소세가 두드러졌다.

<그림 IV-3> 한국증권거래소 투자 주체별 주식 보유 비중 추이^a



a. 시가총액 기준
 자료: 한국증권거래소, 『주식』, 각호

주요국과 비교를 하면 영국의 경우 기관의 비중이 49%로서 가장 높은 비중을 차지하고 있고, 미국과 일본도 각각 46.7%, 40.1%로 우리나라에 비해 기관의 비중이 매우 높게 나타나고 있다. 반면, 외국인의 비중은 한국이 36%로 가장 높게 나타나고 있고 영국과 프랑스도 각각 35%와 30%에 달하고 있다.

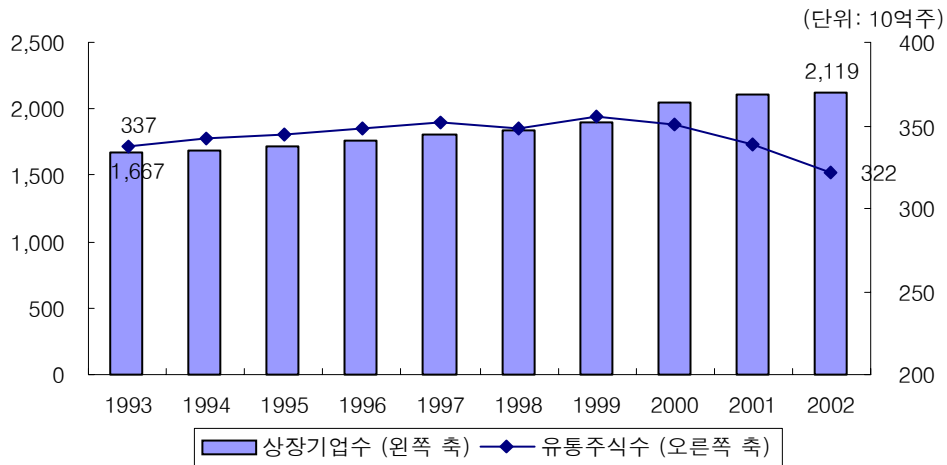
2. 일본의 주식시장

가. 주식시장 현황

동경증권거래소의 상장기업 수는 계속 증가하는 추세에 있다. 지속적인 주식시장의 침체에도 불구하고 신규 상장기업의 수는 점차 증가하는

데 비해 퇴출되는 기업 수가 적기 때문에 상장기업 수가 지속적으로 증가하고 있다. 상장 주식 수는 1997년 이후 완만하지만 감소 추세에 있어 1993년 3,370억 주에서 2002년 3,220억 주로 감소하였다.

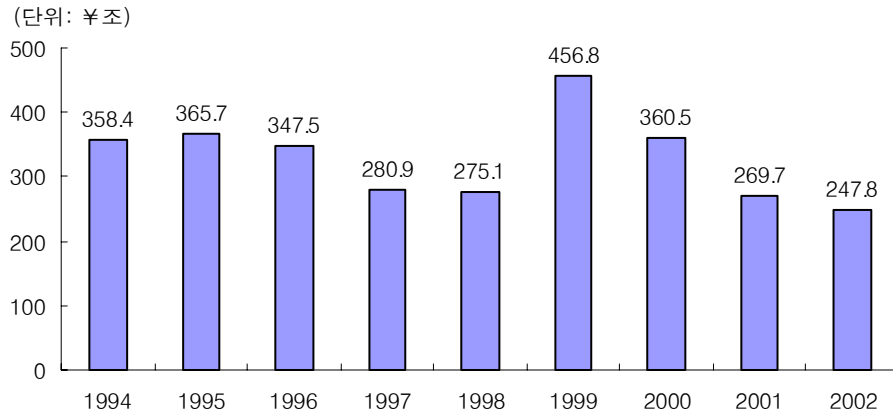
<그림 IV-4> 동경증권거래소의 상장 주식 수와 상장기업 수



자료: 동경증권거래소, 『Fact book』, 2003

동경증권거래소의 시가총액은 1994~2002년 기간 동안 감소 추세에 있다. 시가총액이 감소하는 주 요인은 주식시장의 장기간 침체 때문이라고 볼 수 있다. 구체적으로 살펴보면 1994년 시가총액이 ¥358.4조이었지만 점차 줄어들어 1998년 ¥275.1조까지 감소하였다. 1999년 인터넷 주식의 폭발적인 상승에 힘입어 1999년 시가총액은 ¥456.8조로 급상승하였다. 하지만 세계적인 주식시장 침체와 일본의 침체된 경제로 인해 주식시장의 시가총액도 계속 감소하였다. 2002년 시가총액은 ¥247.8조로 지난 9년간의 시가총액 중 가장 작은 규모이다.

<그림 IV-5> 동경증권거래소의 시가총액



자료: 동경증권거래소, 『Fact book』, 2003

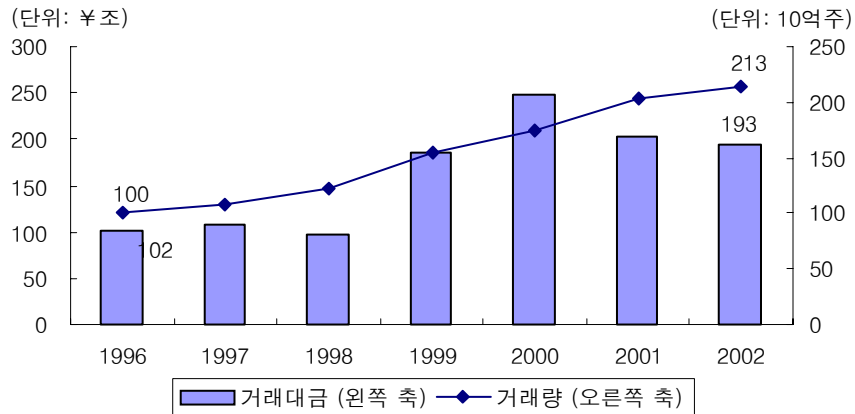
동경증권거래소의 경우 1996년 총 거래량이 1,002억 주에서 2002년 2,131억 주로 꾸준히 상승하고 있고 2002년 일 평균 거래량은 8억6,600만 주 정도에 달한다. 거래대금은 연도별 변동이 심한 편이다. 1996년 ¥101.9조에서 1998년 ¥97.4조로 감소하였다가 다시 큰 폭으로 상승하여 2000년 ¥248.6조에 이르렀지만, 다시 감소하여 2002년 ¥193.3조 수준이다. 2002년 일 거래대금은 ¥8,850억이다. 거래량 기준으로 매매 회전율은 64.7%이고 거래대금 기준으로 매매 회전율은 71% 정도로 꾸준한 증가세를 보이고 있다.

나. 투자자별 주식 보유 비중

지난 몇 년간 일본의 소유 구조에 큰 변화는 눈에 띄지 않는다. <그림 IV-7>에 의하면, 2002년에 비중이 다소 줄어들긴 했지만, 일본의 경우도 다른 나라와 마찬가지로 외국인투자자의 비중이 점차 증가하는 추

세임을 알 수 있다. 기관투자자는 1996년 이후로 계속해서 가장 높은 주식 보유 비중을 보여 2002년에는 40%를 차지하고 있다. 개인의 주식 보유 비중도 큰 변동 없이 2002년에 20% 정도를 유지하고 있다.

<그림 IV-6> 동경증권거래소의 거래량과 거래대금

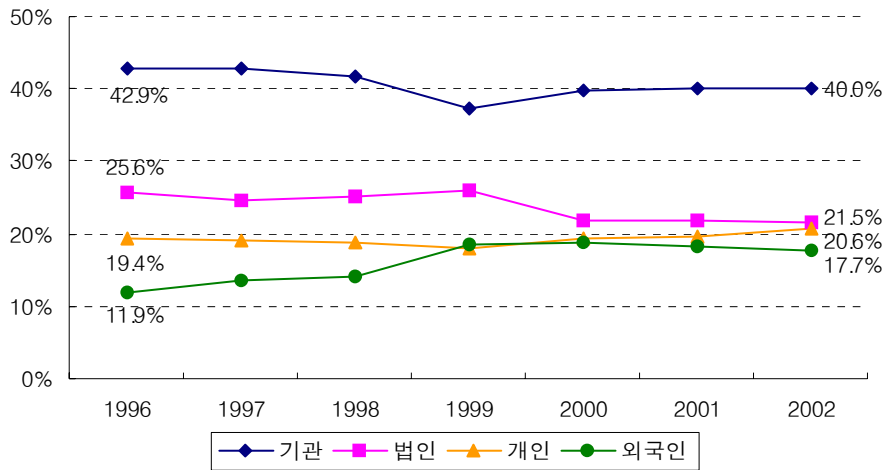


자료: 동경증권거래소, 『Fact book』, 2003

<그림 IV-8>은 투자자 유형별 거래대금 비중을 나타내고 있다. 브로커의 자기매매와 외국인의 거래 비중이 가장 두드러진다. 브로커의 자기매매는 1999년 27.6%에서 2002년 35.8%로 꾸준한 증가세를 보여 왔다. 외국인의 거래 비중은 약 27.9%에서 2002년 31.7%로 완만한 증가추세에 있다. 그 다음으로 높은 비중을 차지하는 것은 개인으로, 개인의 거래대금 비중은 1999년 약 21% 정도에서 줄곧 감소해 2001년 12%까지 감소하였다가 2002년 14.8% 정도까지 다시 상승하였다. 은행의 거래대금 비중은 1999년 13.5% 정도에서 2000년 15.7%까지 증가하였다가, 다시 감소하기 시작하여 2002년 11.1% 정도에 머물러 있다. 하지만 타국과 비교해 은행의 거래대금은 상당히 높은 수준이라고 할 수 있다. 투신과 보험회

사의 거래 비중은 매우 미비하다. 두 기관을 합하여 볼 때 거래대금 비중은 1999년 3.9%에서 2002년 2.5%로 계속 감소하는 추세에 있다. 법인의 경우 2~3% 수준을 유지하고 있는 데 불과하다.

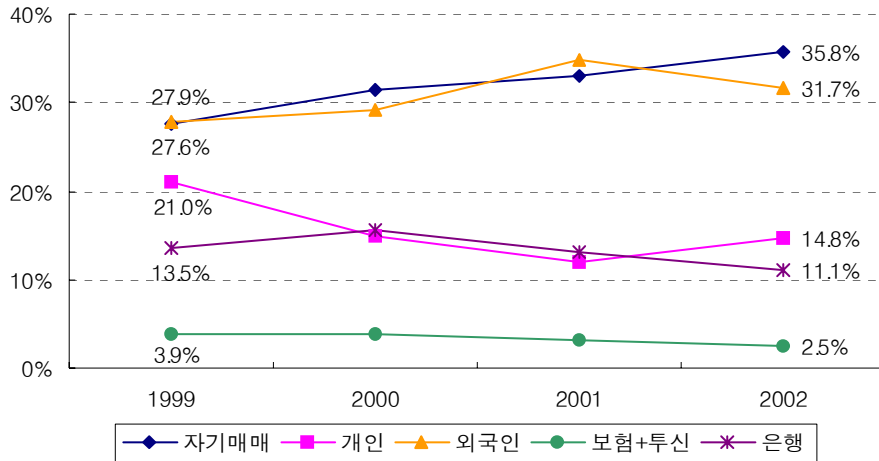
<그림 IV-7> 동경증권거래소 투자 주체별 주식 보유 비중 추이^a



a. 시가총액 기준

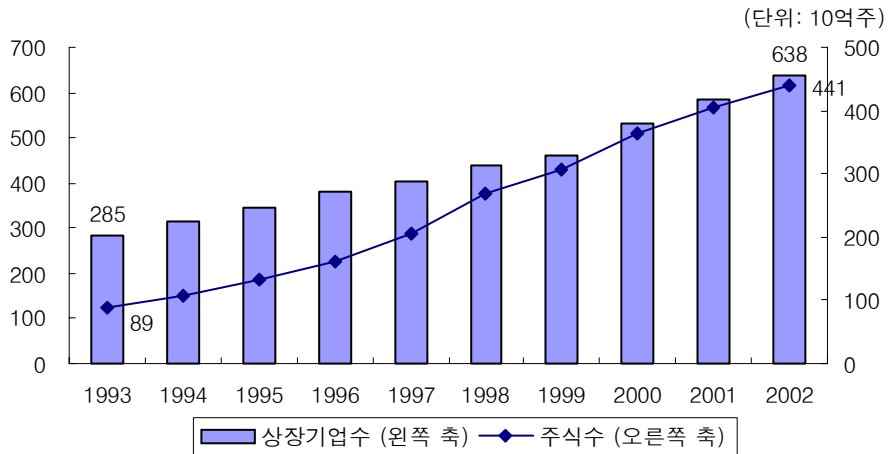
자료: 동경증권거래소, 2002 shareownership survey

<그림 IV-8> 동경증권거래소 투자자 유형별 거래대금 비중



자료: 동경증권거래소, 『Fact book』, 2003

<그림 IV-9> 동경증권거래소 상장기업 수와 발행주식 수



자료: 동경증권거래소, 『Fact book』, 2003

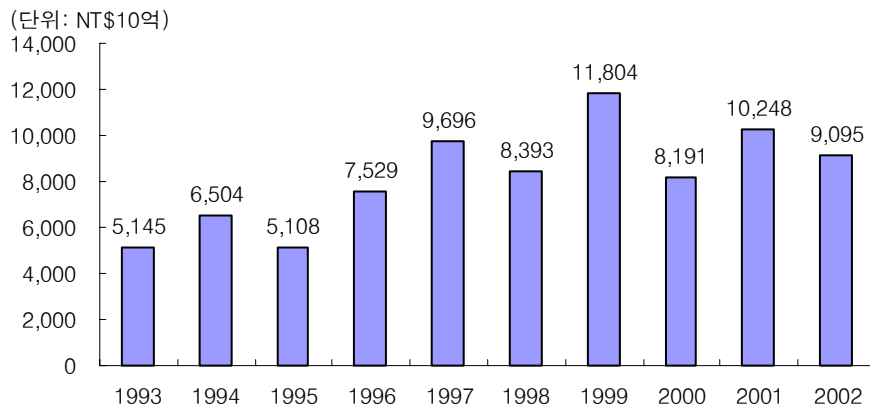
3. 대만의 자본시장

가. 주식시장 현황

대만증권거래소에 상장된 회사는 1980년 약 100개였지만, 1990년의 경우 약 2배로 증가하여 상장회사는 199개가 되었다. 그 이후 해마다 꾸준히 증가하여 2002년 638개로 증가하였다. 발행 주식 수는 1993년 약 891억 주에서 줄곧 상승하여 2002년 4,410억 주로 크게 증가하였다.

<그림 IV-10>을 보면 대만증권거래소의 시가총액은 1993년 이후 1999년까지 증가 추세에 있다. 시가총액은 1993년 NT\$5조1,450억에서 1999년 NT\$11조8,040억 정도로 100% 이상의 증가세를 보였으나, 그 이후 감소하여 2002년 NT\$9조950억으로 감소하였다. 1999년 이후 상장회사와 발행 주식의 수가 늘어났음에도 불구하고 시가총액이 감소한 것은 주식시장의 침체로 인한 주가 하락을 반영하는 것으로 보인다.

<그림 IV-10> 대만증권거래소의 시가총액

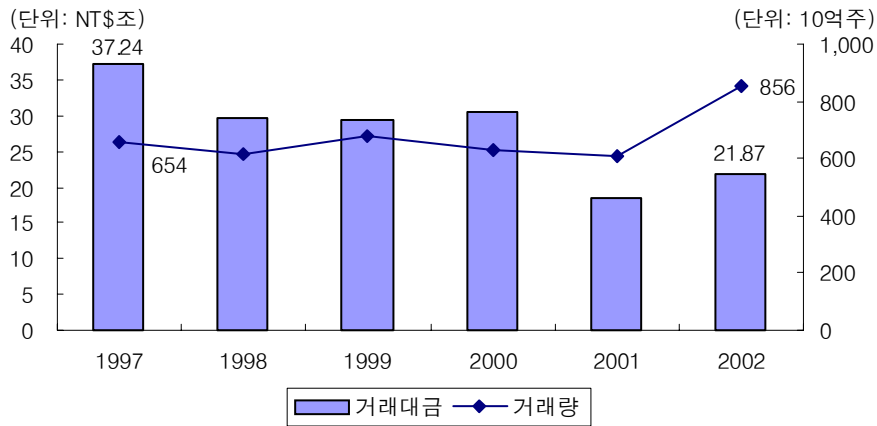


자료: 대만증권거래소, 『Fact book』, 2003

<그림 IV-11>은 대만증권거래소의 주식 거래대금과 거래량을 나타내고 있다. 1997년부터 2001년까지 대만증권거래소의 거래량은 크게 증가하지 못했다. 1997년 연간 총 거래량은 6,542억 주였으나 2001년에는 6,064억 주로 인터넷 주를 중심으로 주식시장이 큰 호황을 누리던 1999년을 제외하면 오히려 하향 추세를 보여 왔다. 하지만 2002년 거래량은 8,562억 주로 크게 증가하였다.

거래량과는 달리 거래대금은 뚜렷하게 감소 추세에 있다. 1997년 거래대금은 NT\$37조2,400억이었지만 1999년에는 NT\$29조6,200억으로 감소하였고, 2001년에는 NT\$18조3,500억으로 급격하게 감소하였다. 거래대금이 급속도로 감소한 것은 1999년 이후의 주가 하락이 가장 큰 요인이라고 할 수 있다.

<그림 IV-11> 대만증권거래소의 거래대금과 거래량



자료: 대만증권거래소, 『Fact book』, 2003

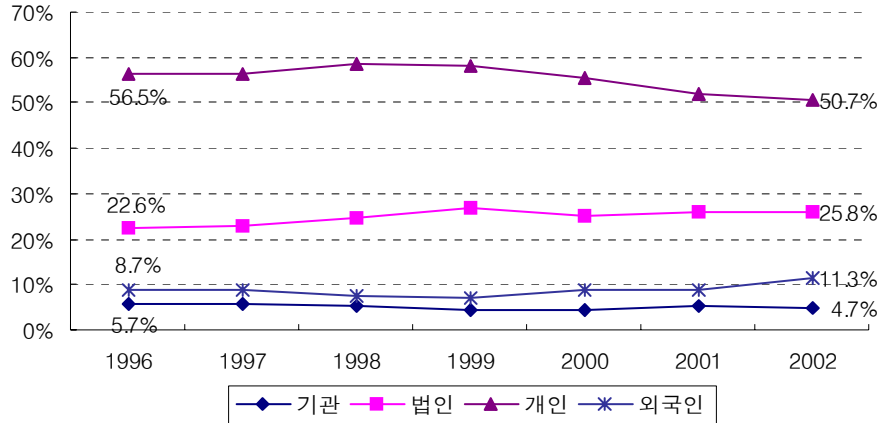
또한, 1999년 이후 거래대금과 거래량이 감소한 주요 원인 중 하나는 매매 회전율의 감소로 보인다. 1997년에는 4.07의 회전율을 보였지만 계속적인 감소로 2001년에는 2.07까지 감소하였고 2002년에는 2.17로 다시 약간의 증가를 보였다. 1999년 이후 상장 기업 수와 주식 수는 꾸준히 증가하였지만 회전율의 감소로 거래량이 감소하였으며, 주가의 하락은 거래대금을 상당한 폭으로 감소시켰다. 하지만 2002년 이후 거래대금과 거래량 모두 회복세를 보이기 시작하였다.

나. 투자자별 주식 보유 비중

<그림 IV-12>는 대만 상장주식의 소유구조를 나타내고 있다. 대만의 투자자별 소유 구조를 살펴볼 때 외국인과 기관의 비중이 매우 작다는 특징을 갖고 있다. 반면에 개인의 소유 비중은 50%를 넘고 있어 대만에서 가장 비중이 높은 투자자 유형이라고 볼 수 있다. 하지만 개인의 비중은 1998년(58.36%)을 정점으로 계속 줄어들어 2002년에는 50.7%로 감소하였다. 다른 나라의 경우와 마찬가지로 대만의 주식시장도 외국인의 투자 비중은 증가 추세에 있다. 1998년 외국인의 투자 비중은 7.36%였지만 이후에 줄곧 증가해 2002년 11.3%까지 증가하였다. 반면에 개인의 소유 비중은 매우 높지만 점차 감소 추세에 있다. 기관투자자의 비중은 매우 낮아 4~5% 수준에 불과하다. 따라서 대만 주식시장의 경우 한국과는 달리 기관과 외국인의 비중이 매우 낮은 특징을 지니고 있다고 할 수 있다.

대만증권거래소는 기관투자자를 금융기관과 투신 펀드로 구분하고 있다. 금융기관은 1998년 4.19%, 2000년에 3.75%, 2002년 3.76%로 큰 변화를 보여주지 못하고 있다. 투신 펀드는 1998년 1.02%, 2000년 0.77%, 2002년 0.98%로 전체 주식시장에서 차지하는 비율은 매우 낮다고 볼 수 있다. 대만에서 기관투자자의 역할은 5%에도 미치지 못하고 증가추세에 있다고 볼 수도 없다.

<그림 IV-12> 대만증권거래소 투자 주체별 주식 보유 비중 추이^a



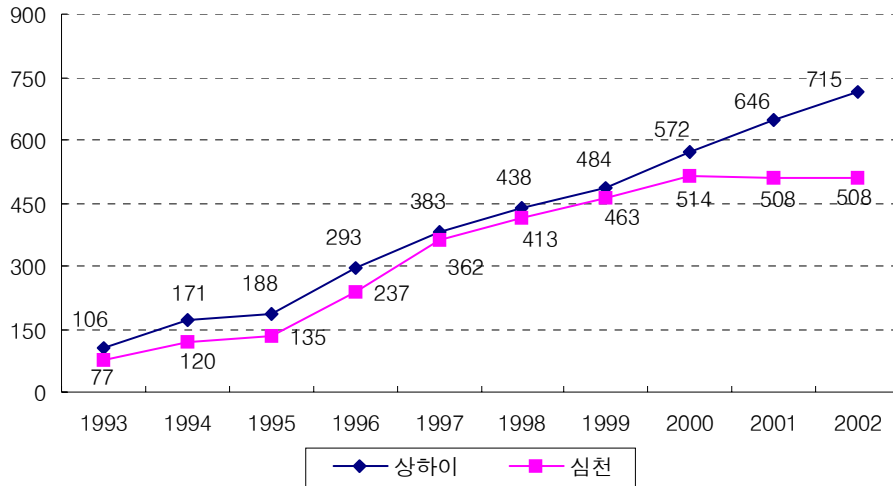
a. 시가총액 기준
 자료: 대만증권거래소, 『Fact book』, 2003

4. 중국의 자본시장

가. 주식시장 현황

1990년에 46개의 기업으로 출발한 상하이와 심천증권거래소는 꾸준한 성장을 거듭한 결과, 2002년 말 현재 상하이에 715개, 심천에 508개의 기업을 상장하게 되었다. 상하이증권거래소의 상장기업 수는 심천증권거래소보다 지속적으로 많아 왔고, 2000년 이후 그 차이는 계속 벌어지고 있다.

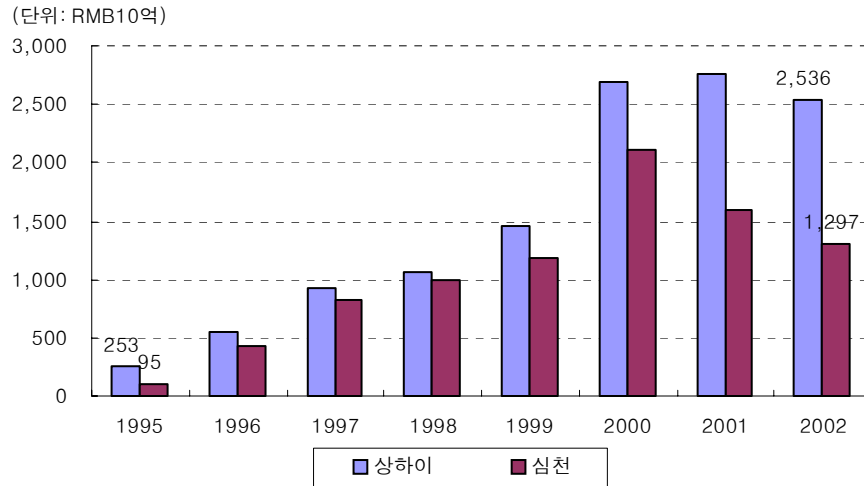
<그림 IV-13> 상하이와 심천증권거래소의 상장기업 수



자료: 상하이증권거래소 및 심천증권거래소, 『Fact book』, 2003

1995년 상하이의 시가총액은 RMB2,530억이었고 심천은 RMB950억이 었으나, 2002년에는 상하이 RMB2조5,360억, 심천 RMB1조2,970억으로 급 성장하였다. 7년간 상하이증권거래소의 시가총액은 약 10배 이상 증가하 였고, 심천증권거래소의 시가총액은 14배에 가까운 놀라운 성장을 하였 다. 시가총액 대비 상장 기업 수를 비교해 볼 때 상하이증권거래소의 기 업 규모는 2002년 RMB34억 수준이고 심천증권거래소의 기업 규모는 RMB25억 정도로 상하이의 기업 규모가 상대적으로 더 크다.

<그림 IV-14> 상하이와 심천증권거래소의 시가총액



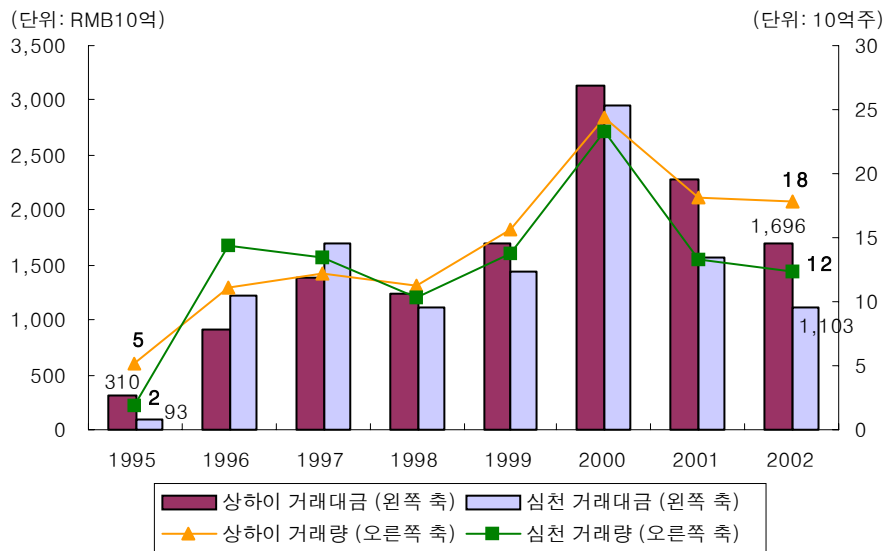
자료: 중국 증권감독관리위원회(www.csrc.gov.cn), 상하이증권거래소 및 심천증권거래소, 『Fact book』, 2003

중국은 주식 발행 시 국가주와 법인주를 발행해 기업의 국가 소유권을 유지하는 정책을 펴왔다. 현재 유통주는 30% 수준에 불과하지만 상하이와 심천증권거래소의 거래대금과 거래량은 상당히 빠른 속도로 증가하는 추세에 있다. 거래대금과 거래량의 추세는 시가총액의 추세에 비해 기복이 심하다. 1995년 상하이증권거래소의 거래대금은 RMB3,100억에서 2000년 RMB3조1,370억으로 급성장하였다. 그러나 2000년 이후 감소하여 2002년에는 RMB1조6,960억으로 급격하게 낮아졌다. 심천증권거래소의 거래대금도 2000년 RMB2조9,450억에서 2002년 RMB1조1,030억으로 급격한 감소를 기록하였다.

상하이와 심천증권거래소의 연 거래량도 동일한 추세를 보이고 있다. 1995년 상하이와 심천증권거래소의 연 거래량은 각각 51억 주, 19억 주였지만, 2000년에는 각각 244억 주, 232억 주로 상당히 증가하였다. 하지

만 2000년 이후에는 계속 감소하여 상하이증권거래소의 연 거래량은 178억 주이고 심천증권거래소의 연 거래량은 124억 주로 축소되었다.

<그림 IV-15> 상하이와 심천증권거래소의 거래 규모



자료: 중국 증권감독관리위원회, 상하이증권거래소 및 심천증권거래소, 『Fact book』, 2003

나. 주식 소유 구조

중국은 사회주의 경제 체제를 채택하고 있어 모든 경제를 국가가 소유하는 이른바 공유 개념에 기초하고 있다. 주식시장도 예외는 아니어서 자본주의 체제의 산물인 주식에 대해서도 상장 시 일정 비율의 국가주와 법인주를 발행해 이를 비유통화 함으로써 주식 유통을 통한 국가 소유권의 위협 가능성을 미리 차단하고 있다.

중국의 주식은 소유형태에 따라서 국유주(국가주와 법인주), 개인주,

외자주로 구분된다. 국가주란 중앙 정부와 지방 정부가 보유하는 주식이고, 법인주란 국영기업이 보유하는 법인주로서 기업 혹은 사회단체 등 법인이 정부 허가를 받아 투자한 주식을 말한다. 그리고 개인주란 해당 기업의 종업원, 일반 개인 및 투자 펀드가 보유하는 주식이고, 외자주란 외국인 투자자가 보유하는 주식을 일컫는다. 여기서 국유주를 비유통화하고 개인주와 외자주만을 유통시키고 있어 유통 주식은 총 발행주식의 30%에 불과한 실정이다.

중국 증권시장의 가장 큰 특징은 내국인용 주식인 A주와 외국인투자자용 주식인 B주의 분리일 것이다. 우선 A주는 내국인만 투자 가능하며 상하이와 심천증권거래소 모두에 상장돼 있다. A주는 위안화로 거래되며 전통적으로 B주보다 거래량 및 유동성이 높아 활발한 거래가 이루어지고 있다. B주는 외국인투자자용 주식으로 가격은 위안화로 표시되지만 결제는 미국 달러(상하이거래소의 경우)나 홍콩 달러(심천증권거래소의 경우)로 이루어진다. B주도 A주와 마찬가지로 양대 거래소 모두에서 거래되며 B주의 주주도 A주의 주주와 동일한 권리를 갖지만 낮은 유동성으로 인해 A주에 비해 가격이 낮게 형성되어 있다. 2001년부터는 내국인에게도 제한적으로 B주에 대한 투자가 허용되고 있다.

현재 A주와 B주의 가격이나 상장회사 수에 있어 괴리가 심각해, 2002년 말 현재 A주식시장에 비해 5분의 1에 불과한 실정이다. 이 외에도 홍콩 증시에 상장된 중국 기업의 주식을 H주로 구분하고 있고, 홍콩 기업으로 중국정부와 긴밀한 관계를 맺고 중국에서 사업 활동을 하는 일명 Redchip도 있다.

<표 IV-2> 중국의 A-B주 현황

(단위: RMB10억)

년도	95	96	97	98	99	2000	2001	2002
A주	331	945	1,715	2,030	2,617	4,746	4,225	3,753
B주	16	39	38	21	30	64	128	80
B주의 비중	4.7%	4.0%	2.1%	1.0%	1.1%	1.3%	2.9%	2.1%

자료: 중국 증권감독관리위원회, THOMSON, Datastream

5. 한·일·중 주식시장과 투자자 현황 비교

가. 주식시장 비교

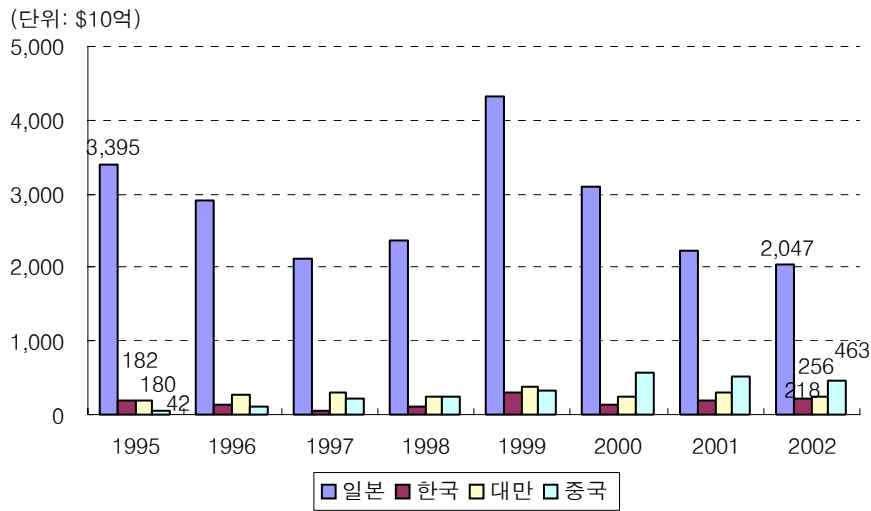
일본의 주식시장 시가총액은 2002년 말 \$2.07조로 시가총액이 약 \$2조인 나스닥보다 큰 시장이다. 한국과 대만의 주식 시가총액은 일본에 비해 절대적으로 그 규모가 작지만 2002년 말 기준으로 대만이 13위, 한국이 14위에 이를 정도로 무시 못 할 규모이다. 2002년 말 기준으로 한국의 시가총액 규모는 \$2,180억이고, 대만과 중국의 시가총액은 각각 \$2,600억, \$4,630억이다.

일본은 경제 침체의 영향으로 1999년을 제외하면 뚜렷한 하향 추세를 보이고 있다. 2002년 시가총액이 1995년 \$3.4조보다도 작아 7년 동안 시가총액이 오히려 감소했음을 보여주고 있다. 일본을 제외한다면 1995년 대비 2002년 시가총액은 모두 증가하였다. 한국의 경우 1995년 시가총액은 \$1,820억에서 2002년 \$2,180억으로 7년간 약 20% 증가하였다. 반면에 대만은 1995년 \$1,800억에서 2002년 말 \$2,560억으로 7년간 약 42% 증가하였다. 중국은 1995년 \$420억에 불과했지만 2002년 \$4,630억으로 1,102%의 괄목할 만한 성장을 보이고 있다.

지난 7년 간 한국의 시가총액 증가가 가장 두드러지지만 시가총액의 연간 변동 폭은 다른 나라에 비해 상당히 큼을 알 수 있다. 예를 들어

1997년 외환 위기 당시 시가총액은 \$418억으로 감소하였고, 인터넷 붐이 있었던 1999년의 경우 약 \$3,100억까지 증가하였지만, 다시 그 이후 감소하였다. 우리나라만큼 심하게 시가총액의 급등락을 경험한 나라는 지난 7년간 비교 대상국에는 없을 만큼 기복이 심하였다.

<그림 IV-16> 한·일·중 시가총액



자료: 각국 증권거래소

<그림 IV-17>은 한·일·중의 GDP 대비 시가총액을 보여주고 있다. 여기서, 일본, 한국, 대만은 각국의 대표적 증권거래소인 동경증권거래소, 한국증권거래소, 대만증권거래소만을 고려한 것이고, 중국은 상하이와 심천증권거래소를 합한 시가총액을 이용하였다.

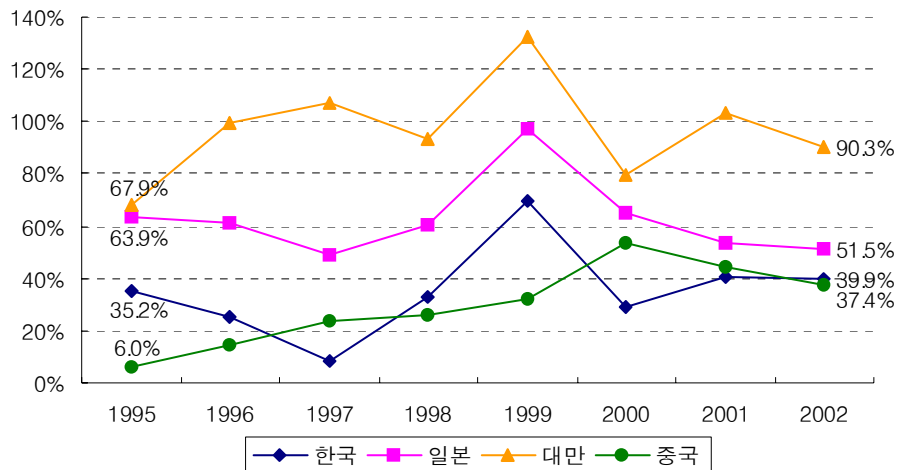
2002년에 대만의 GDP 대비 시가총액 비율은 90.3%로 1995년 67.9% 수준에서 큰 폭으로 상승하면서 비교대상 국가 중 가장 높은 시가총액 비율을 보이고 있다.

일본의 1995년 GDP 대비 시가총액 비율은 63.9%였으나 2002년에는 오히려 51.5%로 감소하였다. 일본의 명목 GDP가 1995년에 비해 2002년에 감소한 것을 고려하면, 이러한 결과는 앞서 살펴 보았듯이 일본의 시가총액이 크게 감소했다는 것을 반영한다고 할 수 있다. 하지만 2002년 기준으로 볼 때 일본의 GDP 대비 시가총액 비중은 한국이나 중국보다도 여전히 높은 수준을 유지하고 있다.

한국의 경우 GDP 대비 시가총액이 가장 극심한 변화를 보여 왔다. 예를 들어 외환 위기 당시 GDP 대비 시가총액 비중은 8.1%에 불과하였으나, 그 이후 1999년에는 69.3%까지 상승하였다. 2002년에는 상당 폭으로 감소하여 39.9% 수준에 머물고 있다.

중국은 2000년을 제외하면 GDP 대비 시가총액이 꾸준히 증가해오고 있다. 2002년 기준 37.4%로 아직까지 한국보다 그 비율이 낮지만 상당히 빠른 속도로 시가총액 비율이 증가하고 있다.

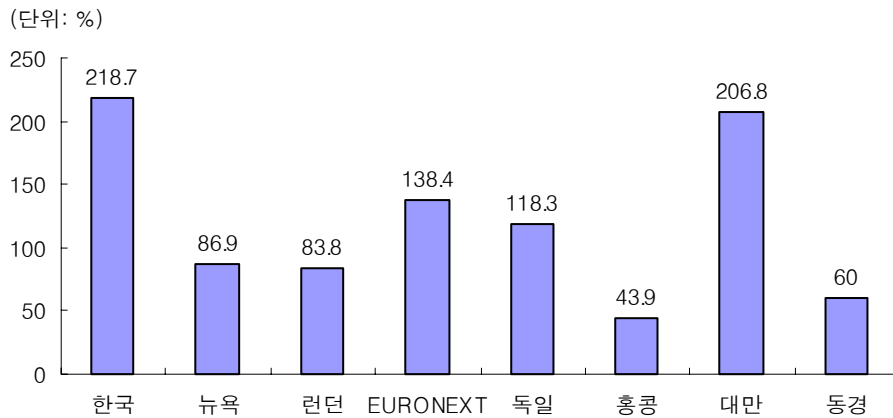
<그림 IV-17> 한·일·중의 GDP 대비 시가총액



자료: 각국 증권거래소 및 한국은행, 일본 중앙은행, 대만 중앙은행

각국의 주식시장 유통 수준을 비교해 보기 위해 2001년의 주요국 시가총액 회전율을 살펴보면 다음 <그림 IV-18>과 같다. 우리나라의 증권거래소 시장은 218.7%로 1년 동안 시가총액의 약 2.2배가 거래되었고, 나스닥시장과 대만증권거래소의 회전율도 350% 및 206%에 달하고 있어 비슷한 추세를 보이고 있다. 한편 일본의 동경증권거래소는 60%, 뉴욕증권거래소는 87%에 머무르고 있어 매매 회전율이 상대적으로 낮음을 알 수 있다.

<그림 IV-18> 주요국의 매매 회전율 비교 (2001년 현재)



자료: 세계증권거래소

나. 기관 및 외국인투자자의 주식 소유 비중

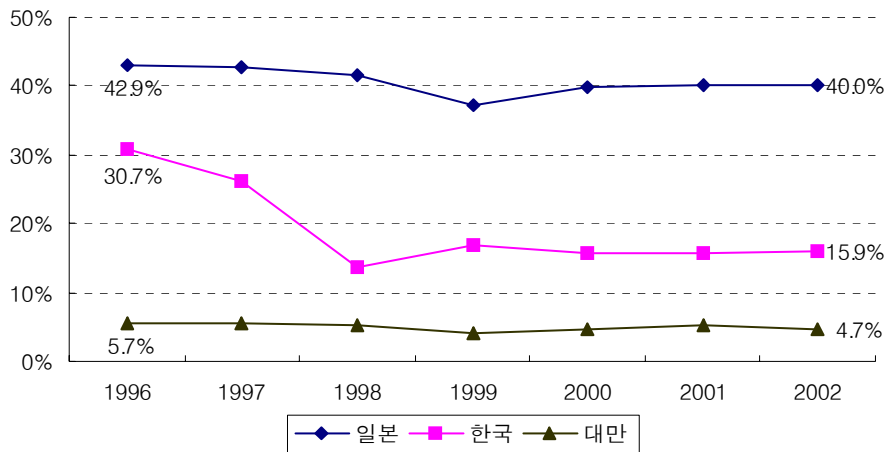
기관투자자를 일반법인을 제외하고 은행, 증권, 투신 및 보험을 포함한 투자자로 정의하였을 때 2002년 현재 기관투자자의 비중이 가장 높은 나라는 일본이다. 일본의 경우 시가총액 기준으로 기관투자자의 비중은 40% 수준을 유지하고 있고 큰 추세 변화는 목격되지 않고 있다.

2000년 기관투자자의 비중이 37.3%의 낮은 수준을 보이고 그 이후 완만하게 상승하고 있어 2002년에는 40%에 이르고 있다.

한국의 경우 기관투자자의 비중은 오히려 감소하고 있다. 1996년에 기관투자자의 비중은 30.7%였으나 계속 감소하여 2002년에는 15.9%로 낮아졌다. 하지만 2000년 이후에는 기관투자자의 비중이 거의 변화하지 않고 16% 정도를 유지하고 있다.

대만은 일본, 한국과 비교하여 볼 때 기관투자자의 비중이 가장 낮다. 1996년에 5.7%에 불과하고 이후에도 증가하기보다는 오히려 약간씩 감소하고 있는 추세다. 2002년에는 4.7%로 다른 나라와 비교하여 볼 때 상당히 낮음을 알 수 있다.

<그림 IV-19> 각국의 기관투자자 비중



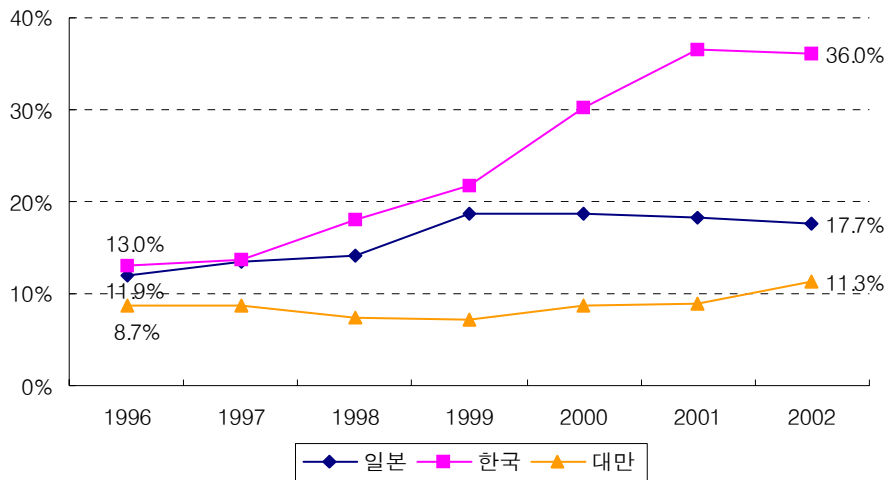
자료: 각국 증권거래소

외국인투자자의 비중은 3개국 모두 증가하고 있다. 해외 투자에 대한 문호 개방의 폭이 넓어지면서 해외 자본이 아시아 주식시장에 많이 유

입된 결과라고 볼 수 있다. 이러한 추세는 앞으로도 계속될 것으로 보인다. 한국의 외국인투자자 비중은 2002년 36%다. 한국은 지난 5년간 가장 빠른 속도로 외국인 투자자 비중이 증가한 나라이고, 2003년에도 그 추세는 계속되어 2004년 초에는 외국인 지분이 40%를 초과하였다. 일본의 외국인 비중은 약 18% 정도로 완만한 증가 추세를 보이고 있다. 한편 대만의 외국인 투자자 비중은 3개국 중 가장 낮은 7~8%의 수준을 보이다가 2003년 11.33%로 증가하였다.

외국인 투자가 증가하여 외국인의 주식 소유 비중이 상대적으로 높아지고 있는 것은 기관투자자의 비중이 상대적으로 감소하고 있는 이유 중의 하나로 지적될 수 있다. 특히 기관투자자의 비중이 급격하게 감소한 한국의 경우 외국인이 급격하게 증가하였다는 것은 주목할 만하다.

<그림 IV-20> 각국의 외국인 투자자 비중



자료: 각 국가별 『Fact book』, 각호

V. 투자 주체별 투자 특성과 성과 분석

1. 기존 문헌의 검토
2. 자료와 방법론
3. 한국의 실증 분석
4. 일본의 실증 분석
5. 결과의 해석과 기관투자자 존재의 의미

V. 투자 주체별 투자 특성과 성과 분석

정부 당국자나 실무자들은 기관투자자가 주식시장의 안정성 확보에 매우 중요한 역할을 한다고 평가한다.²⁷⁾ 하지만 기관투자자들이 제대로 투자도 하지 못하면서 대규모로 주식을 매입하기 때문에 주식시장이 안정된다면, 기관투자자의 존재가 바람직하다고 얘기하기는 어려울 것이다. 기관투자자의 주식 수요가 주식시장의 일시적 수요 왜곡 현상을 불러 일으켜서 주식시장을 안정시켰다면 (또는 지지했다면) 주식시장은 곧 균형 상태를 찾아갈 것이고, 이로 인하여 주가 폭락이 발생할 수도 있다. 적어도 기관투자자들은 개인투자자에 비해서 종목 선택이 합리적 또는 이성적이어야 하며, 수익성도 열위에 있어서는 곤란하다. 만약 기관투자자의 투자가 비합리적이거나 수익성이 개인에 비해 떨어진다면 기관투자자의 존재 의미가 약할 것이다. 이를 검증하기 위하여 미국 시장에서는 기관투자자의 투자 특성과 성과에 관한 연구 논문이 많이 발표되었다.

하지만 미국 이외의 주식시장에 대해서는 기관투자자를 집중적으로 분석하는 연구가 매우 드물었다. 이에 본 연구에서는 한국과 일본의 주식시장을 대상으로 기관투자자의 투자 특성과 성과를 분석하고자 한다. 또한 기관투자자의 투자 특성과 성과를 외국인 및 개인과 함께 분석하여 비교하기로 한다. 외국인은 외국 기관투자자로 볼 수 있고, 개인은 기관과 가장 대비될 수 있는 주체이므로 비교 분석의 의미가 있다고 하겠다. 투자 주체(개인, 기관, 외국인)별 소유 지분과 기업 특성과의 상관 분석 및 회귀분석에 근거한 각 투자 주체별 투자 특성을 파악한다.²⁸⁾ 또한 각 투자 주체의 기업별 보유 비중을 가중치로 하는 투자 주체별 포

27) 이런 평가에 대한 이론 또는 실증적 증거는 아직 충분히 제시되지 못했다.

28) 개인투자자, 기관투자자, 외국인투자자는 각각 개인, 기관, 외국인과 혼용하기로 한다.

트폴리오를 구성하여 포트폴리오의 특성과 수익성 등을 분석한다. 여기서의 보유 비중이란 각 투자 주체의 포트폴리오에서 해당 기업의 비중을 말한다. 마지막으로 Fama and French(1993)의 3요인 모형을 이용한 각 투자 주체의 비정상 수익률(abnormal return) 크기에 의해 성과를 평가해 보고자 한다.

본 실증 분석의 공헌은 크게 세 가지로 볼 수 있다. 첫째, 우리나라와 일본을 대상으로 개인, 기관, 외국인의 투자 및 포트폴리오 특성과 성과를 처음으로 연구하였다.²⁹⁾ 둘째, 투자 주체별 투자 수익률을 Fama-French 3요인 모형에 의해 통제된 후 비정상 수익률에 의해 각 주체의 투자 성과를 평가하였다. 셋째, 검증을 위한 포트폴리오 가중평균 수익률의 계산을 위하여, 각 투자 주체의 실제 주식 보유 금액을 이용하였다. 이러한 시도는 Fama(1998)에 의해 제안되었듯이 개인, 기관, 외국인투자자의 실제 포트폴리오에 대한 성과를 가장 잘 대변하도록 해 준다.

먼저 기존 문헌을 검토하고, 우리나라와 일본의 투자 주체별 투자 특성과 성과에 대한 실증 분석을 하고자 한다. 마지막으로 우리나라와 일본의 결과를 해석하고 기관투자자의 의미를 되새기면서 실증 분석을 맺고자 한다.

1. 기존 문헌의 검토

지난 20년 동안 미국 주식시장에서 뚜렷하게 나타난 현상 중의 하나는 개인의 비중이 감소하고 기관의 비중이 급격히 증가하였다는 것이다. 2004년 8월 현재 기관들은 뉴욕증권거래소에 상장되어 있는 전체 주식 중의 절반 이상을 보유하고 있다. 이러한 현상은 미국에만 국한된 것은 아니며, 정도의 차이는 있지만 다수의 신흥시장을 포함하여 전 세계적으

29) 중국의 경우 자료 입수의 한계로 실증 분석에서 제외하였다.

로 관찰되고 있다. 주식시장에서 기관의 비중과 중요성이 커짐에 따라 이들의 행태와 주가 움직임의 관계가 학계 및 실무계 모두의 주요 관심사가 되고 있다.

미국에서의 관련 연구들은 분석 초점에 따라 크게 3개의 그룹으로 나눌 수 있다. 첫 번째 그룹은 기관이 자신의 주식 포트폴리오를 구성함에 있어서 보여주는 선호상의 특징을 규명하는 것이다. 기관은 본질적으로 자신의 이익이 아닌 고객의 이익에 따라 투자하는 수탁자(fiduciary)의 역할을 하며, 수시로 발생하는 고객의 환매 요구에 대비하여야 한다. 이러한 유인 및 제약으로 인하여 기관의 주식 선호는 개인들과 다를 수 있다. Falkenstein(1996)은 미국의 뮤추얼 펀드들이 규모가 크고, 유동성이 높으며, 고가이면서 많은 정보가 제공되는 주식을 선호한다고 하였다. 미국 100대 기관의 주식 선호를 조사한 Gompers and Metrick(2001)도 기관은 규모가 크고, 유동성이 높으며, Book-to-Market(장부가/시장가, 이하 B/M) 비율이 높은 주식과 전년도에 수익률이 낮았던 주식을 선호한다고 하였다. 한편 Del Guercio(1996)는 prudent-man rule이 기관의 포트폴리오 구성에 영향을 미친다고 하였고, Bennett et al.(2003)은 기관의 주식 선호가 시간의 흐름에 따라 동태적으로 변화하여 왔음을 발견하였다.

기관의 투자 선호도가 비슷하다는 것은 거래 행태 역시 비슷할 것이라는 추론으로 연결될 수 있다. 이러한 추론에 따라 두 번째 그룹의 연구들은 기관이 herd behavior나 포지티브 피드백 (혹은 모멘텀) 투자 전략을 따르는지의 여부를 조사하였다. 관련 실증 연구들은 엇갈린 결과를 보여주고 있다. Nofsinger and Sias(1999)와 Sias(2002)는 herding과 포지티브 피드백 거래의 존재를 뒷받침하는 결과를 얻었지만, Lakonishok et al.(1992)은 그러한 증거를 발견하지 못하였다.

세 번째 그룹의 연구는 이러한 기관의 주식 선호와 거래 행태의 결

과로 자연스럽게 연결되는 것으로, 그들의 투자가 주가의 움직임에 어떠한 영향을 미치는지에 관한 것이다. Lakonishok et al.(1992)과 Chan and Lakonishok(1993)은 기관의 거래가 주식시장을 안정 또는 불안정하게 하는 효과를 가진다는 것에 대해 통계적으로 유의적인 증거를 발견하지 못하였다. Gompers and Metrick(2001)은 미국 주식시장에서 기관의 비중이 증가함에 따라 소형주에 대한 프리미엄이 거의 사라졌음을 발견하고, 이는 미국 주식시장에서 대표적인 투자자가 (기존의 개인과 다른 주식 선호도를 가지는) 기관으로 바뀌었기 때문이라고 주장하였다.

이러한 미국 주식시장에서의 연구에 비해 다른 나라에서는 기관에 대한 연구가 매우 드물었다. 미국처럼 기관투자자가 확실히 형성된 나라가 거의 없었기 때문일 것이다. 특히 아시아 주식시장에서는 기관의 형성이 매우 취약하였기 때문에 미국에서와 같은 연구는 거의 없었다.³⁰⁾ 아시아 주요국 주식시장에서는 외국인이 기관의 역할을 대신 했다고 하여도 과언이 아니다. 따라서 유사한 연구들이 외국인들을 대상으로 이루어졌다.

1990년대부터 미국 이외의 국가들에 투자하는 외국인들의 비중이 꾸준히 증가하여 왔다는 것이 새로운 연구의 계기를 제공하였다. Kang and Stulz(1997)는 일본 주식시장에서 외국인들의 주식 선호를 조사하여 이들이 규모가 크고, 재무적 성과가 좋으며, 기업 고유의 위험이나 레버리지가 낮은 제조업 주식을 선호한다는 것을 발견하였다. Kamesaka et al.(2003)은 일본 주식시장의 외국인과 개인 모두 포지티브 피드백 전략을 따르고 있으나, 외국인의 투자 성과가 더 우월하다고 하였다. 외국인들이 포지티브 피드백 거래 전략을 따르고 있음은 한국 주식시장을 대상으로 한 Choe et al.(1999), 핀란드를 대상으로 한 Grinblatt and Keloharju(2000), 스웨덴을 대상으로 한 Dahlquist and Robertsson(2001), 그리고 44개국의

30) 최근에 Chiyachantana et al.(2004)이 37개국 주식에 대한 기관 거래의 효과를 분석한 것이 예외적이라고 할 수 있다.

국제간 포트폴리오 현금흐름을 이용한 Froot et al.(2001)의 연구에서도 발견되었다.

외국인들이 국내 주식시장의 가격 움직임에 미치는 영향에 관한 Choe et al.(1999)의 연구는 한국의 금융 위기 기간 중 외국인의 거래가 한국 주식시장을 불안정하게 만들었다는 증거는 없다고 하였다. 최근에 Choe et al.(2004)은 한국 주식시장에서 외국인들이 국내 투자자들보다 21bp 비싸게 주식을 매입하고 16bp 싸게 매도하는 것을 발견하고, 외국인의 정보력이 국내 투자자보다 더 못하다고 하였다. 이에 비해 국내에서 최근에 발표된 연구들에 의하면 외국인이 정보 우위에 있음을 보여주고 있는데, 고흥수·이준행(2003), 김동순·전영순(2004)이 여기에 속한다. 하지만 고흥수·이준행(2003)은 주별 및 월별 수익률 자료를 이용한 주가 예측성 연구였고, 김동순·전영순(2004)은 일별 수익률 자료를 이용한 사건 연구이기 때문에, 일중 거래 자료를 이용한 Choe et al.(2004)의 연구와는 목적과 동기가 다르다. 즉, 외국인의 정보 우월성이 없다는 Choe et al.(2004)은 매매 과정에서의 평가이기 때문에 좀 더 장기적인 측면을 분석한 국내 연구와 배치되는 결과라고 하기는 어렵다.

앞에서도 살펴본 바와 같이 기존의 미국 연구는 기관에, 아시아 주식 시장 연구는 외국인에게 초점이 맞추어져 있었다. 연구의 초점을 좀 더 다양하게 개인, 기관, 외국인으로 확대하여 이들을 비교하고 분석하는 연구는 거의 없었다. Kamesaka et al.(2003)도 여러 투자 주체를 분석하였지만 개별 주식 차원이 아닌 주식시장 전체와 이들의 관계를 살펴보았기 때문에 한계를 가지고 있다. 이에 본 실증 분석에서는 주식시장 전체가 아닌 개별 주식의 차원에서 개인, 기관, 외국인의 포트폴리오 특성을 파악하고 그들의 투자 성과를 분석하고자 한다.

2. 자료와 방법론

가. 자료

대표적 투자 주체인 개인, 기관, 외국인의 투자 행태를 분석하기 위해서는 이들에 대한 정의가 있어야 한다.³¹⁾ 개인과 외국인의 정의는 동경증권거래소(Tokyo Stock Exchange, 이하 TSE)와 한국증권거래소(Korea Stock Exchange, 이하 KSE)의 분류 기준을 그대로 준용하였으며, 기관투자자는 모든 금융기관을 포괄한 것으로 분류한다.³²⁾

개인, 기관 및 외국인의 소유 구조가 주가에 미치는 영향을 분석하기 위하여 개별 기업의 월별 주가수익률, 주가, 주식 수, 투자 주체별 보유 비중 및 재무제표 자료를 사용하였다.

일본의 경우, 개별 기업의 월별 주가수익률, 주가, 주식 수, 투자자 유형별 보유 비중 및 재무제표 자료는 Pacific-Basin Capitals Markets 데이터베이스(이하 PACAP DB)에서 얻었다. PACAP DB는 동경증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 하기 때문에 우리의 분석 대상도 TSE 상장 기업에 한정된다. 일본 기업의 투자자 유형별 보유 비중과 재무제표는 매 회계연도 말에 보고되고 대부분의 일본 기업은 3월에 회계연도가 종료되므로, 3월 말을 포트폴리오 변경의 기준 시점으로 삼았다. 즉, 기업의 회계연도가 1985년 4월부터 1986년 3월인 경우, 1986년 3월 말의 재무제표를 이용하여 분석한다. 일본에 대한 실증 분석 기간은 1976년 4월부터 2001년 12월까지로 25년 9개월이다.

31) 기타 투자 주체로는 정부 및 정부기관, 일반법인 등이 있다. 이 중 정부 및 정부기관의 보유 비중도 상당히 크기 때문에 개인, 기관, 외국인의 보유 비중 합계가 100%에 크게 미달하기도 한다.

32) 제II장에서 기관투자자의 정의를 구체적으로 언급하였지만, 자료 이용의 한계로 인해 본장의 실증 분석에서는 기관투자자를 세분화하지 않았다.

한국의 경우, 개별 기업의 월별 주가수익률, 주가, 주식 수 자료는 한국증권연구원의 KSRI 주식 데이터베이스를 사용하였는데, 그 중 KSE에 상장된 기업만을 대상으로 하였다. 투자 주체별 보유 비중과 재무제표 자료는 한국상장회사협의회 데이터베이스를 이용하였다. 금융기관을 제외한 대부분의 상장회사 결산이 12월에 이루어지므로, 12월 이전에 당해 회계연도가 종료되는 경우에도 12월을 결산기로 가정하였다. 따라서 12월 말에 포트폴리오 변경의 기준 시점이 된다. 실증 분석 기간은 1993년 1월부터 2003년 12월까지의 11년(132개월)으로 한다.

B/M 비율, 보유 구조에 대한 정보가 없거나, 재무제표의 자기자본이 음수인 기업은 분석 대상에서 제외하였다. 이러한 스크리닝 과정은 매년 결산기마다 이루어진다. 일본의 경우, 1976년에는 분석 대상 기업 수는 619개고, 2001년에는 1,699개다.³³⁾ 한국의 경우 1993년도 분석 대상 기업 수는 525개고, 2003년에는 504개다.³⁴⁾

나. 포트폴리오의 구성

포트폴리오 수익률은 각 포트폴리오에 해당하는 기업의 수익률을 평균하여 계산하였다. 수익률을 평균하는 방법에는 단순평균과 가중평균 방법이 있다. Fama(1998)에 의하면 가중평균이 투자자의 실현 수익률을 가장 정확하게 반영하기 때문에 여기서는 가중평균을 사용하기로 한다. 가중평균의 경우 어떤 가중치를 사용하느냐가 매우 중요한 관건이다. 일반적으로 사용하는 가중치는 기업 규모가 될 수 있지만, 기업 규모에 의

33) 1976년은 3월 결산 기업만 포함되기 때문에 기업 수가 작아진다. 1977년에는 1,110개로 늘어난다.

34) 한국상장회사협의회 데이터베이스는 퇴출 기업도 포함하고 있다. 1997년 한국이 경제 위기를 겪으면서 많은 기업들이 상장 폐지되었기 때문에 1993년의 분석 대상 기업 수가 2002년보다 더 많아지게 되었다.

한 가중은 기관이나 외국인의 실현 수익률을 제대로 반영하지 못하게 된다. 이를 해결하기 위해서 여기서는 각 투자 주체의 실제 주식 보유 금액을 이용하여 가중치를 결정하며, 다음과 같이 계산된다.

$$w_i^j = \frac{AMT_i^j}{\sum_{i=1}^N AMT_i^j} \quad (V-1)$$

단, w_i^j : j 주체의 i 번째 주식 가중치, $i=1, \dots, N$,
 $j=1$ (개인), 2 (기관), 3 (외국인),

N: 각 포트폴리오의 구성 주식 수

AMT_i^j : j 주체의 i 주식 보유 시가총액

(= j 주체의 i 주식 보유 비중 × i 주식의 시가총액)

다. Fama-French의 3요인 추정

각 포트폴리오의 수익률 자체는 위험 요인들이 전혀 통제되지 않은 값이기 때문에, 이를 통해 투자 주체의 수익성을 평가하기는 매우 어렵다. 여기서는 Fama-French의 3요인 모형을 이용하여 위험 요인들을 통제하고자 한다. 많은 연구들이 Fama-French의 3요인 모형에 의해 요인 통제를 한 뒤에, 주가 비정상 행태, 뮤추얼 펀드 성과, 모멘텀 효과, 공매의 효과, R&D 증가 효과 등을 분석하였다.³⁵⁾³⁶⁾ Fama-French 3요인의 추정은 Fama

35) Fama-French의 3요인에 모멘텀 요인을 고려한 4요인 모형을 사용하기도 하지만, 우리나라와 일본의 경우 모멘텀 요인이 잘 발견되지 않기 때문에 3요인 모형을 사용하였다.

36) Fama and French(1996), Carhart(1997), Jegadeesh and Titman(2001), Desai, Ramesh, Thiagarajan and Balachandran(2002), Eberhart, Maxwell and Siddique(2004)를 보시오.

and French(1993)와 Griffin(2002)의 방법론을 따라 다음과 같이 하였다.

일본의 경우, PACAP DB 중 금융 관련 기업과 자본총계가 음의 값을 가지는 기업을 제외한 TSE의 모든 상장 기업 주식을 대상으로 B/M 비율과 시장 규모에 따르는 포트폴리오를 구성하였다. 일본 기업들의 결산은 대개 매년 3월이기 때문에 3월을 기준으로 요인 포트폴리오를 구성한다. 예를 들어, t 년의 자본총계는 $t-1$ 년 4월부터 t 년 3월까지의 영업 활동에 의한 결과를 말한다. 3월 결산 기업인 경우 t 년의 B/M 포트폴리오 구성을 위해서는, t 년 3월 말 현재의 자본총계를 같은 시점의 시가총액으로 나누어 B/M 비율을 구한다. 결산이 3월이 아니고 $t-1$ 년 4월부터 t 년 2월까지의 어떤 시점이라면, 자본총계는 결산 시점의 값을 쓰고, 시가총액은 t 년 3월 말 현재의 값을 사용한다.

포트폴리오는 매년 9월 말에 구성한다. 결산이 3월인 경우라도 9월까지지는 6개월 정도의 충분한 기간이 있으므로 자본총계와 같은 회계 정보가 일반인에게 쉽게 공개될 수 있기 때문이다. 3월 결산인 기업의 경우, 3월 현재에 이용 가능하지 않은 재무제표 정보를 사용하여 포트폴리오를 구성하면 예측 편향(forward-looking bias)이 발생할 수 있는데, 9월부터 포트폴리오를 구성하면 이를 예방할 수 있다. 결과적으로 요인 추정치는 10월 초부터 그 다음 해 9월 말까지 계산된다.

한국의 경우, Fama-French의 3요인을 추정하기 위하여 KSRI 주식 데이터베이스 중 금융 관련 기업과 자본총계가 음의 값을 가지는 기업을 제외한 KSE의 모든 상장 기업 주식을 대상으로 B/M 비율과 시장 규모에 따르는 포트폴리오를 구성하였다. 금융업이 아닌 기업의 결산은 대개 매년 12월이므로 12월을 기준으로 요인 포트폴리오를 구성한다. 12월 결산 기업인 경우, t 년의 B/M 포트폴리오 구성을 위해서는, $t-1$ 년 12월 말 현재의 자본총계를 같은 시점의 시가총액으로 나누어 B/M 비율을 구한다. 결산이 12월이 아니고 $t-1$ 년 1월부터 $t-1$ 년 11월까지의 어떤 시점이

라면, 자본총계는 결산 시점의 값을 쓰고, 시가총액은 t-1년 12월 말 현재
재의 값을 사용한다.

포트폴리오는 매년 6월 말에 구성한다. 결산이 12월인 경우라도 6월
까지는 6개월 정도의 충분한 기간이 있으므로 자본총계와 같은 회계 정
보가 일반인에게 쉽게 공개될 수 있기 때문이다. 12월 결산 기업의 경
우, 12월 현재에 이용 가능하지 않은 재무제표 정보를 사용하여 포트폴
리오를 구성하면 예측 편이가 발생할 수 있는데, 결산일로부터 6개월이
지난 이후 포트폴리오를 구성한다면 편이 발생 가능성을 충분히 예방할
수 있다. 결과적으로 B/M 요인 추정치는 7월 초부터 그 다음 해 6월
말까지 계산된다.

Fama and French(1993)의 방법에 따라 일본과 한국의 B/M 및 기업
규모 요인 포트폴리오를 구성한다.³⁷⁾ B/M 비율에 의한 포트폴리오의
구성은 다음과 같다: 대상 상장 기업의 B/M 비율을 오름차순으로 배열
하여 B/M 비율이 가장 낮은 30%의 주식이 포함된 집단을 L 포트폴리
오라고 정의하고, B/M 비율이 30%에서 70% 사이인 경우를 M 포트폴
리오, 70% 이상인 집단을 H 포트폴리오라고 정의한다. 각 포트폴리오의
수익률은 개별 주식의 수익률을 단순평균 하여 구한다. 포트폴리오는 매
월 초에 다시 동일한 비중으로 재투자한다고 가정하여 수익률을 계산한
다. 최종적으로 B/M 비율이 큰 H 포트폴리오의 수익률에서 B/M 비율
이 작은 L 포트폴리오의 수익률을 차감하여 HML 수익률을 얻는데, 이
것이 B/M 비율에 의한 요인 시계열이 된다.

기업 규모 요인 포트폴리오를 구성하기 위한 대상 기업의 시가총액

37) 일본과 한국의 경우 월별 기업 규모 요인과 B/M 비율 요인은 모두 아래와 같
이 통계적 유의성을 가진다.

국가 (기간)	SMB	HML
일본 (1976.10~2001.12)	0.44% (t 값=2.33)	0.61% (t 값=4.28)
한국 (1985.07~2003.12)	1.00% (t 값=2.85)	1.44% (t 값=3.78)

규모는 9월 말 자료를 이용하였다. 시가총액을 기준으로 기업 규모가 하위 50%인 그룹을 S 포트폴리오라고 하고, 상위 50%인 그룹을 포트폴리오 B라고 정의한다. 여기서도 시가총액이 작은 S 포트폴리오의 수익률에서 시가총액이 큰 B 포트폴리오의 수익률을 차감하여 SMB 수익률을 얻는데, 이것이 기업 규모에 의한 요인이 된다.

마지막으로, 시장수익률은 PACAP DB의 가중평균 수익률과 KSRI 주식 데이터베이스 전종목의 가중평균 수익률에서 무위험 수익률을 차감하여 계산하였다. 일본의 무위험 수익률은 1개월 Gensaki Rate을, 한국의 무위험 수익률은 91일 CD 유통 수익률을 사용한다.

라. Fama-French의 3요인 모형

각 투자 주체의 총체적 포트폴리오 수익률을 종속변수로 하는 Fama and French(1993)의 3요인 모형은 다음과 같다.

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{Mt} - R_{ft}) + s_p \cdot R_{SMBt} + h_p \cdot R_{HMLt} + \epsilon_{pt} \quad (V-2)$$

단, R_{pt} : t월 각 주체별 포트폴리오의 수익률

R_{ft} : t월의 무위험 수익률

R_{Mt} : t월의 가중평균 시장 수익률

R_{SMBt} : 기업 규모 요인의 t월 수익률

R_{HMLt} : B/M 비율 요인의 t월 수익률

여기서 α_p 는 Fama-French의 3요인 모형을 이용하여 시장 수익률, 기업 규모, B/M 비율 효과를 통제한 후의 포트폴리오 비정상 수익률을 의미한다. 본 연구는 수익률과 α_p 를 이용하여 투자 성과를 평가한다.

3. 한국의 실증 분석

가. 투자 주체별 보유 비중과 기업 특성의 관계

1) 투자 주체별 보유 비중의 시계열

정부는 1992년에 외국인의 주식 투자를 허용했다. 그 이전에도 외국인들은 직접 투자(Foreign Direct Investment)로 우리나라 주식에 투자하기도 하였다. 또한 외수펀드나 매칭펀드 등을 통해 우리 주식시장에 투자하기도 했지만, 주식시장에서의 비중은 매우 미미했다.³⁸⁾ 1992년에 외국인 투자가 정식으로 허용되면서 외국인의 비중은 꾸준히 증가하여 왔다. <그림 V-1>은 개인, 기관, 외국인의 주식시장(한국증권거래소) 비중을 1992년 말부터 2002년 말까지 시계열로 보여주고 있다.³⁹⁾

1992년에 개인과 기관의 비중은 각각 35.4%, 23.4%로 주식시장의 주류를 형성하였지만, 외국인은 4.8%로 매우 작게 시작하였다. 하지만 시간이 흐르면서 외국인의 비중은 2002년 말에 37.4%까지 성장하여 가장 비중이 큰 세력이 되었다.⁴⁰⁾ 이에 비해 개인의 비중은 꾸준히 감소하여

38) 여기서 외수펀드란 외국 투자자들의 자금을 모아 우리나라에 투자하는 펀드이며, 매칭펀드란 국내외 투자자로부터 자금을 모아 국내외 주식시장에 투자하는 펀드를 말한다.

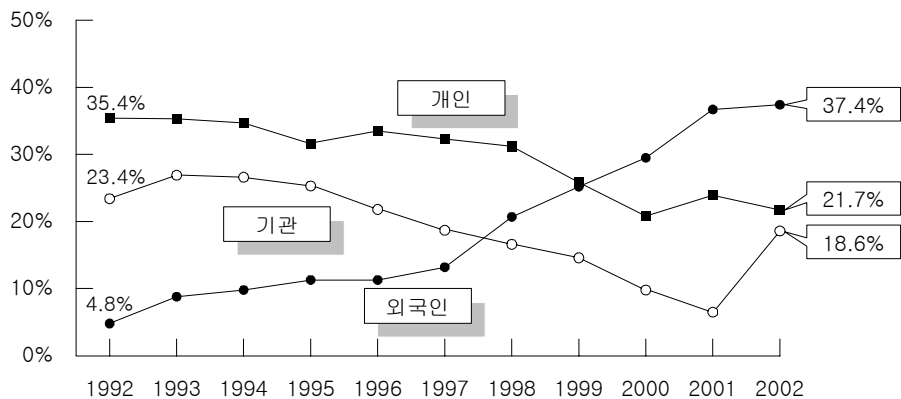
39) 여기서의 비중은 KSRI DB와 상장회사협회 자료로부터 계산된 값이므로 KSE가 발표하는 자료와는 약간 다를 수 있다.

40) <그림 V-1>의 비중은 본 실증 분석에서 사용되는 주식들을 대상으로 하였기 때문에 한국증권거래소가 매년 발표하는 수치와는 약간의 차이가 있을 수 있다. 거래소가 발표한 2002년 말 개인, 기관, 외국인의 비중은 각각 22.33%, 15.85%, 36.01%로, 개인의 비중은 약간 낮고 기관 및 외국인의 비중은 약간 높지만 큰 차이는 없다. 2004년 10월 현재 외국인의 비중은 44% 수준까지 확대되어 우리나라 주식시장을 좌지우지 할 수 있는 입장이 되었고, 금융 정책 당국도 이에 대해 주의를 기울이고 있다.

2002년 말 현재 21.7%가 되었고, 기관의 비중도 꾸준히 감소하여 2002년 말 현재 18.6%에 머무르고 있다.

외국인의 비중은 1998년부터 크게 늘어나기 시작했는데, 이는 외국인 주식 투자 한도의 확대와 깊은 관계가 있다. 국가 기간산업 등에 해당하는 특별한 기업을 제외할 경우 외국인의 주식 투자 한도는 다음과 같이 변했다: ① 1992/1/1~1997/5/1: 20%, ② 1997/5/2~1997/11/2: 23%, ③ 1997/11/3~1997/12/10: 26%, ④ 1997/12/11~1998/5/24: 50%, ⑤ 1998/5/25~현재: 100% 완전 개방. 1997년 12월 11일에 외국인 투자 한도가 50%로 확대되면서 외국인의 투자 제한은 거의 없어졌고, 1998년 5월 25일에 다시 100%로 확대되면서 외국인의 투자 제한은 완전히 철폐됐다. 투자 제한 철폐는 외국인들로 하여금 우리나라 우량주들에 대한 수요를 크게 증가시켰다. 결과적으로 1997년 이후부터는 개인, 기관, 외국인의 주식 투자가 본격적인 자유 경쟁에 들어갔다고 하여도 과언이 아니다.

<그림 V-1> 한국증권거래소 투자 주체별 비중의 시계열



2) 상관관계 분석

Falkenstein(1996), Kang and Stulz(1997), Gompers and Metrick(2001) 등에 의하면 기관 및 외국인의 보유 비중은 기업의 특성과 밀접한 관계를 가지는 것으로 연구되었다. 이들 연구와의 비교를 위해서 먼저 투자 주체별 보유 비중과 기업 특성의 관계를 상관분석을 이용해 살펴보고자 한다.

상관관계 분석은 다른 변수의 통제 없이 두 변수간의 선형 관계만을 보여주기 때문에, 이에 대한 해석은 다른 변수가 통제되는 회귀분석을 통해 더 검토되어야 한다. <표 V-1>은 총체적 투자 주체별 보유 비중과 기업별 주요 변수와의 상관관계를 보여주고 있다.

레버리지부터 $\log(\text{기업 규모})$ 까지는 Kang and Stulz(1997)가 사용한 변수를 그대로 사용하였다.⁴¹⁾ 나머지 주당 가격과 매매 회전율은 Gompers and Metrick(2001)을 참고하여 본 연구에서 새로 추가한 변수다.⁴²⁾

쉽게 예상할 수 있듯이 개인의 보유 비중은 기관 및 외국인의 보유 비중과 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를 가지고, 기관과 외국인은 양의 상관관계를 가진다. 기관과 외국인은 모두 기관투자자에 해당하므로 그들간에 양의 상관관계가 나타나는 것은 당연한 결과라고 할 수 있다.

총부채를 총자산으로 나눈 레버리지와 보유 비중과의 상관관계를 보면, 부채가 많은 기업을 개인 및 외국인은 기피하고 기관은 선호하는 것으로 나타났다. 유동비율과의 상관관계는 자금 유동성이 풍부한 기업을 개인은 선호하지만, 기관은 그 반대의 결과를 보여주고 있다. 이러한 현

41) 각 변수의 정의도 Kang and Stulz(1997)를 그대로 따랐다. 단, 베타의 계산에 있어서는 그들과 달리 월별 수익률 12개를 이용하여 계산하였다.

42) 추가된 두 변수의 정의는 다음과 같다:

주당 가격=해당 연도 말 주가,

매매 회전율=해당 연도 거래량/해당 연도 말 기업의 시장가치

상을 해석하기는 매우 어렵지만 굳이 해석한다면 기관이 주식 선택에 있어서 고려하는 요인은 레버리지나 유동비율 이외의 다른 것이기 때문이라고 하겠다.

당기순이익을 총자산으로 나눈 총자산이익률(Return on Asset, 이하 ROA)과의 상관관계는 매우 의미 있는 결과를 보여준다.⁴³⁾ 개인은 ROA와 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를, 기관과 외국인은 양의 상관관계를 가진다. 특히 외국인과 ROA의 양의 상관관계는 상대적으로 매우 유의적이다. 이러한 관계는 외국인과 기관이 주식의 선택에 있어서 ROA를 매우 중요하게 생각한다는 것으로 해석할 수 있다. 이에 비해 단기 보유나 기업 지배를 목적으로 하는 개인들은 ROA를 중요하게 생각하지 않을 수 있기 때문에, 개인의 보유 비중과 ROA간에는 음의 상관관계가 발생할 수 있다.⁴⁴⁾

베타는 개인과는 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를, 외국인과는 음의 상관관계를 보여주고 있다. 개인은 베타가 큰 종목을, 외국인은 베타가 작은 종목을 선호하는 것으로 해석될 수 있지만, CAPM의 유용성이 크게 의심받고 있는 현 상황에서 이들 관계가 큰 의미를 가지기는 힘들다고 본다. 베타에 의해 설명되지 않은 잔차 분산은 투자 위험을 의미하는데, 베타의 의미가 작아지면 수익률 표준편차와 거의 같은 의미를 가진다고 할 수 있다. 외국인은 잔차 분산과 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를 가지는데 비하여, 개인은 양의 상관관계를 가진다. 따라서 개인은 투자 위험이 큰 종목을 선호하지만, 외국인은 이들 종목을 꺼려한다고 할 수 있다. 투기적 성향을 보이는 개인과 안정적 성향을 보이는 외국인의 위험 선호도를 고려할 때 이러한 결과는 충분한 타당성을 가진다고 하겠다.

43) ROA를 자기자본이익율(Return on Equity)로 대체하여도 결과는 마찬가지다.

44) 법인이 아닌 대주주는 개인으로 분류되었기 때문에 개인의 경우 기업 지배가 투자의 목적이 될 수 있다.

<표 V-1> 투자 주체별 보유 비중과 기업별 주요 변수와의 상관관계: 한국 (1992~2002년)

변수 ^a	개인	기관	외국인
개인	1.00	-	-
기관	-0.52 (-17.30)** ^b	1.00	-
외국인	-0.48 (-30.44)**	0.16 (5.96)**	1.00
레버리지	-0.05 (-2.35)**	0.07 (5.12)**	-0.13 (-18.99)**
유동비율	0.12 (8.32)**	-0.06 (-2.86)**	-0.00 (-0.02)
ROA	-0.13 (-8.20)**	0.11 (8.20)**	0.17 (10.42)**
베타	0.18 (4.28)**	-0.09 (-1.59)	-0.15 (-4.35)**
잔차 분산	0.10 (2.24)**	-0.08 (-1.18)	-0.08 (-5.05)**
1년 초과수익률	-0.01 (-0.18)	-0.00 (-0.09)	0.05 (1.41)
B/M 비율	0.06 (2.42)**	-0.04 (-1.43)	-0.09 (-3.64)**
log(기업 규모)	-0.56 (-30.46)**	0.41 (8.33)**	0.42 (9.85)**
주당 가격	-0.16 (-8.15)**	0.04 (2.16)*	0.26 (8.30)**
매매 회전율	0.31 (7.56)**	-0.16 (-5.39)**	-0.19 (-6.59)**

a. 변수 선택은 Kang and Stulz(1997)에서의 변수와 Gompers and Metrick(2001)을 참고하여 본 연구에서 새로 선택한 변수로 나누어짐. 레버리지부터 log(기업 규모)까지는 Kang and Stulz(1997)의 변수로 그들과 같은 정의를 사용하였고, 나머지 3개는 새로운 변수임. 변수의 정의는 다음과 같음:

레버리지=총부채/총자산

유동비율=유동자산/유동부채

ROA=당기순이익/총자산

베타=해당 연도 12개월 수익률을 이용한 시장 모형의 베타

잔차 분산=시장 모형 오차항의 분산

1년 초과수익률=1년 포트폴리오 수익률-동일 가중 시장 수익률

B/M 비율=해당 연도 말 장부 가치/시장 가치

기업규모=log(해당 연도 말 기업의 시가총액)

주당 가격=해당 연도 말 주가

매매 회전율=해당 연도 거래량/해당 연도 말 기업의 시장가치

b. 괄호 안은 t값, *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함

모멘텀 효과를 보기 위한 1년 초과수익률과 보유 비중과의 상관관계는 모든 주체에 대해 통계적으로 유의적인 상관관계를 전혀 보여주지 못하고 있다. 이는 우리나라에서 모멘텀 효과가 잘 발견되지 않는다는 기존의 연구 결과와 일치한다.

B/M 비율은 외국인과 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를, 개인과는 양의 상관관계를 보여주고 있다. 이로부터 외국인은 낮은 B/M 비율을 가지는 성장주를, 개인은 높은 B/M 비율을 가지는 가치주를 선호하는 것을 알 수 있다. Gompers and Metrick(2001)은 미국에서 기관이 가치주를 선호하는 것을 발견하였지만 우리나라 기관은 통계적으로 비유의적인 음의 상관관계만을 보여주어 미국의 결과와는 일치하지 않고 있다.

기업 규모는 개인과 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를 가지는데 비해, 기관 및 외국인과는 양의 상관관계를 가진다.⁴⁵⁾ 기관투자자로서의 의무를 지고 있는 기관과 외국인은 대규모 주식을 선호하고, 투자 금액이 상대적으로 작으면서 수익률 변동성이 높은 주식을 선호하는 개인은 중소 규모의 주식을 선호하기 때문으로 해석된다. 한 가지 특징적인 것은 기업 규모와의 상관관계가 모든 변수 중에서 가장 뚜렷하게 나타나고 있다는 것이다. 즉, 개인, 기관, 외국인 모두 기업 규모와의 상관관계수 절대치가 가장 크고 통계적 유의성도 매우 높다는 것이다.

본 연구에서 추가적으로 분석한 첫 번째 변수인 주당 가격도 기업 규모와 유사한 상관관계를 보이지만 유의성 정도에 있어서는 약한 측면이 있다.

마지막으로, 데이트레이더가 많은 우리 주식시장의 상황에서 개인 보유 비중과 매매 회전율이 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를 가지는 것도 쉽게 이해할 수 있다. 하지만 기관과 외국인이 매매 회전율과 음의 상관관계를 가진다고 해서 그들이 거래 유동성이 낮은 종목을 선호한다고 해석되어서는 안 된다. 왜냐하면 그들이 선호하는 대규모 또는 고가의 주식들은 높은 거래 유동성에도 불구하고 발행 주식의 규모가 커서 매매 회전율이 낮은 것이지 실제로 유동성이 작은 것은 아니기 때문이다.

이상에서 분석된 내용들은 다른 요인들이 통제되지 않은 두 변수간

45) 여기서는 기존 연구에서 사용하였던 것과 마찬가지로 로그 변환된 값을 사용한다.

의 상관관계이므로, 이 결과로부터 성급한 결론을 내리기는 쉽지 않다. 보다 설득력 있는 추론을 위해서는 회귀분석을 통해 다른 변수들이 함께 통제된 후의 효과를 함께 분석하는 것이 바람직하다.

3) 회귀분석

회귀분석은 다른 요인들이 통제된 후의 변수 효과를 분석할 수 있게 해 주므로 상관분석보다 더 유용하다고 하겠다. 이제는 앞의 상관분석에서 추론된 사항을 회귀분석 결과로 다시 검토해보고자 한다. <표 V-2>는 투자 주체별 보유 비중을 기업별 주요 변수에 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. 회귀분석 결과는 상관분석 결과와는 약간의 차이를 보이고 있지만 유사하게 나타나고 있다.

먼저 레버리지는 상관분석에서와 마찬가지로 기관은 양의 관계를, 외국인과 개인은 음의 관계를 보여주고 있다. 하지만 유동비율은 상관분석에서와는 달리 5% 유의수준에서 어떤 투자 주체도 통계적으로 유의적인 관계를 보여주지 못하고 있다. 개인만 10% 유의수준에서 통계적으로 유의적인 양의 관계를 나타내고 있다. 따라서 유동비율은 투자 주체의 주식 선택 기준으로 인정되기는 어렵다.

이에 비해 ROA는 상관분석에서와 마찬가지로 매우 뚜렷한 관계를 보여주고 있어서 각 주체의 주식 선택에 있어서 매우 중요한 기준이라고 할 수 있다. 회귀분석에서도 기관과 외국인의 보유 비중은 ROA와 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를, 개인은 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를 보여주고 있다. 기관과 외국인은 ROA를 매우 중요하게 생각하기 때문에 통계적으로 유의적인 양의 상관관계가 관찰되었다고 하겠다. 하지만 개인이 ROA가 낮은 종목만을 선호하기 때문에 통계적으로 유의적인 음의 상관관계가 관찰되었다고 하기는 어렵다. 어떤 투자자도 수익성이 낮은 종목을 선호하지는 않을 것이기 때문이다. 개인의

경우는 ROA보다 다른 주식 선택 기준을 더 중요하게 생각하기 때문에 음의 상관관계가 나타났다고 보는 것이 더 타당하다고 사료된다.

<표 V-2> 투자 주체별 보유 비중의 기업별 주요 변수에 대한 횡단면 회귀분석: 한국 (1992~2002년)

변수	개인	기관	외국인
절편	1.53 (29.28)** ^a [11,0] ^b	-0.28 (-6.65)** [0,11]	-0.16 (-3.34)** [3,8]
레버리지	-0.11 (-5.95)** [0,11]	0.06 (5.61)** [11,0]	-0.04 (-4.22)** [1,10]
유동비율	0.01 (1.86)* [6,5]	0.00 (1.11) [8,3]	-0.00 (-1.51) [3,8]
ROA	-0.18 (-3.12)** [1,10]	0.11 (2.93)** [9,2]	0.09 (2.47)** [10,1]
베타	0.01 (1.94)* [9,2]	0.00 (0.76) [7,4]	-0.01 (-2.85)** [2,9]
잔차 분산	0.70 (2.21)* [7,4]	-0.66 (-2.38)** [3,8]	-0.18 (-2.50)** [4,7]
1년 초과수익률	0.01 (1.95)* [8,3]	-0.01 (-1.39) [4,7]	0.00 (0.00) [4,7]
B/M 비율	0.00 (0.23) [4,7]	-0.01 (-1.02) [7,4]	-0.00 (-1.98)* [4,7]
log(기업 규모)	-0.08 (-21.69)** [0,11]	0.04 (7.31)** [11,0]	0.02 (6.11)** [11,0]
주당 가격 ^c	-0.00 (-0.04) [7,4]	-0.00 (-3.09)** [2,9]	0.00 (3.16)** [10,1]
매매 회전율	0.01 (4.31)** [11,0]	0.00 (0.39) [5,6]	-0.00 (-3.30)** [1,10]
Adj. R ²	0.38 (25.47)**	0.26 (8.84)**	0.24 (7.10)**
연평균 관찰 기업 수	524.5		

- a. 회귀 계수는 1992~2002년의 11년 동안 추정된 11개 계수의 평균이며, 괄호 안의 t-값은 Fama-MacBeth의 t-값이고, *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함
- b. 대괄호 안의 첫 번째는 계수가 양인 경우의 개수이며, 두 번째는 음인 경우의 개수이므로 두 숫자의 합은 항상 11이 됨
- c. 주당 가격은 편의상 1,000으로 나누어 사용하였음

개인은 베타와 통계적으로 유의적인 양의 관계를 가지고, 외국인은 유의적인 음의 관계를 보이고 있다. 즉, 개인은 베타 위험이 높은 주식을, 외국인은 베타 위험이 낮은 주식을 선호한다는 것이다. 주가변동성을 나타내는 지표인 잔차 분산은 상관분석에서보다 더욱 뚜렷한 추론을 가능하게 하고 있다. 잔차 분산은 개인의 경우 10% 수준에서 통계적으로 유의적인 양의 관계를, 기관 및 외국인의 경우는 5% 수준에서 통계적으로 유의적인 음의 관계를 보여주고 있다. 이로부터 개인은 위험 선호형이 많고, 기관 및 외국인은 위험 회피형이 많다는 것을 알 수 있다. 이러한 회귀분석 추정 결과가 “외국인이 주식시장의 변동성을 증가시킨다”는 가설을 기각하는 증거로 사용되기는 힘들지만, 적어도 외국인의 투자 성향이 위험 선호형은 아니라는 것을 말해 준다.

1년 초과수익률도 개인의 경우만 10% 수준에서 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를 가지는데, 이는 개인의 경우 모멘텀 거래의 가능성이 있을 수 있음을 암시한다. 하지만 모멘텀 거래에 대해서는 추후에 더 자세한 분석이 있어야 할 것으로 본다.

상관분석에서와 마찬가지로 기업 규모는 개인과는 통계적으로 유의적인 음의 관계가, 기관 및 외국인과는 통계적으로 유의적인 양의 관계가 명확하게 나타나고 있다.

주당 가격에 있어서는 외국인과 기관은 각각 통계적으로 유의적인 양의 관계 및 음의 관계가 나타났지만 개인은 큰 관계가 없는 것으로 나타났다. 외국인 회귀식에서 주당 가격이 양의 계수를 보이는 것은 외국인의 고가주 선호 경향을 의미한다. 기업 규모 계수와 함께 고려하면 외국인은 기업 규모가 크면서도 고가의 주식을 선호한다고 할 수 있다. 이는 대규모 “블루칩” 종목인 삼성전자나 SK텔레콤 등의 효과로 볼 수 있다. 하지만 기관 회귀식의 결과는 기관이 대규모 주식 중에서도 저가주를 선호한다는 것을 의미하므로, 기관은 흔히 “엘로우칩”이라고 불리

는 대규모 저가주를 선호한다고 하겠다.

매매 회전율은 기관과는 아무런 관계가 없지만, 개인과 외국인에서는 상관분석에서와 마찬가지로 대조적인 차이가 나타나고 있다. 개인은 통계적으로 유의적인 양의 관계를, 외국인은 음의 관계를 보여주고 있다.

4) 투자 주체와 주식 선택의 합리성

상관분석과 회귀분석으로부터 볼 때, 개인은 주식 선택에 있어서 ROA나 기업 규모를 중요시하지 않기 때문에 그들 변수와는 음의 관계를 가지는 것으로 판단된다. 대신 매매 회전율이 높거나 모멘텀 거래를 행하는 경향이 있는 것으로 보아 개인의 투자가 합리적이라고 보기는 매우 힘들다. 이에 비해 외국인은 매매 회전율이나 수익률 표준편차가 높은 주식을 꺼리고, 기업 규모나 주당 가격, ROA가 높은 주식을 선호하고 있다. ROA를 합리적 투자의 판단 지표로 삼을 때, 외국인은 재무 분석에 의한 합리적 투자를 하는 것으로 판단된다. 기관도 ROA와 기업 규모가 큰 주식에 투자하는 것으로 보아 안정적 또는 합리적 주식 투자의 경향이 있다. 하지만 기관은 대개 개인과 외국인의 중간자적인 특성을 가지고 있는 것으로 보아, 가장 합리적인 투자를 하는 주체는 외국인이라고 판단된다.

나. 투자 주체별 포트폴리오 특성과 수익률

이제 구체적인 분석 대상인 투자 주체별 포트폴리오와 포트폴리오 전략의 특성과 수익성을 살펴보자.

1) 투자 주체별 포트폴리오의 특성

투자 주체별 포트폴리오의 특성은 각 주체에 의한 포트폴리오 선택의 결과라고 할 수 있다. 이러한 특성들은 각 주체의 주식 선택 기준이 달라서 주체별로 차이를 보일 수도 있지만, 주식 선택 기준과 관계없이 다른 요인에 의한 부수적인 결과로 차이를 보일 수도 있다.

<표 V-3>은 투자 주체별 포트폴리오의 특성을 보여주고 있는데, 비모수 검증 방법인 Friedman two-way ANOVA by ranks에 의하면 1년 초과수익률을 제외하고는 모든 특성에서 차이가 관찰되고 있다. 레버리지는 개인, 기관, 외국인의 내림차순으로 나타나, 개인 포트폴리오의 상대적 부채가 가장 크고, 외국인 포트폴리오가 가장 작다고 하겠다. 개인과 기관의 유동비율은 거의 비슷하지만, 외국인의 유동비율은 상대적으로 작게 나타나고 있다.

세 주체간에 가장 뚜렷한 차이를 보여주는 특성은 역시 ROA라고 할 수 있다. 기관과 외국인의 ROA는 각각 2.42%, 3.42%로 개인의 0.68%보다 매우 높으며, 외국인은 기관보다는 약 1% 정도 높다. ROA에 있어서 외국인이 가장 높은 것은 외국인이 가장 합리적 투자를 한다는 앞에서의 추론을 뒷받침하고 있다.

베타와 잔차 분산은 개인의 위험 선호도가 외국인에 비해 상당히 높다는 것을 의미한다.

한편, B/M 비율에 있어서 개인이 가장 높고 외국인이 가장 낮은 것은, 개인의 가치주 선호와 외국인의 성장주 선호를 반영했다고 할 수 있다. 기관은 B/M 비율 순위에서도 중간이어서 큰 특징을 찾기는 어렵다.

<표 V-3> 투자 주체별 포트폴리오의 특성: 한국 (1992~2002년)

변 수 ^a	개인	기관	외국인	Friedman W 통계량 ^b
레버리지 (배)	0.69	0.67	0.63	0.85**
유동비율 (배)	1.00	1.01	0.95	0.55**
ROA (%)	0.68	2.42	3.42	1.00**
베타	0.83	0.67	0.59	0.69**
잔차 분산(% ²)	0.03	0.04	0.02	0.67**
1년 초과수익률	0.12	0.16	0.19	0.02
B/M 비율 (배)	1.29	1.08	0.89	0.69**
기업 규모 (10억 원)	5,181	8,470	11,743	0.92**
주당 가격 (원)	58,534	80,078	157,732	1.00**
매매 회전율 (배)	2.77	1.53	1.12	1.00**

- a. 포트폴리오의 변수는 각 포트폴리오의 가중치(보유 비중)에 의해 가중평균하여 계산하였음. 기업 규모, 주당 가격, 수익률 표준편차는 각 변수의 횡단면 가중평균 값의 시계열 단순평균이고, 레버리지, ROA, B/M 비율, 매매 회전율은 분자와 분모 각각의 횡단면 가중평균 값의 시계열 단순 평균임. 이렇게 각 투자 주체의 주식 보유 비중에 따라 가중평균하는 방법으로 인하여 포트폴리오 특성치들이 일반적인 예상과 달라질 수 있음. 삼성전자나 SK텔레콤과 같은 기업의 가중치가 개인, 기관, 외국인 모두의 포트폴리오에서 차지하는 비중이 매우 크기 때문에 포트폴리오 특성치들의 값이 이들 기업의 특성치에 많은 영향을 받기 때문임. 예를 들어, 베타 값이 매우 작거나, 기업 규모, 주당 가격, 1년 초과수익률이 지나치게 큰 이유는 각 주체별 포트폴리오 구성에 삼성전자나 SK텔레콤의 영향이 매우 크기 때문임. 하지만, 동일한 가중치를 주어 계산한 전체 기업의 베타와 1년 초과수익률은 각각 0.98과 -0.02로 일반적인 예상과 일치함
- b. 각 변수의 투자 주체간 중위수 차이는 Friedman two-way ANOVA by ranks에 의해 검증됨. *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함. 자세한 사항은 Daniel(1990, pp.262-274)을 참고

기업 규모와 주당 가격은 ROA와 마찬가지로 매우 중요한 의미를 주고 있다. 가중평균 기업 규모와 주당 가격은 개인이 가장 작고, 기관이 그 다음이며, 외국인이 가장 크게 나타났다. 하지만 양 변수에 있어서 개인과 기관의 차이와 기관과 외국인의 차이는 조금 다른 양태를 보여 주고 있다. 가중평균 기업 규모는 개인과 기관의 차이와 기관과 외국인의 차이가 모두 3,300억원 수준으로 비슷하지만, 주당 가격은 개인과 기

관의 차이(22,544원)와 기관과 외국인의 차이(77,654원)가 상당히 크게 나타나고 있다. 이는 기관에 비해 외국인이 대형 주식을 더욱 선호한다는 것과 함께 그들의 고가주 선호 현상이 더욱 뚜렷하다는 것을 의미한다. 이러한 현상은 외국인이 대형 고가주(예, 삼성전자나 SK텔레콤)인 블루칩 주식을, 기관이 대형 저가주인 엘로우칩 주식을 많이 보유한 것에 의해 설명될 수 있다.

2) 투자 주체별 포트폴리오의 수익률

<표 V-4>는 위험 요인을 고려하지 않은 투자 주체별 포트폴리오의 수익률을 보여주고 있다. 각 투자 주체별 포트폴리오 수익률 평균은 식 (V-1)에서 제시된 보유 비중에 따라 계산된 가중평균 수익률에 의해 산출되었다. 먼저 Panel A에 나타난 포트폴리오 수익률의 산술평균을 보면 외국인이 월 1.54%로 가장 높고, 그 다음이 기관의 1.41%며, 개인은 0.96%로 가장 낮다. 통계적 유의성은 부족하지만 수익률 산술평균으로 볼 때, 최근 11년간 외국인의 투자 수익률이 가장 높았다고 하겠다. 따라서 위험 요인을 고려하지 않을 경우 투자를 위한 외국인의 정보 능력이 개인과 기관에 비해 우월했다고 평가할 수 있다. 하지만 이를 뒷받침할 정도의 통계적 유의성은 부족하다.

수익률 산술평균은 변동성에 따라 크게 달라지기 때문에 실질적인 투자 주체별 포트폴리오 수익률을 대변하기 어렵다. 이를 보완하기 위하여 변동성에 관계없이 실제 수익률을 가장 잘 반영한다고 할 수 있는 수익률 기하평균을 계산하여 보았다. 수익률 표준편차가 각 주체간에 크게 다르지 않기 때문에 기하평균에 있어서도 외국인이 0.92%로 가장 높은 수익률을 보여 투자를 위한 외국인의 정보 능력이 가장 우월하다는 앞에서의 주장을 뒷받침하고 있다.

<표 V-4> 투자 주체별 포트폴리오의 수익률과 표준편차:
한국 (1992~2002년)

(단위: %)

Panel A: 포트폴리오			
포트폴리오	수익률 산술평균 ^a	수익률 표준편차 ^b	기하평균 수익률 ^c
개인	0.96 (0.97) ^d	11.37	0.35
기관	1.41 (1.40)	11.54	0.79
외국인	1.54 (1.53)	11.54	0.92
Panel B: 포트폴리오 전략			
포트폴리오 전략	수익률 산술평균	수익률 표준편차	기하평균 수익률
외국인 - 개인	0.58 (1.43)	4.66	0.57
외국인 - 기관	0.13 (0.59)	2.52	0.13
기관 - 개인	0.45 (1.63)	3.17	0.44

- a. 매월 횡단면 가중평균 수익률의 시계열 평균
- b. 매월 횡단면 가중평균 수익률의 시계열 표준편차
- c. 11년(1993~2003) 동안 월별 수익률의 기하평균
- d. 괄호 안은 t값이며, *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 유의적임을 의미함

Panel B에 나타난 포트폴리오 전략의 수익률은 투자 주체간의 수익률 차이를 보여주고 있다. 먼저 외국인 포트폴리오를 매입하고 개인 포트폴리오를 매도하는 「외국인 - 개인」은 통계적 유의성은 부족하지만 월평균 0.58%의 수익률을 발생시켰다. 「외국인 - 기관」과 「기관 - 개인」도 통계적 유의성은 부족하지만 각각 0.13%, 0.45%의 수익률을 보여주고 있다. 이로부터 투자 수익성은 외국인이 가장 좋고, 개인이 가장 나쁘며, 기관은 중간에 위치함을 다시 한 번 확인할 수 있다.

앞의 분석에서 기관이 재무 분석에 의한 합리적인 투자를 한다는 것과, 그들의 수익성이 개인보다 좋다는 것은 우리나라에서도 기관의 중요성이 인정되는 좋은 증거라고 하겠다. 더 나아가 합리적 투자와 수익성 측면에 외국인이 가장 우수하다는 것은 충분히 발전하지 않은 우리 주식시장에서 외국인이 주역을 담당하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

하지만 <표 V-4>의 결과는 위험 요인을 전혀 반영하지 않았기 때문에 외국인이 개인이나 기관에 비해 수익성이 좋다거나 정보 우월성이 있다고 결론짓기는 쉽지 않다. 좀 더 확실한 결론을 얻기 위해서는 위험 요인이 통제된 이후의 수익률 분석이 이루어져야 한다. 본 연구는 위험 요인 통제에 Fama-French의 3요인 모형을 사용하여 비정상 수익률을 추정하고, 이에 의해 개인, 기관, 외국인의 수익성과 정보 우월성을 판단하고자 한다.

3) 비정상 수익률 분석: Fama-French 3요인 모형

식 (V-2)의 Fama-French 모형에 의해 투자 주체별 포트폴리오 및 그 전략의 비정상 수익률을 추정한 결과가 <표 V-5>에 제시되어 있다. Panel A에 나타난 투자 주체별 포트폴리오 수익률의 Fama-French 모형 추정은 시장 요인, 기업 규모 요인, B/M 요인들의 통계적 유의성과 충분히 높은 Adj. R²로 보아 적합한 모형으로 평가된다. 시장 요인, 기업 규모 요인, B/M 요인들의 계수인 β_p , s_p , h_p 는 대개 합리적인 통계적 유의성과 부호를 가지고 있다. 먼저, β_p 는 모두 통계적으로 유의적인 양의 값을 보여, 개인, 기관, 외국인 포트폴리오 모두 시장 요인과 함께 움직인다는 것을 보여준다. s_p 는 개인의 경우에는 통계적으로 유의적인 양의 값을, 기관과 외국인의 경우에는 음의 값을 가지는데, 이 결과도 개인은 중소형 주식을, 기관 및 외국인은 대형 주식을 선호한다는 앞서의 분석 결과와 일치한다. 개인은 통계적으로 유의적인 양의 h_p 값을, 외국인은 음의 h_p 값을 가지는 것도 각 포트폴리오 특성에 부합하는 결과라고 할 수 있다.

여기서 α_p 는 위험 요인을 고려하고 난 후의 비정상 수익률로 각 투

자 주체의 고유한 손익 또는 정보 우열을 보여준다. 개인 포트폴리오는 통계적으로 유의적인 -0.42%의 비정상 수익률을 가지는데 비해, 기관 및 외국인 포트폴리오는 각각 통계적으로 유의적인 0.39%와 0.82%의 양의 비정상 수익률을 보이고 있다. 이러한 비정상 수익률 추정치는 위험 요인을 고려할 경우 개인은 Fama-French 모형에 의한 기대 수익률보다 월평균 0.42%의 손실을, 기관과 외국인은 각각 월평균 0.39%와 0.82%의 추가적 이익을 본다는 것을 의미한다. 따라서 위험 요인을 고려해도 투자에 대한 개인의 정보력이 기관 및 외국인에 비해 열세에 있고, 외국인은 기관보다도 우위에 있음을 알 수 있다.

<표 V-5> 투자 주체별 포트폴리오의 초과수익률: 한국의 Fama-French 3요인 모형 추정 (1992~2002년)

(단위: %)

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{Mt} - R_{ft}) + s_p \cdot R_{SMBt} + h_p \cdot R_{HMLt} + \epsilon_{pt}$$

Panel A: 포트폴리오					
포트폴리오	α_p	β_p	s_p	h_p	Adj. R ²
개인	-0.42 (-1.67)** ^a	1.02 (46.05)**	0.17 (4.09)**	0.08 (1.92)*	0.94
기관	0.39 (2.07)**	1.04 (61.95)**	-0.06 (-1.68)*	0.02 (0.71)	0.97
외국인	0.82 (4.70)**	1.03 (66.76)**	-0.12 (-3.81)**	-0.12 (-3.81)**	0.97
Panel B: 포트폴리오 전략					
포트폴리오 전략	α_p	β_p	s_p	h_p	Adj. R ²
외국인 - 개인	1.23 (3.32)**	0.01 (0.31)	-0.29 (-4.53)**	-0.20 (-3.10)**	0.23
외국인 - 기관	0.43 (1.99)**	-0.01 (-0.35)	-0.06 (-1.61)	-0.14 (-3.75)**	0.13
기관 - 개인	0.81 (3.15)**	0.02 (0.73)	-0.23 (-5.21)**	-0.06 (-1.35)	0.21

a. 괄호 안은 White의 heteroscedasticity-adjusted t-값이며, *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 유의적임을 의미함

이를 좀 더 정확히 평가하려면 Panel B에 나타난 포트폴리오 전략 모형의 추정 결과를 보면 된다. 포트폴리오 전략의 경우에는 각 요인간의

상쇄 효과 등으로 인해 계수의 통계적 유의성과 설명력이 떨어지지만 비정상 수익률 α_p 의 통계적 유의성은 그대로 유지되고 있다. 외국인과 개인의 성과 차이를 보여주는 「외국인 - 개인」은 통계적으로 유의적인 1.23%의 비정상 수익률을 가진다. 즉, 외국인 포트폴리오를 매입하고 개인 포트폴리오를 매도하면 월평균 1.23%의 비정상 수익률을 얻을 수 있다는 것이다. 「외국인 - 기관」과 「기관 - 개인」도 각각 통계적으로 유의적인 0.43%와 0.81%의 비정상 수익률을 가지는 것으로 추정되었다. 이러한 결과들은 투자에 대한 정보력 측면에서 외국인이 가장 우월하고, 그 다음이 기관이며, 개인은 가장 열세에 있음을 다시 한 번 보여주고 있으며, 고평수·이준행(2003), 김동순·전영순(2004)의 결과를 지지하고 있다.

성급하게 판단하면 본 연구의 결과가 외국인이 정보 열세에 있다는 Choe, Kho, and Stulz(1999, 2004)와 상반된 결과로 인식될 수 있다. 하지만 그들의 연구는 외국인이 국내 투자자들보다 불리한 가격으로 주식을 매입 및 매도한다는 측면에서 외국인이 정보 열세에 있다는 것이다. 따라서 외국인의 투자 수익률 측면에서 외국인의 정보 우월성을 주장하는 본 연구와 Choe, Kho, and Stulz(1999, 2004)가 상반된 결과라고 할 수는 없다. 그들의 연구와 본 연구의 결과를 함께 해석하면, 외국인들은 투자에 대한 우월적 정보를 바탕으로 주식을 매매하기 때문에 매매 시점에 있어서 약간의 손실을 기꺼이 감수한다고 하겠다.

투자에 대한 우월적 정보란 주식 투자를 위한 개별 기업의 사적 정보 또는 알려진 자료의 우월적 분석에 의해서 얻어진 정보가 될 수도 있다.⁴⁶⁾ 하지만 개별 기업의 사적 정보에 있어서 외국인이 국내 투자자

46) 현실적으로 매우 중요한 외국인의 우월적 정보 중의 하나는 그들의 우리나라 주식시장에 대한 불공정 현금흐름(또는 담합적인 주가 움직임)이 될 수 있다. 이러한 행위 또는 정보는 우리나라 증권거래법상 불법적 사항이지만, 여기에 대해서는 아직 실무적 또는 학술적 증거가 제시된 적이 없다. 이에 대해 심도 있는 연구가 필요하지만 본 연구의 범위를 넘어서기 때문에 더 이상 언급하지

보다 더 우월하다고 판단하기는 어렵기 때문에, 우월적 분석에 의해 얻어진 정보에 따라 이성적으로 판단한 것이 정보 우월성의 바탕이 될 수 있다.⁴⁷⁾ 만약 이러한 추론이 맞다면 투자 정보의 정교한 분석에 의한 매매가 이루어지지 못하는 주식시장에서는 외국인의 정보력이 더 우세할 것이고, 주식시장이 발달할수록 외국인의 우월성은 점점 사라질 것이다. Kang and Stulz(1997)에 의하면 오랜 역사를 가지는 일본 주식시장에서는 외국인의 우월성이 거의 관찰되지 않는다고 하였다. 그들의 연구가 이러한 추론을 강하게 뒷받침할 수는 없지만, 어느 정도의 가능성은 있다고 본다.

다. 결과의 요약

본 연구는 우리나라의 투자 주체별 투자 특성과 성과를 최초로 연구하였다. 각 투자 주체(개인, 기관, 외국인)의 주식 보유 비중과 주요 기업 변수와의 상관분석 및 회귀분석을 하였다. 또한 각 투자 주체의 주식 보유 비중에 따라 구성된 투자 주체별 포트폴리오를 구성하고, 그 특성과 수익률 및 비정상 수익률을 분석하여 다음과 같은 결론을 얻었다.

첫째, 상관분석과 회귀분석으로부터 각 투자 주체의 특성을 알 수 있다. 외국인 보유 비중은 개인 보유 비중과는 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를 보이고, 기관 보유 비중과는 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를 보였다. 또한 개인은 기업 규모가 작고 매매 회전율이 높은 종목을, 기관은 기업 규모가 크고 ROA가 높은 종목을 선호한다. 이에 비해 외국인은 기업 규모가 크고 ROA가 높은 종목을 선호한다는 점에서 기관과 유사하지만, 변동성이 작고 매매 회전율과 B/M 비율이 낮으며 주

않기로 한다.

47) 외국인들은 국내 우수 인력을 고용하여 시장 정보를 획득하기 때문에 그들이 개별 기업의 사적 정보에 있어서도 열위에 있다고 보기도 어렵다.

당 가격이 높은 주식을 선호한다는 차이점을 가진다.

미국 주식시장에서 Gompers and Metrick(2001)이 발견한 기관 보유 비중과 B/M 비율의 통계적으로 유의적인 양의 상관관계(가치주 선호)는 전혀 나타나지 않았다. 하지만 Kang and Stulz(1997)에서 발견한 외국인 보유 비중과 B/M 비율의 통계적으로 유의적인 음의 관계(성장주 선호)는 우리나라에서도 뚜렷하게 관찰되고 있다.

둘째, 투자 주체별 포트폴리오 특성에 있어서는 상관분석 및 회귀분석의 결과가 그대로 반영되었다. 세 포트폴리오간의 특성은 1년 초과수익률을 제외하고는 모두 통계적으로 유의적인 차이를 보여주었다. 외국인은 대규모 주식, B/M 비율이 낮은 성장주, ROA가 높은 주식, 매매 회전율이 낮은 주식을 선호하고, 개인은 외국인과는 정반대의 주식을 선호한다. 기관은 외국인과 개인의 중간자적 선호 경향을 보여주고 있다.

셋째, 투자 주체별 포트폴리오의 수익률 분석에 의하면 개인 포트폴리오의 수익률이 가장 작고, 외국인 포트폴리오의 수익률이 가장 높았다. 실제 수익률을 대변할 수 있는 수익률 기하평균에서도 같은 결과를 얻을 수 있었다.

넷째, Fama-French의 3요인 모형에 의해 위험 요인을 통제한 뒤의 비정상 수익률을 평가해도 외국인 포트폴리오는 상당히 좋은 성과를 보이지만, 개인 포트폴리오의 성과는 음의 값을 보여주어 매우 대조적이었다. 이러한 결과들은 외국인들이 국내 투자자에 비해 정보 우월성이 있다는 국내의 기존 연구들을 지지한다. 하지만 본 연구의 결과가 투자 정보에 있어서 외국인이 열세에 있다는 Choe, Kho, and Stulz(1999, 2004)와 배치되지는 않는다. 그들이 분석한 매매 가격과 본 연구의 투자 주체별 포트폴리오 성과 분석은 연구의 목적과 동기가 다르기 때문이다.

이러한 실증 분석 결과들은 우리나라의 기관 및 외국인이 합리적인 투자 의사결정을 하고 있다는 것으로 받아들일 수 있다. 즉, 기관과 외

국민은 나름대로 스스로의 역할을 하고 있다고 평가된다. 하지만 기관이 외국인보다 통계적 의미에서 정보 열위에 있다는 것은 아직 우리나라 주식시장이 충분히 효율적이지 못함을 보여주는 증거라고 하겠다.

4. 일본의 실증 분석

가. 투자 주체별 보유 비중과 기업 특성의 관계

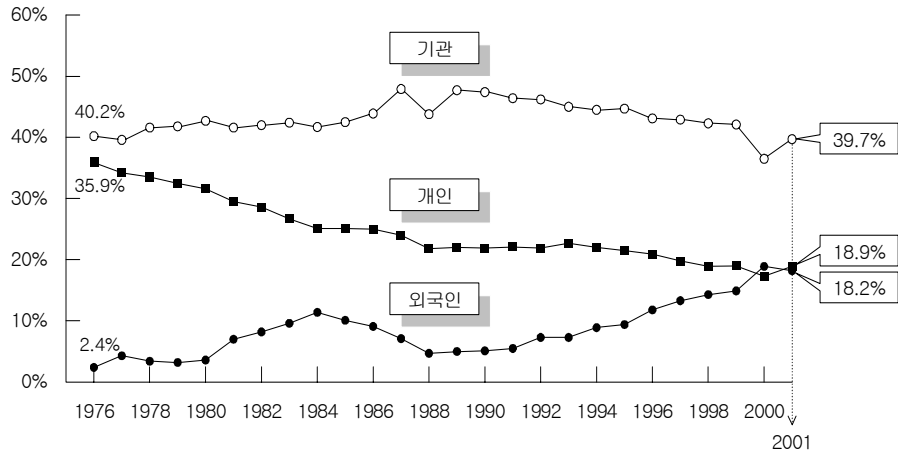
1) 투자 주체별 보유 비중의 시계열

일본 주식시장에 대한 외국인 투자는 1960년대 초반부터 있어 왔지만, 외국인들은 본격적인 주가 상승이 있었던 1970년대부터 일본 주식시장에 관심을 보이기 시작하였다. <그림 V-2>는 투자 주체별 비중의 시계열을 보여주고 있다.⁴⁸⁾ 1976년 말에도 외국인의 비중은 2.4%에 불과하였지만, 1980년대에 크게 상승하여 1984년에는 11.4%로 최고점을 보였다가 다시 1988년까지 감소하였다. 1990년대에는 외국인 비중이 지속적으로 상승하여 2001년 말에는 18.2%를 기록하였다. 주식시장 침체기인 1990년대에 외국인 비중이 크게 증가하였다는 것은 매우 흥미로운 일이다.

기관의 비중은 1976년에 40.2%였지만 2001년에도 39.7%를 기록하여 큰 변화가 없었다고 할 수 있다. 일본 주식시장에서 기관의 비중이 매우 높게 유지되고 있는 것은 은행과 산업의 특별한 관계에서 기인한 것으로 해석될 수 있다. 즉, 은행과 산업의 상호 주식 보유에 의해 기관으로 분류된 은행의 주식 보유가 많아졌기 때문이다. 하지만 개인 비중은 1976년의 35.9%에서 꾸준히 감소하여 2001년에는 18.9%로 하락하였다. 개인의 비중 감소는 외국인의 비중 증가에 의해 대체되었음을 쉽게 알 수 있다.

48) 여기서의 비중은 PACAP DB로부터 계산된 값이므로 TSE가 발표하는 자료와는 약간 상이할 수 있다.

<그림 V-2> 일본 동경증권거래소 투자 주체별 비중의 시계열



2) 상관관계 분석

<표 V-6>은 투자 주체별 보유 비중과 기업 주요 변수와의 상관관계를 보여주고 있다. 쉽게 예상할 수 있듯이 보유 비중에 있어서 개인은 기관 및 외국인과 통계적으로 유의적인 음의 상관관계가 있으며, 기관과 외국인은 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를 가지고 있다. 개인, 기관, 외국인의 보유 비중 관계는 우리나라와 비슷한 양상을 보인다고 할 수 있지만, 상관계수의 절대치들이 모두 작기 때문에 삼자간의 관계가 우리나라만큼 명확하게 나타나지는 않고 있다.

레버리지와의 상관관계는 개인과 외국인 비중만 통계적으로 유의적인 음의 관계를 보여주고 있는데, 우리나라와 마찬가지로 개인과 외국인이 부채가 많은 기업을 선호하지 않는 것으로 해석할 수 있다. 유동 비율에 있어서도 개인과 외국인은 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를 보이는 것으로 보아 그들이 유동성이 높은 종목을 선호한다고 할 수 있다.

<표 V-6> 투자 주체별 보유 비중과 기업별 주요 변수와의 상관관계: 일본 (1975~2000년)

변수 ^a	개인	기관	외국인
개인	1.00	-	-
기관	-0.30 (-42.41)** ^b	1.00	-
외국인	-0.26 (-15.49)**	0.07 (3.63)**	1.00
레버리지	-0.07 (-3.12)**	0.00 (0.26)	-0.19 (-13.24)**
유동비율	0.07 (4.60)**	-0.01 (-1.20)	0.14 (9.82)**
ROA	-0.05 (-3.14)**	0.03 (3.10)**	0.13 (8.84)**
베타	0.07 (3.04)**	-0.07 (-3.44)**	-0.06 (-2.75)**
잔차 분산	0.01 (1.00)	-0.11 (-7.97)**	-0.01 (-0.92)
1년 초과수익률	-0.05 (-3.29)**	0.02 (0.61)	0.08 (4.29)
B/M 비율	0.16 (7.32)**	-0.04 (-2.56)**	-0.10 (-5.04)**
log(기업 규모)	-0.39 (-32.71)**	0.55 (94.79)**	0.35 (13.86)**
주당 가격	-0.06 (-6.96)**	-0.04 (-7.63)**	0.09 (4.71)**
매매 회전을	-0.01 (-0.77)	0.16 (11.07)**	0.05 (3.42)**

a. 변수의 정의는 <표 V-1>과 같음

b. 괄호 안은 t-값, *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함

한편, 기관과 외국인은 ROA와 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를, 개인은 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를 보여주고 있어서 우리나라와 매우 유사하다. ROA와의 관계는 주식 보유에 있어서 개인보다는 기관과 외국인이 좀 더 합리적인 의사결정을 하는 단적인 증거라고 할 수 있다.

시장 모형 베타와 기관 및 외국인의 관계는 통계적으로 유의적인 음의 관계이고, 개인과는 양의 관계를 보여서 개인이 좀 더 베타 위험을 선호하는 것으로 보인다. 시장 모형 베타를 이용해 산출한 잔차 분산과의 상관관계는 기관만이 통계적으로 유의적인 음의 관계를 보여주었다.

모멘텀 효과를 보기 위한 1년 초과수익률과 보유 비중과의 상관관계는 개인의 경우에만 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를 보이지만, 이것만으로 개인이 모멘텀 거래를 한다고 속단하기는 어렵다. 이에 대해서는

다른 변수들을 통제한 회귀분석을 통해 더 자세히 알아볼 필요가 있다.

B/M 비율과는 개인이 통계적으로 유의적인 양의 관계를, 기관과 외국인은 통계적으로 유의적인 음의 관계를 보여주고 있다. 외국인의 결과는 우리나라의 결과 및 Kang and Stulz(1997)와 일치하는 결과로 외국인들은 대체로 성장주를 선호하는 경향이 있음을 다시 한 번 확인할 수 있다. 하지만 B/M 비율과 기관의 음의 상관관계는 기관이 가치주를 선호한다는 Gompers and Metrick(2001)과는 정반대의 결과를 보여주고 있어서, 이에 대한 평가도 다른 변수들을 통제한 회귀분석을 통해 더 자세히 알아보려고 한다.

예상할 수 있듯이 기업 규모는 기관 및 외국인과는 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를, 개인은 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를 보여주고 있다. 이들의 관계는 다른 어떤 관계보다도 뚜렷하게 나타나서, 기관 및 외국인이 대형주를, 개인이 중소형주를 선호한다는 사실을 다시 한 번 확인할 수 있다. 주당 가격과의 상관관계는 개인 및 기관과는 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를, 외국인과는 통계적으로 유의적인 양의 상관관계가 나타났다. 이는 개인 및 기관의 저가주 선호 현상과 외국인의 고가주 선호 현상을 보여주고 있다. 우리나라의 경우와 마찬가지로, 외국인은 기업 규모도 크고 주가도 높은 블루칩 종목을 선호하고, 기관은 기업 규모는 크지만 주가가 낮은 옐로우칩을 선호하는 현상으로 해석할 수 있다.

매매 회전율은 기관 및 외국인과 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를 보이고 있다. 이는 우리나라의 결과와는 정반대의 결과로 이의 해석을 위해서는 회귀분석과 투자 주체별 포트폴리오의 특성을 함께 살펴 보아야 할 것으로 생각된다.

3) 회귀분석

다른 변수들을 통제한 회귀분석의 결과, 개인 및 외국인은 모두 통계적으로 유의적인 음의 레버리지 계수를, 기관은 통계적으로 유의적인 양의 레버리지 계수를 가진다. 이는 개인과 외국인이 부채가 많은 기업을 선호하지 않기 때문으로 보인다. 개인과 외국인만 통계적으로 유의적인 양의 유동비율 계수를 가지는 것은 그들이 유동성이 높은 종목을 선호한다는 것을 의미한다.

ROA에 있어서는 개인은 통계적으로 유의적인 음의 계수를, 외국인은 통계적으로 유의적인 양의 계수를 가져서 우리나라와 같은 결과를 얻을 수 있었다. 하지만 기관은 통계적으로 유의적인 음의 계수를 보여 주어 앞의 상관분석이나 우리나라의 결과와는 일치하지 않는 결과라고 하겠다. 이러한 결과는 기관이 수익성을 크게 고려하지 않는다기보다는 외국인보다 ROA에 대한 고려가 약하다고 판단하는 것이 옳다고 본다.

베타는 어느 투자 주체에서도 통계적인 유의성을 가지지 못하고 있다. 잔차 분산에 있어서는 기관뿐만 아니라 개인도 통계적으로 유의적인 음의 계수를 가진다는 것이 매우 흥미롭다. 이는 투자 위험을 선호하지 않는 일본 투자자들의 심리를 반영한 결과라고 하겠다. 외국인의 잔차 분산 계수는 통계적 유의성이 전혀 없는 것으로 보아 일본에서도 외국인이 추가변동성이 높은 주식을 선호한다고 얘기하기는 어렵다.

1년 초과수익률에 있어서는 개인과 기관이 각각 5%, 10%의 유의수준에서 양 및 음의 계수를 가지고 있지만, 이를 모멘텀 거래나 contrarian 거래로 단정하기는 쉽지 않다. Iihara, Kato, and Tokunaga(2004)는 최근에 일본에는 모멘텀 효과는 없고 1개월 단기 수익률 반전 현상만이 존재한다고 하였기 때문이다. 또한 앞에서의 상관분석에서 1년 초과 수익률과 개인 비중이 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를 가졌기 때문에 이에

대해 결론을 내리기는 쉽지 않다.

<표 V-7> 투자 주체별 보유 비중의 기업별 주요 변수에 대한 횡단면 회귀분석: 일본 (1975~2000년)

변수	개인	기관	외국인
절편	0.76 (51.15)** ^a [26,0] ^b	-0.43 (-26.34)** [0,26]	-0.11 (-7.66)** [0,26]
레버리지	-0.09 (-6.89)** [2,24]	0.07 (13.63)** [26,0]	-0.04 (-10.60)** [0,26]
유동비율	0.01 (5.67)** [25,1]	-0.00 (-0.70) [11,15]	0.00 (4.38)** [22,4]
ROA	-0.15 (-4.37)** [5,21]	-0.10 (-2.58)** [8,18]	0.06 (2.48)** [20,6]
베타	0.00 (0.74) [13,13]	0.00 (1.67) [13,13]	-0.00 (-0.12) [16,10]
잔차 분산	-0.53 (-4.27)** [5,21]	-0.94 (-5.75)** [1,25]	0.07 (1.34) [14,12]
1년 초과수익률	0.01 (2.28)** [18,8]	-0.01 (-1.78)* [7,19]	0.00 (0.89) [13,13]
B/M 비율	0.05 (3.38)** [16,10]	0.06 (8.91)** [26,0]	-0.01 (-4.54)** [4,22]
log(기업 규모)	-0.04 (-40.84)** [0,26]	0.07 (56.78)** [26,0]	0.02 (10.67)** [26,0]
주당 가격 ^c	0.00 (0.26) [19,7]	-0.02 (-4.20)** [0,26]	0.00 (2.60)** [8,18]
매매 회전율	0.02 (7.22)** [25,1]	0.04 (12.46)** [26,0]	0.00 (1.25) [13,13]
Adj. R ²	0.20**	0.36**	0.17**
연평균 관찰 기업 수	524.5		

- a. 회귀 계수는 1992~2002년의 11년 동안 추정된 11개 계수의 평균이며, 괄호 안의 t-값은 Fama-MacBeth의 t-값이고, *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함
- b. 대괄호 안의 첫 번째는 계수가 양인 경우의 개수이며, 두 번째는 음인 경우의 개수이므로 두 숫자의 합은 항상 26이 됨
- c. 주당 가격은 편의상 1,000으로 나누어 사용하였음

개인과 외국인의 B/M 비율은 상관분석에서와 같은 결과가 나왔지만, 기관은 통계적으로 유의적인 양의 계수를 가져서 상관분석과는 일치하지 않고 있다. 따라서 기관이 가치주를 선호한다고 결론을 내리기는 매우 어렵다. 여기서는 상관분석과 회귀분석이 동일한 결과를 나타낸 개인(가치주 선호)과 외국인(성장주 선호)에 대해서만 결론을 내리는 것이 타당하다고 본다.

기업 규모와 주당 가격에 있어서는 상관분석과 같은 결과를 보이기 때문에, 기관은 옐로우칩을 외국인은 블루칩을 선호한다고 결론지을 수 있다. 이에 비해 개인은 기업 규모가 작은 종목을 선호한다고 하겠지만, 주당 가격은 상관분석과 회귀분석의 결과가 다르기 때문에 성급한 결론을 내리기는 힘들다. 이에 대해서는 투자 주체별 포트폴리오의 특성 부분에서 다시 언급하기로 하자.

매매 회전율에 있어서는 기관만이 상관분석과 같은 결과를 보여주어, 기관은 매매 회전율이 높은 종목을 선호한다고 평가할 수 있다. 하지만 개인과 외국인의 경우는 상관분석의 결과와 다르기 때문에 회전율 선호도를 판단하기 어려운 상황이다.

4) 투자 주체와 주식 선택의 합리성

일본의 경우에는 투자 주체별 분석의 결과가 우리나라처럼 뚜렷하게 나타나고 있지는 않고 있다. 다만 ROA와의 관계를 볼 때 개인이 외국인보다는 비합리적인 주식 선택을 한다고 말할 수 있다. 기관의 경우에는 상관분석과 회귀분석의 결과가 다르기 때문에 일본 기관의 수익성 고려 여부는 매우 판단하기 힘들다.

이러한 결과로부터 유추할 때, 일본의 경우 기관과 외국인의 주식 선택이 개인에 비해서 합리적인 부분이 많지만 우리나라만큼 뚜렷하다고

하기는 어렵다고 판단된다.

나. 투자 주체별 포트폴리오 특성과 수익률

1) 투자 주체별 포트폴리오의 특성

<표 V-8>은 각 투자 주체별 포트폴리오의 특성을 보여주고 있다. 쉽게 예상할 수 있듯이 대부분의 항목들이 우리나라에서와 같이 뚜렷한 차이를 보이지는 않고 있다. Friedman two-way ANOVA 검증은 레버리지, 유동비율, ROA, 기업 규모에서만 5% 수준에서 통계적으로 유의적인 차이가 있음을 보여주고 있다.

한편, 앞의 상관분석과 회귀분석에서 이상했던 것은 개인의 보유 비중과 주당 가격의 관계가 상관분석과 회귀분석에서 다르게 나타난 것이다. 즉, 상관분석에서는 통계적으로 유의적인 음의 관계가, 회귀분석에서는 통계적으로 비유의적인 양의 계수가 추정되었다. 포트폴리오의 특성으로 보면 개인의 주당 가격은 ₩44,756으로 세 투자 주체 중 가장 높기 때문에 개인의 보유 비중과 주당 가격은 양의 관계가 있어야 할 것으로 예상된다. 이를 좀 더 자세히 살펴보기 위하여 주당 가격이 하위 800위에 속하는 주식을 대상으로 보유 비중 가중평균 주가를 다시 계산하여 보았다.⁴⁹⁾ 그 결과 개인 ₩431, 기관 ₩434, 외국인 ₩461이 되어 전체 포트폴리오 특성과는 다른 결과를 얻을 수 있었다. 이 의미는 주당 가격이 낮은 다수의 종목에서는 개인의 보유 비중과 주당 가격이 음의 상관관계를 가지지만, 주당 가격이 매우 높은 경우에는 양의 상관관계를 가지는 것으로 해석할 수 있다. 전체 주식에 대한 상관관계는 주당 가격이 낮은 다수의 종목에 의해 결정되기 때문에 통계적으로 유의적인 음의

49) 1976년의 경우에는 전종목이 800개가 안 되기 때문에 모든 종목이 포함된 것이고, 2001년에는 약 반 정도의 종목이 포함된 것으로 이해할 수 있다.

상관관계가 나왔지만, 회귀분석에서는 주당 가격이 높은 종목의 영향력이 커져서 비유의적인 양의 관계가 추정되었다고 할 수 있다.⁵⁰⁾ 이러한 현상은 잔차 분산, 1년 초과수익률, B/M 비율, 매매 회전을 등에서도 부분적으로 발생하였다고 할 수 있다.

<표 V-8> 투자 주체별 포트폴리오의 특성: 일본 (1975~2000년)

변수 ^a	개인	기관	외국인	Friedman W 통계량 ^b
레버리지 (배)	0.75	0.76	0.71	0.76**
유동비율 (배)	1.17	1.19	1.28	0.82**
ROA (%)	1.32	1.37	1.91	0.59**
베타	0.77	0.73	0.73	0.03
잔차 분산 (% ²)	0.01	0.01	0.01	0.09
1년 초과수익률	0.05	0.05	0.09	0.14
B/M 비율 (배)	0.46	0.45	0.41	0.13
기업 규모 (¥10억)	1,457	1,404	1,365	0.07
주당 가격 (¥)	44,756	24,432	33,165	0.08
매매 회전을 (배)	0.57	0.53	0.54	0.13

a. 계산 방법과 변수 정의 등은 <표 V-3>과 동일함

b. 통계량에 대한 설명은 <표 V-3>과 동일함

2) 투자 주체별 포트폴리오의 수익률

<표 V-9>는 최근 26년간 일본의 투자 주체별 수익률을 보여주고 있다. Panel A의 각 주체별 포트폴리오 수익률을 보면 개인과 기관은 월 0.63%, 외국인은 월 0.62%로 세 주체의 수익률은 거의 비슷하다고 할 수 있다. 한 가지 특이한 점은 수익률 표준편차가 우리나라에 비해 매우 작다는 것이다. 우리나라는 세 개 주체 모두 11%를 넘는 수익률 표준편

50) 상관분석에서는 각 종목의 비중이 동일하게 작용하지만 회귀분석에서는 주당 가격이 극히 높은 종목이 극단치 역할을 하기 때문에 주당 가격과 개인 보유 비중의 관계를 바꾸어 놓을 수 있다.

차를 보이는 것에 비해, 일본은 5%를 약간 상회하는 정도에 그치고 있다. 즉, 우리나라의 주가변동성이 일본의 2배 정도가 됨을 의미한다. 결과적으로 우리나라의 수익률 산술평균은 일본의 2배가 넘지만 모두 통계적으로 유의하지 않았으나, 일본의 수익률 산술평균은 모두 통계적으로 유의적인 양의 값으로 추정되게 되었다. 수익률 표준편차 값이 상대적으로 작기 때문에 기하평균 수익률도 산술평균과 매우 큰 차이를 보이지는 않고 있다.

포트폴리오 전략의 결과를 보여주는 Panel B도 Panel A의 결과를 확인하여 주고 있다. 세 주체간의 수익률 차이는 거의 발생하지 않고 있으며, 그 차이도 통계적 유의성을 전혀 보여주지 않고 있다. 이는 위험 요인을 고려하지 않을 때 세 주체간의 수익성에는 큰 차이가 없음을 의미한다.

**<표 V-9> 투자 주체별 포트폴리오의 수익률과 표준편차:
일본 (1976~2001년)**

(단위: %)

Panel A: 포트폴리오			
포트폴리오	수익률 산술평균 ^a	수익률 표준편차 ^b	기하평균 수익률 ^c
개인	0.63 (2.14) ^d	5.12	0.50
기관	0.63 (2.15)	5.12	0.50
외국인	0.62 (1.96)	5.47	0.47
Panel B: 포트폴리오 전략			
포트폴리오 전략	수익률 산술평균	수익률 표준편차	기하평균 수익률
외국인 - 개인	-0.01 (-0.12)	2.03	-0.03
외국인 - 기관	-0.02 (-0.17)	1.64	-0.03
기관 - 개인	0.00 (0.04)	0.89	-0.00

- a. 매월 횡단면 가중평균 수익률의 시계열 평균
- b. 매월 횡단면 가중평균 수익률의 시계열 표준편차
- c. 26년(1976~2001년) 동안 월별 수익률의 기하평균
- d. 괄호 안은 t-값이며, *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 유의적임을 의미함

3) 비정상 수익률 분석: Fama-French 3요인 모형

투자 주체별 수익률에 있어서는 통계적으로나 경제적으로 차이가 없음을 알 수 있었다. 하지만 주요 위험 요인들이 통제된다면 투자 주체간에 수익성 차이가 다르게 나타날 수 있다. <표 V-10>은 지난 26년간 일본의 투자 주체별 수익률을 Fama-French의 3요인 모형에 의해 추정된 결과를 보여주고 있다.

먼저 Panel A의 포트폴리오 결과는 Adj. R²로 평가할 때 매우 높은 설명력이 나타나고 있어서 모형의 적합성에는 큰 문제가 없다고 판단된다. 모든 포트폴리오가 시장 요인에 의해 매우 크게 영향을 받지만, 기업 규모 및 B/M 비율 요인의 영향력은 포트폴리오별로 다르게 나타나고 있다. 개인은 기업 규모 요인이 통계적으로 유의적인 양의 영향을 주지만, 기관 및 외국인에는 전혀 영향을 주지 못하고 있다. 상대적으로 중소형주를 보유하고 있는 개인들의 특성 때문에 이런 현상이 발생하였다고 할 수 있다. 외국인은 B/M 비율 요인에 의해 통계적으로 유의적인 음의 영향을 받고 있는데, 이는 앞서서도 분석되었듯이 성장주를 선호하는 외국인의 특성이 반영된 결과라고 할 수 있다. 이에 비해 뚜렷한 특성을 가지지 못하는 기관의 경우에는 기업 규모와 B/M 비율 요인이 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 해석된다.

α_p 로 추정된 비정상 수익률은 각 투자 주체의 투자 성과를 말해주고 있다. 앞의 수익률 분석에서는 개인, 기관, 외국인 사이에 큰 차이를 발견할 수 없었지만, 위험 요인들이 통제된 후에는 다른 결과를 얻게 된다. 개인과 기관은 통계적으로 유의적인 수준에서 비정상 수익률을 발생시키지 못하고 있지만, 외국인은 월 0.28%의 통계적으로 유의적인 양의 비정상 수익률을 얻었다. 즉, 포트폴리오 수익률에 영향을 주는 위험 요인을 통제한 후에도 외국인은 비정상적인 수익을 얻었음에 비해, 개인

및 기관은 그렇지 못했다는 것이다. 이는 투자에 대한 정보력 측면에서 외국인의 우월성을 인정하는 결과라고 할 수 있다. 외국인만 투자 우월성을 가지는 것은 매우 흥미로운 사실이다.

포트폴리오 전략의 비정상 수익률 추정치는 포트폴리오의 결과를 다시 확인해 주고 있다. 개인 포트폴리오를 팔고 외국인 포트폴리오를 사는 「외국인 - 개인」 전략은 통계적으로 유의적인 양의 비정상 수익률을 보이지만, 「외국인 - 기관」 전략은 통계적 유의성이 전혀 없다. 즉, 외국인이 개인에 비해 투자 성과가 우월하지만, 기관에 대해서는 반드시 그렇지는 않다는 것이다. 반면에 「기관 - 개인」 전략은 10% 유의수준에서 통계적으로 유의적인 양의 비정상 수익률을 가지는 것으로 보아 개인보다는 기관의 투자 성과가 우월하다고 할 수 있다.

한편 일본 주식시장의 활황기(1976~1989년)와 침체기(1990~2001년)에 따라 각 투자 주체의 비정상 수익률 행태가 달라질 가능성도 있다. 만약 각 투자 주체의 투자 성과가 시장 상황에 따라 달라진다면 비정상 수익률 α_p 도 당연히 달라져야 할 것이다. Panel C는 1989년까지와 그 이후 기간을 구분하여 비정상 수익률 추정치가 달라지는가를 보여주는 Chow 검증 결과를 χ^2 -값에 의해 보여주고 있다. Chow 검증은 모든 투자 주체별 포트폴리오와 포트폴리오 전략의 비정상 수익률은 주식시장 활황기와 침체기에 따른 구조적 변동이 없음을 보여주고 있다. 따라서 주식시장 상황에 관계없이 외국인은 기관 및 개인에 대해, 기관은 개인에 대해 투자 성과에 있어서 우월성을 가졌다고 할 수 있다.

하지만 외국인과 기관의 투자 성과 우월성이 수익률 자체에서는 관찰되지 않고 있으며, Fama-French의 3요인 모형에 있어서도 비정상 수익률의 크기와 유의성이 우리나라에 비해서는 매우 떨어지고 있다. 이런 현상에 대해 여기서 충분한 설명을 제공하기는 어렵지만, 이 장의 마지막 부분에서 이에 대해 토론해 보고자 한다.

<표 V-10> 개인, 기관, 외국인 포트폴리오의 초과수익률:
일본의 Fama-French 3요인 모형 추정 (1976~2001년)

$$R_{pt} - F_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{Mt} - R_{ft}) + s_p \cdot R_{SMBt} + h_p \cdot R_{HMLt} + \epsilon_{pt}$$

Panel A: 포트폴리오					
포트폴리오	α_p	β_p	s_p	h_p	Adj. R ²
개인	0.06 (0.58)	0.93 (32.85)**	0.12 (3.15)**	-0.02 (-0.47)	0.89
기관	0.14 (1.41)	0.93 (34.74)**	-0.00 (-0.01)	-0.07 (-1.59)	0.90
외국인	0.28 (1.98)**	0.93 (27.39)**	-0.04 (-0.78)	-0.29 (-4.01)**	0.82
Panel B: 포트폴리오 전략					
포트폴리오 전략	α_p	β_p	s_p	h_p	Adj. R ²
외국인 - 개인	0.22 (2.02)**	-0.00 (-0.23)	-0.15 (-4.71)**	-0.27 (-4.57)**	0.21
외국인 - 기관	0.13 (1.47)	-0.00 (-0.09)	-0.04 (-1.41)	-0.22 (-4.55)**	0.12
기관 - 개인	0.08 (1.73)*	-0.00 (-0.34)	-0.12 (-8.30)**	-0.05 (-2.49)*	0.23
Panel C: Chow 검증					
H ₀ : $\alpha_p(1976\sim 1989) = \alpha_p(1990\sim 2001)$					
포트폴리오 또는 포트폴리오 전략	$\chi^2(1)$				
개인	0.24 [0.62] ^b				
기관	0.47 [0.49]				
외국인	2.05 [0.15]				
외국인 - 개인	1.74 [0.19]				
외국인 - 기관	1.90 [0.17]				
기관 - 개인	0.12 [0.73]				

a. 괄호 안은 White의 heteroscedasticity-adjusted t-값이며, *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 유의적임을 의미함
b. 대괄호 안은 p-값임

다. 결과의 요약

일본의 주식시장에 대한 투자 주체의 특성과 성과 분석 결과는 우리나라와는 약간 다른 양상을 보여주고 있다. 이를 간략하게 요약하면 다음과 같다.

첫째, 상관분석 및 회귀분석으로부터 각 투자 주체의 특성이 구별되는 것은 하지만 그 정도는 우리나라만큼 뚜렷하지 않다. 기관과 외국인의 보유 비중은 개인과 통계적으로 유의적인 음의 상관계수를 보이고, 기관과 외국인은 통계적으로 유의적인 양의 상관관계를 보이고 있다. 개인은 대체로 레버리지가 낮고 유동비율이 높으며 ROA가 낮은 종목을 보유하고 있다. 또한 B/M 비율이 높고 기업 규모가 작으며 매매 회전율이 높은 종목을 보유하는 경향이 있다. 이에 비해 외국인은 ROA와 B/M 비율이 높고 기업 규모가 크며 주당 가격도 높은 주식을 선호하는 것으로 나타났다. 일본 주식시장에서 외국인이 선호하는 주식은 수익성이 좋은 블루칩 종목이라고 할 수 있는데, 이러한 현상은 우리나라에서와도 같다고 하겠다. 일본의 기관은 개인과 외국인의 중간자적인 성향을 가지는 우리나라의 기관과는 약간 다른 양상을 보여주고 있다. 기관이 ROA가 낮은 종목과 매매 회전율이 높은 주식을 보유하는 경향이 있는 것은 매우 해석하기 힘든 현상이라고 하겠다.

둘째, 투자 주체별 포트폴리오 특성은 상관분석과 회귀분석의 결과를 다시 한 번 확인해주고 있다. 일본의 결과에서 특이한 점은 우리나라와는 달리 투자 주체간의 차이가 크게 두드러지지 않는다는 것이다. 세 주체간에 통계적인 차이를 보이는 변수도 레버리지, 유동비율, ROA, 기업 규모 4개밖에는 없다. 우리나라의 경우 1년 초과수익률을 제외하고는 모두 통계적인 차이를 보였던 것과는 매우 대조적이다. 예를 들어, 매매 회전율을 보아도 개인, 기관, 외국인간에 차이가 거의 없는 것으로 나타나고 있다. 일본의 개인들이 우리와는 매우 다른 특성을 가졌다고 해석할 수 있다. 한 가지 특이한 것은 저가주를 선호하는 우리나라의 개인과는 달리 일본 개인 보유 주식의 주당 가격이 ¥44,756으로 가장 높다는 것이다.

셋째, 투자 주체별 포트폴리오의 수익률 분석에 의하면 세 주체간에

차이가 거의 없고, 이는 기하평균 수익률로 비교하여도 마찬가지로 결과를 얻을 수 있다.

넷째, 산술평균 수익률의 결과와는 달리 Fama-French의 3요인 모형은 위험 요인을 통제한 이후에 외국인의 비정상 수익률이 가장 높다는 것을 보여주었다. 외국인 다음으로는 기관의 비정상 수익률이 높은 것으로 보아, 투자에 대한 정보 우월성 측면에서 개인보다는 외국인과 기관이 앞서고 있다고 평가된다. 하지만 외국인과 기관의 우월성이 우리나라만큼 크게 나타나지는 않는다고 하겠다.

5. 결과의 해석과 기관투자자 존재의 의미

가. 실증 분석 결과의 해석

우리나라와 일본의 실증 분석은 여러 가지 측면에서 다른 결과를 보여 주었다. 첫째, 투자자 유형별 특성에 있어서 우리나라는 개인과 외국인이 뚜렷한 차이를 보이면서 기관은 중간자적인 성격을 가지는 것으로 나타났다. 하지만 일본은 개인, 기관, 외국인간에 주식 보유의 뚜렷한 차이를 찾기가 쉽지 않았다. 이러한 일본의 특징은 각 주체의 포트폴리오 특성에도 그대로 반영되어 세 투자 주체간에 통계적 차이를 보이는 것은 10개 변수 중 레버리지, 유동비율, ROA에 불과하였다. 둘째, 우리나라에서는 통계적으로 유의적이지는 못하지만 개인, 기관, 외국인 사이에 수익률 차이가 존재하였으나, 일본의 경우에는 세 투자 주체가 거의 비슷한 수익률을 가졌다. 일본의 경우 Fama-French의 3요인 모형을 사용하여 위험 요인을 통제할 경우에만 외국인에게서 통계적으로 유의적인 양의 비정상 수익률이 추정되었다.⁵¹⁾

51) 포트폴리오 전략의 비정상 수익률 추정치로 볼 때 일본의 기관이 개인보다 수익성이 앞서는 경향이 보이기도 하였다.

우리나라와 일본의 차이는 과연 왜 발생하였는가? 이 질문에 대해 본 연구에서 결론적인 답변을 주기는 어렵지만 몇 가지 추론을 제시할 수 있다고 본다.

첫째, 우리나라와 일본 기관투자자의 주식 보유 목적이 다르다는 것이 양국간의 차이를 나타낼 수 있다. 우리나라의 기관(금융기관)들은 대부분의 경우 투자 수익의 극대화를 추구하는데 비해, 일본의 가장 큰 기관인 은행들은 산업과의 상호출자에 묶여 있어서 투자 수익의 극대화라는 투자 목적을 달성하기 어렵다는 것이다. 이런 이유로 일본의 경우에는 기관의 투자가 우리나라만큼 합리적이라고 하기는 어렵다. 따라서 기관이 주식 보유 특성과 수익률 측면에서 개인과 크게 다르지 않게 되었다고 본다.

둘째, 일본 개인의 투자 성향이 우리나라 개인과 확연히 다르기 때문이다. 일본의 개인은 매매의 빈도가 매우 잦고 시황에 휩쓸리는 경향이 있는 우리나라의 개인과는 다른 경향을 보이고 있다. 우리나라 개인의 매매 회전율은 연평균 277%인데 비해 일본 개인은 연평균 57%에 불과하다. 또한 일본 개인의 매매 회전율은 기관이나 외국인과 통계적인 차이를 보이지 않고 있다. 이러한 성향 차이는 일본 개인이 기관이나 외국인에 비해 주식 보유 특성과 수익률 등에 있어서 큰 차이를 나타내기 어려운 요인이 될 수 있다.

셋째, 주식시장의 효율성 차이가 주식 보유 특성과 수익성 결과의 차이를 초래하였다고 본다. 일본의 주식시장은 이미 1960년대부터 외국인에게 시장을 개방하기 시작하였고 이미 선진 주식시장의 범주에 포함되어 있다. 이에 비해 우리나라 주식시장은 1992년부터 외국인에게 개방되었으며 아직도 신흥 시장에 속하는 등 주식시장의 효율성 측면에서 일본에 비해 떨어지는 상황이다. 우리나라 주식시장은 기업 및 시장 분석에 의한 이익 창출의 가능성이 일본보다는 훨씬 크다는 것이다. 따라서

일본에서는 기관과 외국인의 주식 보유 특성과 수익성이 개인과 크게 다르지 않았다고 본다.

넷째, 외국인의 수익성이 일본에서 떨어지는 이유는 외국인 소유 비중의 증가 속도가 원인일 수 있다. 우리나라는 표본 기간인 지난 11년 동안 일본보다 매우 급속하게 외국인 소유 비중이 증가하였다. 우리나라에서 외국인 비중의 급속한 증가가 주가를 압박하였기 때문에, 외국인이 많이 보유한 주식을 중심으로 주가가 크게 상승하였다는 것이다. 이럴 경우 개인이나 기관에 비해 외국인의 수익성이 훨씬 좋을 수 있지만 비합리적인 가격 압박에 의해 외국인 보유 주식의 가격이 지나치게 상승했다면 가까운 장래에 이들 주식의 가격은 크게 하락하여야 한다. 현재 시점에서 이에 대해 평가하기는 매우 힘들지만, 여러 가지 주식 평가 지표로 볼 때 이러한 주장을 받아들이기는 쉽지 않다.⁵²⁾

하지만 일본에서도 ROA를 중요시 하는 외국인의 성향이 관찰되고 있으며, 위험 요인을 고려하면 외국인과 기관의 성과가 개인보다 우수하였다는 점은 우리나라의 결과와 유사하다고 할 수 있다.

나. 기관투자자 존재의 의미

우리나라는 기관과 외국인의 주식 보유 특성과 수익성이 개인과는 두드러진 차이를 보여주고 있다. 이는 기관과 외국인이 개인에 비해 주식시장의 합리성과 효율성을 추구하는 주체라는 것을 의미한다고 할 수 있다. 일본의 경우 우리나라보다 기관 및 외국인의 성향과 수익성이 두드러지지 않지만, ROA나 위험 요인 통제 후의 수익성으로 평가할 때 기관과 외국인의 합리성이 약하게나마 나타나고 있다고 평가된다. 따라서 우리나라와 일본의 기관과 외국인은 시장의 효율성과 수익성 측면에

52) 여기서 주식 평가 지표는 주가/수익 비율 등을 의미한다.

서 나름대로의 역할을 수행하고 있다고 평가된다.

우리나라의 경우 주식 보유 특성으로 볼 때 기관의 주식 선택의 합리성이 외국인보다 비효율적인 측면이 있다. 일본의 경우도 기관의 주식 보유가 상호출자 등에 의한 경우가 많아서 본연의 역할을 충분히 발휘하지는 못하고 있지만, 시장 효율성이 상대적으로 높기 때문에 외국인과 의 차이가 크게 나타나지는 않는다.

추가적으로 검증이 필요한 것은 '기관투자자의 비중이 커지면 과연 주식시장의 안정성이 높아질 수 있는냐'는 것이다. 이것을 실증적으로 보여 줄 수 있다면 기관투자자의 존재 의미가 더욱 확실해질 수 있을 것이다.

VI. 한·일·중 연금 산업의 분석

1. 한국의 연금 산업
2. 일본의 연금 산업
3. 대만의 연금 산업
4. 중국의 연금 산업
5. 기관투자자로서의 한·일·중 연금 산업 비교

VI. 한·일·중 연금 산업의 분석

이제부터는 기관투자자의 범위를 연금, 펀드, 보험사로 한정한다. 본 장에서는 그 중에서 한국, 일본, 중국의 연금 산업을 비교하고자 한다. 한국과 일본의 경우에는 상대적으로 자료 이용에 무리가 없지만, 중국과 대만은 자료 접근성의 제한으로 인해 충분한 분석이 이루어지기 어려웠다.

1. 한국의 연금 산업

가. 연금 산업의 구조

한국의 연금 산업은 크게 3층 구조로 이루어져 있다. <그림 VI-1>은 우리나라의 3층 연금 체계를 보여주고 있다. 공무원, 사립학교 교직원 및 군인이 아닌 전국민에게 적용되는 국민연금이 1층 연금 체계를 구축하고 있다. 2004년 1월 현재 민간 봉급생활자에게 적용되는 보험료율은 표준소득월액의 9%로 노사가 절반씩 납입한다. 국민연금은 모든 참가자에게 공통적으로 적용되는 기초 부분과 참여자의 소득에 따라 달라지는 소득 비례 부분으로 나뉜다. 국민연금이 적용되지 않는 공무원, 사립학교 교직원 및 군인 등은 각각의 연금 체계를 가지고 있는데, 이러한 직역연금은 국민연금과 기업연금의 역할을 동시에 한다고 할 수 있다.

2층인 기업연금 차원에서는 퇴직금 제도가 민간 봉급생활자를 위한 연금 제도로 생각될 수 있지만, 이는 선진국의 기업연금과는 많은 차이가 있다. 예를 들어, 사외 적립이 독립적으로 이루어지지 않는다는 기업 도산시에 퇴직금이 보호되기 어렵다는 것이다. 예전에 존재했던 종업원퇴직보험 제도도 퇴직금 제도의 문제점을 해결하지 못했다. 이러한 문제점을 해결하기 위해서 1997년에 퇴직보험(신탁)과 중간정산 제도가 도

입되었지만, 퇴직보험(신탁) 제도는 널리 이용되지 못하고 있으며, 중간 정산 제도는 오히려 근로자들의 노후 생활 재원 마련에 방해가 되고 있다. 노동부는 2004년 중에 「근로자퇴직급여보장법」을 만들어 선진국의 기업연금 제도를 도입하려고 하고 있다.

연금 체계의 3층에 있는 개인연금은 퇴직금이나 직역연금 또는 소득 수준에 무관하게 가입할 수 있도록 되어 있다. 2000년 말까지는 1년에 180만원까지 40%의 소득공제가 적용되고 소득세가 전혀 부과되지 않는 개인연금 제도가 있었지만, 2001년부터는 이 제도가 폐지되고 새로운 연금저축 제도가 도입되었다. 새로운 연금저축 제도에 의하면 1년에 240만원까지 전액 소득공제가 적용되지만 소득세는 연금 급부 수령시에 연금소득으로 과세된다. 미국의 Individual Retirement Account(이하 IRA) 제도와 비교한다면, 전자는 Roth IRA에 가깝고, 후자는 전통적 IRA라고 할 수 있다.

<그림 VI-1> 한국의 3층 연금 체계



나. 공적 연금의 운용: 기관투자자로서의 의미⁵³⁾

우리나라의 4대 공적 연금은 국민연금, 공무원연금, 사학연금, 군인연금이다. 이 중 군인연금은 채원이 고갈되었고, 공무원연금과 사학연금도 자본시장 참여도가 크지 못하다. 공무원연금의 경우 2003년 말 현재 금융자산 투자액은 3조6,491억원인데, 채권 및 예금에 81.9%, 신탁상품에 15.5%, 주식에 2.6%가 투자되어 있다. 거의 모든 채원이 안정적 수익을 추구하는 채권에 집중되어 있고 주식 투자 비중은 미미하다. 결국, 채권시장의 수요 기반은 되지만 주식시장에서 기관투자자의 역할은 전혀 하지 못하고 있다. <표 VI-1>에 나타난 사학연금의 운용도 2003년 11월 말 현재 채권, 예금 등과 공공자금에 집중되어 있지만 주식 투자 비중이 7.8%(직접 3.7%, 주식형 간접상품 4.1%)로 상대적으로는 높은 편이다. 하지만 연금 자산 전체의 규모가 4조 4,363억원밖에 안 되어서 주식 투자 규모도 직접과 간접을 모두 합해도 3,432억원에 불과하다. 따라서 사학연금도 채권시장의 수요 기반의 역할은 하고 있지만 주식시장에서 기관투자자로서의 역할은 못하고 있는 실정이다.

53) 본 연구에서 공적 연금의 투자에 대한 모든 논의는 현 상황을 설명하는 것이 아니라 주식 투자 규모의 타당성에 대한 언급이 아님을 밝혀둔다.

<표 VI-1> 한국 사학연금의 운용

(단위: 10억원, %)

분류	2002년 말		2003년 11월 말	
	금액	구성비	금액	구성비
채권직접	2,393	59.2	2,502	56.4
주식직접	86	2.1	162	3.7
간접상품	653	16.2	897	20.2
채권형	544	13.5	716	16.1
주식형	109	2.7	181	4.1
금융상품	137	3.4	99	2.2
단기 예치금	124	3.0	126	2.8
소계	3,392	83.9	3,786	85.3
공공자금	650	16.1	650	14.7
계	4,042	100.0	4,436	100.0

자료: 사학연금관리공단(www.ktpf.or.kr)

국민연금은 1988년에 제도가 도입된 이후 엄청난 자산 증가를 경험하였다. 부분 적립방식의 특성상 비약적인 자산 증가는 이미 예견된 바와 같다. 2003년 12월 말 현재 국민연금의 총자산은 112조원을 상회하고 있다. <표 VI-2>는 1988년부터 2003년까지 국민연금 자산 운용의 역사를 부문별로 보여주고 있다. 국민연금의 투자는 공공 부문, 복지 부문, 금융 부문으로 구분된다. 복지 부문은 비중이 매우 미미하고, 공공 부문은 점차 비중을 줄여가고 있는 실정이다. 기관투자자로서의 국민연금의 역할을 평가하기 위해 금융 부문 투자를 살펴보면, 2003년 현재 전체 자산의 79.1%인 96조5,770억원이 채권에 투자되어 있다. 대부분 국공채 투자에 할당되기 때문에 국민연금은 국공채 시장의 가장 큰 수요 기반이 되고 있다. 어떤 의미에서는 우리나라 국공채의 대부분을 수요하는 주체라고 할 수 있다. 이에 비해 주식시장에서의 비중은 매우 작은 편이다. 주식 투자는 주로 자문사에 의한 위탁 투자와 직접 투자분으로 나누어진다. 2003년 현재 직접 투자는 전체 자산의 3.4%를, 위탁 투자는 2.7%를 차

지하고 있어서, 국민연금의 주식 투자 비중은 약 6.1% 수준에 불과하다. 하지만 전체 자산의 규모가 112조원을 상회하므로 6.1%의 비중도 6조 9,340억원에 이른다. 공적 연금의 입장에서는 주식시장의 가장 큰 기관 투자자라고 할 수 있다.

<표 VI-2> 한국 국민연금의 운용 추이

(단위: 10억원)

구분	1988년	1990년	1995년	2000년	2001년	2002년	2003년
공공 부문	288	1,018	10,435	34,511	30,785	30,199	15,251(13.6%)
재정자금	288	1,018	5,252	0	0	0	0(0.0%)
공공자금	0	0	5,183	34,184	29,444	24,221	15,252(13.6%)
국채	0	0	0	328	1,341	5,978	0(0.0%)
복지 부문	0	0	630	716	633	527	441(0.4%)
금융 부문	240	1,181	4,890	25,387	44,223	62,049	96,577(86.0%)
채권	95	529	2,033	19,593	38,591	56,413	88,791(79.1%)
금전신탁	115	397	1,344	350	20	94	150(0.1%)
정기예금	0	0	31	210	0	0	0(0.0%)
CRC 투자	0	0	0	0	0	0	71(0.1%)
수익증권	48	223	224	1,198	372	196	11(0.0%)
위탁 투자	0	0	0	200	1,200	1,800	3,069(2.7%)
벤처 투자	0	0	0	0	0	46	170(0.2%)
주식	0	0	808	1,960	2,338	2,952	3,865(3.4%)
단기자금	18	31	450	1,876	1,703	549	450(0.4%)
합계	528	2,199	15,955	60,615	75,641	92,775	112,270

자료: 국민연금관리공단(www.npc.or.kr)

재원의 적립 수준으로 볼 때, 향후 공적 연금 차원에서 주식시장의 주요 기관투자자 역할을 할 수 있는 주체는 국민연금이라고 할 수 있다. 국민연금은 기하급수적으로 증가하는 연금 재원의 투자를 위해서도 투자를 다양화 하여야 하고, 그 결과로 주식시장에 대한 투자도 급속히 증가할 것으로 보인다. 하지만 현재 제도에서는 향후 기금 고갈이 예상되

는 상황이므로 이로 인한 주식시장의 영향을 감안하여 투자가 이루어질 것으로 예상된다. 한편, 향후 기금 고갈의 문제를 해소하기 위해 기여와 급여 수준을 다시 결정하는 제도의 개선이 이루어진다면 향후 20~30년간 주식 투자의 규모는 더욱 커질 가능성이 높다.

다. 사적 연금의 운용: 기관투자자로서의 의미

우리나라의 사적 연금 제도는 퇴직금 제도와 개인연금 제도로 대별될 수 있다.⁵⁴⁾ 퇴직금 재원 중 사외에 적립되는 퇴직보험(신탁)과 개인연금만이 사적 연금의 운용 대상이라고 할 수 있다.

먼저 퇴직보험(신탁)을 살펴보면 더 이상의 가입이 금지된 종퇴보험을 포함하여 2003년 9월 말 현재 16조원 정도의 재원이 운용되고 있다. 이 중 보험회사에 13조4,000억원(83.5%), 은행에 2조2,603억원(14.1%), 투자신탁에 168억원(0.1%)이 예치되어 있으며, 2.3%에 이르는 종퇴보험은 만기가 돌아올수록 급속히 사라질 전망이다. 16조원에 이르는 재원이 보험회사에 예치되어 있고 보험회사의 주식 보유 비중이 매우 낮기 때문에 퇴직보험(신탁)이 주식시장의 기관투자자가 되기는 매우 어려운 상황이다. 신탁의 형태로 은행과 투자신탁에 예치된 재원도 거의 채권형으로 운용되고 있다. 따라서 기업연금 차원에서 주식시장의 기관투자자 역할을 할 수 있는 주체는 아직 없는 상황이라고 할 수 있다.

54) 퇴직금의 많은 재원이(퇴직급여충당금이라는 계정으로) 장부상으로는 적립되기 때문에 기업 내의 운전자금으로 사용된다고 할 수 있다.

**<표 VI-3> 한국의 금융기관별 퇴직보험(신탁) 예치 현황
(2003년 9월 말 현재)**

(단위: 10억원, 천건)

구분		금액	비중	계약 수	비중	비고
퇴직보험 (신탁)	생명보험	12,345	77.1%	2,190	87.8%	책임준비금
	손해보험	1,018	6.4%	293	11.8%	책임준비금
	은행	2,260	14.1%	11	0.4%	잔액
	투자신탁	17	0.1%	-	-	설정액
	소계	15,640	97.7%	2,494	100.0%	
종퇴보험 ^a	생명보험	367	2.3%		0.0%	책임준비금
합 계		16,007	100.0%	2,494	100.0%	

a. 종퇴보험은 2003년 3월 말 현재
자료: 금융감독원 연금감독팀

개인연금도 퇴직보험(신탁)과 크게 다르지 않은 상황이다. 생명보험사의 비적격연금 31조원을 제외할 때 개인연금 재원은 약 27조원 정도다. 이 중 생명보험사와 손해보험사가 17조4,123억원(63.7%), 은행이 8조7,764억원(32.1%), 투자신탁이 1조1,099억원(4.1%)을 운용하고 있다. 은행과 투자신탁의 신탁에 의한 운용 재원이 상대적으로 커진 것이 퇴직보험(신탁)의 경우와 다른 점이다. 하지만 보험회사의 저조한 주식 보유 비중과 주로 채권형에 의해 운용되는 은행과 투자신탁의 개인연금 신탁을 고려할 때 개인연금도 주식시장의 기관투자자 역할을 한다고 평가하기 매우 어렵다.

**<표 VI-4> 한국의 금융기관별 개인연금 예치 현황
(2003년 9월 말 현재)**

(단위: 10억원, 천건)

구분	금액	비중	계약 수	비중	비고
생명보험	13,444	49.2%	1,421	43.8%	책임준비금
손해보험	3,968	14.5%	585	18.0%	책임준비금
은행	8,776	32.1%	1,235	38.1%	잔액
투자신탁	1,110	4.1%	-	0.0%	설정액
합 계	27,299	100.0%	3,241	100%	
비적격연금(생보) ^a	30,901		2,368		책임준비금

a. 비적격연금은 보험회사의 보험차익 비과세 상품임

자료: 금융감독원 연금감독팀

향후 우리나라의 사적 연금 산업 발전은 노동부가 추진중인 「근로자 퇴직급여보장법」에 의한 퇴직연금의 도입 여부에 달려 있을 것으로 예상된다. 퇴직연금 제도가 도입되어 좀더 유연한 투자 환경이 제공된다면 퇴직연금이 주식시장의 주요 기관투자자가 될 가능성도 크다. 하지만 안정적인 주식시장 환경의 조성과 연금 참여자의 투자 성향 장기화가 전제되지 않는다면 현재와 같은 상황이 계속 이어질 가능성도 배제할 수 없다.

2. 일본의 연금 산업

일본의 연금 산업은 크게 공적 연금과 사적 연금으로 나눌 수 있다. 공적 연금에는 우리의 국민연금에 해당하는 후생연금과 국민연금이 있고, 사적 연금에는 기업연금 차원의 여러 제도가 있지만 정확히 개인연금에 해당하는 제도는 거의 없었다. 굳이 개인연금을 언급한다면 보험회사에서 취급하는 상품을 개인연금이라고 할 수 있었지만, 최근에 DC 플랜이 도입되면서 자영업자의 개인형 DC 플랜으로 개인연금이 도입되었다.⁵⁵⁾ 여기서는 공적 연금과 사적 연금의 구조와 그들의 자산 운용에 대

해 살펴보고자 한다.

가. 연금 산업의 구조

일본의 연금 산업은 최근에 DC 플랜이 도입되는 등 계속해서 변화의 과정을 겪고 있다. <그림 VI-2>는 일본 연금 제도의 체계를 보여주고 있다. 일본의 연금 제도 대상자는 전국민에게 적용되는 기초연금인 국민연금 대상 기준에 따라 크게 다음과 같은 3개의 그룹으로 구별된다:

국민연금 제1호 피보험자: 자영업자, 학생 등

국민연금 제2호 피보험자: 후생연금 또는 공제연금 가입자로 봉급생활자와 공무원이 포함됨

국민연금 제3호 피보험자: 후생연금 및 공제연금 가입자의 피부양 배우자

국민연금에는 위의 3개 주체가 모두 가입하여야 한다. 먼저 제1호 피보험자인 자영업자와 학생 등은 기초연금인 국민연금의 가입만이 강제화 되어 있다. 이들은 소득 비례로 적용되는 국민연금기금에 임의적으로 가입할 수 있는데, 국민연금기금은 후생연금이 적용되는 봉급생활자 등과의 연금 소득 불균형을 해소하기 위하여 설립되었다. 따라서 국민연금은 가입이 강제화 되는 공적 연금에 해당하고, 국민연금기금은 가입이 임의적인 사적 연금에 해당한다. 하지만 국민연금기금도 국민연금에서 통합하여 운용하고 있다.

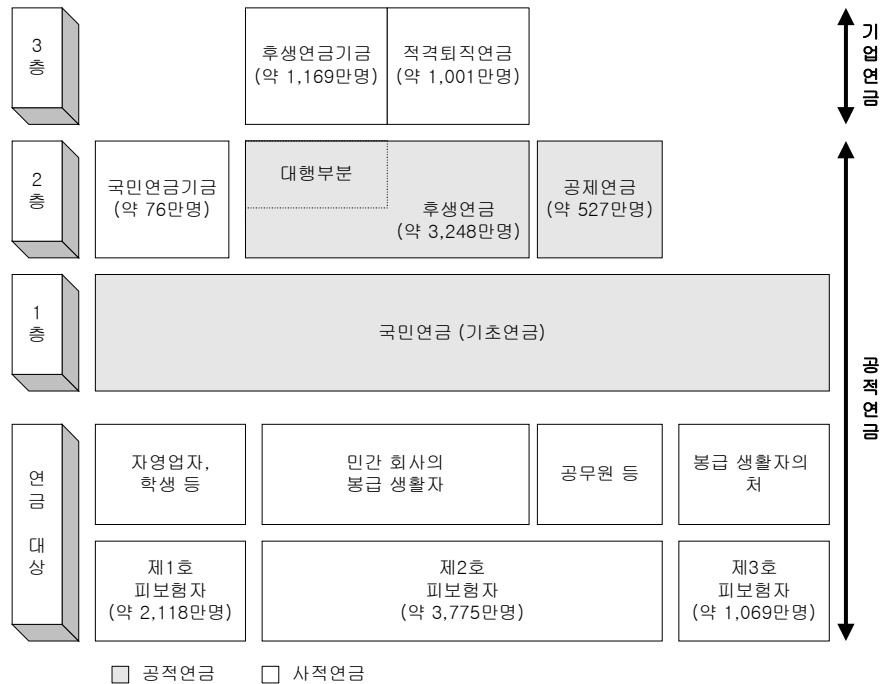
제2호 피보험자인 봉급생활자와 공무원 등은 각각 후생연금과 공제

55) 하지만 개인형 DC 플랜은 기업형 DC 플랜에 가입하지 못하는 개인만 가입할 수 있으므로, 20세 이상의 성인이면 누구나 가입할 수 있는 우리나라의 개인연금과는 성격이 다르다. 또 소득 수준에 따라 소득공제 수준이 다른 미국의 IRA와도 약간 다르다고 할 수 있다.

연금에 가입하여야 하는데, 이는 국민연금의 기초연금과는 달리 소득에 따라 연금액이 달라진다. 후생연금과 공제연금은 기업연금의 성격을 지니고 있지만 강제성을 가지는 공적 연금으로 분류된다. 2001년 현재 후생연금의 보험료율은 17.35%로, 노사가 절반씩 부담하고 있다.

국민연금의 기초연금 부분은 국민의 기초 생활을 보장한다는 의미에서 일본의 1층 연금 체계를 구성하고 있다. 이에 비해 공적 연금에 해당하는 후생연금 및 공제연금과, 사적 연금에 해당하는 국민연금기금은 소득 비례로 운영되기 때문에 2층 연금 체계를 구성한다.

<그림 VI-2> 일본의 3층 연금 체계 (1998년 12월 현재)



자료: 후생노동성

일본의 기업연금을 구성하는 가장 큰 제도는 임의 가입 형태인 후생 연금과 적격퇴직연금이다. 적격퇴직연금은 법인세법 시행령 제159조에 규정된 적격 요건을 모두 충족하고 국세청장의 승인을 얻은 연금 제도를 말한다. 이는 세제상의 우대 조치를 받는 연금으로, 사업주가 수탁기관인 신탁은행, 생명보험회사 또는 농업협동조합연합회와 각각 연금신탁 계약, 연금보험 계약 또는 연금공제 계약을 체결하여 이루어진다. 적격퇴직연금은 15인 이상의 근로자만 있으면 설립이 가능한데, 근로자가 적격퇴직연금의 50%까지를 부담할 수도 있다. 대개 중소기업을 대상으로 보급된 이 연금 제도는 회사가 자산의 운용을 담당하는 확정급여형 기업연금이다. 하지만 기업의 기여 의무가 법에 의해 강제되지 않기 때문에 급부금이 처음 예정된 것보다 줄어드는 경우가 있어서, 이 제도의 가장 큰 문제점으로 지적되고 있다. 이 문제를 해소하기 위하여 2002년 4월 도입된 「확정급부기업연금법」의 시행으로 적격퇴직연금의 신규 설립은 금지되었고, 기존 연금도 2012년까지 동법에 의한 규약형 또는 기금형 기업연금으로 전환되어야 한다.⁵⁶⁾

한편, 후생연금기금은 일본 기업연금의 중심을 이루고 있는 제도로 기업이 후생연금기금이라는 특별 공법인을 설립하여 운영하는 것이 특징이다.⁵⁷⁾ 기금은 기여금 징수나 재정 등의 업무를 직접 처리하면서, 수리계산 업무는 금융기관 또는 정령 지정 법인에 위탁하고, 자산 운용은 금융기관 등과 신탁 또는 보험 계약을 체결한다. 1999년 말 현재 전체

56) 우리나라에서는 DB 플랜을 확정급여형, DC 플랜을 확정기여형이라고 부르기로 하였지만, 일본에서는 DB 플랜을 확정급부형, DC 플랜을 확정각출형이라고 부르고 있어서 용어상의 혼란이 있을 수 있다. 여기서는 DB 플랜, 확정급여형, 확정급부형을 같은 의미로, DC 플랜, 확정기여형, 확정각출형을 같은 의미로 쓰고자 한다.

57) 후생연금기금의 설립 형태는 1개 기업이 단독으로 설립하는 단독 설립(500명 이상), 주력 기업을 중심으로 복수의 기업이 설립하는 연합 설립(800명 이상), 업계 단체 등을 모체로 하는 다수 기업이 설립하는 종합 설립(3,000명 이상)이 있다.

후생연금기금의 자산 규모는 약 ¥53조에 달하고 있다. 노령 후생연금의 일부(물가 상승을 반영한 연금액의 개정 및 재평가를 제외한 보수 비례 부분으로 '대행 부분'이라고 함)를 국가를 대신하여 운용 및 지급하고, 여기에 기업 독자적인 연금을 부가하여 지급함으로써 근로자 노후 소득의 충실을 도모하고 있다. 급부의 일부를 대행함에 따라 기금에 가입하고 있는 사업주 또는 참가자가 국가에 납부하는 후생연금 보험료의 일부가 면제된다.⁵⁸⁾ 후생연금기금은 공적 연금인 후생연금과 매우 밀접한 관계에 있고 명칭도 유사하지만 서로 다른 제도다.

이 외에도 중소기업 퇴직금 공제 제도와 퇴직급여충당금 제도가 있다. 하지만 수급자 보호 및 규제 기관의 일관성 등 여러 가지 이유로 2001년 6월에 확정급부형 및 확정각출형 기업연금이 각각의 법률에 의해 도입되었다. 장기적으로 일본의 기업연금은 확정급부형 기업연금과 확정각출형 기업연금의 두 가지 형태로 발전해 나갈 것으로 예상된다.⁵⁹⁾

확정급부형 기업연금은 공적 연금을 토대로 하면서 기업 차원의 노후 생활 보장을 위하여 만들었다. 「확정급부기업연금법」은 새로운 적격퇴직연금의 설립을 인정하는 대신, 규약형 또는 기금형 기업연금의 설립을 규정하고 있다. 규약형은 노사가 합의한 연금 규약에 의거하여 기업이 신탁회사나 생명보험 등과 계약을 체결하고 모체 기업의 외부에서 연금 자산을 관리, 운용, 지급하는 기업연금으로, 기존의 적격퇴직연금을 개량한 형태다. 이에 비해 기금형은 모체 기업과는 별도의 법인격을 가지는 기금을 설립하고, 이 기금이 연금 재원을 관리, 운용하여 연금을 지급한다.

확정각출형 기업연금도 2001년 6월 국회를 통과한 「확정각출연금법」에 의해 시행되게 되었다. 이는 미국의 401(k) 플랜을 받아들인 연금 제도로 401(k) 플랜과 거의 유사하다. 즉, 가입자 스스로가 연금 재원

58) 각 기금의 실태를 고려하여 3.2~3.8%의 범위 내에서 결정된다.

59) 이에 대한 자세한 설명은 김화동(2002)을 참고하시오.

의 운용을 지시한다는 자기 책임 원칙에 입각한 연금 제도다.

일본 정부의 구상은 기업 차원에서 기존의 연금 제도를 선진 시스템인 확정급부형과 확정각출형 기업연금으로 유도하자는 것이다. 후생연금 기금은 그대로 유지하든가 DB 플랜으로 변경될 수 있는데, 후생연금 기금이 DB 플랜으로 전환되는 경우에는 후생연금의 대행 부분을 후생연금에 반납하여야 한다. 대행 반납시에 발생할 수 있는 유가증권 시장의 혼란을 방지하기 위해, 일정 조건을 만족하는 경우 책임준비금에 상당하는 금액의 일부를 국채, 주식, 기타 유가증권으로 몰납할 수 있게 하였다. 한편, 적격퇴직연금은 신설이 불허되며, 10년 후에는 폐지되어야 하기 때문에 DB 또는 DC 플랜 등으로 변경되어야 한다.

나. 공적 연금의 운용: 기관투자자로서의 의미

앞에서 보았듯이 일본의 공적 연금은 기초 부분인 국민연금과 소득 비례 부분인 후생연금으로 나뉜다. 전국민에게 적용되는 국민연금의 보험료는 현재 월 ¥13,300(국고 부담 비율은 $\frac{1}{3}$)이고, 제2호 피보험자에게 적용되는 후생연금의 보험료는 현재 표준보수월액의 17.35%(국고 부담 비율 $\frac{1}{3}$)로 정해져 있다.⁶⁰⁾ 공적 연금의 경우 시작은 부과 방식으로 설계되었지만, 재정상의 문제로 인해 이제는 부분 적립 방식으로 바뀌었다고 하여도 과언이 아니다. 현재의 적립금은 향후 5년 동안의 급부액을 감당할 정도다.

<표 VI-5>는 일본 공적 연금의 재정 추계를 보여주고 있다. 2000년 현재 후생연금 ¥177.2조, 국민연금 ¥12.1조의 적립금은 2060년에는 후생연금 ¥382.3조, 국민연금 ¥42.6조가 될 것으로 예상된다. 1999년 불

60) 국민연금과 후생연금의 보험료율 전망 등에 대해서는 일본 후생노동성의 웹사이트를 참조하시오.

변가격으로 평가하면 오히려 감소되는 모습을 보여주고 있으며, 적립율도 2060년에는 2%대로 낮아질 것으로 전망된다. 이러한 추계는 장래에 보험료 인상 등 공적 연금 개선 조치가 있을 것임을 의미하지만, 지금도 규모 면에서 후생연금과 국민연금이 자본시장의 기관투자자 역할을 할 수밖에 없는 상황이라고 평가된다.

<표 VI-5> 일본 공적 연금의 재정 추계

(단위: 10조, %)

연도	후생연금			국민연금		
	적립금		적립율	적립금		적립율
	명목 가격	1999년 불변가격		명목 가격	1999년 불변가격	
2000	177.2	177.0	6.1	12.1	12.0	3.3
2005	194.8	175.4	5.1	12.6	11.4	3.0
2010	209.2	168.2	4.3	13.3	10.7	2.5
2015	216.3	155.2	3.7	14.9	10.7	2.2
2020	234.2	149.9	3.5	18.4	11.8	2.3
2025	275.1	157.2	3.7	23.8	13.6	2.6
2030	327.1	165.2	4.0	29.7	15.0	2.9
2040	396.9	156.6	3.9	38.3	15.1	3.0
2050	383.7	118.2	3.2	39.8	12.3	2.6
2060	382.3	92.0	2.8	42.6	10.3	2.5

자료: 후생노동성

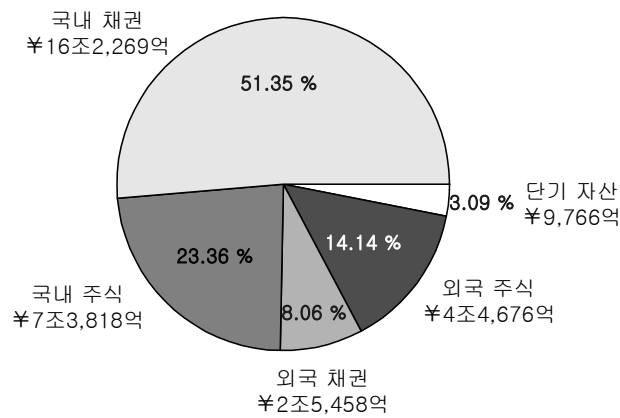
일본 공적 연금(후생연금과 국민연금)의 운용은 후생노동성이 법에 따라 대장성에 예탁을 하고 이자를 받는 방식으로 이루어졌으나, 2001년 4월부터는 제도가 개편되어 후생노동성이 운용의 주체가 되었다. 후생노동성은 운용 전문 기관인 연금자금운용기금(Government Pension Investment Fund, 이하 GPIF)에 자금을 예탁하여 운용하고 있다. 2003년 3월 현재 전체 자금은 Fiscal Investment and Loan Program(이하 FILP) 채권으로 186조1,550억(시장가치로는 192조940억)이 운용되고 있고, GPIF에 의

해 ¥31조5,988억이 시장을 통해 운용되고 있다.

일본 공적 연금의 자본시장 참여 정도를 알아보기 위해 2003년 3월 현재 GPIF의 투자 대상을 <그림 VI-3>을 통해 살펴보자. 재정 안정성을 위해 국내 채권 투자가 51.35%를 차지하고 있지만, 국내 주식의 비중이 23.36%에 이르는 것으로 보아 이미 국민연금은 자본시장의 기관투자자 역할을 하고 있다고 보아야 한다. 또한 외국 주식(14.14%)과 외국 채권(8.06%)의 비중이 비교적 높은 것으로 보아 국민연금은 전문 투자자의 입지에 있다고 평가할 수 있다.

<그림 VI-3> 일본 공적 연금의 투자 (2002년 회계연도 말 현재)

전체 시가총액 (¥31조5,988억)



자료: 연금자금운용기금(www.gpif.go.jp)

현실적으로 부분 적립 방식을 취하고 있는 일본의 공적 연금도 우리나라처럼 연금 자산의 규모가 급속히 성장할 것이다. 자산의 규모 성장은 앞으로 기업연금과 더불어 공적 연금이 자본시장의 매우 중요한 참여자가 될 수밖에 없음을 의미한다.

다. 기업연금의 현황과 전망: 기관투자자로서의 의미

DB 플랜과 DC 플랜이 최근에 도입되었지만 아직도 일본의 대표적 기업연금은 후생연금기금과 적격퇴직연금이다. <표 VI-6>은 후생연금기금과 적격퇴직연금의 현황을 시계열로 보여주고 있다. 1992년에 약 ¥32조였던 후생연금기금은 2002년에는 약 ¥57조로 성장하여 연평균 6.0%의 성장률을 기록하였다. 이에 비해 적격퇴직연금은 1992년에 약 ¥15조에서 2002년에는 약 ¥21조가 되어 연평균 약 3.7%의 상대적으로 저조한 성장을 보였다. 이러한 기업연금 규모의 증대에도 불구하고 플랜의 수와 연금 참여자는 지난 10년간 계속해서 감소하였다는 것이 일본 기업연금 제도의 특징이다. 후생연금기금 제도의 폐지 건수가 지난 10년간 해마다 증가하였고, 혜택의 수준도 꾸준히 축소되었다. 이는 후생연금기금과 적격퇴직연금으로 대표되는 일본의 기업연금이 근로자 노후 대책으로서의 역할을 제대로 하지 못하였기 때문이고, 이로 인하여 2001년에는 DB 플랜과 DC 플랜이 도입되는 계기가 되었다.

<표 VI-6> 일본 후생연금기금 및 적격퇴직연금의 현황

연도	후생연금기금					적격퇴직연금		
	플랜 수	참여자 (백만명)	규모 (¥10억)	폐지 건수	혜택 축소 건수	플랜 수	참여자 (백만명)	규모 (¥10억)
1992	1,735	11.6	32,184	0	0	92,082	10.4	15,029
1993	1,804	11.9	35,416	0	0	92,467	10.6	16,071
1994	1,842	12.1	38,426	1	0	92,355	10.8	16,957
1995	1,878	12.1	41,775	1	0	91,465	10.8	17,801
1996	1,883	12.1	44,959	7	0	90,239	10.6	18,466
1997	1,874	12.3	48,695	14	7	88,312	10.4	19,156
1998	1,858	12.0	51,281	18	16	85,047	10.3	19,988
1999	1,835	11.7	55,486	16	52	81,605	10.0	21,137
2000	1,814	11.4	58,017	29	177	77,555	9.7	22,358
2001	1,737	10.9	58,297	59	114	73,913	9.2	22,719
2002	1,656	10.5	57,200	73	-	66,752	8.6	21,447

자료: Usuki(2003)

DB 플랜에 해당하는 후생연금기금과 적격퇴직연금이 기업연금으로서 제대로 역할을 하지 못했던 이유는 저조한 운용 수익률과 연금 재원의 적립이 제대로 이루어지지 못했기 때문이다. 일본의 기업연금은 기업의 자발적 의지에 의해 운영되고 장부상 적립이 허용된다. 이는 연금 재원의 적립이 제대로 이루어지기 어렵게 만드는 요인이었고, 저조하였던 운용 수익률도 연금 재원의 적립에 암초가 되었다.⁶¹⁾ <표 VI-7>은 금융자산별 수익률 현황을 보여주고 있다. 1980년대에 상당히 양호했던 국내외 주식 수익률은 1990년대에 이르러 상당히 격감하였고, 단기 자산 수익률도 절반 이하로 줄었으며 최근에는 0%에 가까운 실정이다. 이에 비해 외국 채권 수익률은 1980년대보다 1990년대와 최근 6년 동안에 더 높았음을 알 수 있다. 일본 국내 채권은 1980년대보다 1990년대의 수익률이 더 높았지만 최근 6년 동안은 1980년대 수준에 머물렀다.

<표 VI-7> 일본의 금융자산별 수익률 현황

(단위: %/연)

기간	단기 자산 (콜 머니)	국내 채권(노무라 채권지수)	국내 주식 (TOPIX)	외국 채권 (일본 정부채를 제외한 시티 그룹 세계 채권지수)	외국 주식 (일본을 제외한 MSCI 세계 주가지수)
1986~1989	4.3	3.1	17.7	5.9	13.3
1990~2002	2.0	6.0	-4.9	6.7	7.3
1997~2002	0.1	3.3	-6.6	7.2	2.6

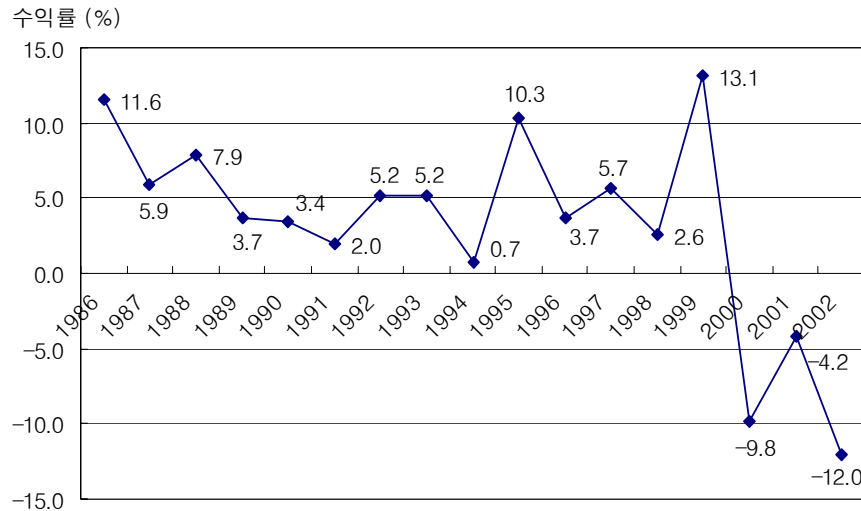
자료: Usuki(2003)

<그림 VI-4>에서 후생연금기금의 실제 운용 수익률을 살펴보면, 1999년대까지는 수익률이 양의 값이지만 2000년 이후에는 음의 수익률이 나

61) 연금 재원의 적립 미달에 대해 정부의 규제가 실질적으로 이루어질 수 없다는 것이 큰 문제였다. 이를 해결하기 위해 확정금부형과 확정각출형 기업연금이 도입되었다.

타나고 있다. 후생연금기금의 최근 17년 평균 운용 수익률은 3.24%에 불과하다. 설상가상으로 2000년부터의 3년간 연평균 -8.67%의 운용 수익률을 기록한 것은 최근에 연금 재원의 조달에 상당한 문제가 있었음을 암시한다.⁶²⁾ <표 VI-6>에서 2002년 이후 후생연금기금의 규모가 성장하지 못한 것은 최근의 저조하였던 운용 수익률을 반영하였다고 할 수 있다.

<그림 VI-4> 일본 후생연금기금의 운용 수익률



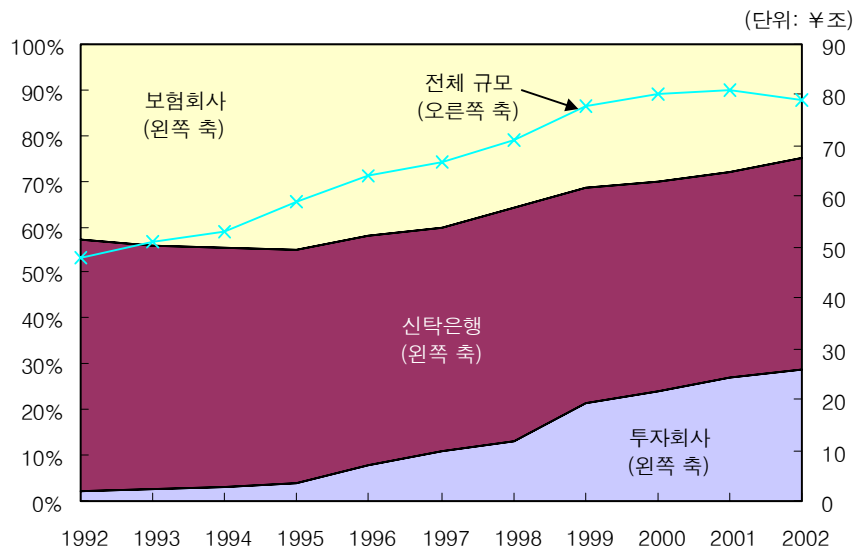
자료: Usuki(2003)

<그림 VI-5>의 금융산업별 기업연금 자산의 운용 규모는 일본의 기업연금이 점차 자본시장의 중요한 기관투자자로 성장하고 있음을 보여주고 있다. 미국 및 영국의 예는 자본시장이 발달할수록 기업연금 자산의 운용은 자본시장을 통해서 이루어진다는 것을 보여준다. 일본의 경우

62) Usuki(2003)에 의하면 일본 기업연금의 적립율은 2003년 3월 말 현재 약 50%에 불과하다고 한다.

에도 1990년대 초에는 보험회사와 신탁은행이 대부분의 연금 자산 운용을 담당하였지만, 시간이 지나면서 투자회사의 비중이 점점 커지고 있다. 이는 연금 자산의 운용이 점차 자본시장을 통해서 이루어지고 있음을 의미한다. 투자회사의 비중이 30%를 넘지 않는 것으로 보아, 기업연금의 투자가 미국 및 영국처럼 본격적으로 자본시장 중심으로 옮겨가지는 않았다고 하겠다.

<그림 VI-5> 일본 금융산업별 기업연금 자산의 운용 규모



자료: Usuki(2003)

일본 기업연금의 자산 할당을 살펴봄으로써 기관투자자의 입장에서 이들의 투자 구조를 평가해 보고자 한다. 일본의 기업연금 중 가장 규모가 큰 후생연금기금의 자산은 미국과 같이 많은 부분이 국내외 주식에 할당되어 왔는데, <표 VI-8>은 1990년부터 2001년까지의 자산 할당 비중

을 보여주고 있다. 후생연금기금의 재원은 1990년에는 엔화 표시 채권(21.7%)과 보험회사 일반계정(36.9%)에 가장 많이 투자되었다. 하지만 시간이 흐르면서 보험회사 일반계정의 비중은 줄어들고, 국내외 주식의 비중은 꾸준히 증가하였으며, 엔화 표시 채권의 비중은 매우 안정적인 상태를 유지하였다. 결국 2001년에는 국내외 주식 51.6%(국내 32%, 해외 19.6%), 보험회사 일반계정 12.1%, 엔화 표시 채권 21.3%가 되어, 후생연금기금은 주식과 엔화 표시 채권에 투자가 집중되었다. 이러한 투자 구조는 주식시장의 성과에 따라 연금 재원의 규모가 크게 달라지는 미국 및 영국의 기업연금 투자 구조와 거의 유사한 형태라고 할 수 있다. 이는 일본의 후생연금기금도 주식시장의 중요한 기관투자자로서 활동할 수 있게 되었음을 의미한다.

<표 VI-8> 일본 후생연금기금의 자산 할당

(단위: %)

연 도	1990	1992	1994	1996	1997	1998	1999	2000	2001
주식	18.4	14.9	16.5	26.0	37.1	44.8	54.6	52.2	51.6
국내	13.0	10.0	11.1	15.7	21.5	28.3	36.5	34.0	32.0
해외	5.4	4.9	5.4	10.3	15.6	16.6	18.0	18.1	19.6
엔화 표시 채권	21.7	24.1	21.2	25.0	24.1	22.2	21.5	21.3	21.3
엔화 표시 전환채권	3.3	4.5	4.7	5.2	3.5	2.0	1.6	1.3	0.7
외국 채권	5.2	4.8	3.8	5.4	6.1	8.5	7.4	10.3	10.2
보험회사 일반계정	36.9	40.3	42.2	30.6	24.4	17.7	11.1	11.3	12.1
부동산	0.6	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1	0	0	0
단기 자금	3.2	2.2	2.8	2.4	2.2	2.5	2.5	2.2	2.7
기타	10.8	8.9	8.4	5.1	2.5	2.2	1.3	1.4	1.4

자료: Usuki(2003)

가장 최근에 운영되기 시작한 일본의 DC 플랜은 아직 규모가 크게 확대되지는 못했지만 매우 유망한 퇴직연금 프로그램으로 인식되고 있다. <표 VI-9>에 의하면 DC 플랜 가입 기업은 300명 이상의 근로자를

가지는 경우가 112개사이고, 300명 미만인 경우는 164개사로 나타났다. 이는 DC 플랜이 기업의 규모에 관계없이 널리 채택되고 있음을 의미한다. 신규 설립과 다른 연금 제도로부터의 전환도 각각 136개, 140개로 거의 비슷한 수준으로 나타났다. 전환은 주로 적격퇴직연금이나 퇴직일시금 제도로부터 발생하였는데, 이는 두 연금 제도가 빠르게 사라져가는 현상을 반영하였다고 볼 수 있다. 기존의 기업연금 제도로부터 DC 플랜으로의 전환은 지속적으로 이루어질 것이며, 평균 수명의 연장과 함께 DB 플랜의 재정적 어려움이 인식된다면 DC 플랜으로의 전환은 더욱 많아질 가능성이 높다. 아직은 DC 플랜이 제도적 단점과 일천한 역사 때문에 충분한 규모를 달성하지 못하고 있지만, 제도적 개선, 다른 연금 제도로부터의 전환 및 노령 사회에 대한 인식이 높아질수록 상당한 규모로 성장할 것으로 예상된다.⁶³⁾ 궁극적으로는 미국과 같이 DC 플랜과 DB 플랜으로 구성되는 기업연금 구조를 가지게 될 것이고, 기업연금은 자본시장의 중요한 기관투자자 역할을 하게 될 것이다.

<표 VI-9> 일본 DC 플랜의 현황 (2003년 2월 현재)

	전체	300명 이상 참가자	300명 미만 참가자
플랜 수	276	112	164
신규	136(49.3) ^a	40(35.7)	96(58.5)
전환	140(50.7)	72(64.3)	68(41.5)
적격퇴직연금(1)	83(59.3)	38(52.8)	45(66.2)
장부상 적립 일시금(2)	29(20.7)	17(23.6)	12(17.6)
(1)과(2)의 혼합	21(15.0)	10(13.9)	11(16.2)
후생연금기금(3)	5(3.6)	5(6.9)	0(0.0)
(1)과(3)의 혼합	1(0.7)	1(1.4)	0(0.0)
(1),(2),(3)의 혼합	1(0.7)	1(1.4)	0(0.0)

a. 괄호 안은 비중
자료: Usuki(2003)

63) DC 플랜의 제도적 단점 중의 하나는 최고 기여 금액이 1년에 ¥432,000에 불과하다는 것이다. DB 플랜과 함께 있을 경우에는 ¥216,000으로 떨어진다.

3. 대만의 연금 산업

가. 인구 구조의 변화와 연금 제도의 현황

대만의 인구 추세는 다른 선진국들과 비교할 때 향후 50년간 비교적 안정적이라고 볼 수 있다. 2000년에 2,220만명이던 인구가 2030년에는 2,460만명으로 다소 증가했다가 2050년에 2,220만명으로 다시 감소할 것으로 예상된다. 그러나 총 인구 수의 흐름과는 달리 인구 구조 측면의 변화는 매우 심각할 것으로 예상된다. 대만 역시 노령화가 가장 큰 이슈라 할 수 있다. 2000년 총 인구 중 9%에 불과한 65세 이상의 노령층 비율이 2008년에는 10%를 넘어서며, 2029년까지 20%를 초과할 것으로 전망된다. 50년 뒤인 2050년에는 전체 인구의 29%를 노령층이 차지할 것으로 예상된다. 이러한 인구 구조의 변화는 아래 <표 VI-10>에 나타난 바와 같다.

<표 VI-10> 대만의 인구 구조 변화 추이

(단위: 천명)

구분	0 ~ 19세	비중(%)	20 ~ 64세	비중(%)	65세 이상	비중(%)	합계
2000	6,578	29.5	13,777	61.8	1,921	8.6	22,276
2005	6,101	26.6	14,590	63.7	2,203	9.6	22,894
2010	5,926	25.2	15,176	64.4	2,459	10.4	23,561
2015	5,692	23.6	15,590	64.7	2,803	11.6	24,085
2020	5,475	22.4	15,412	63.1	3,551	14.5	24,438
2025	5,255	21.3	15,003	60.9	4,378	17.8	24,636
2030	4,985	20.2	14,508	58.8	5,185	21.0	24,678
2035	4,748	19.3	14,012	57.1	5,797	23.6	24,557
2040	4,578	18.9	13,518	55.7	6,164	25.4	24,260
2045	4,437	18.6	12,792	53.8	6,566	27.6	23,795
2050	4,301	18.5	12,094	52.1	6,809	29.3	23,204

자료: U.S. Bureau of the Census(forecast); Directorate-General of Budget, Accounting & Statistics(DGBAS), Executive Yuan, Taiwan, R.O.C.(2000)

동양적 사상을 전통으로 삼고 있는 대만은 예전에는 젊은이들이 어린 시절에 그들의 부모로부터 양육을 받고 장성해서는 노부모를 부양하는 방식이었다. 그러나 세월이 흐르면서 출산율의 감소로 인한 자녀 수의 감소와, 다음 세대에게 의존하기 보다는 자립적으로 노후를 대비하려는 의식 변화로 인해 상황이 변화하고 있다.⁶⁴⁾ 이러한 추세로 인해 사회보장 제도의 필요성이 대두되었다.

대만 사회보장 제도의 근간은 개인 저축과 강제 직역 연금 및 보험 제도라 할 수 있다. 1993년에 노령층의 기초 생계 유지를 위한 전국적 연금 제도가 시작되었지만, 최근까지도 전 국민을 대상으로 하는 1층 연금은 존재하지 않고 있다. 결국 각 직종에 따른 2층 연금과 후생 체계로 노후 생활을 대비하고 있는 실정이다. 강제 직역 보험과 연금 관련 법령의 역사는 1950년부터 시작되었다. 2002년 기준으로 근로 인구의 80% 이상이 하나 이상의 사회 보험이나 연금 제도에 가입하고 있다.

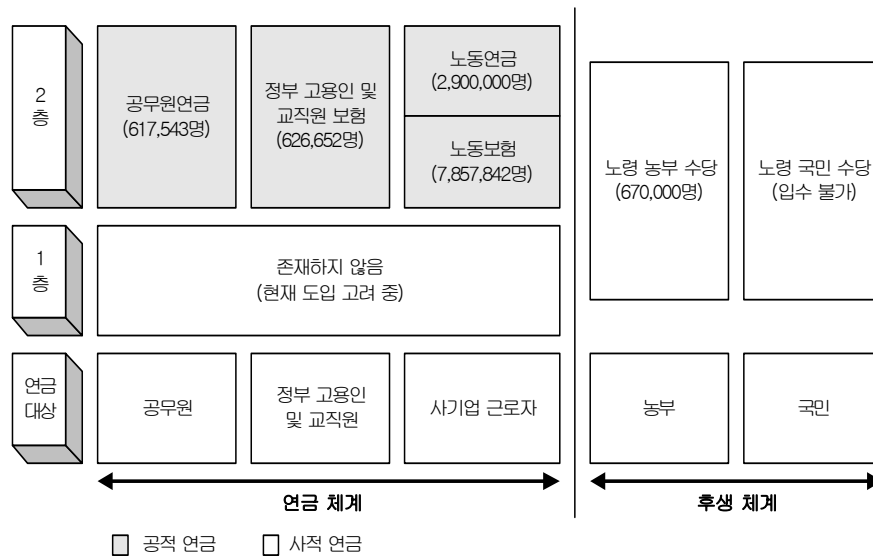
2층 연금 체계는 공공 부문과 사적 부문으로 나뉜다. 공공 부문에는 공무원연금(Civil Servant Pension)과 정부 고용인 및 교직원 보험(Government Employees and School Teachers Insurance)이 있다. 사적 부문에는 노동연금(Labor Pension)과 노동보험(Labor Insurance)이 있다. 후생 체계는 노령 농부 수당(Old-Age Farmers' Allowance Program)과 노령 국민 수당(Old-Age Citizens' Welfare Allowance)으로 이루어져 있다. <그림 VI-6>은 대만의 사회보장 체계를 보여주고 있다.

공공 부문에서 일하는 근로자의 소득은 그다지 높지 않지만, 매우 유리한 퇴직연금 제도를 적용받는다. 35년 이상 재직한 공무원과 정부 고용인 및 교직원은 80% 이상의 소득 대체율을 적용 받는다. 공무원연금은 종업원 35%, 정부와 사용자 65%의 비율로 공공 서비스 연금 펀드

64) 1986년 노령층의 수입원을 조사한 결과, 퇴직연금이 24%에 달하고 자녀들의 지원이 2/3에 달했으나, 2000년에는 자녀들의 지원 수준이 47%로 급감했다.

(Public Service Pension Fund)에 매월 기여된다. 2004년 2월 기준으로 기여율은 급여의 8.8%이며 2006년까지 12%로 점진적으로 인상할 예정이다. 2004년 2월 기준으로 총 가입자 수는 약 62만명이다.

<그림 VI-6> 대만의 사회보장 체계



공무원의 공식 퇴직 연령은 65세이며, 25년 이상 근무한 자는 조기 퇴직을 신청할 수 있다. 공무원연금에 15년 이상 가입한 종업원의 경우 세가지 지급 방식 중 하나를 선택할 수 있다: ① 일시금 방식, ② 월별 지급 방식, ③ 혼합 방식. 일시금 방식은 가입 기간 연당 기본급의 150%씩 가산되어 최대 35년 동안의 가입 기간에 대해 기본급의 53배 까지 누적될 수 있다. 월별 지급 방식의 경우 가입 기간 연당 기본급의 2%씩 가산되어 최대 35년 동안의 가입 기간에 대해 기본급의 70%까지의 금액을 매월 수령하게 된다. 혼합 방식은 연금액의 일부는 정액으로, 나머지

는 월별 지급 방식으로 수령한다. 월별 지급 방식의 경우 인플레이션 수준이 연금액에 반영되어 정액 방식보다 예상 현재 가치가 크기 때문에 90% 이상의 참여자들이 월별 지급 방식이나 혼합 지급 방식을 선호한다.

2002년 말 현재 약 63만명이 가입한 정부 고용인 및 교직원 보험은 가입자들의 장애, 사망, 노령 연금 지급에 대비한 보험이다. 보험료 수준은 급여의 4.5~9% 수준에서 결정되며 2004년 2월 기준으로 7.15%다. 정부 고용인 및 교직원 보험도 공무원연금과 마찬가지로 가입자가 35%, 정부 또는 사용자가 65%를 부담한다. 정부 고용인 및 교직원 보험은 가입자 퇴직 시 일시금 방식으로만 지급된다.

사적 부문의 사회보장 제도로는 노동보험과 노동연금이 있다. 가입자 수 785만명의 노동보험과 가입자 수 290만명의 노동연금 제도가 공적 부문 연금의 가입자 수보다 월등히 많은 상황이다. 두 제도는 확정 급여 방식이라는 공통점이 있지만, 노동보험은 이전이 가능하나 노동연금은 이전이 불가능하다는 차이점을 가지고 있다.

농부를 제외한 5인 이상의 사업장 근로자들은 노동보험에 의무적으로 가입하도록 법제화되어 있다. 보험 가입 기간이 25년 이상이면 50세에 도달하거나, 가입 기간이 15년 이상이면 55세에 도달한 가입자가 노동보험 수령 자격을 얻는다. 급여액은 보험 가입 초기 15년간은 연당 1개월분의 급여가 계상되나, 이후 추가 보험 가입 기간에는 연당 2개월분의 급여가 계상되어 최대 45개월분의 급여를 수령하게 된다. 보험료는 급여의 6.5~11% 사이에서 결정되며 2004년 2월 기준으로 실업보험 수령 자격이 없는 근로자는 5.5%, 나머지 근로자는 6.5%의 보험료를 기여한다. 공적 부문 연금과 달리 노동보험은 가입자가 보험료의 20%를 부담하며, 사용자가 70%, 정부가 10%를 부담한다. 현재 노동보험 제도의 가입률은 100%에 이르고 있다. 노동보험은 일시금 방식으로만 지급되고 있으나, 2004년 말 이전에 annuity 방식으로 변경될 예정이다.

노동연금 펀드는 1984년 근로기준법 제정과 함께 설립되었다. 이 법에 의하면 25년 이상 근무한 근로자나 동일 기업에서 15년 이상 근무하고 55세에 도달한 근로자는 연금 수령 대상이 된다. 국영 대기업 근로자의 경우에는 근로자가 이러한 자격을 갖추어서 연금을 수령하는 경우가 많지만, 대부분을 차지하는 중소기업 근로자들에게는 위 조건은 그다지 현실성이 없다. 다만 기업의 평균 수명은 13년에 불과하며, 동일 기업에서 종업원의 평균 근속 기간이 8.6년에 불과하기 때문이다. 이러한 상황에서 대부분의 중소기업 사용자들은 근로자들이 퇴직시 연금 수령 자격을 얻지 못할 거라는 점을 악용하여 가입 기간 동안 기여를 소홀히 하는 문제점을 드러내었다.

적격 근로자가 퇴직시 수령하는 노동연금 급여액은 가입 기간 연당 월 평균 2개월분의 급여와 15년을 초과하는 가입 기간의 경우 가입 기간 연당 1개월분 급여가 가산되어 최대 45개월분의 급여로 결정된다. 노동연금 펀드는 가입 회사별로 별개의 계정을 유지한다. 근로자가 퇴직시 연금 지급 계정 잔액이 부족할 경우에는 사용자가 차액을 지급할 의무가 있다.

후생 제도의 경우 노령층에게 월별로 일정액을 제공하고 있으며, 이러한 제도는 정부의 일반 예산으로 재원을 조달하고 있다. 후생 제도는 노령층을 부양한다는 사회보장의 긍정적인 측면이 있다. 그러나 소득 수준에 관계없이 노령층 모두를 대상으로 하고 있다는 정치적인 측면이 부정적으로 작용하고 있다.

1995년에 공포되었던 노령 농부 수당은 처음에는 적격한 농부에게만 지급되었으나 노령 어부에게까지 그 대상이 확대되었다. 2002년 기준으로 67만명의 대상자가 있으며, 월 NT\$3,000의 지급액을 2004년 1월부터 NT\$4,000로 증가시켰다. 2002년 제정된 노령 국민 수당은 65세 이상의 국민이 소득 수준에 관계없이 월 NT\$3,000를 수령한다. 이와 같은 연

금·후생 제도의 가입자 현황과 총 인구 및 근로 인구 대비 각 사회보장 제도 대상자 비중이 <표 VI-11>에 나와 있다.

<표 VI-11> 대만의 주요 사회보장 제도와 대상자 비중

	공무원 연금	정부 고용인 및 교직원 보험	노동보험	노동연금	노령 농부 수당	노령 국민 수당
총 인구(A)	22,520,776	22,520,776	22,520,776	22,520,776	22,520,776	22,520,776
근로 인구 ^a (B)	9,450,000	9,450,000	9,450,000	9,450,000	9,450,000	9,450,000
참가자 수(C)	617,543	626,652	7,857,842	2,900,000	670,000	NA
(C)/(A)	2.74%	2.78%	34.89%	12.88%	2.98%	NA
(C)/(B)	6.53%	6.63%	83.15%	30.69%	7.09%	NA

a. 자영업자와 실업 인구를 추가한다면 근로 인구 수는 1,020만명으로 증가함

자료: Management Board of Public Service Pension Fund; Supervisory Board of Labor Pension Fund; Supervisory Board of Labor Insurance Fund; Directorate-General of Budget, Accounting & Statistics(DGBAS) Executive Yuan, Taiwan, R.O.C.

나. 연금 제도 제정의 필요성

새로운 노동연금 법안은 기존 노동연금 제도의 문제점 속에서 탄생하였다. 기존 연금 제도의 문제점은 크게 2가지로 들 수 있다. 첫 번째는 사용자와 근로자의 노동연금 제도 외면 현상이다. 근로자의 노후를 위해 설립된 노동연금 제도가 현실성이 없는 자격 조건 때문에 가입 대상 사업장의 80% 정도의 사용자가 노동연금 펀드에 기여하지 않고 있는 게 현실이다. 두 번째는 연금 펀드의 공적 관리다. 연금 펀드의 공적 관리의 정부의 규제가 어느 정도 가능했던 과거에는 긍정적인 역할을 다소 수행하기도 하였으나, 앞으로 급변하는 인구 구조 변화 상황에서는 연금 펀드의 사적 관리가 필요하게 되었다. 나이, 소득 수준, 위험에 대

한 성향이 각기 다른 모든 가입자들의 연금 적립액을 동일한 기준으로 운용한다는 것은 문제점으로 지적될 수 있기 때문이다.

여러 논의 끝에 2001년 12월에 행정부가 노동연금법 초안을 제시했다. 초안에 의하면, 새로운 제도의 핵심은 확정 기여형 연금 제도와 이전 가능한 연금 제도라고 할 수 있다. 새로운 노동연금 제도에서는 가입자가 3가지 방식 중 하나를 선택할 수 있다: ① 개인연금 계정(Individual Retirement Account), ② 추가 annuity, ③ 보험사에 의해 제공되는 기타 annuity.⁶⁵⁾ 개인연금 계정은 미국의 401(k) 플랜과 유사하다. 가입자가 받는 연금액은 누적 투자 수익에 달려 있다. 추가 annuity는 국가 전체 수준의 annuity 외의 annuity를 의미한다. 기타 annuity는 종업원 300명 이상의 사업장에만 적용된다. 그러나 이러한 개정안은 너무 복잡해서 다른 방식들과 비교하기가 쉽지 않다는 불만이 제기되었다. 또 다른 문제점은 “적격 투자 행위”와 “적격 자산 관리사”에 대한 분명한 정의가 법안에 없으며, 투자 의사결정 선택에 대한 권한을 누가 갖는지도 명확하지 않다는 점이다.

이러한 상황에서 Fu-Hsiung Shen 의원이 제안한 새로운 법안이 2003년 말 기준으로 면밀히 검토되고 있다. Shen의 법안은 추가 annuity 제도를 없애고, 개인연금 계정 제도와 기타 annuity 제도에 최소 보장 수익률을 추가하고, 종업원의 자발적 기여액에 대해서는 소득공제를 해주며, 퇴직시 개인연금 계정을 annuity 제도로 전환할 수 있게 해주고 있다.

65) 기존 연금 제도를 원하는 가입자는 기존 제도의 유지가 가능하므로, 엄밀히 말해서 4가지 대안 중 하나를 선택하는 것이라 할 수 있다.

다. 연금 산업의 투자와 자본시장: 기관투자자로서의 연금 산업

모든 강제 연금·보험 펀드는 정부에 의해 운영되고 있다. 사회보험 펀드와 연금 펀드의 자산 배분 의사결정은 특정 가이드라인을 따라야만 한다.⁶⁶⁾ 공공 부문 연금 펀드 역시 아직까지는 투자 의사결정에 매우 신중한 상황이다. 노동연금 펀드와 공공 부문 연금 펀드는 2년 만기 예금 이자율을 최소 보장 수익률로 적용하고 있다. 만약 펀드 수익률이 최소 보장 수익률에 미달할 경우, 정부가 차액을 보상해 주어야 한다.

3대 연금 펀드라 할 수 있는 공무원연금 펀드와 노동연금 펀드, 노동보험 펀드의 자산 규모는 2003년 기준으로 NT\$1조(\$300억)에 달하며, 이는 대만 GDP의 약 10% 수준이다. 공무원연금 펀드와 노동연금 펀드, 노동보험 펀드의 보수적인 투자 성향은 <표 VI-12>를 통해 살펴볼 수 있다. 공무원연금 펀드가 25.92%, 노동연금 펀드가 44.24%, 노동보험 펀드가 57.66%를 은행 예금에 투자하고 있다. 은행 예금과 CP를 단기 확정 수익 자산으로 정의할 때, 공무원연금 펀드 45.33%, 노동연금 펀드 59.15%, 노동보험 펀드 58.70%를 단기 확정 수익 자산에 투자하고 있는 실정이다.

대만의 4대 주요 펀드(노동연금 펀드, 노동보험 펀드, 공공 서비스 연금 펀드, 우정 사업 펀드)는 지난 수십년간 다른 투자자들이 주식을 처분할 때 주식을 사들여서 주식 시장의 폭락을 방지했다. 이러한 주식 시장의 안정화 정책은 비교적 양호한 수익률을 거두었으나 2000년 5월 하이테크 기업들의 버블 붕괴와 2002년의 세계 경기 침체로 말미암아 심각한 손실을 입고 있다. 이러한 손실은 펀드를 전문가가 아닌 정부가 운용했다는 데서 그 원인을 찾을 수 있다.

66) 예를 들어, 두 펀드의 경우 주식 투자 비중은 30%로 제한되어 있다.

<표 VI-12> 대만 3대 주요 연금 펀드의 자산 배분

(단위: NT\$백만)

구 분	공무원연금 펀드 (2003. 10)		노동연금 펀드 (2003. 9)		노동보험 펀드 (2003. 8)	
	잔액	비중(%)	잔액	비중(%)	잔액	비중(%)
국내, 해외 채권	16,003	7.17	5,287	1.66	32,464	7.10
은행 예금	57,863	25.92	141,054	44.24	263,688	57.66
CP	43,318	19.41	47,547	14.91	4,767	1.04
주식	45,736	20.49	71,314	22.37	88,027	19.25
대출금	7,600	3.40	41,768	13.10	40,274	8.81
주식 위탁 투자	52,517	23.53	11,833	3.71	26,039	5.69
기타	165	0.07	0	0.00	2,050	0.45
합 계	223,203	100.00	318,803	100.00	457,309	100.00

자료: Management Board of Public Service Pension Fund Supervisory Board of Labor Pension Fund; Supervisory Board of Labor Insurance Fund

<표 VI-13>은 대표적 연금 펀드인 공무원연금 펀드의 1996년부터 2003년 11월까지 연평균 수익률을 보여주고 있다.⁶⁷⁾ 대상 기간 동안 연평균 실현 이익률은 5.8%이며, 펀드 수익률과 주가지수 수익률 간의 상관 관계는 그리 크지 않음을 볼 수 있다. 펀드 수익률은 매년 최소 보장 수익률을 초과하고 있지만, 2000년 5월의 주식 손실을 반영한다면 누적 수익률은 다소 감소한다고 볼 수 있다.

67) 노동연금 펀드와 노동보험 펀드의 투자 성과도 공무원연금 펀드의 성과와 유사한 상황이다.

<표 VI-13> 대만 공무원연금 펀드의 실현 이익과 수익률

(단위: NT\$백만, %)

	실현 이익 (NT\$백만)	실현 이익률 (A)	법정 최소 이익률 ^a (B)	법정 최소 이익률 대비 초과 이익률 (A-B)	대만 주가지수 수익률
1996	483	7.78	6.93	0.85	34.02
1997	3,466	12.42	6.29	6.13	18.08
1998	5,286	9.12	6.31	2.81	-21.60
1999	7,398	8.18	5.85	2.34	31.63
2000	19,692	9.97	5.14	4.83	-43.91
2001	6,713	4.72	4.02	0.70	17.14
2002	4,543	2.59	2.25	0.35	-19.79
2003. 11	3,735	2.02	1.58	0.45	29.63
합 계	51,316	5.82	4.80	1.02	

a. 법정 최소 이익률은 2년 만기 은행 예금 이자율임

자료: Management Board of Public Service Pension Fund

연금 펀드 자산 운용의 변화는 크게 두 가지 사항을 들 수 있다. 첫째 변화는 연금 펀드 자산 운용을 정부가 하는 대신 외부 전문가에게 위탁하는 것이다. 이러한 현상은 연금 펀드의 주식 투자 비중이 점차 증대됨에 따라 수반되는 현상이라 할 수 있다. 수익률 증가와 위험 감소라는 목표를 달성하기 위해서는 정부의 비전문가 대신 외부 전문 자산운용사들에게 자산 운용을 위탁해야 할 필요성이 증대되기 때문이다. 공무원연금이 2001년에 연금 펀드 중 처음으로 9개 투신사에 NT\$150억 규모의 자산을 위탁 운용 하였고, 다른 연금 펀드들이 그 뒤를 이었다. 외부 전문 회사의 운용 결과는 아직까지는 그다지 좋지 않다.⁶⁸⁾ 외부 운용

68) 당시 공무원연금 펀드는 연간 12%의 수익률과 2년 동안 대만 주가지수를 초과 하는 수익률을 9개 투신사에 요구하였고, 투신사 역시 무리한 요구를 승낙하였다. 결국 무리한 목표를 달성하지 못하고, 주가지수가 다소 상승한 기간 동안에도 외부 위탁은 마이너스의 수익률을 나타내게 되었다.

사들의 사전 약정 수익률 설정이라는 편법과 맞물려 연금 펀드가 외부 운용사들에게 지나친 기대를 하였기 때문이다. 앞으로 더 현실적인 수익률에 따라 연금 펀드의 외부 운용이 이루어진다면 안정적인 성과를 거둘 수 있을 것이다. 이러한 변화가 바람직한 방향으로 이루어진다면 대만 연금 펀드가 대만 주식시장에서 기관투자자로서 그 영향력을 증대시킬 것으로 예상된다.

연금 펀드 자산 운용의 두 번째 변화는 연금 펀드 자산의 해외 투자 확대다. 다른 신흥 주식시장들과 마찬가지로, 대만 주식시장은 연간 수익률의 표준편차가 50%에 이를 정도로 변동성이 매우 크다. 따라서 연금 펀드의 해외 투자는 위험 분산 차원에서 필수적이라 할 수 있다. 과거에는 중앙 은행이 불필요한 환율 급변을 막기 위해 연금 펀드의 해외 투자를 제한하였다. 그러나 활발한 논의 끝에 2002년에 중앙 은행은 \$5억 한도로 공무원연금 펀드의 해외 투자를 승인하였다. 이에 따라 공무원연금 펀드는 2003년 12월에 5개 국제 자산 관리사를 선정하였고, 다른 연금 펀드들도 2004년부터 국제 분산 투자를 계획하고 있다.

4. 중국의 연금 산업

가. 사회 구조의 변화와 연금 제도 개혁의 필요성

중국은 오랜 동안 사회주의 기반의 국영 연금 제도를 운영하다가, 최근에 들어서야 자본시장에 기반을 둔 연금 제도로 전환하고 있기 때문에 아직은 연금 산업과 자본시장의 관계가 미약한 상태다. 그러나 비약적으로 커지고 있는 중국의 경제 규모를 고려할 때 연금 제도는 동북아 자본시장에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 중국의 사회 변화에 대한 인식을 시작으로 중국의 연금 산업을 살펴보자.

급속하게 진행되고 있는 인구 구조의 변화 추세가 중국 연금 산업에 있어서는 매우 중요한 고려 사항이다. 대부분의 개발도상국과 마찬가지로 중국 인구 구조 변화의 큰 특징은 노령화, 예상 수명의 증가, 출산율 감소를 들 수 있다. 1949년 50세이던 예상 수명이 2002년에는 71세로 크게 증가할 정도로 노령화가 급속히 이루어지고 있다. <표 VI-14>는 중국의 인구 노령화 추세를 보여주고 있다. 출산율 감소의 대표적 요인으로 들 수 있는 것은 1979년부터 도시를 중심으로 시작되어 오랫동안 지속된 “1자녀 갖기” 정책이다.⁶⁹⁾ 과거 저소득 경제 체제에서 급증하는 인구를 억제하기 위해 실시했던 이 정책은 불과 20년만에 중국의 인구 연령 분포를 크게 변화시켰다. 이러한 인구 구조의 변화는 향후 세대의 노령층 부양에 큰 부담이 될 것으로 중국 정부는 우려하고 있다.

전체 인구에서 60세 이상의 노인 인구가 차지하는 비율은 1995년 9%에 불과하였으나 2100년에는 30%로 3배 이상 증가할 것으로 예상된다. 이에 따라 60세 이상의 노인 1명을 부양하는 20~59세의 경제 활동 인구는 1995년 5.88명에서 2100년 1.59명으로 급감할 것으로 전망된다. 이러한 상황에서, 현재 남성 60세, 여성 55세로 정해진 퇴직 연령과 농촌·도시 인구 비율이 유지된다고 가정할 경우, 연금 대상자 수를 전체 근로자 수로 나눈 연금 제도 의존율은 급증할 것으로 예상된다. 1995년 21%에서 2100년 71%로 급증하는 연금 제도 의존율은 정부와 다음 세대에게 상당한 부담으로 작용할 것이다. 이러한 부담을 막기 위해 퇴직 연령을 높이는 등의 연금 제도 개혁을 실시할 경우, 연금 제도 의존율은 1995년 21%에서 2100년 46%로 다소 억제될 수 있으나 여전히 문제는 남아 있다.

69) 이러한 1자녀 갖기 운동은 “1-2-4 현상”이라는 결과를 초래했다. 이는 앞으로 1명의 청년이 2명의 부모와 4명의 조부모를 부양해야 한다는 의미다.

<표 VI-14> 중국의 인구 노령화 추계

연 도	1995	2000	2030	2050	2100
60세 이상 인구 비율	9%	10%	22%	26%	30%
노인 인구 부양 비율 ^a	17%	18%	43%	53%	63%
제도 부양 비율 ^b	21%	24%	42%	55%	71%
개혁된 제도 부양 비율 ^c	21%	15%	25%	33%	46%
평균 연령	30세	31세	38세	40세	42세

- a. 노인 인구 부양 비율: 60세 이상 인구 수/20~59세 인구 수
 - b. 제도 부양 비율(system dependency rate): 현재 상황(퇴직 연령, 농촌·도시 인구 비율 일정)에서 전체 근로자 대비 연금 대상자 비율
 - c. 개혁된 제도 부양 비율(reformed system dependency rate): 퇴직 연령 상승과 농촌 인구의 도시 유입 증가를 가정할 때 전체 근로자 대비 연금 대상자 비율
- 자료: World Bank, 2000

근로 환경의 변화는 또 다른 중국 사회 변화의 특징이라고 할 수 있다. 1950~60년대 근로자들은 국영 기업(state-owned enterprises)에서 평생 동안 일하는 것을 만족스럽게 생각하였다.⁷⁰⁾ 그 대표적인 이유로 지나치게 관대한 연금 제도를 들 수 있다. 기존 연금 제도는 부과 방식으로, 사무직 근로자의 경우 남성 60세, 여성 55세(노동직 근로자의 경우 5년씩 단축)부터 최종 근로 연도 임금의 80%를 지급하게 되어 있었다.⁷¹⁾ 이러한 과도한 급여는 시간이 지날수록 퇴직자가 급증하면서 연금 재정에 큰 부담으로 작용하게 되었고, 중국 정부는 기존의 연금 제도를 재정 비해야 할 필요성을 느끼게 되었다.⁷²⁾

70) 국영 기업은 각 성이 소유한 기업을 의미하며, 비록 금액은 작지만 확실히 지급되는 국영 기업의 임금은 사회주의의 대표적인 예라 할 수 있다.

71) 중국인들은 이러한 연금 제도를 “철밥통(iron rice bowl)”이라고 부른다.

72) 2002년 4개 성 17만명의 퇴직자가 그들의 연금을 제때 수령하지 못하는 사건이 있었다.

나. 최근 연금 제도의 개혁

기존 중국 연금 제도의 문제점은 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 첫째는 지나친 급여액이다. 퇴직자들에게 지급되는 급여액이 종업원의 최종 근로 연도 급여의 80%라는 것은 지나치게 높은 수준이며, 더욱이 급변하는 인구 구조에서 부과 방식으로 운영되는 연금 제도는 더 큰 문제를 가져올 것이다.⁷³⁾

두 번째는 사회적 집합 펀드(social pooling fund)와 개인별 계정(individual account)의 혼용이다.⁷⁴⁾ 2000년 연금 개혁 이전까지 중국의 기초 연금은 사회적 집합 펀드와 개인별 계정 두 가지로 구성되어 있었는데, 두 계정이 엄격히 구분되어 있지 않았다. 두 계정이 혼용되었다 하더라도 양자의 재정이 충분하였다면 큰 문제가 없었겠지만, 과도한 연금 지급과 사회주의 체제에서의 단일한 연금 운영으로 말미암아 사회적 집합 펀드에서 대규모 적자가 발생하게 되었다. 결국 사회적 집합 펀드의 부족액을 개인별 계정으로 충당하는 현상이 발생하게 되었다. 2000년 말 기준으로 사회적 집합 펀드 규모는 RMB947억으로 외견상 제법 건실해 보이지만, 이는 개인별 계정 연금 자산의 부족 심화라는 비용을 지불한 결과였다. 이러한 개인별 계정 연금 자산의 부족은 자본시장에 투자될 금액의 부족으로 이어졌고, 이는 자본시장 발전에 장애물이 될 수밖에 없었다.

중국의 연금 제도는 1997년과 2000년의 두 번에 걸친 개혁을 통해 현재에 이르고 있다. 이러한 개혁은 1990년대 세계은행의 다양한 연구를 바탕으로 시작되었다. 1995년부터 1996년까지 베이징에서 개최된 리더쉽 회의에서는 기존 중국 연금에 대해 구체적인 결론과 대안을 내놓았다:

73) 부과 방식 연금 제도에서는 현 세대 퇴직자들의 연금 급부를 현 세대 근로자들이 부담해야 하는데, 시간이 흐를수록 인구 구조의 급속한 변화로 인해 근로자들의 부담액이 급증하게 될 가능성이 높다.

74) 여기서의 개인별 계정은 강제적(mandatory) 성격을 가지고 있다.

① 퇴직자들에게 최종 연도 임금의 80%를 지급하는 것은 연금 제도 유지를 위해 불가능하다. ② 사용자와 종업원은 자신들의 연금 급여액을 다음 세대에 의존하는 것보다 자신들이 직접 기여하는 것이 더 바람직하다. ③ 국가 전체적으로 부과 방식이 아닌 적립 방식 연금 제도로 이진해야 한다.

1997년의 연금 개혁은, 1997년 7월 중국 State Council이 제정한 “기업 근로자를 위한 통합된 기초 노령 연금보험 제도 설립”으로 알려진 Document No. 26(이하 No. 26)을 통해 이루어졌다.⁷⁵⁾ No. 26은 기존의 부과 방식 연금 제도에서 3층 모형(three-pillar model)에 입각한 부분 적립 방식 연금 제도로의 이진을 목표로 하고 있다.⁷⁶⁾ 3층 연금 제도는 아래와 같은데, 이러한 다층 연금 플랜은 중국과 같은 개발도상국에서 경제 상황이 급변할 때 연금 제도 붕괴 위험을 줄일 수 있다는 장점이 있다.

1층: 기존의 공적 연금 플랜 성격을 가지는 것으로 평균 지역 급여(average provincial wage)의 20%를 대체함; 수령 금액이 작고, 소득 재분배에 초점을 둠

2층: 11% 기여(사용자 3%, 종업원 8%)에 의한 강제적 성격의 개인 계정; DC 플랜처럼 기여액과 급여액이 연계된 완전 적립 방식 연금 제도

3층: 사적 부문 자발적 추가 급여(private sector voluntary supplementary benefits); 부족한 기본 연금 외에 추가 연금 수령을 위해 적립

No. 26을 통합 제도라고 하는 이유는 도시 근로자뿐만 아니라 모든 근로자를 대상으로 하는 모형으로서, 중국 모든 성들의 기여율과 급여율

75) Document No. 26, "Establishment of a Unified Basic Old Age Pension Insurance System for Enterprise Staff and Workers"

76) 이는 세계은행이 중국에 건의했던 사항이기도 하다.

도 정하고 있기 때문이다.⁷⁷⁾ No. 26은 기존 장년층의 경우에는 기존의 부과 방식 연금 제도를 적용하며, 연금 제도에 새로 가입하는 청년층의 경우에는 적립 방식 연금 제도를 적용하는 이중 모형을 채택하고 있다.

2000년의 연금 제도 개혁은 그해 12월 “사회보장 제도 개선을 위한 실험적 프로젝트”라 불리는 "Document No. 42(이하 No. 42)"를 State Council이 제정함으로써 이루어졌다.⁷⁸⁾ No. 42에서는 퇴직 연령을 연장하고, 근로자들의 기여 수준을 인상하려 하고 있다. 퇴직 연령의 경우 장기적으로 남녀 모두 65세로 연장하고 있으며, 근로자들의 기여 수준은 우선 급여의 4%로 시작하여 2년마다 1%씩 인상하며, 최종적으로 8%까지 인상한다. 사용자의 경우 종업원 급여의 약 20%를 기여하는데, 이는 지역마다 다소 차이가 있다.⁷⁹⁾

2002년 기준으로 1층과 2층 연금 자산액은 대략 RMB1,250억(\$150억)에 이른다. 모든 연금 자산들은 국채와 예금에 투자되어 있으며, 이는 지역 사회보장국(local social security bureaus)에 의해 관리된다. 그러나 이 자산만으로는 향후 급증하는 연금 지급 의무를 감당하기에 부족한 실정이다. 중국 정부는 연금 재정 고갈을 막기 위해 특별 세금 부과, 국가 복권 발행, Recognition Bonds 발행, 정부 소유 자산 매각 등의 몇 가지 방안들을 고려하고 있다.⁸⁰⁾

No. 42에서, 정부는 사용자들이 종업원들을 위해 “기업 annuity (enterprise annuity)” 제도를 설립하도록 장려하고 있다.⁸¹⁾ 이 제도는

77) 13억의 중국 총 인구 중에서 도시 근로자는 4억명 정도로 추정된다.

78) Document No. 42, "Experimental Project for Improving the Social Security System"

79) 가령 2001년 10월 기준으로, 사용자는 종업원 급여에 대해 상하이 22.5%, 베이징 19%, 광주 20%, 심천 9%를 기초 연금에 기여한다.

80) "Recognition Bond"란 기존의 연금 부채 부담을 해소하기 위해 정부가 발행하여 민간 연금사에게 인수하도록 하는 채권을 말한다. 이러한 방법은 연금 민영화의 대표적 국가로 알려진 칠레에서 시행되었다.

1997년 연금 제도 개혁에서 처음 소개되었지만 그 존재가 유명무실했던 3층 자발적 개인별 제도의 대안으로 제시된 것으로서 중국 보험 규제 위원회(China Insurance Regulatory Commission)의 책임 하에 실시하도록 하였다.

No. 42를 기반으로 중국은 북동부에 있는 라이오닝 성에서 2001년부터 3년간 새로운 연금 제도를 시험적으로 실행하였다. 중국의 여러 성 가운데서 라이오닝 성이 선정된 이유는 한때 가장 산업화된 성이었지만, 이제는 다른 성에 비해 경제 낙후와 실업자 및 퇴직자 증가로 인해 연금 재원의 조달에 문제가 있기 때문이었다. 라이오닝 실험의 핵심은 과거 무분별하게 통합되었던 사회적 집합 펀드와 개인별 계정을 엄격히 분리하는 것이며, 세부적인 내용은 다음과 같다: ① 1층 연금 급여 대체율을 30년 근로 이후 성 평균 임금의 30%로 확대한다. ② 사용자 기여분은 전액 1층 연금에 적립한다. ③ 종업원의 8% 기여분은 전액 2층 연금에 명목 금액이 아닌 실질 자산으로 적립한다. 라이오닝 실험은 도입 6개월만에 480만개의 개인별 계정에서 RMB13억이라는 비교적 많은 금액을 확충하였다. 이러한 성공적 결과를 바탕으로 중국은 라이오닝 모형을 중국 전역으로 확장시키려는 작업을 진행하고 있다.

2000년 9월, “전국 사회보장 펀드(the National Social Security Fund, 이하 NSSF)”가 State Council의 운영 하에 설립되었다. NSSF의 설립 의도는 과거 연금 제도에서 새로운 연금 제도로의 효과적인 이전을 관리하기 위한 것이다. 1층과 2층 연금에서 부족액이 발생한 성이 있을 경우, NSSF는 그 성을 지원해 주는 최후 수단의 역할을 수행한다. 각 성의 연금 펀드는 인구 구조의 변화와 퇴직자 급증에 따라 적자가 증가하고 있는 상황이므로, 중국 정부는 정부가 보유하고 있는 국영 기업 주식을 주식시장 및 외국인 투자자들에게 매각하여, NSSF의 재원 확보를 통

81) "Enterprise Annuity"란 자발적 연금 플랜의 용도로 중국 노동 및 사회보장부(Ministry of Labor and Social Security)가 소개한 개념이다.

한 각 성 펀드들의 재정을 정상화 하려고 계획하고 있다. 한편 “사회보장 펀드를 위한 전국 위원회(the National Council for Social Security Fund)”는 NSSF의 수탁자 역할을 맡게 되고, 자산 배분은 외부 펀드 매니저에 의해 이루어진다. <표 VI-15>는 중국 연금 제도 개혁의 과정을 보여주고 있다.

<표 VI-15> 중국의 연금 제도 개혁

	1997년 이전	1997년 개혁	2000년 개혁
사회적 집합 펀드	대상: 도시 국영 기업 근로자 기여: 사용자 23~34% 대체율: 80% 이상	대상: 도시 기업 근로자 기여: 사용자 17% 대체율: 20%	대상: 도시 기업 근로자 기여: 사용자 20% 대체율: 30%
강제적 개인별 계정	기여: 종업원 3% (상하이, 베이징 5%) 대체율: 10%	기여: 사용자 3%, 종업원 8% 대체율: 38%	기여: 종업원 8% (최종 목표치) 대체율: 약 30%
자발적 개인별 계정 (기업 annuity)		기여: 기업, 종업원	기여: 기업, 종업원

자료: World Bank 1997; State Council Document, No. 26, 1997; No. 42, 2000

다. 연금 산업의 투자와 자본시장: 기관투자자로서의 의미

연금 제도와 자본시장 사이에는 밀접한 관계가 있다. 이러한 예는 거대한 규모의 연금 자산이 자본시장의 주된 기관투자자 역할을 하는 선진국에서도 잘 나타나고 있다.⁸²⁾ 라틴 아메리카와 동유럽의 일부 국가들

82) 자료의 집계 가능한 OECD 17개국을 대상으로, 1993년부터 2001년 까지의 GDP 대비 연금 펀드 금융자산액을 가중 평균한 결과는 다음과 같다.(가중치는 각 연금 펀드 금융자산액을 사용하였다.) 1993년에 48.8%였던 GDP 대비 연금

의 경우를 통해 살펴보듯이, 부과 방식 연금 제도에서 적립 방식 연금 제도로의 개혁은 자본시장 발전에 긍정적인 역할을 하고 있는 것으로 보인다. 퇴직자들의 연금 급여액을 다음 세대의 기여액이 아닌 자신들의 개인별 계정을 통해 받는 적립 방식 연금 제도는 연금 자산이 보다 효율적으로 투자가 되도록 해주고, 이는 연금 자산의 급증으로 귀결될 수 있다. 결국 퇴직자들의 개인별 계정을 통한 연금 펀드의 투자는 자본시장의 성장을 도와주게 된다.

2002년 말 기준으로 중국 사회보장 펀드에 가입한 근로자는 1억1,128만명이며, 퇴직자는 4,223만명, 그중에서 사회보장 연금을 수령하는 퇴직자는 3,608만명에 이르고 있다. 2003년 기준으로 중국 중앙 정부의 연금 펀드 자산 규모는 약 \$150억에 이르고 있다. 새로운 연금 펀드 규제 완화 시책은 이러한 중국 정부 연금 펀드의 40%(약 \$60억)까지 중국 주식 시장에 투자할 수 있도록 허용하고 있으나 최근까지도 여러 규제에 인해 약 5%만이 주식시장에 투자되고 있다. 사회보장 펀드의 투자 비중은 <표 VI-16>과 같다.

<표 VI-16> 중국 사회보장 펀드의 투자 비중 (2002년 말 현재)

종 목	은행 예금	국고채	회사채/기타	주식	계
비 중	60%	20%	15%	5%	100%

자료: Ministry of Labor; National Council for Social Security Fund, 2003

중국 연금 펀드의 주식 투자에는 여러 이견이 있을 수 있지만, 연금 대상자들과 자본시장의 발전 측면에서 볼 때 어느 정도의 주식 투자가

펀드 금융자산 평균 비중은 1999년 70.2%까지 증가하였으나, 2000년과 2001년의 주식시장 침체로 2001년에는 60.1%로 다소 감소하였다. 그러나 1993년부터 2001년 기간 동안에 GDP 대비 연금 펀드의 금융자산 평균 비중은 연평균 7.03%씩 증가하였다.

이루어져야 할 것으로 본다. 펀드 자산의 증가가 중국 인구의 증가를 따라가지 못하는 상황에서 안정성만을 추구하는 투자 전략으로는 적자 상태의 연금 펀드들을 개선시킬 수 없기 때문이다. 현재 연금 펀드는 대부분이 수익률이 낮은 국채와 은행 예금에만 투자되고 있다. 심지어는 수익성이 강조되어야 할 3층의 자발적 연금 플랜조차도 주식 투자는 극히 일부만 이루어지고 있는 실정이다. 저금리 추세가 이어지는 상황에서, 투자 수익률을 개선시키기 위해서는 주식을 비롯한 투자 선택의 폭이 넓어질 필요가 있다.⁸³⁾ 이러한 관점에서 최근 고려되고 있는 것이 NSSF의 일부를 적격 기관투자자를 통해 홍콩을 포함한 해외 주식시장에 투자할 수 있도록 하는 적격 국내 기관투자자 프로그램(Qualified Domestic Institutional Investor Program)이다.

중국의 경우 부과 방식 연금제도에서 부분 적립 방식 다층 제도(partially funded multiple pillar system)로의 전환은 몇 가지 유리한 점을 가지고 있다: ① 현재까지 연금 적용 대상자 숫자가 작으며, ② 아직까지는 내재 연금 부채액(implied pension debt)의 부담이 비교적 작고, ③ 상대적으로 전환 비용이 낮다. 만약 중국이 부과 방식 연금 제도를 고집한다면 추후 제도 전환의 부담은 더 커질 것이다. 새로운 연금 개혁은 과거 국가만이 부담하던 퇴직자들의 노후를 국가, 사용자, 개인이 나누어 부담하도록 분산시키고 있다.⁸⁴⁾

과거 경직된 사회주의 노동 시장과 달리 점차 유동적으로 움직이는 중국의 노동 시장에서 근로자가 자신만의 연금을 가질 수 있도록 추구

83) 저금리 추세의 대표적인 예로, 중국의 1년 만기 정기예금 이자율은 1993년까지만 해도 10.98%였으나, 8차례에 걸쳐 금리가 떨어져 2002년 말 기준으로 1.98%에 불과하며, 물가상승률과 이자소득세를 감안하면 실질이자율은 마이너스로 돌아선 상태이다.

84) 기존의 연금 제도에서도 사용자(기업)가 부담하는 연금 기여액이 있었지만, 대부분의 기업이 국영기업이었으므로 이는 결국 연금 부채액의 대부분을 국가가 부담한 것과 같다고 할 수 있다.

하고 있다는 것은 자본시장 발전에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 세계은행은 중국에서 진행되는 새로운 연금 제도 개혁이 잘 이루어진다면 2030년에는 연금 자산 총액이 \$1.8조에 이를 것이며, 이는 자본시장에 큰 도움이 될 것으로 예상하고 있다.⁸⁵⁾

중국 연금 펀드에 있어 전문적 펀드 매니저에 의한 투자 역시 연금 산업 발전과 자본시장 발전에 중요한 요소라 할 수 있다. 기존의 공적 기관에서 운영과 감독을 함께 시행하는 연금 체제는 도덕적 해이 등의 여러 문제점을 드러내고 있으며, 앞으로의 연금 제도 운영에도 한계를 드러낼 것으로 보인다.⁸⁶⁾ 따라서 연금 자산의 운영과 그에 대한 감독은 별도의 기관에 의해 이루어지는 것이 타당할 것이다.

이 경우 아직까지 중국 자체적으로 전문적인 연금 펀드 운용 관리 인력이 부족하기 때문에 외국과의 협력을 통해 연금 투자가 이루어져야 할 것이다. 2001년 11월 중국의 WTO 가입에 맞추어, 여러 외국계 자산 운용사들이 중국의 자산운용사, 증권사와 기술 지원 협약을 맺고 있다. <표 VI-17>은 중국 자산운용사와 외국 자산운용사의 연계 현황을 보여 주고 있다. 아직까지는 중국 국내 자산 운용 시장 잠식에 대한 우려로 중국 자산운용사들이 외국 자산운용사들과 연계 수준에 머물고 있으며, 합작 자산운용사 설립에 소극적으로 응하고 있지만, 합작 자산운용사의 증가 추세는 계속될 수밖에 없을 것이다. 이러한 추세는 향후 중국 자산운용사들과 외국 자산운용사들의 본격적인 경쟁으로 이어질 것이고, 이는 연금 시장의 효율성과 투명성을 한 단계 높일 것으로 기대된다.

85) 만일 2030년에 중국의 연금 자산 총액이 \$1.8조가 된다면 이는 세계에서 다섯 번째의 규모가 될 것으로 예상된다.

86) 1997년 말 기준으로, 정보 공시와 감시 부족으로 인한 연금 펀드 자산 손실액은 RMB100억(\$15억)으로 추정된다. Kong(1997) 참조.

<표 VI-17> 중국 자산운용사와 외국 자산운용사의 연계 현황

중국 회사	연계 외국 회사
Changsheng Fund Management	ABN Amro Asset Management
Southern Fund Management	HSBC Asset Management
Dacheng Fund Management	Deutsche Asset Management
Fullgoal Asset Management	Bank of Montreal
Guotai Fund Management	UBS Investment Management
Huaan Fund Management	JF Investment Management
Penghua Fund Management	Invesco Asset Management
Galaxy Securities	Schroders Investment Management

자료: Hewitt Association, 2002

연금 개혁을 통한 자본시장의 성장은 동전의 양면과 같은 관계라고 할 수 있다. 현존하는 중국 연금 문제점의 완벽한 해결책은 없지만, 일단 부분 적립 방식 다층 연금 제도로의 방향은 올바르게 설정되었다고 할 수 있다. 연금 투자의 전문적 운용, 투명한 공시, 각종 규제의 완화, 선진화된 운용 기법의 도입 등은 중국 연금 산업의 안정성과 기관투자자로서의 위상 제고를 위해 필수적인 요소라고 할 수 있을 것이다.

5. 기관투자자로서의 한·일·중 연금 산업 비교

한국, 일본, 중국의 연금 산업은 주로 공적 연금을 중심으로 형성되었다고 할 수 있으므로, 여기서는 주요 공적 연금을 대상으로 자산의 규모를 비교하고자 한다.

한국의 경우, 퇴직보험 및 신탁(2003년 9월 현재 약 16조원 규모)과 개인연금(2003년 9월 현재 약 27조원 규모)이라는 사적 연금이 있지만 보험사에 의해 운용되는 경우가 대부분이므로 자본시장과 관련성이 크지 않다. 이에 비해 공적 연금인 국민연금, 사학연금, 공무원연금은 자본

시장과 관련이 있기 때문에 이들을 주요 연금의 대상으로 한다. 일본의 경우는 새로 생긴 기업연금의 규모가 크지 않기 때문에, 공적 연금(국민연금과 후생연금)과 후생연금기금(기업연금의 일종)을 대상으로 한다.⁸⁷⁾ 사적 연금이 없는 대만은 공적 연금에 해당하는 공무원연금, 노동보험, 노동연금을, 중국은 사회보장 펀드를 대상으로 하고자 한다.

<표 VI-18>은 GDP 대비 연금 자산의 규모를 보여주고 있다. 2002년 12월 말 현재 한국은 비중이 21.54%로 가장 높고, 중국이 1.21%로 가장 낮다. 한국이 상대적으로 높은 비중을 보이는 이유는 국민연금의 제도 도입 초창기부터 부분 적립 방식을 채택하여 국민연금 재원이 기하급수적으로 증가한 데 그 원인이 있다. 이에 비해 중국은 기존의 부과 방식 연금 체계에서 연금 재원의 적립이 거의 없었고, 본 분석의 대상이 되는 사회보장 펀드의 규모가 아직 크지 않기 때문이다. 대만도 연금 산업의 미발달로 인하여 GDP 대비 연금 자산의 규모가 10.25%에 불과하다. 일본은 최근에 공적 연금의 기여액을 대폭 인상하여 GDP 대비 연금 자산의 비중이 상대적으로 증가하였다고 할 수 있다.

연금 자산과 자본시장과의 관련성을 살펴보기 위하여 주식 시가총액 대비 연금의 주식 비중을 살펴보면 일본을 제외하고는 한국, 대만, 중국이 매우 저조한 수치를 보여주고 있다. 한국, 대만, 중국 주식시장의 미성숙, 연금 재원의 지나친 안정성 강조, 투자 위험의 관리 능력 부족 등이 그 원인이라고 할 수 있다. 일본도 비교 대상국 중에서는 16.92%의 가장 높은 비중을 보이지만, 미국 및 영국 등의 선진국에 비해서는 주식 투자가 활발하지 못한 편이다. 이러한 상황을 고려할 때, 동북아 국가의 연금 재원이 아직은 주식시장의 기관투자자 역할을 제대로 하지 못한다고 평가할 수 있다. 향후 자본시장의 성숙 및 노령화의 급속한 진행과 함께 연금 재원의 주식 투자는 자연스럽게 증가될 것으로 예상된다.

87) 퇴직적격연금의 투자는 자료의 입수가 불가능 하였다.

채권 발행잔고 대비 연금 자산의 채권 비중도 한국과 중국은 상대적으로 높은 비중을 보여주고 있지만, 일본과 대만은 매우 낮은 비중을 보여주고 있다. 일본은 채권 발행잔고에 비해 연금 자산의 절대액이 작기 때문이고, 대만은 높은 은행 예금의 비중으로 채권 투자가 상대적으로 저조하기 때문이다. 이는 채권시장 측면에서도 연금 산업의 기관투자자 역할이 부족함을 의미한다. 향후에는 연금 펀드의 안정적 수익성 제고를 위해서도 연금 산업이 채권시장의 기관투자자 역할을 해야 할 것이다.

<표 VI-18> 한·일·중 경제 규모 대비 주요 공적 연금 자산의 규모
(2002년 12월 말 현재)^a

	GDP 대비 연금 자산 비중(%)	주식시장 시가총액 (\$10억)	시가총액 대비 연금 자산 주식 비중(%)	채권 발행잔고 (\$10억)	발행잔고 대비 연금 자산 채권 비중(%)
한국 ^b	21.54 ^c	298.2	2.13 ^d	509.5	15.70 ^e
일본 ^f	17.96 ^g	2,069.3	16.92 ^h	6,964.4	4.41 ⁱ
대만 ^j	10.25 ^k	261.3	3.25 ^l	65.6	2.35 ^m
중국 ⁿ	1.21 ^o	306.4	0.24 ^p	44.0	11.94 ^q

- a. 한국은 2003년 12월 말 현재임
- b. 국민연금, 공무원연금, 사학연금을 대상으로 하였음
- c. 2003년 말 국민연금, 공무원연금과 2003년 11월 말 사학연금의 연금 자산 금액 합계를 2002년 GDP로 나눈 값임
- d. 국민연금, 사학연금, 공무원연금의 2003년 주식 직접 투자와 주식형 신탁상품의 합계를 2003년 말 주식시장 시가총액으로 나눈 값임
- e. 국민연금, 사학연금, 공무원연금의 2003년 채권 직접 투자와 채권형 신탁상품의 합계를 2003년 말 채권시장 발행잔고로 나눈 값임
- f. 공적 연금과 후생연금기금을 대상으로 하였음
- g. 2002년 회계연도 말 공적 연금과 2001년 회계연도 말 후생연금기금의 연금 자산 금액 합계를 2002년 GDP로 나눈 값임
- h. 공적 연금의 2002년도 주식 투자 규모와 후생연금기금의 2001년도 주식 투자 규모의 합계를 동경증권거래소의 2002년 말 시가총액으로 나눈 값임
- i. 공적 연금의 2002년도 채권 투자 규모와 후생연금기금의 2001년도 채권 투자 규모의 합계를 동경과 오사카증권거래소의 2002년 말 채권시장 발행잔고로 나눈 값임

- j. 공무원연금, 노동연금, 노동보험을 대상으로 하였음
 - k. 2003년 10월 말 공무원연금, 2003년 9월 말 노동연금, 2003년 8월 말 노동보험 자산 금액의 합계를 2002년 GDP로 나눈 값임
 - l. 2003년 10월 말 공무원연금, 2003년 9월 말 노동연금, 2003년 8월 말 노동보험의 주식 직접 투자 규모와 주식 위탁 투자 규모의 합계를 2002년 말 주식시장 시가총액으로 나눈 값임
 - m. 2003년 10월 말 공무원연금, 2003년 9월 말 노동연금, 2003년 8월 말 노동보험의 국내, 해외 채권 규모 합계를 2002년 말 채권시장 발행잔고로 나눈 값임
 - n. 사회보장 펀드를 대상으로 하였음
 - o. 사회보장 펀드의 2002년 말 연금 자산 금액을 2002년 GDP로 나눈 값임
 - p. 사회보장 펀드의 2002년 말 주식 투자 규모를 2002년 말 상하이증권거래소의 주식시장 시가총액으로 나눈 값임
 - q. 사회보장 펀드의 2002년 말 국고채와 회사채 규모를 2002년 말 상하이증권거래소의 채권시장 발행잔고로 나눈 값임
- 자료: 한국은행(www.bok.or.kr), 한국증권거래소(www.kse.or.kr)
동경증권거래소(www.tse.or.jp), 세계증권거래소(www.fibv.com)

VII. 한·일·중 보험 산업의 분석

1. 한국 보험 산업의 자산 운용
2. 일본 보험 산업의 자산 운용
3. 대만 보험 산업의 자산 운용
4. 중국 보험 산업의 자산 운용
5. 기관투자자로서의 한·일·중 보험 산업 비교

VII. 한·일·중 보험 산업의 분석

1. 한국 보험 산업의 자산 운용

가. 생명보험사

한국의 생명보험사는 그동안 비약적인 발전을 거듭해 왔다. <그림 VII-1>은 한국 생명보험사의 자산 운용 총 규모와 금융자산별 규모의 10년간 추세를 보여주고 있다.⁸⁸⁾ 우선, 자산 운용 규모를 살펴보면, 1992년 42조3,018억원에서 2002년 132조6,097억원으로 지난 10년간 연평균 12.1%씩 성장했다. 우리 사회의 급속한 노령화와 인구 증가율 감소로 인한 보험 시장의 포화 현상에도 불구하고 최근까지 생명보험사의 운용 자산이 성장한 이유는 크게 두 가지로 볼 수 있다.

가장 주된 이유는 보험회사 자산의 장기화 특성 때문이다. 길어야 3~5년 정도의 주기를 가지는 증권, 은행사들의 자산과는 달리 보험사의 자산 회전 주기는 매우 길다.⁸⁹⁾ 자산의 유입과 유출 측면을 비교할 때 아직까지는 유출 규모가 유입 규모보다 훨씬 작기 때문에 운용 자산의 규모 역시 커졌다고 볼 수 있다. 특히 장기이면서 보험료 금액이 큰 종신보험이나 연금보험 등의 상품이 집중적으로 팔리면서 자산 증가폭이 더 커졌다고 볼 수 있다. 두 번째 이유는 보험사 사이의 경쟁이 계속 치열해 지면서 각 보험사마다 고객 유치에 위한 유인책을 계속 제시했기 때문으로 볼 수 있다.

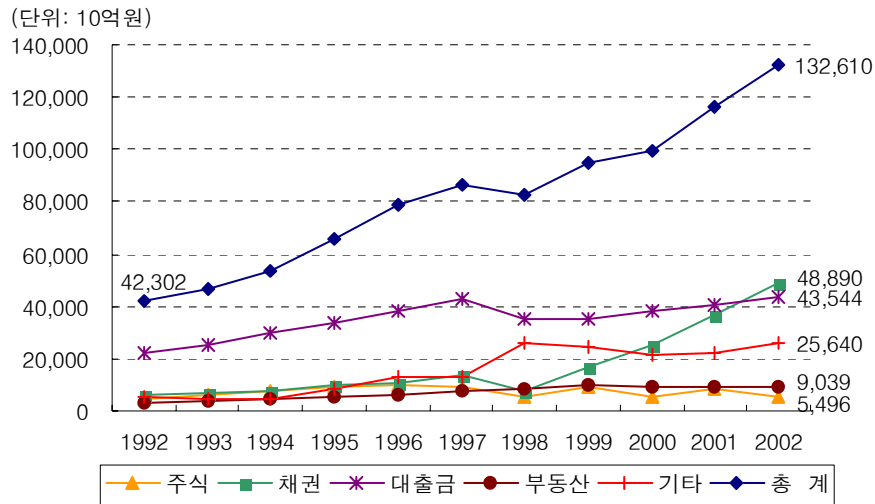
금융자산별 운용 규모의 크기를 살펴보면, 대출금이 1997년까지 꾸준

88) 보험사의 계정 체계에는 일반계정과 특별계정이 있는데, 이하에서 특별한 언급이 없는 한 자산 계정은 일반계정을 의미한다.

89) 예를 들어, 종신보험의 경우 가입자의 사망시까지 보험사의 자산 유출은 일어나지 않을 것이므로, 회전 주기는 최소 수십년 이상이라고 할 수 있다.

히 상승하다가 1997년의 경제 위기를 계기로 감소하는 것을 볼 수 있다. 반면 1992년에는 상대적으로 작았던 채권 운용 규모가 1998년부터 크게 증가하기 시작하여, 2002년 말 현재에는 가장 큰 규모를 보여주고 있다.

<그림 VII-1> 한국 생명보험사의 자산 운용 규모 추이



자료: 보험연구원, 『보험통계연감』, 각호

<표 VII-1>은 각 금융자산의 비중 추이를 보여주고 있다.⁹⁰⁾ 10년간의

90) 여기서는 금융자산을 크게 6가지로 분류하였다: ① 주식, ② 채권, ③ 수익증권, ④ 대출금, ⑤ 부동산, ⑥ 기타. 여기서 채권은 국공채와 회사채를 합한 것이다. 참고로 우리나라 『보험통계연감』에 의한 분류는 현금, 예금, 예치금, 상품유가증권, 투자유가증권, 대출채권, 부동산 등의 5가지 항목으로 나뉘진다. 우리나라에서는 1997년까지는 주식과 채권을 각기 하나의 항목으로 분류하였으나, 1998년 기업회계기준의 개정으로 그들이 상품유가증권(주식, 채권)과 투자유가증권(주식, 채권)으로 세분화되고 있다. 본 연구에서 주식 계정의 금액은 상품유가증권(주식) 금액과 투자유가증권(주식) 금액의 합을 의미한다. 대출금 항목은 대손충당금, 콜 론(call loans), 보험약관, 담보, 신용, 어음할인, 지급보

흐름에서 주목할 점은, 채권의 비중이 15%에서 37%로 급증했으며, 대출금의 비중은 53%에서 33%로 크게 감소했다는 것이다. 이는 생명보험사가 대출만으로도 운용 목표 수익률을 달성할 수 있었던 시기에서 수익률 제고를 위해 다양한 운용 방법을 사용해야 하는 시기로 변화하였음을 의미한다.

<표 VII-1> 한국 생명보험사의 자산 운용 비중

(단위: %)

연 도	주식	채권	수익증권 ^a	대출금	부동산	기타	자산 총액 (10억원)
1992	11.59	14.75		53.01	7.79	12.86	42,302
1993	13.16	14.73		54.59	8.10	9.43	46,706
1994	13.68	14.78		55.19	8.05	8.30	53,917
1995	13.65	14.66		50.91	7.81	12.96	65,484
1996	12.90	13.79		48.83	7.63	16.86	78,738
1997	10.67	15.90		49.84	8.53	15.06	86,181
1998	6.47	9.20	20.78	42.75	10.43	10.38	82,879
1999	9.43	17.71	16.04	37.17	10.12	9.54	95,081
2000	5.68	24.98	10.69	38.41	9.52	10.71	99,813
2001	7.07	31.21	7.83	34.93	7.95	11.02	116,498
2002	4.14	36.87	5.18	32.84	6.82	14.15	132,610

a. 수익증권의 경우 1998년부터 보험사가 집계를 시작함. 그러나 우리나라의 경우 수익증권의 대부분이 채권형이므로, 수익증권에 채권을 더한 값을 채권 운용 비중으로 보아도 큰 무리가 없음

자료: 보험연구원, 『보험통계연감』, 각호

증 등으로 나누어진다. 부동산의 경우에는 토지, 건물, 구축물, 건설중인 자산 등으로 구성된다. 기타 항목은 현금, 예금, 금전신탁, 기타증권 등의 세부 계정이 있다.

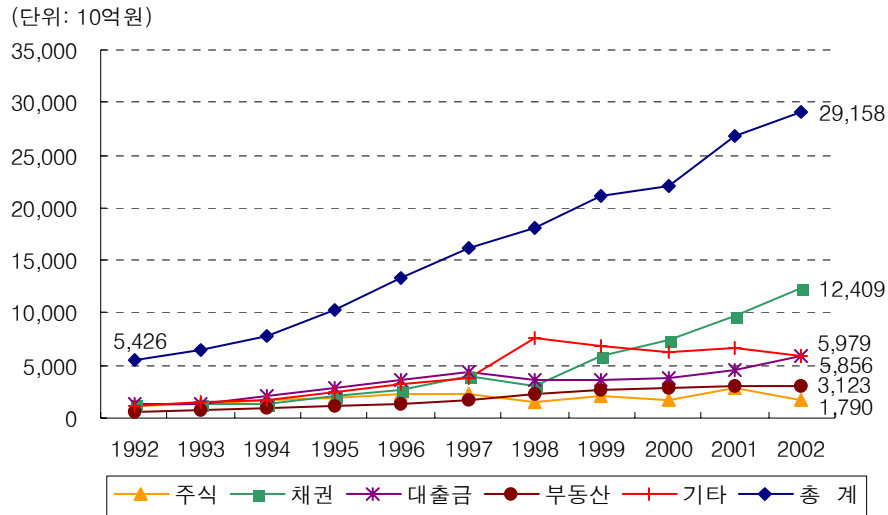
<표 VII-1>에서 눈여겨 볼 점은 주식 비중이 1992년 12%에서 2002년 4%로 크게 감소하였다는 사실이다. 이러한 현상은 1997년의 경제 위기 이후 더 뚜렷하게 나타나고 있다. 물론 보험사의 특성상 지나치게 공격적인 자산 운용을 하는 것이 쉽지는 않겠지만, 한국 생명보험사의 경우에는 소극적인 자세가 지나친 경향이 있어 보인다.⁹¹⁾ 여기서 구체적 수치는 보고되지는 않았지만, 채권 투자의 경우도 3개월 미만의 단기채권에 투자하는 비중이 매우 높은 것이 문제점으로 지적될 수 있다.

나. 손해보험사

<그림 VII-2>는 한국 손해보험사의 과거 10년간 자산 운용액의 추세를 보여주고 있다. 손해보험사의 자산 운용 총액은 생명보험사보다는 작지만, 그 규모는 시간이 지날수록 급증하였음을 알 수 있다. 1992년 5조 4,258억원에서 2002년 29조1,575억원으로 증가하여 연평균 18.3%의 놀라운 성장률을 보였다. 손해보험사의 경우 1992년에는 대출금과 채권의 규모가 거의 비슷하였으나, 2002년 현재 채권 운용 규모가 대출금의 2배 이상으로 증가하였다는 것은 생명보험사와는 약간 다른 점이라고 하겠다.

91) 우리나라 현행 보험업법 제104조 제1항에 의하면, 보험회사의 자산 운용 원칙을 안정성, 유동성, 수익성, 공익성 등의 순서로 정하고 있다.

<그림 VII-2> 한국 손해보험사의 자산 운용 규모 추이



자료: 보험연구원, 『보험통계연감』, 각호

<표 VII-2>의 금융자산별 비중 추이를 보면, 손해보험사의 채권 운용 비중 현상이 생명보험사보다 더 뚜렷하게 나타나고 있다. 즉, 1992년 25%에서 2002년 43%로 채권 운용액이 크게 증가하였다. 수익증권 부분까지 채권에 포함시킬 경우 운용액의 절반(48.5%) 정도를 채권으로 운용한다는 것이다.⁹²⁾ 대출이 안전한 수익을 보장해 주었던 과거와는 달리 안정적 대출 수요가 크게 감소한 데 그 원인이 있다. 이러한 금융 시장 환경에서는 비교적 안정적인 수익을 보장하는 채권에 주로 운용하고 있는 것이 보험사 입장에서는 적절했다고 할 수 있다. 채권 운용 비중의 급증과 대비되게 주식 운용 비중은 1992년 20%에서 2002년 6%로 10년간 큰 폭으로 줄어들었다.

92) 보험사의 수익증권 가입은 주로 채권형에 이루어지므로 이를 채권 운용 비중에 포함시켜도 별 무리가 없다.

<표 VII-2> 한국 손해보험사의 자산 운용 비중

(단위: %)

연 도	주식	채권	수익증권 ^a	대출금	부동산	기타	자산 총액 (10억원)
1992	19.99	25.01		23.14	9.34	22.53	5,426
1993	21.14	19.79		21.59	12.42	25.07	6,444
1994	22.65	16.47		27.69	11.75	21.44	7,715
1995	19.17	19.99		26.95	10.78	23.11	10,343
1996	16.72	19.71		28.01	10.52	25.04	13,240
1997	13.90	24.66		27.64	10.85	22.96	16,162
1998	8.84	16.97	21.94	19.55	12.98	19.73	18,148
1999	10.37	27.65	12.88	17.24	12.25	19.60	21,039
2000	7.87	33.82	10.73	17.24	12.94	17.40	22,136
2001	10.51	36.33	10.74	17.06	11.31	14.06	26,851
2002	6.14	42.56	5.93	20.08	10.71	14.57	29,158

a. 수익증권의 경우 1998년부터 보험사가 집계를 시작함. 그러나 우리나라의 경우 수익증권의 대부분이 채권형이므로, 수익증권과 채권을 합한 값을 채권 운용 비중으로 보아도 큰 무리가 없음

자료: 보험연구원, 『보험통계연감』, 각호

다. 보험 산업 전체

보험 산업 전체의 운용 상황을 조망하기 위하여 생명보험사와 손해보험사의 금융자산을 합한 자산 운용 비중을 <표 VII-3>에 나타내었다. 생명보험사에 비해 손해보험사의 자산 규모가 매우 작기 때문에 합산된 금융자산별 비중도 생명보험사의 경우와 매우 유사하게 나타났다. 주식의 비중은 4.5%로 OECD 평균 23.51%에 크게 뒤떨어지고 있다. 주식시장 기관투자자로서 보험사의 역할을 평가하기 위해서는 시가총액 대비 비중을 살펴보아야 하겠지만, 주식의 운용 비중으로 볼 때에는 매우 부족한 측면이 있다.

<표 VII-3> 한국 보험사의 자산 운용 비중

(단위: %)

연 도	주식	채권	수익증권 ^a	대출금	부동산	기타	자산 총액 (10억원)
1992	12.54	15.91		49.62	7.97	13.96	47,728
1993	14.12	15.34		50.59	8.62	11.33	53,150
1994	14.80	14.99		51.75	8.51	9.95	61,632
1995	14.41	15.39		47.64	8.22	14.35	75,827
1996	13.45	14.64		45.83	8.05	18.03	91,979
1997	11.18	17.28		46.33	8.89	16.31	102,343
1998	6.89	10.59	20.99	38.58	10.89	12.06	101,027
1999	9.60	19.51	15.46	33.56	10.50	11.36	116,121
2000	6.08	26.59	10.70	34.57	10.14	11.93	121,949
2001	7.71	32.17	8.37	31.58	8.58	11.59	143,349
2002	4.50	37.89	5.32	30.54	7.52	14.23	161,767

a. 수익증권의 경우 1998년부터 보험사가 집계를 시작함. 그러나 우리나라의 경우 수익증권의 대부분이 채권형이므로, 수익증권을 채권에 합한 값을 채권 운용 비중으로 보아도 큰 무리가 없음
 자료: 보험연구원, 『보험통계연감』, 각호

라. 특별계정

<표 VII-4>는 우리나라와 미국 생명보험사의 특별계정 운용 상황을 보여주고 있다. 우리나라의 특별계정 운용 비중 내역을 살펴보면 일반계정보다 채권 운용 비중이 더 편중되어 있으며, 그 현상은 최근에 더욱 심화되었음을 알 수 있다.⁹³⁾ 우리의 경우를 미국 생명보험사와 비교하면 그들과의 특성 차이를 쉽게 확인할 수 있다. 미국 생명보험사의 경우에도 일반계정은 안정성을 중시하여 보수적으로 주식 운용을 하고 있지만, 특별계정은 수익성을 강조하고 있어 적극적인 주식 운용을 하고 있다.⁹⁴⁾

93) 우리나라의 경우 특별계정이란 변액보험(실적 배당 상품), 퇴직보험 등으로 구성되어 있으며, 2000년부터 집계되기 시작하였다.

94) 미국 생명보험사 일반계정의 경우에도 주식 투자 비중은 1998년을 기준으로

미국에 비해 우리의 특별계정은 2002년 기준으로 생명보험사 0.66%, 손해보험사 0.58%라는 매우 보수적인 주식 운용을 하고 있다. 우리의 경우 특별계정이 일반계정보다도 더 보수적인 운용을 하고 있는데, 이는 해당 보험 상품들의 급여액 상승에 걸림돌로 작용할 것으로 예상된다. 향후 특별계정이 확대되어도 지금과 같이 운용된다면 주식시장 기관투자자로서 보험사의 역할이 크게 향상되기는 어려울 것으로 생각된다.

<표 VII-4> 한국과 미국 생명보험사 특별계정의 운용 비중

(단위: %)

	연 도	주식	채권	수익 증권	대출금	부동산	기타	운용 자산 총액 (10억원)
한국 생보사	2000	0.70	66.53	14.17	6.27	-	12.33	7,425
	2001	0.86	70.65	14.98	5.03	-	8.48	10,310
	2002	0.66	78.14	9.14	5.24	-	6.81	12,637
한국 손보사	2000	0.03	75.56	17.71	1.62	-	5.08	556
	2001	1.24	76.92	16.21	0.58	-	5.06	688
	2002	0.58	82.98	4.80	0.84	-	10.79	970
한국 보험사 전체 ^a	2002	0.66	78.49	8.83	4.93	-	7.10	13,607
미국 생보사 ^b	1998	73.1	16.0	-	0.6	1.5	8.8	-

- a. 보험사 전체는 2002년 기준으로 생명보험사와 손해보험사의 각 금융자산별 운용액을 운용 자산 총액으로 가중평균 한 값임
- b. 미국의 경우 우리의 특별계정과 같은 개념으로 '분리계정(seggregate account)'이란 용어를 사용함

자료: 보험연구원, 『보험통계연감』, 2003
Life Insurance, 『Fact Book』, 1999

4.8%에 그치고 있다.

마. 한국 보험 산업의 평가

국내 보험 산업을 살펴보면 1997년 경제 위기시의 어려웠던 상황 이후에, 저금리 추세와 장기화, 인구의 감소와 연계된 기존 보험 시장의 포화 추세 및 기대 수명의 연장 등의 요인이 보험 산업의 전망을 다소 어둡게 하고 있다. 이러한 상황에서 자산 운용이 지금처럼 매우 보수적으로 이루어진다면 재무적 어려움이 더욱 커질 가능성이 있다. 또한 지금처럼 일반계정 위주로 영업을 진행하고 형식적으로 특별계정을 운영한다면, 보험회사의 수익성에도 어려움이 있을 것이다. 보험회사는 수익성 확보를 위해 특별계정 영업을 확대하면서 주식시장의 기관투자자 역할을 해야 할 시점에 이르렀다고 생각된다.

2. 일본 보험 산업의 자산 운용

가. 생명보험사

<그림 VII-3>과 <표 VII-5>는 각각 일본 생명보험사 자산 운용 금액의 10년간 추이와 비중을 보여주고 있다. 일본의 자산 운용 항목 분류 체계는 우리나라와 다소 다르지만, 본 연구에서는 한·일·중 3국의 비교를 위해 주식, 채권, 대출금, 부동산, 기타의 5가지 항목으로 나누어 분석하도록 한다.⁹⁵⁾

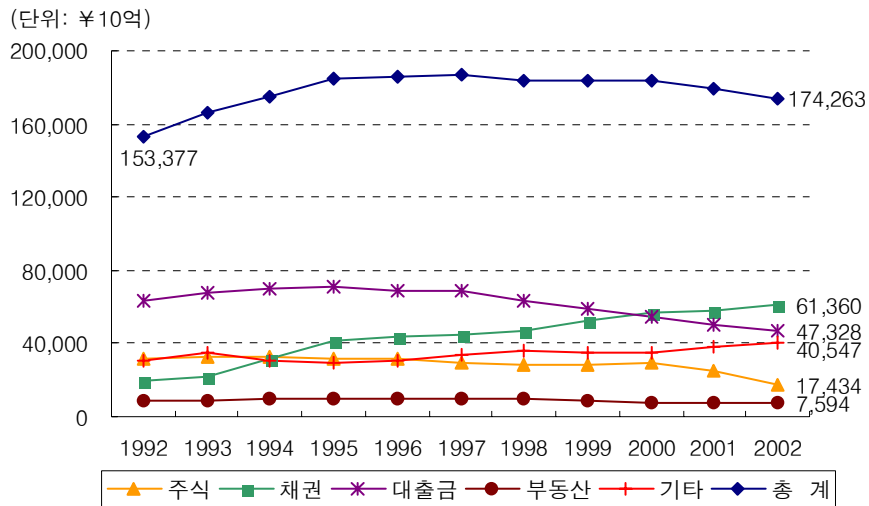
일본 생명보험 산업은 우리나라와 달리 과거 10년간 자산 운용 총

95) 채권에는 국채, 지방채, 사채 등이 있으며, 일본 역시 1995년까지는 유가증권(주식, 채권) 계정 하나만 있었으나, 1996년부터 유가증권(주식, 채권)과 상품유가증권(주식, 채권) 두 가지 항목으로 세분화 하였다. 대출금에는 계약자 대부, 보험료진체 대부, 기업 대부, 국가/국제기관/정부관계기관 대부, 콜 론, 주택론, 소비자 론 등이 있다. 부동산에는 토지, 건물, 건설 가계정 등이 있다. 기타 항목으로는 현금, 예금 및 적금, 금전신탁, 매입금전채권 등이 있다.

규모가 크게 증가하지 않았다. 1992년의 ¥153.4조에서 10년이 지난 2002년 ¥174.3조가 되어, 연평균 1.3%의 완만한 증가에 머물렀다. 1998년부터는 오히려 완만한 감소세를 보이기까지 하고 있다. 이는 최근까지 이어지고 있는 일본 경제의 침체를 어느 정도 반영하는 것으로 이해할 수 있다.

하지만, 운용 금융자산별 비중을 살펴보면 우리나라와 비슷한 경향을 보이고 있다. 일본 생명보험사의 경우에도 채권의 규모가 1992년 13%에서 2002년에는 35%로 크게 증가하였지만, 주식과 대출금의 비중은 상당한 감소를 보여주었다. 주식 투자 비중의 감소는 일본 주식 시장의 침체와 관련이 있다고 하겠다. 한편, 부동산 비중이 높지 않게 유지되었기 때문에 은행만큼 부동산 경기 침체의 영향을 받지 않았을 것으로 생각된다.

<그림 VII-3> 일본 생명보험사의 자산 운용 규모 추이



자료: 일본 보험연구소, 『Insurance: 생명보험』, 각호

<표 VII-5> 일본 생명보험사의 자산 운용 비중

(단위: %)

연 도	주식	채권	대출금	부동산	기타	자산 총액 (¥10억)
1992	20.54	12.60	41.44	5.48	19.94	153,377
1993	19.85	13.37	40.48	5.40	20.90	166,599
1994	18.89	18.29	40.19	5.40	17.22	175,314
1995	17.33	22.70	38.67	5.28	16.02	184,807
1996	17.19	23.76	37.04	5.24	16.77	185,674
1997	16.02	23.84	36.97	5.27	17.90	187,007
1998	15.43	25.68	34.33	5.18	19.38	183,884
1999	15.55	28.33	31.89	4.90	19.32	183,356
2000	16.06	30.82	29.65	4.39	19.07	183,650
2001	13.98	32.34	28.17	4.45	21.06	179,171
2002	10.00	35.21	27.16	4.36	23.27	174,263

자료: 일본 보험연구소, 『Insurance: 생명보험』, 각호

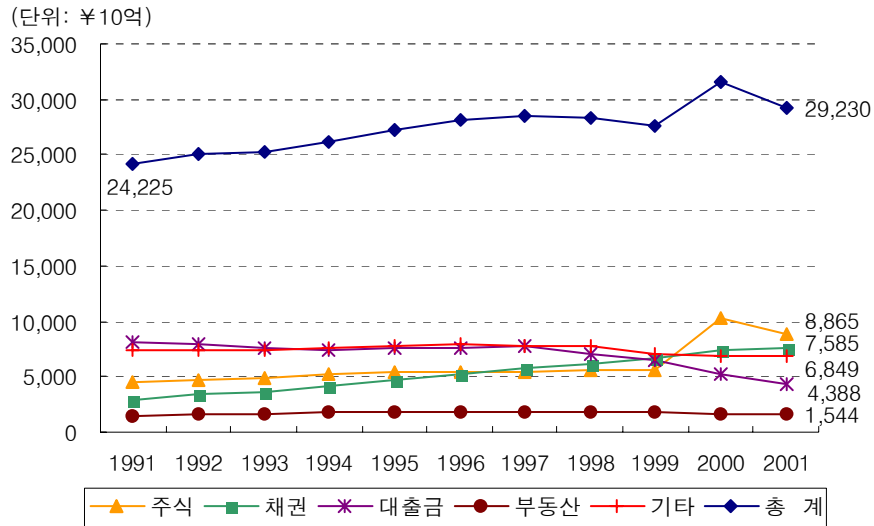
나. 손해보험사

<그림 VII-4>와 <표 VII-6>은 일본 손해보험사의 최근 10년간 자산 운용 규모의 추세와 비중을 보여주고 있다.⁹⁶⁾ 생명보험사와 마찬가지로 자산 운용 규모의 성장세는 크지 않아서, 1991년 ¥24.2조에서 2001년 ¥29.2조로 연평균 1.9%씩 증가하였다.

대출금 운용 비중이 감소하고, 채권 운용 비중이 증가하였다는 것은 생명보험사와 유사한 변화라고 하겠다. 하지만, 주식 운용 비중이 1992년 19%에서 2001년 30%로 증가하여, 2001년 현재 가장 큰 운용 비중을 차지하고 있다는 점이 생명보험사와 다른 점이라 하겠다. 특히 2000년의 주식 운용 비중의 증가는 금융자산 규모 급증의 가장 큰 요인으로 분석될 수 있다.

96) 일본 손해보험사의 경우는 자료 이용의 한계로 1991년에서 2001년까지를 분석하였다.

<그림 VII-4> 일본 손해보험사의 자산 운용 규모 추이



자료: 일본 보험연구소, 『Insurance: 손해보험』, 각호

<표 VII-6> 일본 손해보험사의 자산 운용 비중

(단위: %)

연도	주식	채권	대출금	부동산	기타	자산 총액 (¥10억)
1991	18.83	11.81	33.35	5.79	30.21	24,225
1992	18.96	13.56	31.52	6.24	29.73	25,139
1993	19.60	14.51	29.90	6.44	29.55	25,319
1994	20.11	15.76	28.21	6.95	28.98	26,226
1995	19.72	17.53	27.72	6.67	28.36	27,255
1996	19.58	18.37	26.96	6.58	28.52	28,079
1997	19.02	20.31	27.30	6.40	26.97	28,536
1998	19.77	21.52	25.11	6.42	27.17	28,290
1999	20.40	24.21	23.66	6.49	25.24	27,596
2000	32.75	23.48	16.77	5.36	21.64	31,545
2001	30.33	25.95	15.01	5.28	23.43	29,230

자료: 일본 보험연구소, 『Insurance: 손해보험』, 각호

다. 보험 산업 전체

일본 보험사 전체를 대상으로 한 자산 운용 비중이 <표 VII-7>에 있다. 우리나라와 마찬가지로 생명보험사의 규모가 매우 크기 때문에 자산 운용 비중의 흐름도 생명보험사와 거의 유사하게 나타났다. 주식 운용 비중의 감소는 한국과 유사하지만, 그 감소폭은 상대적으로 훨씬 작은 수준에 머물렀다. 이는 손해보험사들의 주식 운용 비중 증가 때문으로 볼 수 있다. 주식 운용의 비중으로 볼 때 일본의 보험사들은 우리나라보다는 주식시장의 기관투자자 역할을 잘 하고 있는 것으로 보이지만, OECD 평균인 23.51%에 비하면 부족한 상태라고 하겠다.

<표 VII-7> 일본 보험사의 자산 운용 비중

(단위: %)

연 도	주식	채권	대출금	부동산	기타	자산 총액 (¥10억)
1991	21.50	9.71	40.22	5.57	23.00	164,613
1992	20.32	12.74	40.04	5.58	21.32	178,516
1993	19.82	13.52	39.09	5.54	22.04	191,918
1994	19.05	17.96	38.63	5.61	18.75	201,540
1995	17.63	22.04	37.26	5.46	17.61	212,062
1996	17.51	23.05	35.71	5.41	18.31	213,754
1997	16.42	23.37	35.69	5.42	19.10	215,543
1998	16.01	25.13	33.10	5.35	20.42	212,174
1999	16.19	27.79	30.82	5.11	20.10	210,951
2000	18.51	29.75	27.76	4.54	19.45	215,195
2001	16.27	31.44	26.33	4.57	21.39	208,401

자료: 일본 보험연구소, 『Insurance: 손해보험』, 각호

3. 대만 보험 산업의 자산 운용

가. 생명보험사

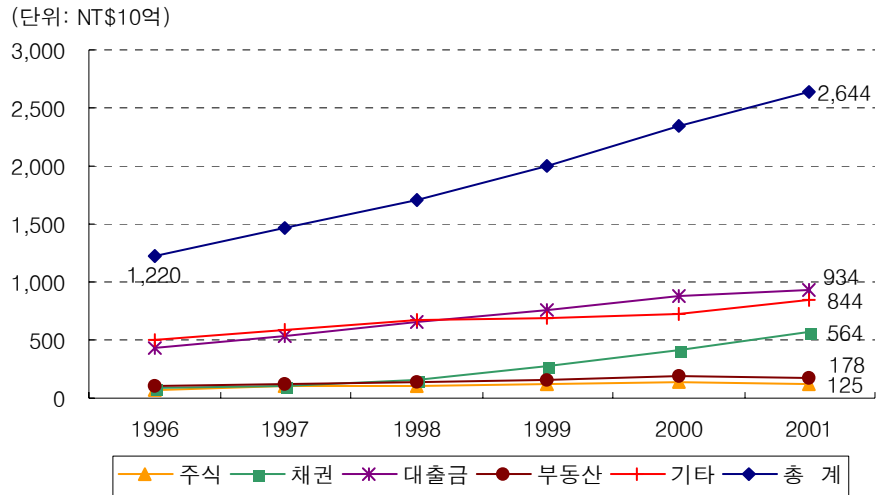
<그림 VII-5>와 <표 VII-8>은 대만 생명보험사 자산 운용액의 최근 6년간 추세와 비중을 보여주고 있다.⁹⁷⁾ 대만은 우리나라와 마찬가지로 생명보험사의 자산 운용 규모가 급성장하였다. 1996년 NT\$1조2,197억이었던 생명보험사의 자산 운용 규모가 2001년에는 NT\$2조6,439억으로, 연평균 16.7% 증가를 보였다. 대만은 경제 성장 단계로 볼 때 일본보다는 우리나라와 비슷하기 때문에 보험 시장 역시 우리와 비슷한 추세로 성장했다고 추론할 수 있다.

대만의 경우 채권 운용 비중이 1996년 8%에서 2001년 21%로 급성장했다는 점은 우리나라, 일본 등과 비슷하였다. 대출금의 규모는 계속 증가하였지만 비중이 일정하였다는 점은 한국 및 일본과의 차이점이다.⁹⁸⁾ 대만 생명보험사 역시 미미하던 주식 운용 비중이 갈수록 감소하여 2001년 현재는 4.72%로 우리나라와 비슷한 수준에 머물러 있다.

97) 자료 이용의 한계로 인해 1996년에서 2001년까지의 6년간을 분석하였다.

98) 대만 보험사의 분류에 의하면, 채권에는 국공채, 회사채 등이 있으며, 대출금에는 보험 계약자 대출, 주택 담보 대출, 공공 사업 투자 등이 있다. 기타 항목은 은행 예금 및 적금과 수익증권, 단기 투자, 해외 투자 등을 말한다.

<그림 VII-5> 대만 생명보험사의 자산 운용 규모 추이



자료: 대만 보험업무발전기금관리위원회, 『보험연감』, 각호

<표 VII-8> 대만 생명보험사의 자산 운용 비중

(단위: %)

연도	주식	채권	수익증권	대출금	부동산	기타	자산 총액 (NT\$10억)
1996	6.29	7.59	1.36	35.54	9.08	40.14	1,220
1997	6.87	7.26	0.96	37.09	8.29	39.53	1,458
1998	5.62	8.89	1.51	38.30	7.95	37.74	1,715
1999	6.32	13.55	1.71	37.64	7.96	32.82	2,006
2000	5.76	17.66	1.88	37.84	7.90	28.95	2,345
2001	4.72	21.34	3.52	35.32	6.71	28.39	2,644

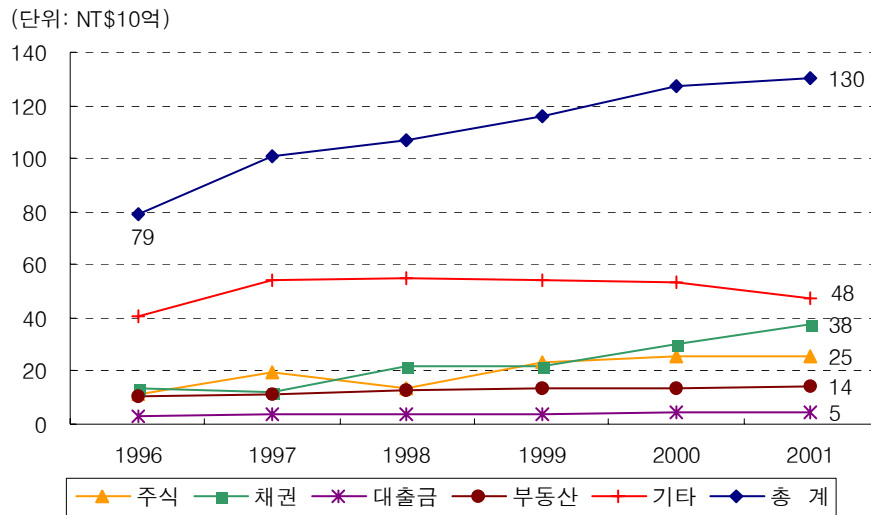
자료: 대만 보험업무발전기금관리위원회, 『보험연감』, 각호

나. 손해보험사

<그림 VII-6>과 <표 VII-9>는 대만 손해보험사의 최근 6년간 금융자산 규모의 추이와 비중을 보여주고 있다. 손해보험사의 자산 운용 규모는 1996년 NT\$789억에서 2001년 NT\$1,299억으로 성장하여, 연평균 10.5% 증가를 보였지만 생명보험사보다는 성장의 정도가 약했다.

1996년에 절반 이상의 비중을 차지했던 기타(은행 예금 및 적금) 부문은 1998년부터 감소하기 시작하여 2001년 37%로 축소되었다. 반면, 주식과 채권의 비중은 증가하였다. 특히 주식 비중이 1996년 13.89%에서 2001년에 19.48%로 증가한 것은 일본과 유사했다고 하겠다.

<그림 VII-6> 대만 손해보험사의 자산 운용 규모 추이



자료: 대만 보험업무발전기금관리위원회, 『보험연감』, 각호

<표 VII-9> 대만 손해보험사의 자산 운용 비중

(단위: %)

연 도	주식	채권	대출금	부동산	기타	자산 총액 (NT\$10억)
1996	13.89	17.30	3.69	13.16	51.96	79
1997	19.26	12.17	3.96	11.10	53.51	101
1998	12.95	20.34	3.22	12.23	51.26	107
1999	19.86	18.65	3.45	11.63	46.41	116
2000	19.91	23.79	3.45	10.82	42.02	127
2001	19.48	29.16	3.68	10.97	36.71	130

자료: 대만 보험업무발전기금관리위원회, 『보험연감』, 각호

다. 보험 산업 전체

<표 VII-10>은 대만 보험사 전체의 최근 6년간 금융자산 운용 비중을 보여주고 있다. 대만의 경우 역시 생명보험사의 운용 규모가 손해보험사보다 크기 때문에 생명보험사의 운용 추이와 거의 유사하다고 볼 수 있다. 한국, 일본과 달리 최근까지도 대출금의 운용 비중이 가장 큰 것도 특징으로 볼 수 있다. 주식 운용 비중에 있어서는 큰 변화가 있지는 않았지만 매우 작은 수준을 유지하였다고 평가된다.

<표 VII-10> 대만 보험사의 자산 운용 비중

(단위: %)

연 도	주식	채권	수익증권	대출금	부동산	기타	자산 총액 (NT\$10억)
1996	6.75	8.18	1.28	33.60	9.33	40.86	1,299
1997	7.67	7.58	0.90	34.95	8.48	40.43	1,558
1998	6.05	9.57	1.42	36.24	8.20	38.53	1,822
1999	7.06	13.83	1.61	35.77	8.16	33.56	2,122
2000	6.49	17.98	1.79	36.07	8.05	29.62	2,472
2001	5.41	21.70	3.35	33.84	6.91	28.78	2,774

자료: 대만 보험업무발전기금관리위원회, 『보험연감』, 각호

4. 중국 보험 산업의 자산 운용

중국 보험사들의 경우 아직까지는 그 추세를 살펴볼 만큼의 자료가 축적되지 못하였지만, 그동안 보험사의 변천 과정을 통해 중국 보험 시장을 살펴보는 것은 의미가 있을 것이다.

2003년 말 현재 중국에는 61개의 보험사(생명보험, 손해보험 포함)가 있다. 중국 보험시장에서 외국계 회사가 차지하는 시장점유율은 생명보험 2.3%, 손해보험 1.1%로 아직까지는 미미한 실정이다. 이는 외국계 보험사의 중국 시장 진입 기간이 얼마 되지 않았기 때문으로 보인다. 보험 모집인들의 치열한 경쟁으로 인해 1985년에서 2000년 사이 보험료수입은 연평균 43.5%씩 성장했다.⁹⁹⁾ 2003년 중국의 전체 보험료수입은 RMB3,880억으로 전년 대비 27.1%가 증가하였다. 보험사들의 총 자산액은 2004년 5월 말 현재 RMB1조359억으로, 이는 2003년 GDP의 8.9%에 해당한다.

이러한 양적 성장에도 불구하고, GDP 대비 보험료는 2003년 현재 3.3%에 불과하다. 또한 중국에서 판매되는 보험의 대부분은 보장성 상품이 아니라 저축성 상품이다. 이는 아직까지 중국에서 보험에 대한 인식이 제대로 자리잡고 있지 못함을 보여주고 있다.

1999년을 기점으로 하여 중국의 보험 시장은 많은 것들이 변화하였다. 이전까지는 중국 보험감독관리위원회(China Insurance Regulatory Commission, 이하 CIRC)가 시장을 규제하고 있었다. CIRC의 규제는 크게 두가지로 나눌 수 있다. 첫째, CIRC는 보험사들에게 자산의 대부분을 국채와 은행 예금으로 운용할 것을 권고하였다. 이는 유럽이나 북미에서 자산 운용의 2/3를 채권과 주식에 투자하는 것과는 매우 대비된다. 과거 고금리 시절에는 그러한 운용이 어느정도 효과를 가져왔으나, 1997

99) 2002년 말 현재 중국 보험사의 총 모집인 수는 약 50만명으로 이는 우리나라의 20.2만명보다 2배 이상 많은 수치이다.

년 11%였던 이자율이 2002년 말 현재 1.98%에 이를 정도로 이자율의 지속적인 하락은 은행 예금을 주된 운용 수단으로 삼았던 보험사들에게 많은 어려움을 가져다주었다.

둘째, CIRC는 외국계 보험사의 설립 인가를 엄격하게 규제하였고, 그 결과 보험시장이 과점 체제로 운영되었다.¹⁰⁰⁾ 그 단적인 예로 2000년을 기준으로, China Life사 68%, Ping An사 20%, China Pacific 7.5% 등으로 상위 3개사가 보험시장 전체의 95.5%를 점유하고 있었다. 이로 인해 보험 시장의 발전은 정체될 수밖에 없었다.

<표 VII-11> 중국 보험사의 자산 운용 비중 (2004년 5월 현재)

연 도	은행 예금	채권	투자 펀드 ^a	기타	총 자산 (RMB10억)
2004년 5월 말	52.5%	31.0%	6.9%	9.6%	1,035.9

a. 투자 펀드(investment fund)는 주로 주식에 투자하는 펀드를 의미함
 자료: 중국 보험감독관리위원회(www.circ.gov.cn)

그러나, 2000년 3월 발효된 새로운 제도는 보험사들의 많은 규제를 풀어주었다. 그 대표적인 예가 자산 운용 비중의 규제를 풀어준 것이다. 1999년 5%에 불과했던 투자 펀드 비중을 2001년에는 6개사의 경우 15%까지 가능하게 해 주었다. 또한 2002년 상반기 개정안은 더욱 규제를 완화하였다. 상품 설계의 유연성 제공, 운용 규제 완화, 사업 영역의 확장, 보험 중개인의 규제 완화 등이 그 내용이다. 이러한 보험사들의 운용 규제 자유화가 보험 상품의 혁신을 돕게 될 것이고, 이는 중국 자본시장 발전에 기여할 것으로 예상된다. 그러나 보험 가입자들의 보험에 대한 인식 전환, 합리적인 정책과 규제 감독의 보완 등이 미비한 실정이고, 따

100) 예를 들어, 외국 보험사가 신규 인가를 받으려면 중국 현지 파트너와 협력이 필수였는데, 이를 구하기가 쉽지 않았다.

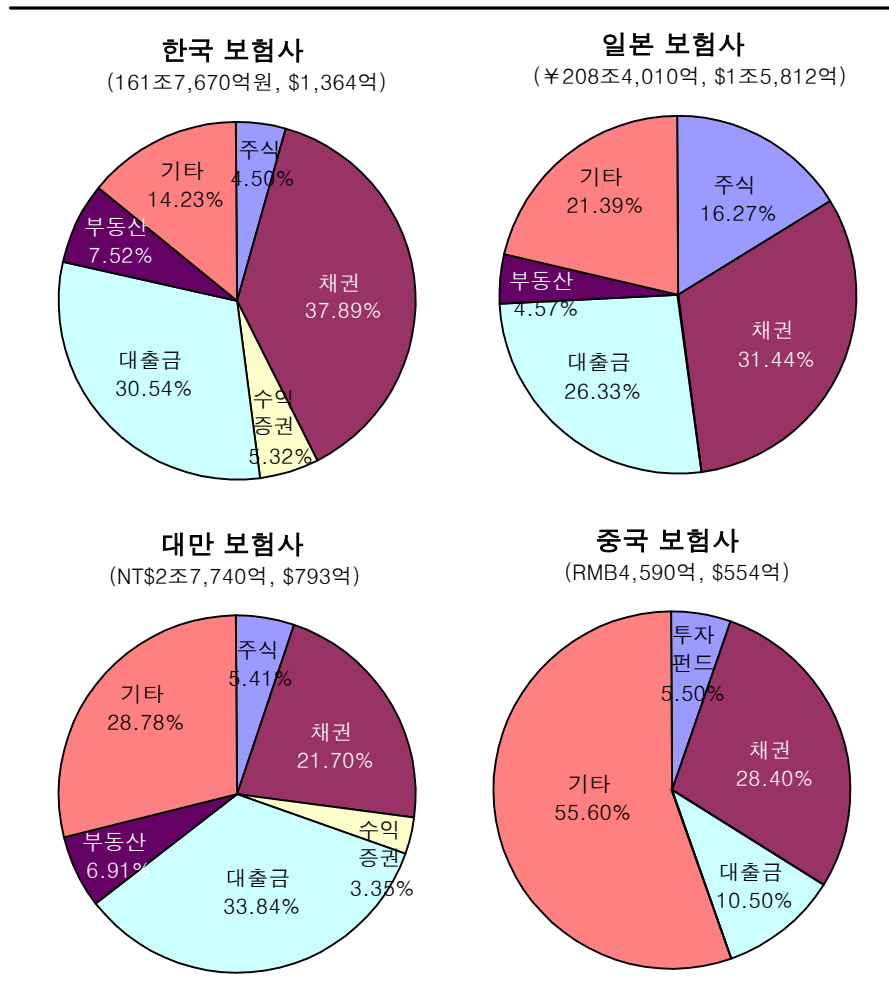
라서 아직은 중국의 보험 산업이 주식시장의 기관투자자로 인정되기는 매우 어려운 상황이다.

최근 들어 이러한 상황을 CIRC가 인식하고, 2004년 10월 보험사 자산의 5%까지 주식시장에 직접 투자가 가능하도록 하여 보험 산업이 제한적으로나마 자본시장에서 기관투자자의 역할을 담당할 수 있도록 허용하였다. 아직까지는 그 규모가 미미하지만 중국 보험사의 급증 추세와 주식시장에의 직접 투자 확대를 통해 장기적 관점에서는 기관투자자의 역할을 담당할 수 있을 것으로 예상된다.

5. 기관투자자로서의 한·일·중 보험 산업 비교

한국, 일본, 대만, 중국 4개국의 최근 보험 산업 자산 운용 비중이 <그림 VII-7>에 나와 있다. 보험사의 자산 운용 규모는 경제 발전 단계와 유사하게 나타나, 일본이 \$1조5,812억으로 가장 크며, 한국 \$1,364억, 대만 \$793억, 중국 \$554억의 순서로 자산 운용 규모를 나타내고 있다. 아직 보험 시장이 정착되지 못한 중국을 제외하고, 각국의 최근 상황은 채권 및 대출 운용이 한국 68%, 일본 58%, 대만 56%로 대부분의 비중을 차지하고 있다. 주식 운용 규모의 경우 일본이 16%로 4개국 중에서는 가장 큰 비중을 보여주고 있고, 우리나라와 대만의 경우는 5% 내외에 불과한 실정이며, 중국도 5% 정도로 추정된다.

<그림 VII-7> 한·일·중 보험사의 금융자산 비중^a



a. 한국은 2002년 말, 일본, 대만은 2001년 말, 중국은 1999년 말 기준임
 자료: 한국 보험연구원, 『보험통계연감』
 일본 보험연구소, 『Insurance: 생명보험』, 『Insurance: 손해보험』
 대만 보험업무발전기금관리위원회, 『보험연감』
 China Statistical Yearbook

<표 VII-12>는 한·일·중의 GDP 규모, 주식 시가총액, 채권 발행잔고와 대비하여 보험사 운용 자산, 주식 운용 규모, 채권 운용 규모의 상대적 크기를 보여준다. GDP 대비 보험사의 운용 자산 비중은 한국 28.6%, 일본 37.9%, 대만 28.2% 등으로 각국의 보험사가 경제 전반에서 비슷한 역할을 차지하고 있다고 볼 수 있다. 발행잔고 대비 보험사의 채권 운용은 대만이 30.71%로 가장 높은 비중을 차지하고 있고, 시가총액 대비 보험사의 주식 운용은 일본이 11.36%로 가장 높은 비중을 나타내고 있다.¹⁰¹⁾ 우리나라의 경우, 채권 운용 편중 현상에도 불구하고 발행잔고 대비 보험사 채권 비중은 10.97%로 일본의 8.69%보다는 크지만 대만의 30.71%에는 크게 못 미치고 있다. 시가총액 대비 주식 운용 비중은 2.85%로 대만보다는 크지만 일본보다는 크게 작은 수준이다. 이는 우리의 보험사들이 주식시장에서 기관투자자의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있음을 의미한다.

한편, 보험회사가 진정한 기관투자자의 역할을 할 수 있는 경우는 변액보험(연금) 업무라고 할 수 있다. 변액보험은 고객이 납입한 보험료로 펀드를 구성하고 주식 및 채권 등에 투자하여 발생한 이익을 배분해 주는 실적배당형 상품이다. 이에 보장성 보험이 내재된 변액보험과 순수한 형태의 변액보험이 있을 수 있다. 변액보험이 진정한 기관투자자라고 하는 이유는 운용 수익을 피보험자에게 그대로 전달하기 때문이다. 일반적으로 변액보험에는 변액보험, 변액유니버설보험, 변액연금이 있지만, 보험 시장의 여건에 따라 다르게 분류되기도 한다.

101) 중국의 경우 자료 수집의 한계로 수치의 직접 비교는 다소 곤란하지만, 2001년 보험사 총자산액 \$554억을 2001년 GDP \$1조1,590억으로 나눈 값이 4.8%다. 1999년 기준으로 총자산액의 5.5%, 28.4%를 투자 펀드(주로 주식)와 채권에 투자한 상황을 고려하면, 2001년 기준으로 보험사의 주식, 채권 운용액은 \$31억, \$157.5억으로 추산할 수 있다. 따라서 시가총액 대비 보험사 주식 비중은 0.58%, 발행잔고 대비 보험사 채권 비중은 53.32%라고 추정할 수도 있다.

<표 VII-12> 한·일·중 경제 규모 대비 보험사의 금융자산 규모
(2001년 12월 말 현재)^a

	GDP 대비 보험사 운용 자산 비중 ^b	주식시장 시가총액 (\$10억)	시가총액 대비 보험사 주식 비중 ^c	채권 발행잔고 (\$10억)	발행잔고 대비 보험사 채권 비중 ^d
한 국	28.6%	215.89	2.85%	471.15	10.97%
일 본	37.9%	2,264.53	11.36%	5,720.93 ^e	8.69%
대 만	28.2%	292.62	1.46%	56.01	30.71%

- a. 한국은 2002년 12월 말 기준임
- b. GDP 대비 보험사 운용 자산 비중은, 보험사 운용 자산 총액을 GDP로 나눈 값임
- c. 시가총액 대비 보험사 주식 비중은, 생명보험사와 손해보험사의 주식 운용액을 각국의 대표적 주식시장 시가총액으로 나눈 값을 의미함
- d. 발행잔고 대비 보험사 채권 비중은, 생명보험사와 손해보험사의 채권 운용액을 채권시장 발행잔고로 나눈 값을 의미함
- e. 일본의 경우 동경증권거래소와 오사카증권거래소의 상장 규모를 합하여 채권시장 발행잔고를 계산하였음

자료: 한국은행, 『국민계정』, 2003
 UN, 『World Population Prospects』, 2002
 세계증권거래소
 동경증권거래소, 『Fact book』, 2002

일본의 경우는 이미 오래 전부터 변액보험이 도입되어 운영되고 있지만, 2002년 말 현재 전체 변액보험(유기, 종신, 정기, 연금보험)의 규모는 약 ¥9조1,974억으로 전체 개인보험(개인연금보험 포함)의 0.72%에 불과하다. 이러한 추세는 1990년대부터 계속된 것으로 변액보험의 수준은 전체 개인보험의 0.6~0.7% 수준을 유지하였다. 이에 비해 우리나라의 변액보험은 2001년 말에 도입되어, 2004년 3월 말 현재 12개 국내 생보사, 4개 합작 생보사 및 8개 외국 생보사가 취급하고 있다. 2004년 9월 말 현재 1조6,864억원(자산 기준) 수준으로 최근에 더욱 빠른 성장세를 보이고 있지만, 전체 보험 중 약 0.85%에 불과하여 기관투자자로서의 의미는 미미한 수준이다. 중국의 변액보험 시장도 빠르게 성장하고 있지

만, 역사가 짧고 충분한 규모를 형성하지 못하였기 때문에 의미 있는 기관투자자로 보기는 쉽지 않다. 이런 상황으로부터 판단할 때, 한국, 중국, 일본의 변액보험은 아직은 기관투자자의 역할을 수행할 정도로 발전하지 못한 상태이다.

VIII. 한·일·중 펀드 산업의 분석

1. 한국의 펀드 산업
2. 일본의 펀드 산업
3. 대만의 펀드 산업
4. 중국의 펀드 산업
5. 기관투자자로서의 한·일·중 펀드 산업 분석

VIII. 한·일·중 펀드 산업의 분석

1. 한국의 펀드 산업

가. 펀드 시장 규모

한국 펀드 시장의 규모는 상당히 급변하는 양상을 보여주고 있다. <그림 VIII-1>은 지난 8년간 한국 펀드 산업의 수탁고 추세를 보여주고 있다.¹⁰²⁾ 1995년 총 수탁고는 64조6천억원이었지만 이후 급성장하여 1998년 말 194조9천억원까지 증가하였다. 1999년 7월에는 253조8천억원으로 사상 최고치를 기록하기도 하였다. 그 이후 수탁고는 주식시장의 침체와 함께 감소하여 2000년 133조5천억원까지 낮아졌다 다시 완만한 상승세를 보이고 있다. 펀드 수탁고의 변화가 심한 것은 1997년 경제 위기, 1999년의 대우 사태와 주식시장에 매우 민감하게 영향을 받았기 때문으로 보인다.

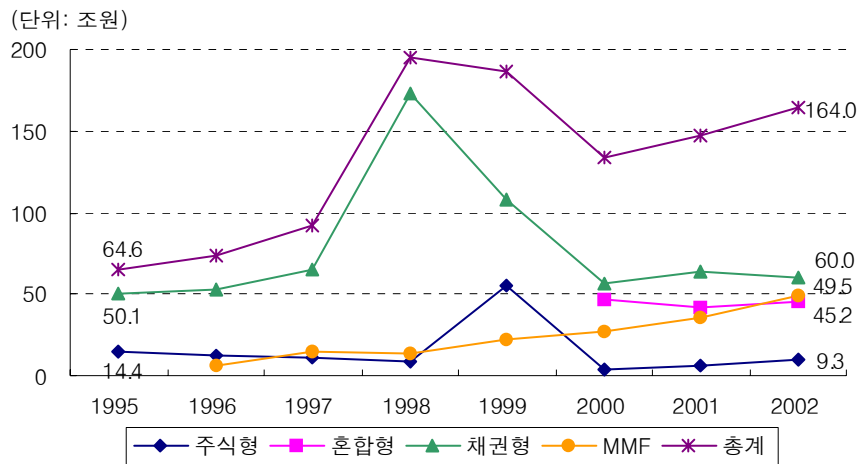
펀드의 수탁고 중 가장 높은 비중을 보이는 것은 채권형 펀드로 2002년 기준으로 총 수탁고의 약 36.6%를 차지하고 있다. 그 다음으로 높은 비중을 차지하는 펀드는 단기성 자금 성격이 강한 MMF로 빠른 성장을 보여 2002년에는 총 수탁고의 30.2%로 혼합형 펀드의 수탁고를 앞서고 있다. 혼합형 펀드는 2000년 46조4천억원, 2001년 41조6천억원, 2002년 45조2천억원으로 총 수탁고의 27.6%를 차지하고 있다. 주식형 펀드 수탁고는 전체의 5.7%에 불과해 극히 저조한 비중을 차지하고 있다.

펀드 수탁고 중 주식의 비중이 매우 낮은 것은 한국 펀드 산업의 독특한 특징이라고 할 수 있다. 주식의 장기 수익률이 극히 저조한 한국의 경우, 투자자는 펀드 자산을 투자 목적과는 상관없이 단기적 자산 형태라고 할 수 있는 MMF나 채권형 펀드에 투자하는 경향이 높다. 이러한

102) 여기서의 수탁고는 수익증권만을 고려한다.

경향이 우리나라에서 펀드 유형 중 장기 투자적 성격이 강한 주식형 펀드의 비중을 낮추는 역할을 했다.

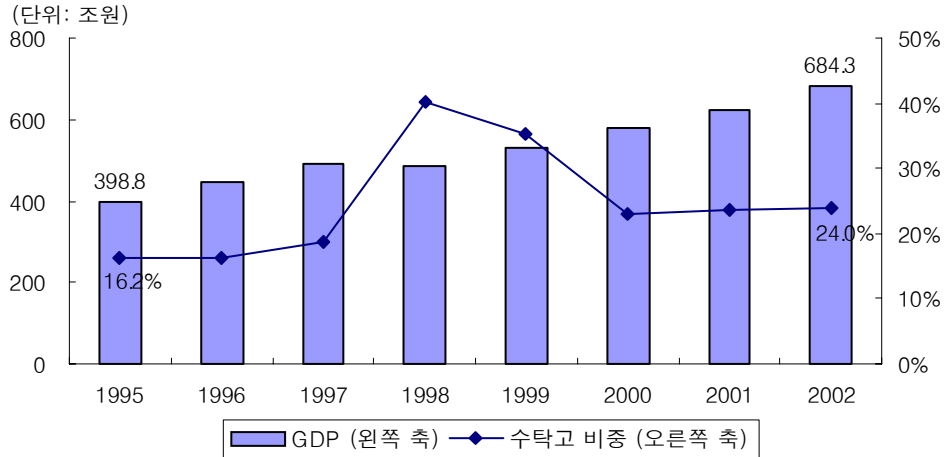
<그림 VIII-1> 한국의 펀드 수탁고^a



a. 주식형과 채권형으로만 분류되던 수탁고가 2000년 6월 이후에는 주식형, 혼합형, 채권형으로 세분되기 시작함
 자료: 자산운용협회, 『투신』, 각호

<그림 VIII-2>는 GDP 대비 수탁고 비중을 보여주고 있다. 1995년 GDP 대비 수탁고 비중은 16.2%에 불과했지만 1997년 외환위기 이후 주식시장이 급반등하게 되는 1998년에는 GDP 대비 수탁고 비중이 40.3%로 급상승하였다. 하지만 1999년부터는 감소하기 시작하여 2002년에는 24% 수준을 유지하고 있다. GDP가 완만한 상승을 유지하는데 비해 펀드 수탁고는 변동의 폭이 매우 컸다. 하지만 1998년과 1999년을 제외하면 수탁고 증가는 완만한 상승세를 보이고 있고, GDP 대비 수탁고의 비중도 약간씩 증가하고 있다. 1995년과 2002년을 비교하여 볼 때 GDP 대비 수탁고 비중은 해마다 약 0.1%p씩 증가하고 있다.

<그림 VIII-2> 한국의 GDP 대비 펀드 수탁고^a



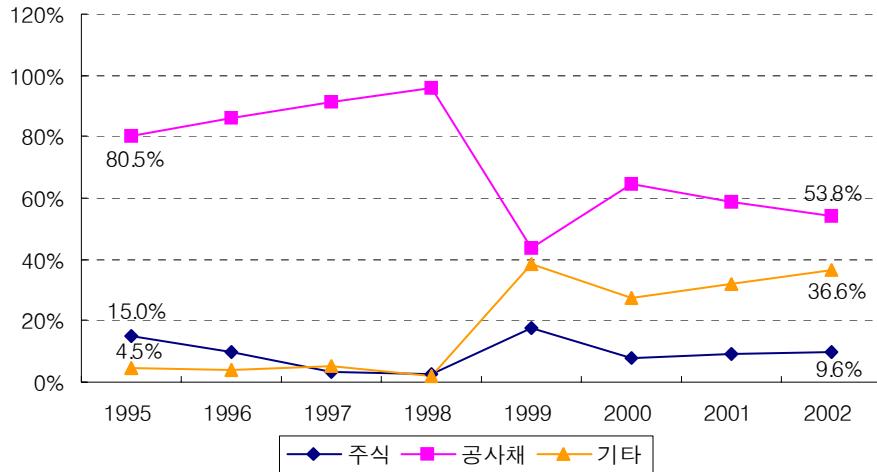
a. 한국은행 통계자료의 2000년 기준 명목 GDP임
 자료: 한국은행, 자산운용협회, 『투신』, 각호

나. 펀드 자산의 유형과 특징

<그림 VIII-3>은 펀드 자산의 유형과 그 비중을 보여주고 있다. 펀드 자산 가운데 공사채의 비중은 1995년에 80.5%로 거의 대부분이 채권으로 구성되어 있음을 보여준다. 채권의 비중은 그 후 점차 감소하고 있는 추세에 있지만 2002년에도 53.8%로 아직 절반 이상을 차지하고 있다.

펀드 자산 중株式이 차지하는 비중은 점차 감소하는 추세로 그 규모도 매우 작다. 1995년 株式의 비중은 15%정도를 차지하였으나 2002년에는 약 9.6%로 감소하였다. 1999년 株式 비중이 17.8%에 달하였던 경우를 제외하고는 대개 10% 미만에 머물러 있다. 2002년을 기준으로 36.6%나 차지하고 있는 기타 자산은 예금 7.9%, 콜 론 7.7%, CP 6.4%로 구성되어 있다.

<그림 VIII-3> 한국의 펀드 자산의 유형과 비중^a



a. 1999년까지는 기타부분에 CP, 예금, 콜 룬, 기타가 함께 계산됨에 따라 2000년 이후에도 이를 묶어서 기타로 합산하였음
 자료: 자산운용협회, 『투신』, 각호

<표 VIII-1>은 펀드 자산 중 주식과 채권이 각 시장에서 차지하는 비중을 나타내고 있다. <표 VIII-1>에 의하면 펀드에 편입된 주식이 시가총액에서 차지하는 비중은 매우 작다. 1995년에 시가총액 대비 펀드에 편입된 주식의 비중은 6.3%고, 1999년에 8.6%까지 상승한 이후 2002년 다시 6.3%로 감소하였다. 전반적으로 주식시장에서 펀드 산업이 차지하는 비중이 낮기 때문에 펀드 산업이 주식시장에 미치는 영향은 작다고 할 수 있을 것이다.

한편 채권 발행잔고 중 펀드에 편입된 채권 비중은 주식에 비해 상대적으로 높지만 점차 감소하고 있는 추세를 뚜렷하게 보이고 있다. 1995년 펀드에 편입된 채권이 채권 발행잔고에서 차지하는 비중은 38.4%에 달하였으나 1999년을 제외하면 지속적으로 감소하여 2002년에는 15.7%에 불과하다.

<표 VIII-1> 한국의 시가총액 대비 주식 비중과 채권 발행잔고 대비 채권 비중

(단위: 조원)

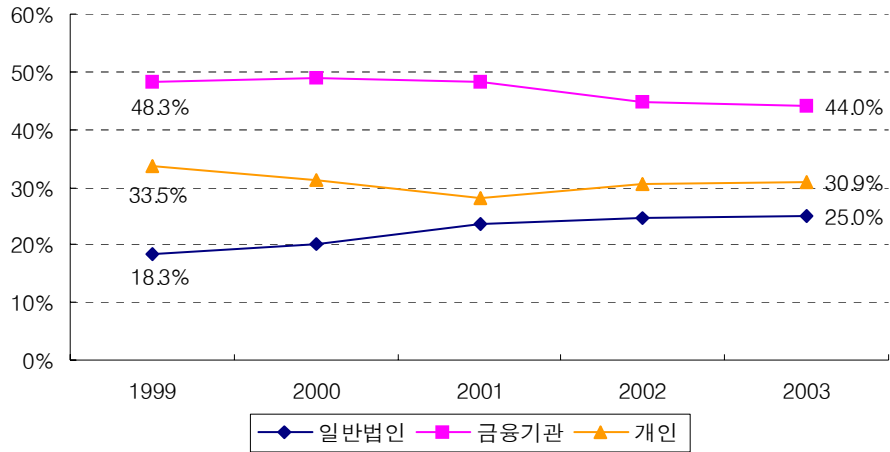
	시가총액	투신 편입 주식	비중	채권 발행잔고	투신 편입 채권	비중
1995	141.2	8.9	6.3%	126.0	48.4	38.4%
1996	117.4	5.9	5.0%	175.5	56.4	32.1%
1997	71.0	2.4	3.4%	224.1	64.2	28.7%
1998	137.8	3.7	2.7%	334.0	128.0	38.3%
1999	349.5	30.0	8.6%	364.4	100.0	27.4%
2000	188.0	10.0	5.3%	424.7	80.3	18.9%
2001	255.9	13.6	5.3%	504.7	86.1	17.1%
2002	258.7	16.3	6.3%	563.9	88.8	15.7%

자료: 자산운용협회, 『투신』, 각호, 한국증권거래소

채권 중심의 자산으로 운용되고 있는 우리나라의 펀드 산업은 고객 유형별 비중도 독특한 형태를 띠고 있다. <그림 VIII-4>는 고객 유형별 펀드 자산 보유 비중을 보여주고 있다. 미국이나 영국과 같이 펀드 시장이 발달한 나라의 경우 가장 큰 고객은 개인이다. 이들 나라의 경우 개인 혹은 가계는 총 펀드 자산의 70% 이상을 소유하고 있다. 하지만 우리나라의 경우 펀드 시장에서 개인이 차지하는 비중은 지극히 낮다. 1999년 개인의 비중은 33.5%로 금융기관의 비중인 48.3%보다도 낮다. 개인의 비중은 그 이후에도 오히려 감소하는 추세를 보여 2003년에는 30.9%가 되었다. 이렇게 개인의 비중이 감소하는 이유는 개인의 금융자산 중 펀드의 비중이 점차 줄어들거나 정체되어 있는 반면에 안정적인 자산인 현금예금의 비중은 오히려 증가하고 있기 때문으로 보인다.¹⁰³⁾

103) 참고로 1995년에 개인의 금융자산 중 현금예금 비중은 45%정도였으나 2003년에는 60%를 초과할 정도로 높아지고 있다. 개인의 안정적 자산 선호현상 때문에 실적배당 상품인 펀드에 대한 개인 비중은 점차 낮아지고 있다.

<그림 VIII-4> 한국의 펀드 투자자 유형과 비중^a



a. 1999년 이전 자료에는 금융기관이 일반법인에 포함되어 있음
 자료: 자산운용협회, 『투신』, 각호

2. 일본의 펀드 산업

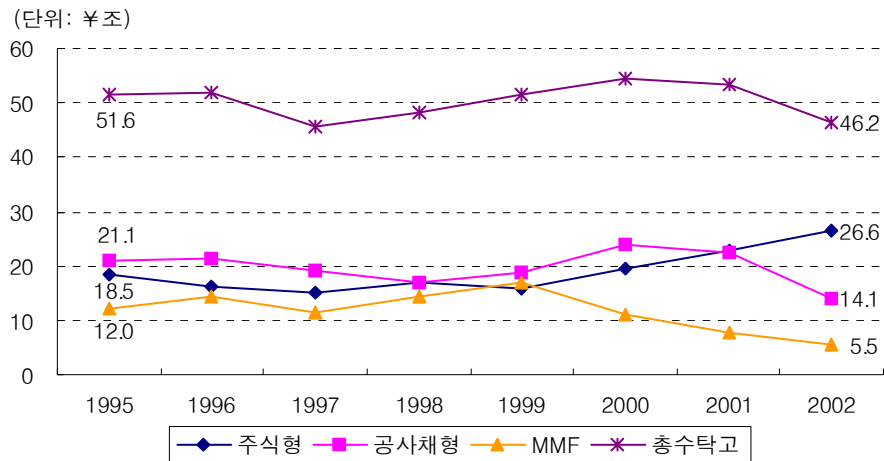
가. 펀드 시장 규모

일본의 펀드 수탁고는 경기불황으로 상승하지 못하고 거의 정체 상태 혹은 감소 추세에 있다. <그림 VIII-5>에 나타난 펀드 수탁고는 1995년에 ¥51.6조에서 2000년에 ¥54.3조까지 증가하였지만 2002년 ¥46.2조로 다시 감소하였다. 1995년과 2002년을 비교하여 볼 때 일본의 펀드 수탁고는 감소 추세에 있다고 할 수 있어, 증가 추세에 있는 다른 나라와 대조적인 양상을 보이고 있다.

일본과 한국의 펀드 유형별 수탁고 추이를 비교해 볼 때 흥미롭게도 몇 가지 상반된 현상이 나타나고 있다. 첫째, 한국의 경우 수탁고 중 주식형 펀드의 비중이 점차 감소하는데 비해 일본의 주식형 펀드의 비중은

완만하지만 증가 추세에 있다. 또한 2002년 들어 일본의 주식형 펀드는 총 수탁고 중 58%를 차지하고 있어 유형별 펀드 중 가장 높은 비중을 보이고 있다. 반면에 한국 주식형 펀드의 비중은 5.7%에 불과하여 유형별 펀드 중 가장 낮다. 둘째, 한국의 MMF 수탁고는 증가 추세에 있는 반면에 일본의 MMF 수탁고는 뚜렷하게 감소하는 대조적인 양상을 보이고 있다. 셋째, 일본 채권형 펀드의 비중은 2002년에 30.5%로 주식형 펀드 다음으로 높다. 하지만, 한국의 채권형 펀드는 2002년에도 총 수탁고 중 56%를 차지해 유형별 펀드 중 가장 높은 비중을 유지하고 있다.

<그림 VIII-5> 일본의 펀드 수탁고^a



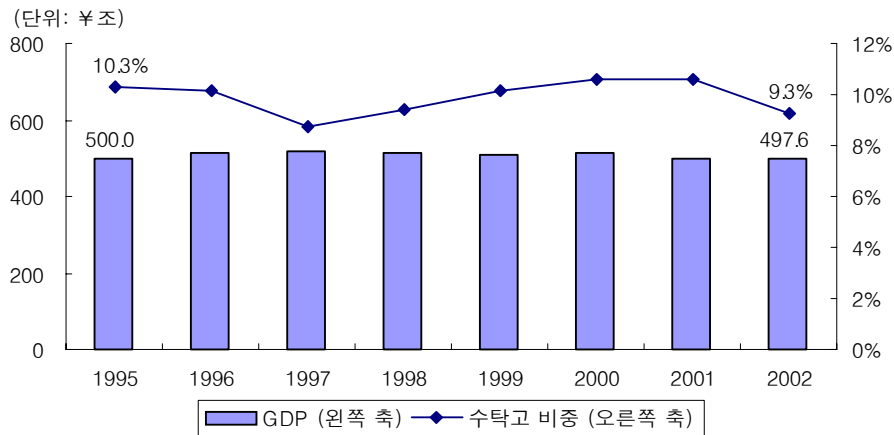
a. 일본 투신지의 계약형 공모 투신 원본 현황임
 자료: 일본 투신협회, 『투신』, 각호

일본과 한국은 유형별 펀드 규모에서 대조적인 양상을 보여주고 있는 반면에 공통된 추세도 보여주고 있다. 채권형 펀드 수탁고의 비중이 점차 낮아지는 추세를 보이고 있다는 점이다. 일본의 채권형 펀드 규모는 1995년 ¥21.2조로 유형별 펀드 중 가장 높은 비중을 보였지만, 2002

년에는 ¥14.1조로 감소하였다. 마찬가지로 한국의 채권형 펀드도 뚜렷하게 감소하고 있는 추세를 보이고 있다.

<그림 VIII-6>에 나타난 일본의 GDP 대비 펀드 수탁고 비중은 8년간 10% 수준을 유지하고 있어 정체된 상태를 보여주고 있다. GDP 대비 수탁고 비중은 1995년 10.3%에서 2000년에는 10.6%로 약간의 증가를 보였지만, 다시 2002년에 감소하여 9.3% 수준에 머물러 있다. 이 또한 GDP 대비 펀드 수탁고가 계속 증가하고 있는 한국과 대조적이다.

<그림 VIII-6> 일본의 GDP 대비 펀드 수탁고 비중



자료: 일본 중앙은행(www.boj.or.jp), 일본 투신협회, 『투신』, 각호

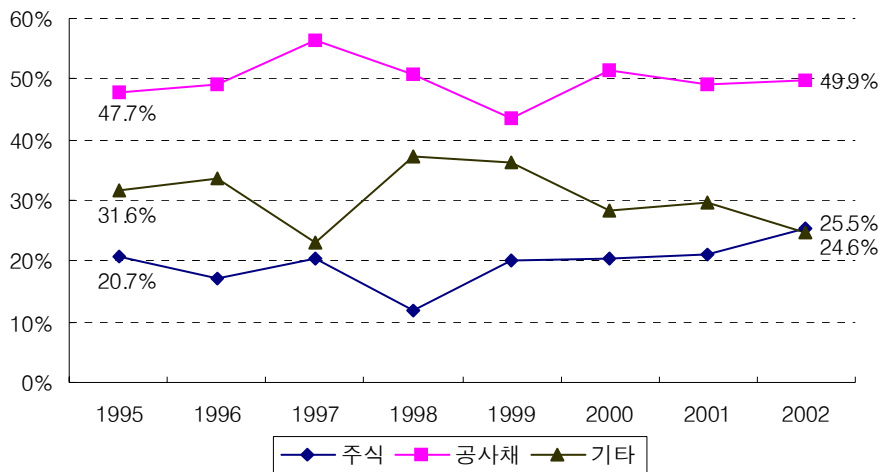
나. 펀드 자산의 성격과 특징

펀드 자산 중 주식의 비중은 기복이 있지만 점차로 증가하는 추세다. <그림 VIII-7>은 펀드 자산을 구성하는 주식과 채권 등의 비중을 보여주고 있다. 1995년 20.7%였던 주식의 비중은 1998년 11.9%까지 급락하였지만, 그 다음 해부터는 20%이상을 유지하여 2002년에 25.5% 수준까지 상

승하였다. 한국의 주식 비중이 2002년 9.6%에 불과한 것과 비교해 볼 때 상대적으로 주식의 비중은 상당히 높다고 할 수 있을 것이다.

지난 8년간 펀드 자산 중 채권이 차지하는 비중은 주식이나 다른 자산보다 높지만 큰 변화를 보이고 있지는 않다. 1995년 채권 비중은 47.7%였으며, 1997년 56.5%로 상승하였다가 그 이후 다시 감소하여 2002년 49.9%에 머물러 있다.

<그림 VIII-7> 일본 펀드 자산의 유형과 비중^a



a. 일본 투신지의 계약형 공모 투신 운용 현황임
 b. 기타는 예금, 콜 론, CD, CP 및 기타의 합계임
 자료: 일본 투신협회, 『투신』, 각호

주식형 펀드의 비중은 한국과 비교하여 볼 때 상당히 높다고 할 수 있으나, 일본 주식시장에서 펀드에 편입된 주식이 시가총액에서 차지하는 비중은 매우 낮다. <표 VIII-2>에 의하면, 일본의 시가총액 대비 투신에 편입된 주식의 비중은 2~3% 수준에 머물러 있다. 한국의 경우도 펀드 산업에서 주식의 비중은 매우 작지만 펀드에 편입된 주식의 시가총

액 대비 비중은 2002년 6.3%로 일본보다는 오히려 높다.

주식시장에서 펀드 산업이 차지하는 비중이 한국과 일본에서 큰 차이를 보이는 근본적 이유는 경제 규모와 비교해 볼 때 일본의 펀드 시장이 워낙 작기 때문이라고 볼 수 있다. 일본의 GDP 대비 펀드 수탁고는 2002년에 9.3%에 불과하지만, 한국의 GDP 대비 펀드 수탁고의 비중은 24%로 일본에 비해 상당히 높은 수준이다. 결국 일본의 경우 펀드 시장의 규모가 작기 때문에 펀드에 편입된 주식의 시가총액 대비 비중이 한국보다 훨씬 낮다고 볼 수 있다.

마찬가지로 일본 채권시장에서 펀드에 편입된 채권의 비중도 미미하다. 1995년 펀드에 편입된 채권 비중은 4.8%로 점차 감소하는 추세를 보여, 2002년에는 2% 수준에 불과하다. 한국의 채권시장에서 펀드에 편입된 채권 비중이 15.7%인 점과 비교하여 볼 때 매우 낮음을 알 수 있다.

<표 VIII-2> 일본의 시가총액 대비 주식 비중과 채권 발행잔고 대비 채권 비중

(단위: ¥조)

	시가총액 ^a	투신 편입 주식	비중	채권 발행잔고 ^b	투신 편입 채권	비중
1995	378.3	8.8	2.3%	445.8	21.3	4.8%
1996	358.5	7.5	2.1%	447.1	22.1	5.0%
1997	288.2	4.6	1.6%	462.1	20.5	4.4%
1998	281.5	4.0	1.4%	485.3	17.9	3.7%
1999	466.2	9.2	2.0%	539.1	20.0	3.7%
2000	364.7	8.9	2.4%	564.9	23.5	4.2%
2001	300.6	8.5	2.8%	627.2	19.8	3.2%
2002	251.0	8.4	3.3%	688.0	13.5	2.0%
2003	316.9	9.7	3.1%	749.0	13.7	1.8%

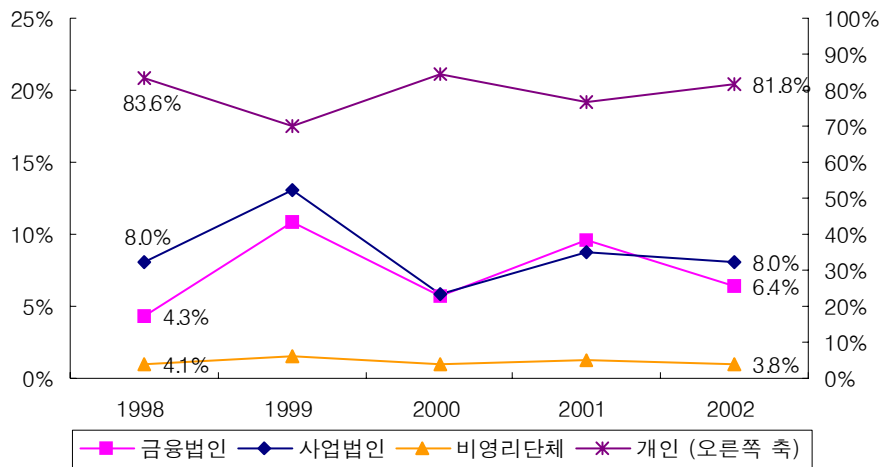
a. 시가총액은 동경증권거래소의 시가총액임

b. 채권 발행잔고는 일본 투신지의 공사채 발행잔고임

자료: 동경증권거래소, 일본 투신협회, 『투신』, 각호

<그림 VIII-8>은 주식형 투자신탁(단위형)과 장기 공사채형 투자신탁의 투자자 유형별 펀드 자산 보유 비중을 보여준다. 일본에서 펀드의 주요 소유자는 개인이다. 개인의 비중은 1998년에 83.6%, 2000년 84.6%, 2002년 81.8%로 지난 5년 동안 80%를 세 번 상회할 정도의 절대적으로 높은 비중을 차지하고 있다. 그밖에 일반법인이 8% 정도를 차지하고 있고, 금융법인은 기복이 심한편이지만 5~10% 수준을 유지하고 있다. 한국의 경우 개인의 비중이 30%를 약간 상회한다는 점을 감안해 볼 때 일본의 개인 비중은 상당히 높다고 볼 수 있다.

<그림 VIII-8> 일본의 투자자 유형별 펀드 자산 보유 비중^a



a. 주식형 투자신탁(단위형)과 장기 공사채형 투자신탁의 합임

자료: 일본 투신협회, 『투신』, 각호

3. 대만의 펀드 산업

가. 펀드 시장 규모

<표 VIII-3>에 나타난 대만의 펀드 시장 규모는 지난 3년간 계속 증가하는 추세에 있다. 2000년 펀드 수탁고는 NT\$1조646억 규모이고, 2002년에는 NT\$2조977억으로 상당히 빠른 성장을 보이고 있다. 하지만 주식형 펀드의 비중은 한국과 마찬가지로 계속 감소하는 추세에 있다. 주식형 펀드의 규모는 2000년 NT\$2,327억이고, 2002년 NT\$2,166억으로 절대적으로도 감소하고 있을 뿐만 아니라, 주식형 펀드 비중도 2000년 21.9%에서 2001년 14.3%, 2002년에 10.3%로 계속 감소 추세에 있다.

반대로 채권형 펀드의 수탁고는 2000년 NT\$7,920억이고, 2001년 NT\$1조4,247억, 2002년 NT\$1조8,470억으로 빠른 속도로 증가하고 있다. 또한 채권형 펀드의 비중도 2000년 77.3%, 2001년 85.4%, 2002년 89.5%로 계속 상승하고 있다. 하지만 대만의 채권형 펀드는 MMF가 포함되어 계산되기 때문에 채권형 펀드 비중의 상승이 순수 채권형 펀드 때문인지 아니면 MMF 때문인지는 확실하지 않다.

<표 VIII-3> 대만의 수탁고 현황

(단위: NT\$10억)

	주식형 (비중)	혼합형 (비중)	채권형 (비중)	총 수탁고 ^a
2000	232.7 (21.9%)	39.9 (3.8%)	792.0 (77.3%)	1,064.6
2001	242.6 (14.3%)	30.3 (1.8%)	1,424.7 (85.4%)	1,697.6
2002	216.6 (10.3%)	34.1 (1.6%)	1,847.0 (89.5%)	2,097.7

a. 총 수탁고에 외국인 투자 펀드는 제외됨

자료: 대만 투신협회

경기 침체의 영향으로 대만은 2000년~2002년 동안 GDP 성장이 정체 상태에 있다. 하지만 펀드 수탁고는 증가하여 GDP 대비 펀드 수탁고의 비중은 빠른 속도로 증가하고 있다. 2000년에 GDP 대비 펀드 수탁고의 비중은 10.6%이었고, 2001년에는 17.5%, 2002년에 21.2%로 계속 상승하고 있다.

<표 VIII-4> 대만의 GDP 대비 펀드 수탁고 비중

	수탁고	GDP	(단위: NT\$10억) 수탁고 비중
2000	1,025	9,663	10.6%
2001	1,667	9,507	17.5%
2002	2,064	9,749	21.2%

자료: 대만 투신협회, 대만 중앙은행

나. 펀드 자산의 성격과 특징

<표 VIII-5>는 시가총액 대비 주식형 펀드의 비중과 채권 발행잔고 대비 채권형 펀드의 비중을 나타내고 있다. 대만의 경우 펀드에 편입된 주식과 채권에 대한 통계 자료가 이용 가능하지 않기 때문에 주식과 채권 대신 주식형 펀드의 규모와 채권형 펀드의 규모를 이용하여 상대적 비중을 제시하였다. 주식형 펀드나 채권형 펀드가 모두 주식과 채권에 투자되는 것은 아니기 때문에 <표 VIII-5>의 비중 추정치는 과대평가되었다고 할 수 있다.

시가총액 대비 주식형 펀드의 비중은 2000년 2.8%, 2001년 2.4%, 2002년 2.4%로 일본의 경우와 마찬가지로 매우 작다. 하지만 2002년 시가총액 대비 주식형 펀드의 비중은 9.4%인데 반해 시가총액 대비 주식의 비중이 3.1%였던 일본의 경우처럼 대만도 주식형 펀드보다 펀드에 편입된 주식의 규모는 더 작다고 추정할 수 있다. 따라서 대만의 펀드에 편입된 주식 비중은 매우 작을 것으로 추정된다.¹⁰⁴⁾

**<표 VIII-5> 대만의 시가총액 대비 주식형 펀드와 채권 발행잔고
대비 채권형 펀드 비중**

(단위: NT\$10억)

	시가총액	주식형 펀드	비중	상장채권 잔고	채권형 펀드	비중
2000	8,191	233	2.8%	1,509	792	52.5%
2001	10,248	243	2.4%	1,890	1,425	75.4%
2002	9,095	217	2.4%	2,260	1,847	81.7%

자료: 대만증권거래소, 『Hand Book』, 2003, 대만 투신협회

반대로 대만의 채권시장에서 채권형 펀드가 차지하는 비중은 매우 높다. 채권형 펀드 비중은 2000년에 52.5%에서 2002년 81.7%로 급상승하였다. 일본의 경우 채권시장에서 펀드에 편입된 채권의 비중은 5%를 넘지 않고, 한국의 경우도 지난 8년간 펀드에 편입된 채권의 비중이 40%를 넘은 적이 없다. 대만의 비중이 이렇게 높은 이유는 대만의 채권시장 규모가 상대적으로 매우 작기 때문이다. 대만의 GDP 대비 채권시장 비중은 2002년을 기준으로 할 때 23.2%이지만, 한국의 경우는 82.4%다.

4. 중국의 펀드 산업

중국의 펀드 시장은 이제 걸음마 단계라고 할 수 있다. 수탁고는 1998년 RMB107억이고, 2000년에 RMB846억, 2002년에 RMB1,271억으로 빠른 성장을 보이고 있다. 하지만 GDP 대비 수탁고 비중은 1998년 0.1%에 불과하고, 2002년에도 1.2%로 다른 나라에 비해 매우 낮은 상태에 있다. 이렇게 펀드 시장의 규모가 작은 것은 아직 중국의 펀드 산업이 시작된 지 얼마 되지 않기 때문이라고 볼 수 있다. 하지만 빠른 속도로 성장하고

104) 혼합형 펀드의 규모가 매우 작기 때문에 혼합형에 포함된 주식은 고려하지 않았다.

있기 때문에 향후 펀드 시장의 성장 잠재력은 매우 높다고 볼 수 있다.

<표 VIII-6> 중국의 GDP 대비 펀드 수탁고 비중

(단위: RMB10억)

	수탁고	GDP	GDP 대비 수탁고 비중
1998	10.7	7,900	0.1%
1999	54.7	8,267	0.7%
2000	84.6	8,936	0.9%
2001	87.4	9,862	0.9%
2002	127.1	10,240	1.2%

자료: 한국은행 통계자료, 자산운용협회

<표 VIII-7>은 중국의 펀드 수와 규모를 보여주고 있다. 자산 운용회사는 1998년 5개에서 출발하여 2002년 21개로 증가하였다. 2002년 기준으로 총 펀드 수는 71개로 폐쇄형이 51개, 개방형이 17개로 구성되어 있다. 아직까지 폐쇄형 펀드가 개방형 펀드보다 펀드 수는 물론 수탁고의 규모면에서 더 크다. 하지만 폐쇄형은 정체 상태에 있고 개방형이 빠른 속도로 증가하고 있다.

<표 VIII-7> 중국의 펀드 수와 펀드 규모

연도	운용 회사 수	펀드 수(개)			수탁고(RMB억)		
		폐쇄형	개방형	계	폐쇄형	개방형	계
1998	5	5		5	107		107
1999	10	22		22	574		574
2000	10	33		33	845		845
2001	14	48	3	51	703	171	874
2002	21	54	17	71	722	549	1,271

자료: 자산운용협회

중국의 경우 펀드 유형별 규모에 대한 분석 자료가 이용 가능하지 않기 때문에 주식시장과 채권시장에서의 펀드규모를 보여줄 수는 없다. 하지만 시가총액 대비 수탁고 비중은 2002년 3.3%에 불과해 매우 낮은 편이다. 따라서 펀드에 편입된 주식은 주식시장의 규모와 비교해 볼 때 매우 미미할 것이라고 짐작할 수 있다.

<표 VIII-8> 중국의 시가총액 대비 수탁고 비중

(단위: RMB10억)

	수탁고	시가총액	시가총액 대비 수탁고 비중
1998	10.7	2,051	0.5%
1999	54.7	2,647	2.1%
2000	84.6	4,809	1.8%
2001	87.4	4,352	2.0%
2002	127.1	3,833	3.3%

자료: 상하이증권거래소, 심천증권거래소, 『Fact Book』, 2003, 자산운용협회

5. 기관투자자로서의 한·일·중 펀드 산업 분석

가. 펀드 시장의 규모

<표 VIII-9>는 각 나라별 GDP 대비 수탁고 비중을 보여주고 있다. 수탁고 비중은 각 나라의 경제 규모와 비교할 때 상대적으로 펀드 시장이 얼마나 발달하였는가를 비교하는 기준으로 이용될 수 있을 것이다. 한국, 일본, 대만, 중국 중 GDP 대비 수탁고 비중이 가장 높은 나라는 한국이다. 한국의 GDP 대비 펀드 수탁고 비중은 2002년을 기준으로 할 때 24% 정도다. 그 다음이 대만으로 수탁고 비중은 21.1%다. 일본의 GDP 대비 수탁고 비중은 9.3%로 경제규모면에서 수탁고 비중은 상당히 낮다

고 볼 수 있다. 이제 펀드 시장이 개척되기 시작한 중국의 경우 GDP 대비 수탁고 비중은 1.2%로 한국, 대만, 일본과 비교하여 가장 낮다.

<표 VIII-9> 각국의 GDP 대비 수탁고 비중 (2002년 현재)

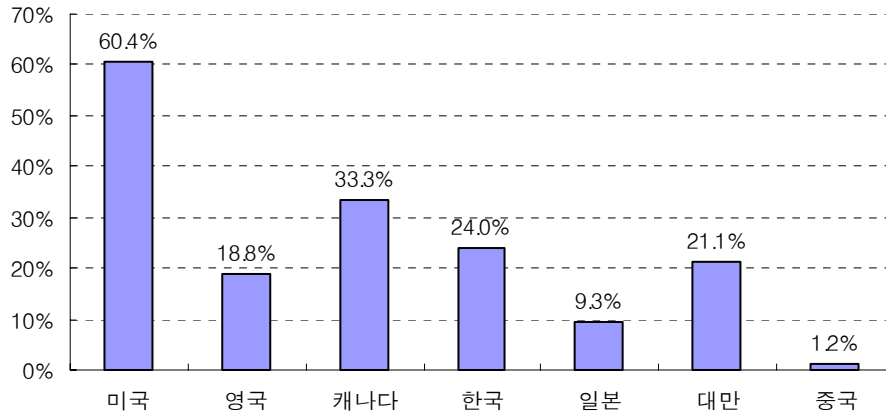
(단위: \$10억)

	수탁고	GDP	GDP 대비 수탁고 비중
한국	138.2	576.9	24.0%
일본	388.1	4,177.3	9.3%
대만	59.1	280.3	21.1%
중국	15.4	1,237.1	1.2%

자료: 한국은행 통계자료, 자산운용협회, 대만 투신협회, 대만 중앙은행, 일본 투신협회, 『투신』

<그림 VIII-9>는 동북아 4개국의 펀드 시장 규모가 자본시장이 발달한 미국과 같은 나라와 비교해 볼 때 어느 정도 수준인지를 보여주고 있다. 펀드 시장이 가장 발달한 미국의 경우 GDP 대비 수탁고 비중은 60.4%에 달한다. 또한 캐나다의 수탁고 비중도 33.3%로 우리나라의 수탁고 비중보다 높다. 하지만 영국의 경우 GDP 대비 수탁고 비중이 18.8%로 우리나라와 대만보다도 펀드 시장의 규모가 작음을 알 수 있다. 결론적으로 볼 때, 경제 규모 기준으로 한국과 대만의 펀드 시장 규모는 결코 작지 않다고 할 수 있다. 하지만 일본과 중국의 경우 자본시장이 비교적 잘 발달한 다른 나라와 비교해 볼 때 펀드 시장의 규모는 작다고 볼 수 있을 것이다.

<그림 VIII-9> 각국의 GDP 대비 수탁고 비중



자료: 한국은행 통계자료, 자산운용협회, 대만 투신협회, 일본 투신협회, 『투신』, 대만 중앙은행, ICI(Investment Company Institute), IMA(Investment Management Association), IFIC(the Investment Funds Institute of Canada)

<표 VIII-10>은 한국, 일본, 대만의 주식형 펀드와 채권형 펀드가 주식 시장과 채권시장의 규모와 비교해 볼 때 어느 정도의 비중을 차지하는지를 나타내고 있다. 한국, 일본, 대만의 주식 편입 비중은 2002년을 기준으로 할 때 각각 8.8%, 10.9%, 2.4% 정도이다. 주식시장의 규모와 비교해 볼 때 펀드 시장에 편입된 주식비중이 높다고 볼 수는 없다. 미국의 경우, 주식시장에서 주식형 펀드의 비중은 27.8%로 펀드 산업이 주식 시장에서 차지하는 비중이 매우 높다. 이와 비교해 볼 때 한국, 일본, 중국, 대만의 주식형 펀드 산업은 향후 개발의 여지가 크다고 할 수 있다.

<표 VIII-10> 각국의 시가총액 대비 주식형 펀드 및 채권 발행잔고 대비 채권형 펀드 비중 (2003년 현재)

(단위: \$10억)

	주식시장 시가총액	주식형 펀드	주식형 펀드 비중	채권 발행잔고	채권형 펀드	채권형 펀드 비중
한국	218.1	19.1 ^a	8.8%	475.4	119.1 ^b	25.0%
일본	2,047.2	223.4	10.9%	5,775.1	164.7 ^c	2.9%
대만	255.6	6.2	2.4%	64.8	52.9 ^d	81.7%
미국	9,603.3	2,667.1	27.8%	20,128.5	3,724.3 ^c	18.5%

- a. 한국의 주식형 펀드 수탁고는 순수 주식형과 주식혼합형을 합한 값임
 b. 한국의 채권형 펀드 수탁고는 채권 혼합형과 채권형, MMF를 합한 값임
 c. 일본 및 미국의 채권형 펀드 수탁고는 MMF를 포함한 값임
 d. 대만의 채권형 펀드 수탁고는 혼합형과 채권형을 합한 값임
 자료: 한국은행 통계, 주요국 환율, 자산운용협회, 『투신』, 43호, 일본 투신협회, 『투신』, 대만 투신협회, ICI Mutual Fund Connection, 각국 거래소

<표 VIII-11>은 각국 펀드의 추가형 및 단위형 현황을 보여주고 있다. 한국, 일본, 대만의 경우 추가로 자금을 설정할 수 있는 추가형 펀드가 90% 이상을 차지하고 있다. 한국의 전체 펀드 중 추가형 펀드는 90%고, 일본의 추가형 펀드는 97.3%다. 이처럼 한국, 일본, 대만의 추가형 비중은 단위형에 비해 압도적으로 많다. 하지만 중국의 경우 추가로 자금을 설정할 수 없는 단위형의 비중이 60%로 추가형의 비중보다 오히려 많다. 중국의 펀드 산업은 단위형부터 출발하여 최근에는 추가형이 도입되었기 때문이다. <표 VIII-7>에서 나타나듯이 추가형 펀드에 대한 통계가 나온 2001년 이후 추가형이 급성장하고 있기 때문에 다른 나라와 마찬가지로 추가형의 비중이 점차 높아갈 것으로 예상된다.

<표 VIII-11> 각국의 추가형 및 단위형 펀드 현황

(단위: \$10억)

	주식형			채권형			전체		
	추가형	단위형	계	추가형	단위형	계	추가형	단위형	계
한국 ^a	16.3	2.7	19.0	109.2	11.2	120.4	125.5	13.9	139.4
	85.6%	14.4%	100%	90.7%	9.3%	100%	90.0%	10.0%	100%
일본 ^b	216.2	7.2	223.4	115.0	3.3	118.4	377.6	10.5	388.1
	96.8%	3.2%	100%	97.2%	2.8%	100%	97.3%	2.7%	100%
대만 ^c	6.0	0.2	6.2						
	96.8%	3.2%	100%						
중국 ^c							7.0	10.5	17.5
							40.0%	60.0%	100%

- a. 한국의 경우, 주식형은 주식혼합형을 포함한 값이며, 채권형은 채권혼합형과 MMF를 포함한 값임
 - b. 일본의 경우, 채권형은 MMF를 포함한 값이며, MMF는 추가형에 산입함
 - c. 대만과 중국의 경우 각각 이용 가능한 자료만을 포함함
- 자료: 자산운용협회, 일본 투신협회, 『투신』, 대만 투신협회

IX. 기관투자자 육성 방향과 맺음말

1. 기관투자자 육성의 방향
2. 맺음말

IX. 기관투자자 육성의 방향과 맺음말

1. 기관투자자 육성의 방향

전체적으로 볼 때, 한국, 일본, 중국, 대만은 아직 기관투자자의 모습이 제대로 갖추어지지 않은 상태라고 평가할 수 있다. 그나마 일본은 경제 대국으로서의 면모 때문에 자본시장과 기관투자자 육성 측면에서 다른 동북아 국가에 비해 앞서가고 있지만 아직도 불충분한 상황이다. 지금부터는 연금 산업, 보험 산업, 펀드 산업 각각의 입장에서 향후 일본, 중국, 대만의 기관투자자 육성 방향과 우리나라에 주는 시사점을 정리하면서 본고를 맺고자 한다.

가. 연금 산업

일본은 공적 연금에 있어서 이미 개혁이 있었고 앞으로도 필요한 개혁이 있을 것이므로 국민연금과 후생연금보험의 재정 수지에 큰 문제가 발생하지는 않을 것이다. 공적 연금의 재정 수지가 안정화 되어 「연금 자금융통기금」의 규모가 확대되면, (당해 포트폴리오의 주식 보유 비중 목표가 국내외 합하여 20%이므로) 주식시장에서 차지하는 공적 연금의 규모는 더욱 커질 가능성이 높다. 앞에서 살펴보았듯이 2060년까지는 후생연금의 규모가 크게 감소하지도 않을 것이고, 따라서 우리나라의 국민연금과 같이 심각한 문제점도 없을 것이기 때문에 더욱 그럴 것이다.

한편, 기업의 퇴직연금 측면에서는 세제 적격인 적격퇴직연금은 사라질 것이고, 후생연금기금도 쇠퇴할 가능성이 높지만 당분간은 나름대로의 명맥을 유지할 것으로 보인다. 이에 비해 새로 등장한 DB 플랜과 DC 플랜은 크게 확대될 것으로 예상된다. 특히 경영의 안정성이 중요시 되는

최근의 기업 및 노동 환경에서는 DB 플랜보다 DC 플랜의 대폭적인 성장이 기대되고 있다.¹⁰⁵⁾ 최근에 급성장하기 시작한 DC 플랜은 2004년 10월 말 현재 펀드 규모가 ¥2,466억에 이르고 있으며, 2,881개의 기업이 DC 플랜을 도입하였다고 한다. 퇴직연금의 특성상 연금 자산의 규모는 꾸준히 증가할 것이다. 이러한 현황으로 볼 때, 일본의 공적 연금과 퇴직연금은 향후 일본 주식시장의 중요한 기관투자자 역할을 할 것으로 예상된다.

한편, 중국은 최근에 공적 연금 제도의 개혁을 강하게 추진하고 있지만, 국영 기업의 민영화를 통한 일부 자금으로 각 성의 부족한 연금 재원을 확충하는 것으로 보아 당분간 공적 연금이 주식시장의 기관투자자로 나서기는 매우 어려울 것이다. 그보다는 기업을 통한 퇴직연금 재원의 투자 확대가 바람직할 수 있겠지만, 이조차도 향후 10년간은 기대하기 어려운 실정이다.

대만의 경우 공적 연금의 규모도 매우 작고 퇴직연금은 아직 도입되지도 않은 상태이기 때문에, 가까운 장래에 연금 산업이 기관투자자의 역할을 제대로 수행할 것을 기대하기는 매우 어려울 것이다.

나. 보험 산업

보험 산업이 기관투자자로 분류되는 이유는 변액보험과 같이 타인의 자금을 타인의 계산으로 운용한다는 점과, 장기 자산관리 측면에서 주식 시장에 참가한다는 점이다. 하지만 우리나라와 마찬가지로 일본, 중국,

105) DC 플랜의 성장을 위해서 현재 일본에서 문제가 되고 있는 걸림돌들이 제거될 것으로 예상된다. 일본 DC 플랜의 문제점을 간단히 살펴보면 다음과 같다: ① 근로자와 노동조합이 DB에서 DC로의 전환을 원하지 않음, ② 근로자의 자발적 기여가 금지됨, ③ 기여 한도가 연 ¥432,000으로 제한되어 있음, ④ DB에서 DC로 전환시 전환 금액에 제한이 있음, ⑤ 현재 유보되어 있는 특별 법인세의 부과가 관건이 됨.

대만 보험 산업의 주식시장 참가 비중은 매우 낮은 실정이다. 변액보험 시장의 상대적 규모도 그렇게 크지 않으며 장기적으로 투자 위험을 감수하려는 보험회사도 많지 않기 때문이다. 따라서 동북아 4국의 보험 산업은 아직 기관투자자로 인정되기는 어려운 상황이다. 하지만 계속되는 저금리 기조의 확산과 자산 운용의 어려움이 가중되고 있기 때문에 보험 산업의 주식시장 참가는 향후 확대될 가능성이 매우 높다.

다. 펀드 산업

펀드 산업 측면에서도 일본, 중국, 대만은 기관투자자 육성이 매우 저조한 실정이다. GDP 대비 수탁고로 볼 때, 2002년 말 현재 일본 9.3%, 대만 21.1%, 중국 1.2%로 나타나고 있다. 이러한 성장 정체는 공통적인 요인(투자에 대한 인식 부족, 주식시장의 불투명성, 신뢰도 부족)과 각국의 고유 요인 때문이지만, 가장 중요한 것은 자본시장의 발전이 저조했기 때문이라고 하겠다. 연금 산업과 함께 진정한 기관투자자 집단이라고 할 수 있는 이 부문이 성장하지 못 한다면 동북아 자본시장의 발전도 크게 기대하기 어렵다고 예상할 수 있다.

그나마 일본은 DB 플랜과 DC 플랜의 도입으로 퇴직연금 규모의 확대와 함께 펀드 산업의 성장이 낙관적으로 예상되고 있다. 중국과 대만은 일본과는 상당히 다른 환경에 직면해 있다. 중국은 2004년에 자산운용업을 위하여 관련 협회를 세우고 펀드 산업의 육성을 계획하고 있지만, 국가적 차원의 퇴직연금 제도도 없고 펀드 산업에 대한 인식이 매우 약한 상태다. 대만은 현재 펀드 산업 규모가 상대적으로 작지는 않지만 퇴직연금이나 개인연금 제도가 없고 펀드 산업에 대한 인식도 충분하지 않다. 중국과 대만은 당분간 펀드 산업의 육성을 추진할 동력이 거의 없는 상황이므로, 향후 10년간 펀드 산업이 주식시장의 기관투자자 역할을 제대로 수행할 가능성이 있는 나라는 일본이 유일하다고 평가할 수 있다.

라. 시사점

주식시장에서 우리나라 기관투자자의 역할은 중국이나 대만보다는 앞서고 있지만 일본보다는 뒤지고 있는 상황이다.

연금 산업에 있어서는 공적 연금인 국민연금이 가장 큰 역할을 하고 있으며, 사학연금이나 공무원연금은 상대적으로 역할이 작다고 하겠다. 사적 연금에 해당하는 퇴직보험등과 개인연금은 대개 보험회사와 은행이 취급하는데, 보험회사와 은행의 주식시장 참여율이 매우 낮기 때문에 이들이 기관투자자 역할을 한다고 평가하기는 매우 어렵다. 하지만 현재 추진되고 있는 퇴직연금 제도가 도입된다면 장기적 관점에서 퇴직연금이 기관투자자의 역할을 담당할 수 있을 것이다. 결국 우리나라 연금 산업의 입장에서는 국민연금과 퇴직연금이 주식시장의 중요한 기관투자자 역할을 담당할 가능성이 높다. 하지만, 개인연금 제도도 적절하게 개선된다면 국민연금, 퇴직연금과 함께 훌륭한 기관투자자로 성장할 가능성이 있다.

기관투자자 측면에서 우리나라의 보험 산업은 중국, 일본, 대만과 큰 차이가 없다. 이에 보험회사의 투자에 대한 인식 전환이 요구된다. 소액 대출과 단기적인 채권 투자에서 벗어나 장기적인 안목에서의 투자로 전환할 필요성이 있다는 것이다. 우리나라 보험회사가 장기적 관점에서 투자를 한다면 주식시장의 훌륭한 기관투자자가 될 것이다. 한편, 최근에 중국의 변액보험 시장이 급격히 성장하고 있는 것은 우리 보험 산업에 중요한 시사점을 던져주고 있다. 우리의 보험 산업이 전통적인 보장성 또는 저축성 보험 위주에서 탈피하여 노령 사회에 대비하는 구조로 탈바꿈 한다면 상당한 발전이 기대되기도 한다.

펀드 산업의 경우는 일본을 제외하고는 우리나라의 수탁고가 가장 크지만, 경제 규모나 질적 측면을 고려할 때 여타 동북아 국가와 크게

다를 게 없는 상황이다. 특히 대부분의 수탁고가 이자율에 민감한 채권형과 MMF에 집중되어 있고, 개인이 아닌 기관 고객의 수탁고가 훨씬 크기 때문에 산업 구조가 매우 불안한 상태다. 이러한 상황은 펀드 산업이 기관투자자의 역할을 올바르게 수행하지 못하게 하는 결정적 요인이 되고 있다. 따라서 펀드를 통한 기관투자자 육성을 위해서는 주식형 펀드 및 개인 고객 중심의 영업이 이루어질 수 있는 환경을 조성하여야 한다.

동북아 금융 허브를 지향하고 있는 우리의 입장에서는 기관투자자의 육성이 매우 중요한 의미를 갖는다. 기관투자자를 육성함으로써 자본시장의 안정성을 도모할 수 있기 때문이다. 자본시장의 안정은 글로벌 투자자의 유치에 큰 공헌을 할 수 있을 것이고, 투자자가 많은 곳에 자연스럽게 금융기관이 밀집할 것이다. 결국 이러한 과정이 우리나라의 동북아 금융 허브 지향에 초석을 제공할 것이다.

2. 맺음말

본 연구에서는 기관투자자의 올바른 정의와 법적 의미를 정리하는 것부터 시작하여 동북아 기관투자자의 현황 비교 분석까지 광범위하게 살펴보았다. OECD 국가의 사례에서 보듯이, 자본시장의 발달과 기관투자자의 역할 증대는 불가분의 관계다. 동북아 국가들의 경우 아직까지는 기관투자자가 주식시장과 채권시장에서 주된 역할을 하지 못하고 있는 실정이다. 다만 노령화로 인한 연금 펀드의 규모 증대 등 향후 기관투자자의 역할이 확대될 것이라는 점은 동북아 금융시장의 미래를 밝게 보여준다고 하겠다.

우리나라와 일본을 대상으로 개인, 기관, 외국인투자자를 고려한 실증 분석은 의미 있는 결과를 보여주었다. 기관투자자와 외국인투자자는

대체로 주식 선택 기준이 개인에 비해 합리적이고, 수익률 측면에서 우수성이 인정되므로 주식시장의 효율성을 높이는 역할을 하고 있다는 것이다. 이는 기관투자자 존재의 타당성을 의미하는 동시에 외국인투자자도 기관과 유사한 역할을 한다는 것을 의미한다. 하지만 외국인의 경우에는 전 세계 자본시장을 대상으로 수익률 추종(return chasing) 경쟁을 하는 경향이 있기 때문에 국내 주식시장에서 기관투자자와 같은 역할을 한다고 보기에는 어려운 측면이 있다.

본 연구의 결과를 총체적으로 정리하면, 한국, 일본, 중국, 대만의 주식시장에서는 아직도 기관투자자가 자신들의 역할을 충분히 발휘하지 못하고 있다고 평가할 수 있다. 따라서 동북아 각국은 자신들의 주식시장 현황을 고려하여 기관투자자의 올바른 위상을 새로 정립할 필요가 있다. 기관투자자의 올바른 위상 정립은 자본시장의 안정성을 높이게 될 것이며, 이는 국가 전체적인 금융 환경에 큰 도움이 될 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내 문헌>

고광수·이준행, 2003, “외국인 거래 정보와 주식시장: 개방 10년의 경험”, 『재무연구』 제16권 제1호, 159-192.

김동순·전영순, 2004, “외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위”, 『증권학회지』, 제33집 2호, 1-44.

김화동, 2002, 『일본의 신기업연금 제도』, 명경사.

보험연구원, 『보험통계연감』, 각호.

자산운용협회, 『투신』, 각호.

한국증권거래소, 『주식』, 각호.

한국은행, 『국민계정』, 각호.

<국외 문헌>

대만, 보험업무발전기금관리위원회, 『보험연감』, 각호.

대만증권거래소, 『Fact book』, 2003.

동경증권거래소, 『Fact book』, 2003.

일본 보험연구소, 『Insurance: 생명보험』, 각호.

일본 보험연구소, 『Insurance: 손해보험』, 각호.

일본 투신협회, 『투신』, 각호.

- Allen, Franklin and Douglas Gale, 2001, *Comparing Financial Systems*, The MIT Press.
- Bennett, James A., Richard W. Sias and Laura T. Starks, 2003, "Greener Pastures and the Impact of Dynamic Institutional Preferences," *Review of Financial Studies* 16, 1203-1238.
- Carhart, Mark, 1997, "On Persistence in Mutual Fund Performance," *Journal of Finance* 52, 57-82.
- Chan, Louis K. C. and Josef Lakonishok, 1993, "Institutional Trades and Intraday Stock Price Behavior," *Journal of Financial Economics* 33, 173-199.
- China State Council Document, No. 26, 1997.
- China State Council Document, No. 42, 2000.
- Chiyachantana, Chiraphol N., Pankaj K. Jain, Christine Jiang and Robert A. Wood, 2004, "International Evidence on Institutional Trading Behavior and Price Impact," *Journal of Finance* 59, 869-898.
- Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho and René M. Stulz, 1999, "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997," *Journal of Financial Economics* 54, 227-264.
- Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho and René M. Stulz, 2004, "Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea," forthcoming in *Review of Financial Studies*.
- Davis, E. Phillip and Benn Steil, 2001, *Institutional Investors*, The MIT Press.

- Dahlquist, Magnus and Göran Robertsson, 2001, "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics," *Journal of Financial Economics* 59, 413-440.
- Daniel, Wayne W., 1990, *Applied Nonparametric Statistics*, 2nd ed., PWS-KENT Publishing Company.
- Del Guercio, Diane, 1996, "The Distorting Effect of the Prudent-Man Laws on Institutional Equity Investments," *Journal of Financial Economics* 40, 31-62.
- Desai, Hemang, K. Ramesh, S. Ramu Thiagarajan and Bala V. Balachandran, 2002, "An Investigation of the Informational Role of Short Interest in the Nasdaq Market," *Journal of Finance* 57, 2263-2287.
- Eberhart, Allan C., William F. Maxwell and Akhtar R. Siddique, "An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases," *Journal of Finance* 59, 623-650.
- Falkenstein, Eric G., 1996, "Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings," *Journal of Finance* 51, 111-135.
- Fama, Eugene and Kenneth R. French, 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds," *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- Fama, Eugene and Kenneth R. French, 1996, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies," *Journal of Finance* 51, 55-84.

- Fama, Eugene and Kenneth R. French, 1998, "Market Efficiency, Long Term Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics* 49, 283-306.
- Friedman, Benjamin M., 1996, "Economic Implications of Changing Share Ownership," *Journal of Portfolio Management* 23, 59-70.
- Froot, Kenneth A., Paul G. J. O'Connell and Mark S. Seasholes, 2001, "The Portfolio Flows of International Investors," *Journal of Financial Economics* 59, 151-193.
- Gompers, Paul A. and Andrew Metrick, 1998, "How Are Large Institutions Different from Other Investors? Why Do These Differences Matter?," working paper, Harvard University.
- Gompers, Paul A. and Andrew Metrick, 2001, "Institutional Investors and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics* 116, 229-259.
- Griffin, John, 2002, "Are the Fama and French Factors Global or Country Specific?," *Review of Financial Studies* 15, 783-803.
- Grinblatt, Mark and Matti Keloharju, 2000, "The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set," *Journal of Financial Economics* 55, 43-67.
- Iihara, Yoshio, Hideaki Kiyoshi Kato, and Toshifumi Tokunaga, 2004, "The Winner-Loser Effect in Japanese Stock Returns," *Japan and the World Economy* 16, 471-485.
- Jegadeesh, Narasimhan and Sheridan Titman, 2001, "Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations," *Journal of Finance* 56, 699-720.

- Kamesaka, Akiko, John R. Nofsinger and Hidetaka Kawakita, 2003, "Investment Patterns and Performance of Investor Groups in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal* 11, 1-22.
- Kang, Jun-Koo and René M. Stulz, 1997, "Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics* 46, 3-28.
- Kong Jingyuan, 1997, "The institutional regime of pension fund regulation in China," paper presented to the International Symposium on Pension Fund Regulation in China, Beijing, November.
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, 1992, "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices," *Journal of Financial Economics* 32, 23-43.
- Nofsinger, John R. and Richard W. Sias, 1999, "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors," *Journal of Finance* 54, 2263-2295.
- OECD, *Institutional Investors Statistical Yearbook*, 2000, 2001, 2003.
- OECD, *Main Economic Indicators*, 각호.
- Shean-Bii Chiu, 2004, "Taiwan: Compulsory Occupational Pensions Still Dominate," Hitotsubashi Collaboration Center, Japan.
- Sias, Richard W., 2002, Institutional Herding, working paper, Washington State University.
- Stuart H. Leckie, 2000, "Pension Funds in China".

Usuki, Masaharu, 2003, "Pension funds and retirement benefits in the depressed economy and market," NLI Research Institute, Tokyo, Japan.

UN, *World Population Prospects*, 2002.

Xin Wang, 2001, "China's Pension system reform and capital market development," paper presented at the Conference on Financial Sector Reform in China.

<웹사이트>

국민연금관리공단, www.npc.or.kr

동경증권거래소, www.tse.or.jp

사학연금관리공단, www.ktpf.or.kr

세계은행, www.worldbank.org

세계증권거래소 연맹, www.fibv.com

일본 연금자금운용기금, www.gpif.go.jp

중국 보험감독관리위원회, www.circ.gov.cn

중국 증권감독관리위원회, www.csrc.gov.cn

한국은행, www.bok.or.kr

한국증권거래소, www.kse.or.kr

Hewitt Asia, www.hewittasia.com