

# 證券市場에서의 機關投資家の 地位와 役割

文 元 柱\*

目 次	
I. 緒 論	A. 機關投資家の 投資目標 選定
II. 證券市場의 機關投資化	B. 機關投資家에 대한 證券投資規制
A. 機關投資家の 意義	V. 機關投資家の 役割
B. 株式市場의 機關投資化	A. 國民經濟의 役割
C. 債券市場의 機關投資化	B. 社會的 責任의 役割
III. 우리나라 機關投資家の 現況(地位)	C. 合理的 投資決定의 機能
A. 우리나라 機關投資家の  범주	D. 證券市場 發展에 대한 逆機能
B. 機關投資家の 證券市場 參與 比重	VI. 結 論
C. 機關投資家の 資產運用	A. 要 約
IV. 機關投資家の 證券投資 行動決定	B. 提 言

## I. 緒 論

現代 資本主義 社會에서 기업의 대표적 형태는 株式會社이며, 이는 資本의 證券化를 그 특징으로 하고 있다. 이러한 資本主義의 發展形態를 흔히 證券資本主義라고 말한다. 브리감(E. F. Brigham)은 「진정한 경제는 貯蓄者로 부터 資金을 필요로 하는 經濟主體에게 효율적으로 轉換하는 것에 크게 의존한다」고 말하였다.<sup>1)</sup> 즉 效率的인 金融시스템은 효율적인 경제를 위해 절대적으로 필요한 것이다. 우리나라 金融産業이나 證券産業은 아직까지 낙후되어 있는 상태이므로 도저히 급증하는 實物部門으로 부터의 資金需要를 감당하기 어렵다고 본다. 따라서 이러한 산업도 餘他産業처럼 성장시켜야 한다는 命題는 거의 상식처럼 되어 있다.<sup>2)</sup>

證券市場은 일반대중의 資金을 集積하여 産業에 動員하는 資本動員機構이므로 金融과 國民經濟 發展을 위한 추진체가 되어야 한다. 따라서 證券市場의 安定과 成長基盤을 더욱 확고히 하여 公信用을 더 한층 강화하고, 內資調達 機能을 창달하여 국민경제 발전에 있어서 중요한 일익을 담당해야 하는 것은 당연한 귀결이다. 또 證券市場을 育成하는 것은 비단 資金調達의 機能에서 뿐만 아니라 大衆證券資本主義의 구현을 통한 국민과 기업간의 일체감 조성이라는 社會·政治的 機能도 중시되기 때문이다. 즉 기업이윤과 開發成果의 社會還元의 한가지 방편이기 때문이다.<sup>3)</sup>

\*稅務會計科 助教授

1) E. F. Brigham, *Fundamentals of Financial Management*, 2nd ed., (The Dryden Press, 1980) p. 17.

2) 趙淳, 韓國經濟의 現實과 進路, (比峰出版社, 1981.) p. 161.

3) 李承潤, 轉換期의 韓國經濟(法文社, 1979.) p. 290.

점차 우리나라도 民間主導型 經濟構造가 뿌리를 내리게 되면, 銀行보다 證券市場을 통한 直接金融 依存度가 높아질 것으로 전망된다. 점차 開發이 高度化됨에 따라 直接金融 및 自己金融의 方式이 중요해진다고 하는 바, 이에 따르면 앞으로 우리나라 證券市場의 展望은 장기적으로 보아 매우 밝다고 보아야 할 것이다. 제 5차 經濟社會發展 5개년 계획중 資本市場의 관한 項目은 이를 示唆하고 있는 것이라고 볼 수 있다.<sup>4)</sup> 그러나 우리나라의 資本市場에 관한 많은 研究에서 아직까지도 우리의 證券市場은 많은 문제점을 안고 있다고 하면서, 특히 非效率的 市場이라는 점을 강조하는 論者들이 많다. 따라서 우리나라 證券市場의 育成 내지 發展에 관한 지속적인 연구는 시대적 요청이기도 하고, 또 매우 의의있는 일이라고 판단된다.

證券市場의 國際化를 눈 앞에 두고 있는 우리나라 證券市場은 아직도 特定業種이나 種目에 의해 價格의 上昇·下落이 결정되는 등 前近代的 投機場勢를 못 벗어나고 있어, 內實을 다지기 위한 근본적인 治癒策의 강구가 요망되고 있다. 이러한 치유책으로 李承潤은 ① 零細資金을 흡수하여 各種證券에 投資할 수 있는 機關投資家의 育成이 필요하고, ② 일반투자자의 資産保護를 위한 措置強化, ③ 證券市場 規模의 擴大 및 그 構造의 高度化 내지 專門化가 추진되어야 한다고 지적하였다.<sup>5)</sup> 또 任翊淳 外 四人의 共同研究에서 우리나라의 證券市場이 지속적인 발전을 기하려면 ① 企業公開 制度의 科學的 運營, ② 企業公示制度의 신빙성 제고, ③ 株式人口의 底邊擴大, ④ 機關投資家의 擴大, ⑤ 投機要因의 輕減 및 證券會社의 整備強化, ⑥ 社債市場의 育成 등이 요망된다고 주장하였다.<sup>6)</sup> 한편 證券監督院 淨化推進委가 證券界 從事員을 對象으로 앙케이트 조사한 결과, 證券市場發展 對策에 대한 응답에서 機關投資家의 機能 增大에 11.6%가 응답했다고 한다.<sup>7)</sup>

따라서 本論文에서는 우리나라 證券市場의 근본적 치유책의 하나로 여러 論者들이 지적하는 機關投資家의 擴大 내지 育成에 관한 기초자료를 제공하기 위해 그 地位와 役割 등의 分析을 시도하고자 한다. 즉 本論文은 機關投資家의 地位, 投資行動 및 그 役割을 고찰함으로써 證券市場의 安定基盤 構築 및 發展을 위한 機關投資家 育成에 관해 하나의 참고자료를 제공하는데 그 목적이 있다.

이러한 目的을 달성하기 위해 本研究에서는 先進國의 資本市場에서 機關投資化되는 추세를 밝히고, 우리나라 證券市場에서 機關投資家의 地位(規模擴大)가 어떠한지를 검토하며, 機關投資家の 投資行動을 좌우하게 하는 目標選定 要因과 各種規制를 살펴본다. 마지막으로 이러한 機關投資家가 證券市場에 미치는 영향 내지 그 役割을 고찰하도록 한다. 그러나 本論者의 노력, 시간

4) 通貨機關을 통한 資金供給의 비중이 1981년 40.3%에서 1986년 37.1%로 낮추어지고, 證券市場을 통한 資金供給의 비중은 1981년 20.6%에서 1986년 25.0%로 높여 직접 금융 의존도를 높이려고 하고 있다. (經濟企劃院, 第五次經濟社會發展五個年計劃, 1981. 8. p. 24.)

5) 李承潤, 貨幣金融論(제 3 권정판), (法文社, 1982.) p. 340.

6) 任翊淳의 4人, 우리나라 株式市場과 社債市場의 均衡의 發展을 위한 研究, 證券學會誌 제 1 집, 1981. p. 91

7) 每日經濟新聞, 제 4875호(82. 1. 9.), p. 6.

및 능력 등의 제약으로 인하여 資料蒐集이 충분치 못하였으므로 本論文이 意圖하는 目的達成에 한계가 있을 것이라는 점을 미리 밝혀둔다.

## II. 證券市場의 機關投資化

### A. 機關投資家の 意義

證券投資者는 投資 目的에 따라 支配的 投資者, 投資的 投資者, 投機的 投資者로 구분하기도 하고, 投資者의 形態에 따라 個人投資家(individual investors)와 機關投資家(institution investors)로 구분하기도 한다.

本 論文에서 취급하려는 機關投資家の 定義 및 種類를 살펴보면, 일반적으로 機關投資家は 대부분 法人 形態를 취하고 있으며, 銀行・保險會社・投資信託會社・證券會社・各種 財團 등이 그 主流를 이루고 있다. 이들 機關은 대부분 自己資金이나 社會的으로 광범위하게 分散되어 있는 零細資金을 集積 吸收하여 이를 專門的으로 投資管理 運用함으로써 自己利益이나 資產提供者의 利益을 極大化 하고자 하는 目的으로 증권시장에서 活動하는 機關을 말한다.<sup>8)</sup>

機關投資家の 유형은 各國의 經濟的・金融的 背景에 따라 각기 다르며 선진국일수록 多樣化되어 있다. 먼저 美國의 뉴욕證券去來所(NYSE) 基準에 의하면 機關投資家를 ① 商業銀行, 生命保險, 投資信託・年金基金 등으로써 個人投資家の 資金을 投資 管理하는 貯蓄機關, ② 商業銀行의 信託部門, 信託會社의 受託者로서 個人 및 法人(機關投資家) 등 第三者의 資金을 投資 管理하는 中介機關, ③ 損害保險, 宗教財團, 大學基金 등의 貯蓄目的이 아닌 特殊資金을 管理하는 機關으로 定義를 내리고 있다.<sup>9)</sup>

日本에서는 證券團體協議會의 基準에 따라 金融機關을 信用創造 部門인 普通銀行, 都市銀行, 地方銀行, 貯蓄吸收資金 轉換部門인 特殊銀行(長期信用銀行, 기타 金融機關), 資金中介部門인 保險, 投資信託, 信託銀行, 公的年金 등으로 分類하고, 이 중 資金中介部門만을 營위하는 機關만으로 定義하였으나 最近에는 모든 銀行, 事業法人 등도 포함시키는 傾向이 점차 尤력해지고 있다고 한다.<sup>10)</sup>

브라질은 機關投資家の 證券市場 참여를 가장 制度的으로 강화시킨 나라로써 기관투자자의 세 가지 유형으로 ① 投資 大衆의 資金 供給에 의하여 助成된 뮤추얼 펀드(mutual fund), 投資會社 등의 投資信託機關과 ② 政府의 國家財源에 의한 財政基金 및 ③ 機關投資家 자신의 公信用을

8) 韓國證券金融(株), 證券市場과 機關投資家, 證券金融 제60호, (1980.11.) p.17.

S. A. Tinic & R. R. West, Investing in Securities: An Efficient Markets Approach, (Addison-Wesley Publishing Company, Inc., 1979.) p. 581.

9) 朴正旭, 機關投資家の 投資動向과 포트폴리오 管理, 證券學會誌 제 1집(1980), p. 223.

10) 上揭書.

背景으로 한 保險會社와 年金 등의 機關으로 區分하고 있다.<sup>11)</sup>

한편 우리나라에서는 機關投資家로 證券投資信託會社, 銀行, 保險會社, 證券會社 등이 있으나, 이 이외에 信託銀行의 信託部門 短期金融會社, 綜合金融會社, 年金基金, 財團등도 포함시키고 있다.<sup>12)</sup>

## B. 株式市場의 機關投資化

先進各國에서 찾아볼 수 있는 證券市場의 構造的 변화중에서 가장 중요한 것은 株式市場에서 機關投資家の 증대 내지 成長이라고 지적한다.<sup>13)</sup> 즉 株式市場에서 個人投資家가 直接 投資하는 數가 점차 減少하는 傾向이 있고, 自己資金이나 個人投資家와 같은 社會的으로 광범위하게 分散된 零細資金을 集積하여 이를 專門的으로 投資 管理하는 機關投資家の 株式市場 참여 比重이 날로 높아가고 있다. 이러한 事例를 美國과 日本의 경우에서 살펴 보도록 한다.

### 1. 美 國

1940年 美國에서 金融機關에 의한 株式所有는 總株式 市場價値의 5%도 안되었던 것이 1950년에는 約8%로, 1960年代 이후에는 현저하게 增加하였는데,<sup>14)</sup> 일찌기 버리(Adolph Benle)가 일반적인 機關投資家の 規模制限, 商業銀行의 擴張制限 및 銀行持株企業들의 機關投資家로 나타나는 勢力出現의 예방 등을 행해야 한다고 주장하였다.<sup>15)</sup> 그러나 그러한 주장에도 불구하고 機關投資家들의 成長은 꾸준히 계속되어 왔고, 최근에는 더욱 더 株式이 機關投資家에게로 集中되었다고 하며, 1980년대 중반에는 이들이 公開株式의 50%이상 소유하게 되리라는 예측을 하고 있다.

1969년부터 美國 機關投資家の 株式所有의 개략을 살펴본 것이 <표 1>에 나타나 있다. 美國의 證券市場에서 株式의 機關所有는 1969년말 약2,964億弗(총주식 시장가치의 34.2%)로 나타났는데, 1978년 말에는 약 4,616億弗(총주식 시장가치의 43.4%)로 증가하였다. 株主로서 機關投資家の 성장은 계속되어 美國會社의 10大 株主로는 대부분 銀行과 같은 機關投資家가 차지하게 되었다.<sup>16)</sup>

물론 機關投資家の 類型에 따라 그 成長이 다르게 나타나고 있다. 특히 銀行의 信用部門(bank trust department)은 企業株式의 機關投資家 중에서 가장 현저하게 성장하였는데, 약 15~20個의

11) 韓國證券監督院, 브라질 證券市場에서의 機關投資家の 役割, 證券調査月報 제36호(1980.4), p. p. 6~7.

12) 韓國證券金融(株)원, 前掲書, p. p. 17~18.

13) B. E. Gup, The Basics of Investing, (John Wiley & Sons, Inc., 1979.) p. 122. S. A. Tinic & R. R. West, op. cit., p. 76.

14) J. H. Lorie & M. T. Hamilton, The Stock Market; Theories and Evidence, (Richard D. Irwin, Inc., 1973.) p. 5.

15) D. E. Farrar & L. Girton, Institutional Investors and Concentration of Financial Power; Berle and Means Revisited, The Journal of Finance, Vol. 36. No. 2 (1981.5), p. 370.

16) Ibid.

〈표 1〉 美國의 株式 所有分布

(단위 : 10억 \$, 연말기준, 시장가격)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
銀行	186.6	185.4	230.9	283.5	241.9	171.3	219.9	275.2	256.9	289.7(e)
投資會社	51.3	50.1	59.5	65.4	49.9	35.0	44.0	48.9	39.3	36.8
生命保險	13.7	15.4	20.6	26.8	25.9	21.9	28.1	34.2	32.9	35.5
損害保險	13.3	13.2	16.6	21.8	19.7	12.8	14.2	16.9	17.1	19.4
기타	31.5	40.6	50.8	64.3	49.1	35.3	49.6	57.4	44.8	70.2
機關合計	296.4	304.7	378.4	461.8	386.5	276.3	355.8	432.9	391.0	451.6(e)
外國	26.9	28.7	32.9	41.3	37.0	28.4	52.6	63.9	60.1	64.7
個人 및 기타	543.0	526.0	592.4	635.0	477.9	377.0	441.1	562.9	544.0	524.7
總發行株式	866.3	859.4	1,003.7	1,138.1	901.4	641.7	849.5	1,059.7	995.1	1,041.0
銀行/總機關(%)	63.0	60.8	61.0	61.4	62.6	62.0	61.8	63.2	65.7	64.1
銀行/總發行株式(%)	21.5	21.6	23.0	24.9	26.8	26.7	25.9	25.6	25.8	27.8
總機關/總發行株式(%)	34.2	35.5	37.7	40.6	42.9	43.1	41.9	40.5	39.3	43.4

자료 : SEC, Statistical Bulletin, July 1979에서 引用한 D.E. Farrar & L. Hirton, Institutional Investors and Concentration of Financial Power, The Journal of Finance, Vol.36, No.2. (1981. 5), p.371.

大銀行들은 信用部門을 통하여 오늘날 美國 産業에서 큰 比重으로 統制를 행하고 있다고 한다<sup>17)</sup> 投資會社(investment companies)의 株式所有는 10年前보다도 떨어졌고 生命保險會社는 다른 機關投資家의 平均增加率보다 2배 이상 증가하였다. 年金基金(pension funds)의 株式市場 참여 比重도 현저하게 높아지고 있는데, 많은 사람들이 年金基金 參加를 통해 株式所有가 이루어진다는 것은 「美國 經濟의 社會制度化(the American economy is highly socialistic)」라고 규정지은 드러크(Piter Drucker)의 見解를 뒷받침하고 있다.<sup>18)</sup>

다음에는 美國의 主要 몇몇 機關投資家의 資産總額과 普通株 保有 金額을 對比하여 본 것이 〈表 2〉에 나타나 있다. 〈表 2〉에서 機關投資家들의 資産規模의 급격한 成長과 아울러 그들의 資

〈표 2〉 美國 主要機關投資家의 總資産 對 普通株 保有額

(단위 : 10억 \$, 연도말)

機 關		1955	1960	1965	1970	1971	1972	1973	1974	1975
非基 保的 險年 型金 基金	總資産	18.1	37.1	72.9	104.7	126.9	154.3	132.2	111.7	145.6
	普通株	5.5	15.8	40.0	65.5	86.6	113.4	89.4	62.7	87.7
	比率(%)	30.4	42.6	54.9	62.6	68.2	73.5	67.6	56.1	60.2
投 資 會 社	總資産	13.8	23.8	47.0	61.5	72.3	79.8	66.2	52.9	66.1
	普通株	11.5	19.8	40.0	48.5	57.9	64.0	48.9	34.1	43.7
	比率(%)	83.3	83.2	85.1	78.9	80.1	80.2	73.9	64.5	66.1

17) Ibid.

18) B.E. Gup, op. cit., p.120.

人信用基金	總資產	48.7	63.3	98.4	114.8	134.5	153.5	141.4	118.6	147.8
	普通株	27.7	41.6	68.0	76.1	91.2	107.0	92.4	66.0	90.1
	比率(%)	56.9	65.7	69.1	66.3	67.8	69.7	65.3	55.6	61.0
普通基金	總資產	1.9	2.8	7.5	10.1	12.7	15.2	15.9	12.9	14.3
	普通株	0.9	1.5	3.3	4.3	5.5	7.1	6.4	4.2	5.6
	比率(%)	47.4	53.6	44.0	42.6	43.3	46.7	40.2	32.6	39.2

자료 : SEC, Statistical Bulletin 에서 인용한 S. A. Tinic & R. R. West, Investing in Securities, (Ad-  
dition-Wesely Publishing Company, Inc., 1979,) p. p. 530~531.

産運用面에서도 普通株 保有의 比重이 대단히 높게 나타나고 있음을 알 수 있다. 資産規模面에서 相對的으로 낮은 投資會社와 普通 信用基金은 총자산에 대한 株式의 投資比重을 낮추어 가는 傾向을 보였다. 오늘날 美國의 私的·公的 年金基金(pension funds) 資産規模는 刮目할 만큼 成長하고 있는데,<sup>19)</sup> 그 資産總額面에서 보다 큰 非保險 私的 年金基金(private noninsured pension funds)이나 人的 信用基金(personal trust funds)은 株式 投資比重을 높여가는 傾向을 보여 왔다. 그런데 美國의 機關投資家들은 株式의 포트폴리오(portfolio)를 그들의 株式 保有量의 擴大速度 만큼 巨大會社의 株式에 集中化 시키고 있다고 한다.<sup>20)</sup> 機關投資家の 型에 따라 그 差異는 있지만 株式 保有를 몇몇 相對的 大企業에 偏重시키고 있어 問題點으로 指摘되기도 한다.

또한 株式市場의 機關投資化 現象은 株式去來의 活動面에서도 살펴볼 수 있다. <表 3>은 뉴욕

<표 3> NYSE 去來總量 對 機關去來狀況

區 分	去來量 $\left( \frac{\text{機關去來額株數}}{\text{NYSE 總去來額株數}} \right)$	去來金額 $\left( \frac{\text{機關去來額}}{\text{NYSE 總去來額}} \right)$
1 9 6 1	33.0(%)	38.7(%)
1 9 6 3	30.9	35.3
1 9 6 5	39.3	47.0
1 9 6 6	43.0	47.5
1 9 6 9	55.9	61.9
1 9 7 4	58.9	69.0
1 9 7 6	57.3	70.3
* 1 9 8 0	64.9	71.7

자료 : 한국증권감독원, 증권조사월보, 제34호(80.2) p. 13.  
\*는 한국 증권거래소, 주식, 제164호(80.4)

19) 美國 年金基金의 資産規模(연도말기준)

	1976	1977	1978	1979	1980
非保險型私的年金(10억 \$)	171.9	178.5	198.6	222.4	286.1
保險型私的年金 (10억 \$)	89.0	101.5	119.1	139.2	164.6
公的年金 (10억 \$)	120.6	132.6	153.0	170.1	202.7

(資料 : FRBNY, Quarterly Review, Autumn 1981., p. 2.)

20) D.E. Farrar & L. Girton, op. cit., p. 379.

증권거래소에서 機關去來狀況을 나타낸 表이다.

<表 3>에서 機關投資家の 活動比率은 1961年 去來量의 33%, 去來金額面으로는 38.7% 이던 것이, 1976년에는 各各 57.3%, 70.3%로 增加하게 되었다. 1980년에는 機關投資家の 去來比重이 去來量에 있어서는 NYSE 全去來量의 64.9%, 去來額에 있어서는 71.7%로 나타났다. 이것은 個人에 비해 機關投資家が 優良高價株를 선호하고 있음을 알 수 있다.<sup>21)</sup>

또 大規模 브릭去來(large block transaction)는<sup>22)</sup>, 機關投資家の 成長으로 나타난 現象이라고 볼 수 있는데, NYSE에서 1965年 2,171件의 브릭去來가 있었고, 그 금액은 18億弗 정도였는데 1976년에는 47,632件으로 292億弗로 나타났으며, 1977년에는 54,275件으로 機關投資家の 增大를 단적으로 表現한다고 볼 수 있다. 1980年 4/4分期 機關投資家들의 注文 1件當 平均量은 762株로써 1976年の 446주에 비해 70% 늘어난 것이며, 平均注文金額은 25,885弗로써 1976年の 12,289弗보다 약2배이상 그 규모가 커졌다고 한다.

## 2. 日 本

한편 日本의 株式市場도 역시 個人投資家の 株式所有 比重이 점차 減少하는 傾向을 보이면서 機關投資家の 株式所有 比重은 점점 增加하는 傾向을 보이고 있다. 이러한 傾向을 보이는 것이 <表 4-a, b>에 나타나 있다.

日本의 機關投資家の 株式保有는 대단히 큰 比重(事業法人포함, 79년말 69.4%)을 차지하고 있으며, 특히 銀行信託의 持株比率은 꾸준히 增大되고 있다. 投資信託을 除外한 銀行·信託銀行

<표 4. a> 日本機關投資家の 上場株式 보유상환

(단위 : 천주, %)

區 分	投資信託	保險會社	銀行 등의 金融機關	事業法人等	機關投資家 小 計	個 人
1 9 7 3	1,799,856 (1.2)	23,548,120 (15.7)	27,297,820 (18.2)	41,246,707 (27.5)	93,892,503 (62.6)	49,196,072 (32.8)
1 9 7 4	2,547,288 (1.6)	25,154,70 (15.8)	28,816,196 (18.1)	43,144,692 (27.1)	99,662,646 (62.6)	53,333,844 (33.5)
1 9 7 5	2,767,880 (1.6)	28,024,787 (16.2)	31,484,638 (18.2)	45,497,031 (26.3)	107,774,337 (62.3)	51,952,492 (33.5)
1 9 7 6	2,568,175 (1.4)	30,267,776 (16.5)	34,120,038 (18.6)	48,611,883 (26.5)	115,567,872 (63.0)	60,535,552 (33.0)
1 9 7 7	3,865,439 (2.0)	32,856,235 (17.0)	36,335,130 (18.8)	50,637,256 (26.2)	123,694,060 (64.0)	62,040,302 (32.1)
1 9 7 8	4,290,929 (2.2)	34,354,019 (17.3)	46,240,907 (23.2)	52,332,359 (26.3)	137,218,214 (68.9)	61,431,892 (30.9)
1 9 7 9	3,971,236 (1.9)	35,573,701 (17.2)	49,921,477 (24.1)	53,993,615 (26.1)	143,460,029 (69.4)	62,876,811 (30.4)

자료 : 한국증권 금융(주), 증권금융, 제60호(80.11), p.20.

21) 韓國證券去來所, '81 下半年 F.I.B.V. 會員動向, 株式제164호(82.4), p.21.

22) 美國에서의 브릭거래는 1萬株 또는 그 이상의 去來를 말한다.

〈표4·b〉 日本의 金融機關(投信除外) 持株比率(단위 : %)

年 度	金 融 機 關	銀行·信託 (投信除外)	生命保險會社	損害保險會社	證券金融會社	其他金融機關
1 9 7 3	33.9	16.2	11.1	4.6	0.9	1.1
1 9 7 4	33.9	16.3	11.2	4.6	0.8	1.0
1 9 7 5	34.4	16.4	11.5	4.7	0.8	1.1
1 9 7 6	35.1	16.8	11.8	4.7	0.7	1.0
1 9 7 7	35.8	16.9	12.2	4.8	0.9	1.1
1 9 7 8	36.6	17.4	12.4	4.9	0.8	1.1
1 9 7 9	36.9	17.6	12.3	4.9	0.9	1.2

자료 : 한국증권 거래소, 주식 제154호(81. 6), p. 31.

의 所有株式數는 79년은 78년 보다 18.5억株가 增加하여 364.5億株로 나타내어 17.6%의 持株比率을 보였다. 특히 이들 名義의 株式中에서 3年金信託分은 最近 大幅적으로 그 受託額이 늘어나고 있고, 株式 編入率도 上昇하여 株式保有額은 해마다 增加하는 경향을 띠고 있다고 한다.<sup>23)</sup> 生命保險會社의 所有株式數는 79년에 78년 보다 8.4억株가 늘어나 255억株로써 持株比率은 0.1포인트 떨어진 12.3%로 나타났고, 損害保險會社의 持株數는 3.8억주 增加한 100.8億株로써 4.9%의 持株比率을 나타냈다. 投資信託의 所有株式數는 1979년에 39.7억株로 前年度보다 減少되었으나 3年만에 처음으로 나타난 現象이며, 證券會社는 79년에 41.5억株로 前年보다 增加하여 그 持株比率이 0.2포인트 上昇하여 2.0%로 나타났고, 證券金融會社의 保有株式數는 79년에 17.6억株로 持株比率은 0.9%를 기록하였는데, 證券會社는 自己融資株數가 增加했고, 證券金融會社는 貸借去來의 擔保株數가 크게 늘어나는 등 信用去來가 활발해졌기 때문이라고 한다.<sup>24)</sup> 事業法人 등의 所有株式數는 79년에 540억株로 前年보다 16.1억株 증가하였으나 그 持株比率은 0.2포인트 떨어진 29.1%로 낮아졌다.

日本의 證券市場(流通市場)에서 機關投資家の 去來動向을 <表 5>에서 살펴보면 個人部門의 去來株式의 比重이 매년 낮아지고(73年 78.2%→77年 68.0%)있는 반면에, 法人部門은 매년 증가하고 있다. 특히 投資信託의 去來活動은 두드러지게 증대하고 있다. 1979年 중에 銀行·信託銀行이 6.9억株 買受超過를 나타냈고, 投資信託이 5억株 賣渡超過, 保險會社가 3.3億株 買受超過, 證券會社가 4.3억株 買受超過, 事業法人 4.2억株 買受超過를 각각 나타내었다. 즉 投資信託 이외의 機關投資家は 買受超過 現象을 보이고 있어 그들의 株式市場 참여비중은 날로 증대하는 추세를 엿볼 수 있다. 그리고 日本에서는 美國과 달리 機關投資家들이 大型株·中型株·小型株 모든 部門에서 그들의 持株數를 늘려가고 있다고 한다.<sup>25)</sup>

지금까지 美國과 日本의 先進 證券市場에서 機關投資家の 投資活動이 株式 保有 比率面에서나 株式 去來 活動面으로 보더라도 대단히 크게 增大 되고 있는 추세이며, 앞으로 계속 증대될

23) 韓國證券去來所, 主要國의 株式分布狀況調査, 株式 제154호(81.6), p. 31

24) 上掲書, p. 32.

25) 上掲書, p. 34.



〈표 5〉 일본의 株式賣買 狀況(단위: 백만주, %)

	1973		1974		1975		1976		1977		1978		1979	
	賣買株數	%	賣買株數	%	賣買株數	%	賣買株數	%	賣買株數	%	賣買株數	%	賣買株數	%
賣買合計	69,127	100.0	53,807	100.0	57,292	100.0	77,724	100.0	76,017	100.0	162,051	100.0	174,344	100.0
個人 (買受초과)	54,084 (△512)	78.2	42,165 (125)	78.4	42,302 (△230)	73.8	54,534 (△1,050)	70.2	51,680 (△1,194)	68.0	77,825 (△1,263)	48.0	77,219 (△851)	44.3
外國人 (買受초과)	3,145 (△773)	4.5	1,734 (△924)	3.2	2,294 (370)	4.0	3,602 (△113)	4.6	3,526 (△729)	4.6	6,007 (△478)	3.7	6,311 (△23)	3.6
法人 (買受초과)	11,898 (844)	17.2	9,908 (650)	18.4	12,696 (138)	22.1	19,588 (1,143)	25.2	20,811 (1,769)	27.4	78,219 (2,713)	48.3	90,814 (1,207)	52.1
生損保險 (買受초과)	530 (124)	0.8	689 (215)	1.3	1,008 (140)	1.8	1,394 (626)	1.8	1,546 (517)	2.0	2,184 (460)	1.3	2,098 (328)	1.2
銀行 (買受초과)	1,056 (160)	1.5	743 (101)	1.4	770 (66)	1.3	1,226 (314)	1.6	1,518 (349)	2.0	3,760 (903)	2.3	6,704 (692)	3.8
投資信託 (買受초과)	1,977 (△83)	2.9	2,201 (495)	4.1	3,330 (314)	5.8	6,046 (△24)	7.8	6,955 (846)	9.1	10,796 (450)	6.7	10,529 (△498)	6.0
事業法人 (買受초과)	5,122 (602)	7.4	3,530 (△334)	6.6	5,096 (△602)	8.9	7,552 (△109)	9.7	6,893 (△406)	9.1	15,538 (422)	9.6	16,746 (320)	9.6
기 (買受초과)	3,213 (41)	4.6	2,745 (173)	5.1	2,492 (220)	4.3	3,370 (336)	4.3	3,899 (463)	5.2	45,941 (478)	28.3	54,737 (365)	31.4

자료: 東京證券去來所, 統計年報에서 인용한 日本의 證券市場, 東洋經濟新聞社, 1981, pp.186~187.

註: 1. 77년 이전까지는 東京證券市場 1부의 總합증권사의 매매거래인.

2. 78, 79년 통계는 東京, 大阪市場 1, 2부 매매 거래인.

3. △표시는 賣渡超過를 나타냄.

전망으로 나타나고 있어, 株式市場은 機關投資化 되고 있다고 結論지을 수 있겠다.

### C. 債券市場의 機關投資化

債券市場은 國公債 및 會社債와 같은 元金償還, 利子支給 등의 發行條件이 明示된 有價證券을 發行하고 流通시키는 市場을 意味한다.

이 節에서는 美國·日本의 機關投資家의 債券保有狀況을 通해 債券市場의 機關投資化되는 現象의 概略을 살펴보도록 한다.

美國의 中長期 國債 保有 現況은 <表 6-a>에서 살펴 볼 수 있는데, 1977년말 현재 商業銀行이 20%, 聯邦準備銀行이 19.4%로서 가장 많이 보유하고 있다.

<표 6-a> 美國 中長期國債 保有狀況

(單位: 10億弗)

區 分	1975			1976			1977		
	金額	構成比	構成比	金額	構成比	構成比	金額	構成比	構成比
保 有 者 計	163.5	100.0%	%	210.3	100.0%	%	229.2	100.0%	%
美國政府機關 및 信託 基金	16.6	10.2	35.3	14.5	6.9	28.5	12.5	5.5	24.9
聯邦準備銀行	41.1	25.1		45.4	21.6		44.5	19.4	
民間保有者計	105.8	64.7	100.0	150.4	71.5	100.0	172.2	75.1	100.0
商 業 銀 行	34.5	21.1	32.6	47.1	22.4	31.3	45.9	20.0	26.6
相 互 貯 蓄 銀 行	2.3	1.4	2.2	2.9	1.4	2.0	3.0	1.3	1.7
保 險 會 社	5.6	3.4	5.3	8.1	3.9	5.5	10.0	4.4	5.9
事 業 法 人	2.3	1.4	2.2	3.2	1.5	2.1	3.7	1.6	2.1
貯 蓄 貸 付 組 合	1.9	1.2	1.9	2.6	1.2	1.7	2.6	1.1	1.5
州 地 方 政 府	4.0	2.4	3.7	5.7	2.7	3.8	7.6	3.3	4.4
其 他	55.3	33.8	52.2	81.0	38.5	53.8	99.5	43.4	57.8

자료: 美國 財務省 資料를 인용한 證券學會誌, 제 1집(1980), p. 226.

<표 6-b> 美國 機關投資家의 社債保有狀況

(單位: 10億弗, %)

區 分	個 人	外 國 人	商 業 銀 行	相 互 貯 蓄 銀 行	生 命 保 險	非 保 險 型 私 的 年 金	州·地方 政府職員 退職年金	相 互 基 金
1972	48.8(19.8)	2.8(1.1)	5.3(2.2)	14.2(5.8)	86.6(35.5)	28.2(11.6)	43.5(17.8)	5.1(2.1)
1973	49.1(19.1)	2.8(1.1)	5.7(2.2)	13.1(5.1)	92.5(35.9)	30.3(11.8)	49.4(19.2)	4.2(1.6)
1974	56.6(20.2)	1.0(0.4)	6.8(2.4)	14.0(5.0)	96.4(34.3)	35.0(12.5)	55.9(19.2)	3.8(1.3)
1975	65.9(20.8)	2.6(0.8)	8.6(2.7)	17.5(5.5)	105.5(33.3)	37.8(11.9)	60.9(19.2)	4.8(1.5)
1976	71.8(20.2)	3.6(1.0)	9.8(2.8)	20.2(5.7)	122.0(34.3)	39.8(11.2)	67.6(19.0)	6.0(1.7)

자료: SEC, Flow of Funds에서 인용한 한국증권금융(주), 증권금융제 60호(80.11) p. 21.

美國의 主要機關投資家의 社債 保有 現況을 <表 6-b>에서 살펴보면, 1976年末 現在 生命保險이 1220億弗(社債 發行 殘額의 34.3%), 州政府 退職 年金이 676億弗(社債 發行 殘額의 19.0%),

非保險型 私的 年金 398億弗(社債 發行 殘額의 11.2%) 등으로 集計되었다. 社債 總額 3555億弗 중에서 機關投資家는 74.7%를 차지하고 있다. 美國 社債市場의 機關化는 이미 1950年代 중반에 벌써 성숙기를 맞이하였으며, 그 후로는 株式市場의 機關化가 급속히 이루어지고 있다고 한다<sup>26)</sup>

〈표 7a〉에서 日本의 國公債 消化 狀況을 살펴보면, 1976년 현재로 금융기관이 국채72.1%, 政府保證債는 76.7%, 地方債는 68.6%를 보유하고 있어 국공채는 70%이상 機關投資家가 접하고 있다.

〈표 7-a〉 日本의 國公債 消化狀況

(單位: %)

債券	年度	累計								個人	投資 信託	其他	合 計
		金融 機關	都· 長銀	地銀	信託	保險	農中· 農 協 商	信金· 中	相銀				
國 債	66~70	83.1	47.9	18.6	3.3	3.4	3.4	3.3	3.3	9.0	—	7.9	100.0
	71~75	74.9	40.6	15.1	4.4	4.4	3.4	3.7	3.3	7.3	0.0	17.8	100.0
	1976	72.1	37.7	14.2	4.8	4.5	3.3	4.0	3.6	12.3	0.0	15.6	100.0
政 府 債	60~70	92.9	49.3	21.2	3.3	3.7	4.3	5.6	5.5	1.4	0.7	5.1	100.0
	71~75	73.6	32.8	16.9	2.8	3.4	5.1	7.6	5.1	2.8	0.7	23.0	100.0
	1976	76.7	33.1	22.0	2.8	3.2	3.7	6.2	5.7	0.2	0.0	23.1	100.0
公募地方債	66~70	76.3	58.2	2.9	1.3	3.7	7.2	1.8	1.2	16.4	2.3	4.9	100.0
	71~75	72.3	49.8	4.4	2.6	1.7	6.4	6.2	1.1	17.9	2.8	7.0	100.0
	1976	68.6	46.7	4.6	3.1	0.7	5.9	6.6	1.0	19.2	2.3	19.9	100.0

자료: 日本의 證券市場, 東洋經濟新報社, 1981, p. 171.

〈표 7b〉 日本 機關投資家의 社債保有狀況

(단위: 億円, %)

區 分	長期信用 都市銀行	地方銀行	信託銀行	保險會社	農協等	商中信金	相互銀行	機關投資 家 小計	個人其他	合 計
1 9 7 7	743 (17.6)	604 (14.4)	259 (6.2)	121 (2.9)	292 (7.0)	300 (7.1)	59 (1.4)	2,382 (56.6)	1,826 (43.4)	4,208 (100)
1 9 7 8	834 (19.1)	672 (15.4)	281 (6.4)	156 (3.6)	355 (8.1)	346 (7.9)	63 (1.5)	2,710 (62.0)	1,658 (38.0)	4,368 (100)
1 9 7 9	390 (17.4)	309 (13.8)	125 (5.6)	62 (2.8)	267 (11.9)	157 (7.1)	33 (1.5)	1,346 (60.1)	895 (39.9)	2,241 (100)

자료: 日本 公社債引受協會의 資料를 인용한 한국증권금융(주), 증권금융, 제60호(80.11) p. 21.

한편 日本의 機關投資家의 社債 保有現況은 〈표 7-b〉에 잘 나타나 있다. 日本의 機關投資家中에서 社債 保有의 比重을 크게 하고 있는 機關은 長期信用都市銀行(1979年 社債 發行 殘額의 17.4% 保有)와 地方銀行(1979年 社債 發行 殘額의 13.8%)으로 나타나고 있다. 1978年末 현재 機關投資家의 社債 保有 總額은 2710億엔 (社債 發行 殘額의 62.0%), 1979年末 현재는 1346億엔(社債 發行 殘額의 60.1%)으로 機關投資家의 株式 保有 比率이나 비슷한 水準으로 나타나고 있다.

26) 朴正旭, 前掲書, p. 228.

따라서 일본의 機關投資家は 株式 및 社債의 保有 比重이 證券市場 全體의 60% 이상 차지하고 있어, 證券市場의 機關化가 상당히 이루어져 있다고 볼 수 있다.

### Ⅲ. 우리나라 機關投資家の 現況(地位)

#### A. 우리나라 機關投資家の 범주

최근 우리나라 證券市場의 安定·成長問題가 提起되고 있는 바, 여기에 機關投資家の 役割이 매우 強調되고 있다. 우리나라의 경우 先進 各國과는 달리 機關投資家の 證券市場에 대한 참여도가 매우 낮다고 하는데, 우선 우리나라에서 機關投資家の 種類를 먼저 살펴보도록 한다.

우리나라에서는 1978년 일시 존재한 적이 있던 機關投資家 協議會에서 機關投資家를 銀行·投資信託·保險會社로 規定한 바 있으나, 1979년 12월에 改正된 法人稅法施行令 第67條의 3 第3項에서는 機關投資家の 범주로서 ① 證券投資信託業法에 의한 委託會社, ② 銀行法에 의한 銀行(韓國產業銀行·韓國外換銀行 및 長期信用銀行法에 의한 長期信用銀行을 包含한다.) ③ 保險業法에 의한 保險會社 ④ 證券去來法에 의한 證券會社 등으로 規定하고 있다. 그리고 一般的으로는 그 밖에 信託銀行 信託部門, 短期金融會社, 綜合金融會社, 年金基金, 各種 財團 등도 포함 시키고 있다.<sup>27)</sup>

우리나라 證券去來所의 株式分布狀況 調査는 1978년 2/4分期末부터 實質的 意味의 株主 개념을 도입하여 證券會社, 證券金融會社 및 證券投資信託 委託會社의 명의로 집계되었던 株式 가운데 고액 豫託株式, 證券貯蓄 加入者 豫託株式·信用去來 買入株式, 우리社株組合의 명의로 된 株式 및 株式型 投資信託의 信託財産으로 編入된 주식 등은 개인 소유주식으로 分類하여 集計하고 있다.<sup>28)</sup> 따라서 1977년 이전의 統計는 機關投資家の 所有量속에는 실질적 個人投資家の 것도 포함되어 있다.

#### B. 機關投資家の 證券市場 參與 比重

먼저 우리나라 株式 保有現況을 <表 8>에서 살펴보면 다음과 같다.

1980년末 現在 機關投資家の 株式保有는 1315.8百萬株로써 總上場株式의 27.6%를 차지하고 있으며, 1981년末에는 1337.1百萬株로써 31.8%를 차지하고 있다. 實質株式 개념으로 調査된 1978년 이후 매년 1.8~4.3포인트씩 增大하는 傾向을 보이고 있다. 證券會社의 所有株式數는 1981년末 95.6百萬株로 集計되어 持株比率는 2.3%(80년 2.21%)로 나타나 실질주주 개념이 도입된 1978년末 1.8%보다 0.5포인트 增加하였다. 또 金融機關은 1981년末 23.99百萬株 5.7%로 1977年

27) 韓國證券金融(株), 前掲書, p. 18.

28) 韓國證券去來所, 株式, 제154호, p. 9.

〈표 8〉 우리나라 機關投資家의 株式保有狀況

(단위 : 천주, %)

區 分	銀 行 (金融機關)	證券會社	保險會社 및 其他法人	政府 및 政府 管理企業	個 人	外國人	合 計
1 9 7 3	25,251 (7.9)	11,484 (3.6)	41,827 (13.0)	63,486 (19.8)	176,995 (55.2)	1,848 (0.6)	320,891 (100)
1 9 7 5	68,909 (8.1)	53,307 (6.3)	149,915 (17.7)	117,752 (13.9)	448,236 (52.9)	8,776 (1.0)	846,891 (100)
1 9 7 7	124,319 (5.7)	331,058 (15.3)	349,921 (16.2)	371,838 (17.1)	957,758 (44.2)	32,298 (1.5)	2,167,192 (100)
1 9 7 8	178,246 (5.8)	54,893 (1.8)	477,003 (15.6)	438,310 (14.3)	1,871,079 (61.2)	38,906 (1.3)	3,058,437 (100)
1 9 7 9	203,911 (5.6)	59,770 (1.7)	666,277 (18.4)	518,380 (14.3)	2,113,914 (58.3)	65,951 (1.8)	3,628,203 (100)
1 9 8 0	239,743 (5.9)	90,827 (2.2)	785,300 (19.4)	585,198 (14.5)	2,268,726 (56.0)	80,552 (2.0)	4,050,346 (100)
1 9 8 1	239,860 (5.7)	95,612 (2.3)	1,001,563 (23.8)	86,710 (1.7)	2,737,902 (64.5)	83,155 (2.0)	4,244,802 (100)

자료 : 한국 증권거래소, 주식166호(1982.6) 통계편, p. p. 74 ~75.

이후 계속 6%未滿으로 머물고 있어, 1976년 이전보다 훨씬 낮은 比率로 保有하고 있다. 保險會社 및 其他法人은 1981년 1001.6百萬株로 23.8%의 持株比率을 나타내 1978년 이후 계속 그 比率을 높여가는 傾向을 보이고 있다. 여기서 其他法人이란 證券投資 信託業法에 의해 設立된 委託회사, 證券去來法에 의하여 設立된 證券金融會社, 서울信託銀行의 信託部門, 短期金融會社, 綜合金融會社, 信用保證基金, 信用協同組合 또는 마을金庫 및 相互信用金庫, 一般事業法人 등을 말한다.<sup>29)</sup>

요컨대, 우리나라 機關投資家의 株式保有比率은 實質株主를 基準으로 한 78년 이후부터 81년까지

〈표 9-a〉 우리나라 機關投資家의 債券保有狀況

(단위 : 억원, %)

	1 9 7 7	1 9 7 8	1 9 7 9
債券發行殘額	5,720 (100)	9,701 (100)	14,285 (100)
投資信託	1,037 (18.1)	2,255 (23.3)	3,603 (25.2)
金融機關(銀行)	2,866 (50.1)	2,819 (29.1)	3,000 (21.0)
損害保險	562 (9.8)	928 (9.6)	1,204 (8.4)
生命保險	310 (5.4)	557 (5.7)	550 (3.9)
證券會社	243 (4.2)	209 (2.2)	235 (1.6)
計	5,018 (87.7)	6,778 (69.9)	8,592 (60.1)

자료 : 한국 증권 감독원편, 증권금융, 제60호(80.11), p. 21.

29) 上揭書, p. 9.

〈표 9·b〉 우리나라 國債 및 國庫債券의 保有狀況

(단위 : 억원, %)

	韓國銀行	預金銀行	保險會社	其 他	發行殘額
1 9 7 7	97.1 (4.1)	499.3 (21.4)	41.6 (1.8)	1,700.2 (72.7)	2,339.2 (100)
1 9 7 8	109.4 (3.1)	1,759.6 (49.2)	133.4 (3.7)	1,575.7 (44.0)	3,578.1 (100)
1 9 7 9	108.6 (2.8)	1,689.5 (44.0)	113.8 (3.0)	1,975.3 (50.2)	3,837.2 (100)
1 9 8 0	108.1 (2.1)	2,060.3 (40.7)	90.2 (1.8)	2,810.1 (55.4)	5,068.0 (100)
1 9 8 1	107.4 (1.5)	1,901.7 (26.3)	333.8 (4.6)	4,880.4 (67.6)	7,223.3 (100)

자료 : 경제기획원, 한국통계월보, 제24권 제6호(82.,6), p. 150.

지 23~32% 水準에 머물고 있는 셈이므로 美國의 78年 43.4%, 日本의 79年 69.4% 보다 매우 낮은 水準이라고 평가할 수 있으며, 또 機關投資家の 株式市場에 대한 影響力이 아직까지 다른 나라에 비해 매우 미약하고 무기력하다고 判斷된다.

다음에는 機關投資家の 債券保有 比重을 〈表 9a〉에서 살펴보도록 한다. 〈表 9a〉에서 機關投資家の 債券 保有 狀況은 1977년에 總發行 債券 殘額의 87.7%(5018億원), 1978년에는 69.9%(6778億원), 1979年 9月末에는 60.1%(8592億원)를 차지하고 있다. 이것은 美國〈表 6a.b〉이나 日本〈表7-a.b〉의 水準에 비추어 보아 별로 뒤지지 않는 채권 보유 양상을 보이고 있어 債券의 機關投資化는 상당한 水準에 도달되어 있음을 알 수 있다. 投資信託이 차지하는 債券保有量의 比重이 每年 增大되고 있는 반면, 金融機關(銀行)과 生命保險 및 證券會社 등의 機關은 債券 保有 比重이 減少되고 있다.

### C. 機關投資家の 資産運用

機關投資家の 有價證券 投資參與 증대는 이들 機關의 資産運用에 健全化를 가져올 수 있고, 또 株式의 民主化를 위해서도 적극 장려되어야 한다고 한다. 우리나라 機關投資家の 投資對象은 다른 나라에 비하여 不動産 등에 큰 比重을 두고 有價證券에 대한 投資가 미약하였다고 흔히 지적 되곤 하였다. 그러면 우리나라 주요 기관투자자의 有價證券 投資狀況을 〈表 10〉에서 살펴보도록 한다. 우리나라의 重要 機關投資家마다 총자산에 대한 證券投資 比重의 推移가 다르게 나타나고 있다.

1981년에 總資産에 대한 證券投資比重이 1980년에 비해 減少된 機關投資家는 生命保險會社, 短期金融會社, 證券會社 등으로 나타났고, 그 比重을 높인 機關은 信託銀行 信託部門·綜合金融會社, 一般銀行, 證券投資信託會社, 損害保險會社의 順으로 나타났다.

즉 生命保險會社는 資産運用에서 1981年 證券投資 比重을 그 전년도에 비해 15.5 포인트 낮추어 總資産 中 19.6%로 有價證券에 投資하였고, 短期金融會社는 3.2포인트, 證券會社는 2.6포인트

〈丑 10〉 主要機關投資家の 有價證券投資狀況

(單位：億圓，%)

子 分		1 9 7 7	1 9 7 8	1 9 7 9	1 9 8 0	1 9 8 1
一般銀行	國內資産	56,578.5	80,642.1	108,262.0	146,285.6	190,603.3
	有價證券	3,915.6 (6.9)	4,231.2 (5.2)	5,534.6 (5.1)	11,149.8 (7.6)	16,691.6 (8.8)
短期金融會社	總資産	4,714.8	6,853.4	9,311.6	12,143.5	16,105.2
	有價證券	545.3 (11.6)	769.2 (11.2)	412.9 (4.4)	920.3 (7.6)	714.3 (4.4)
綜合金融會社	總資産	686.2	2,092.5	3,368.6	5,786.6	8,168.1
	有價證券	167.1 (24.3)	555.2 (26.5)	916.2 (27.2)	1,393.5 (24.1)	2,568.1 (31.4)
生命保險會社	運用資産	2,136.2	3,550.0	6,694.8	9,911.8	14,702.9
	有價證券	680.8 (31.9)	1,046.4 (29.5)	1,478.1 (22.1)	2,032.6 (35.1)	2,877.8 (19.6)
損害保險會社	運用資産	2,201.6	3,213.9	4,405.9	6,001.0	7,630.3
	有價證券	850.9 (38.6)	1,251.1 (38.9)	1,654.1 (37.5)	2,209.4 (36.8)	2,819.2 (36.9)
證券投資 信託會社	運用資産	1,587.2	3,182.7	4,492.7	7,504.8	15,636.1
	株 式	343.4 (21.6)	626.4 (19.7)	206.5 (4.6)	111.6 (1.5)	247.3 (1.6)
	債 券	1,103.4 (69.5)	2,330.6 (73.2)	4,057.8 (90.3)	6,823.6 (90.9)	14,353.4 (91.8)
證券會社	總資産	4,248.7	6,673.1	7,941.1	9,147.8	14,033.4
	株 式	561.6 (13.2)	388.6 (5.8)	513.6 (6.5)	745.5 (8.1)	814.7 (5.8)
	債 券		197.7 (3.0)	181.3 (2.3)	394.7 (4.3)	562.3 (4.0)
信託銀行 信託部門	總資産	6,058.3	8,687.3	12,297.1	20,882.2	33,946.3
	株 式	353.9 (5.8)	791.1 (9.1)	386.6 (3.1)	303.4 (1.5)	380.3 (1.1)
	債 券	1,750.6 (28.9)	3,124.8 (36.0)	6,374.1 (51.8)	10,741.1 (51.4)	20,980.0 (61.8)

- 자료 : 1) 韓國銀行, 調査統計月報, 제36권 제4호(82. 4)  
 2) 韓國保險會社, 保險調査月報, 제5권 제6호(82. 6)  
 3) 韓國投資信託, 證券投資信託, 제26호(82. 5)  
 4) 證券業協會, 證券 제31호(82. 3)

트 낮추었다. 또한 자산운용에서 證券投資에 比重을 높인 機關投資家 中에서 信託銀行 信託部門은 그 전년도보다 10.0포인트를 높여 1981年度에는 총자산의 62.9%인 21,360.3億圓을 有價證券

〈丑 11〉 機關投資家の有價證券別保有比重狀況

機關別	證券種類別	1977		1978		1979		1980		1981	
		百萬元	%	百萬元	%	百萬元	%	百萬元	%	百萬元	%
一般銀行 <sup>1)</sup>	國債	36,204	9.2	48,634	11.5	19,403	3.5	80,168	7.2	132,478	7.9
	株式及社債 <sup>2)</sup>	144,088	36.8	253,474	59.9	309,843	56.0	359,228	32.2	422,442	25.3
	其他 <sup>3)</sup>	211,267	54.0	121,011	28.6	224,211	40.5	675,587	60.6	1,114,235	66.8
	計	391,559	100.0	423,123	100.0	553,457	100.0	1,114,983	100.0	1,669,155	100.0
信託銀行部門 <sup>1)</sup>	國債	2,307	1.1	5,927	1.5	1,300	0.2	15,284	1.4	176,536	8.3
	株式	35,388	16.8	79,112	20.2	38,662	5.7	30,340	2.7	38,027	1.8
	社債	129,612	61.6	261,925	66.9	572,632	84.7	980,690	88.8	1,828,979	85.6
	其他	43,138	20.5	44,632	11.4	63,480	9.4	78,138	7.1	92,491	4.3
計	210,445	100.0	391,596	100.0	676,074	100.0	1,104,452	100.0	2,136,033	100.0	
投資信託	株式			62,640	19.7	20,645	4.6	11,162	1.5	24,732	1.6
	社債			233,057	73.2	405,781	90.3	682,357	90.9	1,435,342	91.8
	其他(물론호)			22,575	7.1	22,841	5.1	56,963	7.6	103,533	6.6
計			318,272	100.0	449,267	100.0	750,482	100.0	1,564,595	100.0	
證券會社	株式			38,862	66.2	51,357	73.9	74,554	65.4	81,466	59.2
	債券			18,974	32.4	16,296	23.5	38,198	33.5	56,210	40.8
	(國債)			2,533	4.3	1,571	2.3	8,847	7.8	7,257	5.3
	(地方債)			236	0.4	148	0.2	451	0.4	2,338	1.7
	(特殊債)			2,927	5.0	2,978	4.3	4,463	3.9	10,321	7.5
	(社債)			13,278	22.6	11,599	16.7	24,437	21.4	36,294	26.4
	其他			796	1.4	1,832	2.6	1,271	1.1	—	—
計			58,632	100.0	69,485	100.0	114,023	100.0	137,676	100.0	
生命保險會社	株式	37,081	54.5	48,291	46.4	59,498	41.6	85,646	46.4	122,892	47.3
	國債	28,809	42.3	47,634	45.8	56,471	39.5	75,067	40.7	122,637	47.2
	社債	2,189	3.2	8,090	7.8	27,042	18.9	23,844	12.9	14,455	5.5
	其他	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
計	68,079	100.0	104,015	100.0	143,011	100.0	184,557	100.0	259,985	100.0	
損害保險會社	株式	29,009	34.0	33,110	26.3	47,459	28.4	57,986	28.2	70,557	29.2
	國債	51,912	60.9	86,364	68.6	100,270	60.1	124,162	60.4	134,140	55.4
	社債	3,966	4.7	5,824	4.6	16,831	10.1	21,329	10.4	15,952	6.6
	其他	321	0.4	614	0.5	2,415	1.4	2,112	1.0	21,384	8.8
計	85,208	100.0	125,912	100.0	166,975	100.0	205,589	100.0	242,034	100.0	

1) 貸與有價證券 포함  
 2) 産業金融債, 電力債 포함  
 3) 地方債券, 宅債通貨安定證券, 國民投資債券 포함  
 〈資料〉: 韓國銀行, 調查統計月報, 제36호 제4호(82. 4)  
 大韓投資信託(株), 投資信託, 제30호(82. 6)  
 大韓證券業協會, 證券, 제31호(82. 3)  
 韓國保險會社, 保險調查月報, 제5권 제6호(82. 6)



에 투자하였다. 綜合金融會社는 7.3포인트, 一般銀行은 1.2포인트, 證券投資信託會社는 1.0포인트 그 비중을 증가시켰는데, 資產規模가 비교적 큰 機關投資家들이 1980년에 비해 1981년에 有價證券投資比重을 높이고 있음이 밝혀졌다.

그런데 대부분의 機關投資家들은 그 자산운용에서 株式에 대한 투자를 낮추고, 債券投資를 選好하는 경향을 보이고 있다.(표11) 유가증권 보유액에 대한 株式의 비중은 1981년에 증권회사 59.2%, 생명보험회사 47.3%, 손해보험회사 29.2%를 나타내어 비교적 높게 나타나고 있으나, 투자신탁회사 및 신탁은행 신탁부분은 2%도 차지하지 못하고 있다. 일반은행의 證券保有는 株式과 社債의 비중을 줄여가고 있으며, 기타 즉 國債와 公債의 保有比重을 더욱 높여가고 있다. 특히 銀行의 特性에 비추어 資產運用上 安定性 위주의 경향을 가지므로 株式保有比重은 더욱 낮아질 것으로 판단된다. 따라서 銀行의 證券投資는 債券위주의 경향을 띠고 있다.

信託銀行 信用部門의 有價證券 投資狀況에서도 株式의 比重은 급격히 低下되고 있으며, 債券投資의 比重이 높아지고 있다.

投資信託의 信託財産의 運用狀況에서도 株式編入 比率를 총신탁재산의 2%에도 못 미치고 있으며, 90%이상 債券에 투자하여 運用하고 있다. 포트폴리오 分析技法에 의하여 分散投資를 行하는 것이 더욱 많은 危險을 줄일 수 있다고 하는데, 우리나라의 경우 投資信託이 信託財産의 分散을 위해 1976~1980年 사이 평균 株式型 編入 株式數를 154個 種目に 투자하였다고 한다.<sup>30</sup>

證券會社의 商品有價證券의 投資比重을 살펴보면, 株式에 대한 投資比重(1981년의 경우 59.2%)을 他 金融機關에 비하여 가장 높게 두고 있으나, 매년 그 비중이 감소하고 있으며, 債券의 投資比重을 높여 나가고 있다. 債券의 投資比重은 社債, 特殊債, 國債, 地方債의 順序로 投資하고 있다. 生命保險會社의 有價證券中 株式의 保有比重은 1981年末 47.3%를 차지하고 있으며, 債券에 52.7%(대부분 國公債)를 割當하고 있다. 또 損害保險會社에서는 全保有 證券 中에서 國公債에 60% 이상 投資해 오다 1981년에 55.4%의 比重을 두고 있고, 株式에 대한 投資比重은 30%정도를 投資하고 있다.

따라서 證券市場에서 機關投資家의 참여비중은 매년 증가되고 있으나, 機關投資家들의 資產運用面에서 볼 때 安定性위주의 運用으로 株式에 대한 投資比重을 낮추고 있는 경향으로 밝혀졌다

#### IV. 機關投資家의 證券投資 行動決定

##### A. 機關投資家의 投資目標 選定

一般的으로 어떤 投資家이든 投資者의 主要 關心事는 역시 富(wealth) 또는 效用(utility)의 極大化인 것이다. 證券投資者는 期待-危險 水準에 有效한 포트폴리오 管理를 行하여 자신의 富의

30) 朴正旭, 前掲書, p. p. 172~173.

極大化를 피하게 되는데, 이것은 투자자의 年令, 社會經濟的 背景 등에 의해 決定된다. 證券投資 者의 投資決定은 그들에게 주어진 投資機會들 중에서 選擇行動으로 나타나고, 이것은 投資家의 豫測 能力, 危險에 대한 態度 등에 따라 달라진다.<sup>31)</sup> 投資者의 選擇行動은 代案의 決定→狀態과 악→展望의 과정을 거쳐 決定되는데, 여기에 投下된 元金에 대한 安全性, 收益의 安全性, 市場 性 및 成長性 등의 4가지 要件이 고려되어야 한다. 이러한 4가지 要件의 고려로 證券投資를 행 할 때 投資者는 우선 投資對象의 選擇. 分散投資, 選擇證券의 賣買時期를 중요과제로 삼게 된다.

그러나 機關投資家의 投資目標 設定은 個人投資家의 경우와는 달리 그들의 選擇보다도 法的 規制에 연유되는 경우가 대부분이다.<sup>32)</sup> 또 資金의 性格, 稅制의 영향등에도 기인된다. 일반적으로 機關投資家は 構造的 性格上 保守的 資産運用의 投資姿勢를 堅持하기 쉬우며, 證券市場의 場 況을 先導하기 보다는 이따가가는 消極的 態度를 나타내기 쉽다. 더구나 機構上의 체계로 보아 最終意思決定까지의 節次가 복잡하고, 時間이 過多하게 소요되는 약점이 있게 마련이다.<sup>33)</sup>

#### 1) 銀行의 投資目標

銀行은 國民經濟 發展을 위해 成長通貨의 供給과 民間 貯蓄의 企業投資에 연결시키는 役割 수 행을 목적으로 한다. 일반적으로 銀行은 民間 또는 公共機關으로 부터 預金을 受入하여 이것을 고객에게 貸出하고 有價證券 및 그 밖의 收益財産을 購入하는 동시에 各種의 서어비스를 提供하 는 企業體이다.<sup>34)</sup> 근래에 와서는 銀行의 業務 범위가 商業어음의 割引이라는 傳統的 領域을 벗 어나서 中長期 貸出, 投資, 信託 등도 취급함으로써 이른바 百貨店式으로 經營의 內容이 多岐化 되어 있는 多生産物業體(multi-product firm)로서의 性格을 지니게 되었다. 또한 오늘날 美國이 나 日本등의 國家에서 銀行의 證券化(銀行의 證券業務취급)와 證券의 銀行化(證券會社의 銀行업 무 취급)現象이 나타나고 있는바, 이러한 現象을 金融革命이라고 까지 부르고 있다.<sup>35)</sup>

일반은행이 有價證券에 投資하는 動機는, 첫째 支拂準備의 一部를 有用하게 運用하기 위해서, 둘째 資金의 安全한 維持와 확실한 수익을 올리기 위해서, 셋째 景氣變動등의 理由로 자금 수 요 감퇴로 遊休資金 發生時 유리하고도 확실한 運用을 위해서 등으로 볼 수 있다.<sup>36)</sup> 만약에 銀行의 投資行動이 不安定하다면 國民經濟와 貨幣供給의 不安定을 초래하게 된다. 따라서 銀行의 投資對象이 되는 證券은 市場價格이 비교적 安定되어 있고 流動성이 높은 것이 바람직하다.

銀行의 投資證券은 要求拂預金의 支拂準備로서의 機能을 지니고 있다. 따라서 預金引出 要求 를 充足시키기 위해서 換金성이 높은 有價證券이 選擇되어야 하며, 아울러 投資元金の 安全性 또 한 重要한 要件이 된다. 또한 銀行의 證券投資는 預金의 支拂準備로서의 意味뿐만 아니라 重要

31) 池清, 曹淡, 投資論(貿易經營社, 1981.) p. 79.

32) J. C. Francis, Investments; Analysis and management, 2nd ed., (McGraw-Hill, Inc., 1976.) p. 485.

33) 大韓投資信託(株), 펀드 매니저 제도에 관한 考察, 投資信託 제27호 (81.12), p. 9.

34) 趙淳, op. cit., p. p. 180~183.

35) 日本經濟新聞社編, 金融革命; 銀行 vs 證券(日本經濟新聞社, 1982.) p. p. 50~54.

36) 李碩崙, 銀行論, 개정증보판, (博英社, 1981.) p. p. 256~257.

한 收益의 원천으로서 意味를 가지므로 收益性이 높은 證券에 投資하는 것은 당연하다. 이러한 要件 즉 投資元金の 換金性和 安定性 및 投資所得의 安定性을 모두 充足시키기 위해서는 株式보다는 國債나 地方債와 같은 公債 및 會社債가 더욱 우수하다고 볼 수 있다.

銀行의 投資目標 設定에서는 財務的 變動 危險에 대처하기 위해 投資元金の 安定性을 엄격히 保障할 수 있는 高級收益證券으로 流動性이 있는 것을 선택되어야 한다. 이러한 證券은 利率率 變動 危險에 대해서는 負擔餘力을 지니고 있지 못한 취약성을 지니고 있지만, 實質的인 安定性의 投資要件을 지니고 있기 때문에 危險損失이 거의 없게 된다.<sup>37)</sup>

## 2) 保險會社의 投資目標

保險會社의 資產은 保險契約者와 株主가 納入한 保險料와 資本金에 의하여 調達된다. 損害保險會社의 경우도 그러하지만, 특히 生命保險會社 資本金의 資產에 대한 比率는 會社全體의 保險契約高가 增加함에 따라 相對的으로 低下하여 그 納入 당초의 의미를 상실하고 資產의 대부분은 契約者가 納入한 保險料에 依存하게 된다. 이것은 銀行의 경우와 마찬가지로 自己資本이 負債에 비해서 대단히 적다는 것을 意味한다.<sup>38)</sup> 保險會社는 自己資本에 비하여 相對的으로 큰 負債(保險料)를 대부분의 財源으로 資產을 運用하는데, 이를 效率的으로 運用하지 못할 경우 總資產에 弊損이 생기고 保險契約者에 대한 完전한 債務이행을 확보할 수 없게 된다. 保險資產의 效率的 運用을 위해서는 投資元金の 安定性을 維持해야 하는데, 이를 위한 投資危險 豫防의 安定的 投資方法은 種類別, 地域別, 企業別·多元的 分散投資를 행하는 것이다. 또 個別의 投資對象에 投下된 金額과 이에 의하여 얻어지는 收益의 比率를 높여야 한다. 그러나 安定性和 收益性은 調和되기 어렵다. 따라서 保險會社는 保險契約者의 負擔이 적은 保險料를 提供하기 위해 安全하고 收益性이 높은 投資對象을 선택하는 方法의 연구가 필요하게 된다. 또한 保險會社는 保險事故에 대비하여 保險資產을 손쉽게 처분할 수 있는 換金性이 강한 投資對象에 投資를 해야 한다. 換金性에 있어서는 生命保險과 損害保險이 그 事業의 特性으로 인하여 差異가 있다. 즉 生命保險은 收入과 支出이 定期的이고 規則的이며, 偶發的인 巨額事故가 發生하지 않으므로 換金性의 必要가 높지 않다. 그러나 損害保險은 保險金 支給의 事故가 偶發的이며 巨額이기 때문에 항상 換金性에 유의하여 投資하게 된다.

國民經濟의 成長·發展은 保險對象의 量的 增加와 保險의 大衆化를 초래하였고, 이에 對應하여 保險事業의 經營規模가 점차 巨大化되어 國民經濟的 比重이 커지고 그 機能이 重要視됨에 따라 保險資金은 公共의 目的에 적합하게 運用되어야 할 必要性도 있게 된다.<sup>39)</sup>

## 3) 投資信託의 投資目標

零細大衆資金을 基金(funds)으로 證券에의 投資 運用을 함으로써 長期產業資金을 供給하는 機關이 投資信託이다. 이러한 投資信託은 不確實性이 높은 오늘날의 投資與件으로 부터 投資者의

37) 李聖淳, 投資決定論, (法文社, 1978.) p. p. 559~560.

38) 上掲書, p. p. 561~563.

39) 金圭鉉, 保險業會計, 稅務와 會計 제156호(1982. 6). p. p. 163~166.

財産増殖을 效果의 으로 促進하는 長期投資機關으로 발전되어야 한다. 따라서 投資信託은 投資者들의 財産運用上의 危險을 대신하는 金融서비스를 행하게 된다.

우리나라의 投資信託業은 1970년에 韓國投資公社에 의해 證券投資의 低邊擴大와 證券需要開發을 위한 資本市場 育成策의 일환으로 실시되었으나, 대체로 본격적인 成長은 基金設定規模가 千億원을 돌파한 1977年 이후라고 볼 수 있다.<sup>40)</sup> 政府의 投資信託 活性化 方針에 따라 종래의 專業會社인 韓國·大韓 投信社 외에 올해 (1982年 國民投資信託會社가 設立되었다.

投資信託은 投資家들이 예기할 수 있는 취지서(the prospectus)를 명백히 밝힌 投資政策과 目的에 따라 證券投資를 행하게 된다. 즉 投資信託 基金은 投資目的에 의해 크게 主要 3개의 範疇(安定型 基金, 成長·收益型 基金, 成長型 基金)로 區別할 수 있다.<sup>41)</sup>

安定型 基金은 전형적으로 投資資産의 1/3을 會社債나 優先株등을 보유하고, 나머지 2/3 基金은 많은 種類의 普通株에 分散投資하게 된다. 이러한 安定型 基金은 危險의 最少化를 強調하여 保守的으로 管理되고, 危險에 따른 높은 期待收益을 찾지 않게 된다. 成長·收益型 基金은 높은 收益과 낮은 保險간의 選擇을 행하게 되는데, 普通株에 그들의 投資資金의 대부분을 投下하게 된다. 이 基金은 資本利得이나 配當所得을 찾고, 또 그들의 收益을 最大化하려는 노력에서 높은 危險狀況에서는 投資하지 않는다. 成長型 基金은 퍼포먼스 基金(performance funds)라고도 하는데, 收益의 最大化만 찾게 된다. 이 基金의 취지서는 항상 높은 資本利得의 추구에서 危險을 가정하는 사실을 나타내고 있다.

## B. 機關投資家에 대한 證券投資規制

機關投資家들의 投資行動에 대한 規制는 그들의 막대한 자금 동원 능력에 의해 不公正한 證券去來, 또는 獨寡占 所有(株式 民主化 沮害)등을 못하도록 하는데 그 目的이 있다. 따라서 機關投資家の 投資選擇은 一般的으로 個別的 法令에 의해 強要되어지고 있다.<sup>42)</sup>

우리나라, 美國, 日本 등의 경우는 各 機關投資家の 有價證券 投資에 대해 일반적으로 總資産의 一定率 限度 즉 最多投資限度(maximum requirement)를 設定하고 그 이내에서 自律的 投資를 할 수 있도록 하고 있다. 그러나 브라질의 機關投資家 資産運用에 대한 投資規制의 性格은 우리나라나 先進諸國의 그것에 비하여 매우 독특한 면을 보이고 있다. 브라질에서는 機關投資家들 資産의 一定率이상 즉 最少投資限度(minimum requirement or compulsory clause)를 設定하여 그 이상을 株式 등의 證券에 投資하도록 強制하고 있다.<sup>43)</sup> 이것은 證券市場에서의 機關投資家の 肯定的 役割을 기대하여 브라질의 民間企業에 대한 長期 安定資金 供給의 圓滑化와 이를 위한 證券市場의 長期 安定的 發展에 力點을 두었기 때문으로 이해할 수 있다.

40) 大韓投資信託(株), 金融産業改編과 投資信託의 方向과 發展方向, 投資信託 제30호(1982. 6), p. p. 9~12.

41) J. C. Francis, op. cit., p. 479.

42) Ibid., p. 485.

43) 韓國證券監督院, 證券調査月報 제36호(1980. 4), p. 9.

브라질의 機關投資家의 投資規制 內容은 <表 12>에 나타나 있는데 크게 2가지로 요약된다. 첫째로 機關投資家의 보다 積極的인 證券市場 參與을 促進시키자는 것인데, 특히 株式投資의 增大

<표 12> 브라질의 機關投資家別 投資規制內容

區分 機關投資家別	最少投資限度	投資分散要件(上限)	
		特定企業株式에 대한 投資規模限度	特定企業株式에 대한 持株率等限度
1. 法令 第157號 財政基金	運用資産의 80%以上을 國內民間公開企業의 株式 또는 轉換社債에 投資	運用資産의 4%以內	議決權있는 株式의 10%以內
2. 「유추업·펀드」(一般投資信託)	運用資産의 60%以上을 公開企業의 株式 또는 轉換社債에 投資	運用資産의 10%以內	議決權있는 株式의 10%以內, 當該特定企業의 總資産의 20%以內
3. 「法令 第1401號 投資會社(外國人專用投資信託)	運用資産의 50%以上을 國內民間公開企業의 株式 또는 轉換社債에 投資	〃	〃
4. 保險會社 가. 長期運用資産  나. 短期運用資産(1年以內)	運用資産의 30%~45%以上을 公開企業의 株式, 轉換社債 또는 一般社債에 投資, 이중 50%以上은 반드시 國內民間公開企業의 證券이어야 함. 運用資産의 0~25%以上을 公開企業의 株式, 轉換社債 또는 一般社債에 投資	〃  〃	〃  〃
5. 民間年金 가. 長期運用資産  나. 短期運用資産(1年以內)	運用資産의 20%~40%以上을 公開企業의 株式, 社債 또는 投資信託證券에 投資 이중 75%以上을 國內民間公開企業의 證券이어야 함. 運用資産의 0~50%以上을 公開企業의 株式 또는 社債에 投資, 이중 75%以上은 國內民間公開企業의 證券이라야 함.	運用資産의 2%以內(特定債券投資인 경우에는 4%以內) 但, 投資信託證券에 投資時에는 運用資産의 10%以內  〃	〃  〃

자료 : 「브라질」證券去來委員會의 자료를 인용한 한국증권감독원, 증권조사월보, 제36호(80. 4)

를 기하고자 하였다. 둘째로 機關投資者의 證券投資는 그 資產運用의 效率化를 기하는데 있으며 經營參加의 投資를 排除하고자 各 機關投資者는 特定企業에 대한 投資規制를 하는 이른바 投資分散要件(requirement for diversification)을 정하고 있다.

우리나라의 證券去來法에 의하면 「누구든지 上場法人이 發行한 株式은 누구의 명의로 하든지 自己의 計算으로 다음 各號에 規定하는 基準을 超過하여 所有하지 못한다. 단 議決權이 없는 株式은 總發行株式에 包含하지 아니 한다.

① 當該 有價證券이 新規로 上場된 당시에 100분의 10 이상을 所有하고 있는 株主는 그 所有比率

② 第1號의 株主 이외의 者는 總發行株式의 100분의 10(證券去來法 第200조 第1項)」로 規定되어 있어 機關投資家도 마찬가지로의 適用을 받게 된다.

證券會社는 證券去來法 제44조에 의하여 自己契約이 禁止되어 있고 同法 제64조 規定에 의하여 過度한 數量의 賣買去來와 不健全한 方法에 의한 賣買를 위한 金銭 또는 有價證券의 借入, 不健全한 財産의 保有 등을 禁止시키고 있다. 또 證券會社의 資產運用 準則은 證券去來法 제54조 및 同法 施行令 제37조의 規定에 의하여 證券管理委員會가 證券會社의 財産에 대해서 包括的 規制를 해 두었는데, 따라서 證券會社의 資產運用 및 有價證券의 管理는 이 準則이 定하는 바에 따라야 한다. (同準則 第4조~第7조)

銀行法의 證券投資에 대한 規制內容을 살펴보면, 「金融機關은 株式의 引受, 또는 償換期限 3年을 초과하는 社債, 其他 有價證券에 대한 投資를 그 要求拂預金의 100분의 25를 초과하여 할 수 없다. 다만 國債와 韓國銀行 通貨安定證券은 例外로 한다」(제22조)「直接 間接에 불구하고 當該 金融機關의 株式을 買入시키기 위한 貸出의 禁止」(제27조 제6항)「金融機關의 株式 또는 他 株式會社의 100분의 10을 초과하는 株式의 買入, 또는 恒久的인 所有의 禁止」(제27조 제10항)등을 規定하고 있다. 따라서 銀行등의 金融機關은 要求拂預金의 25%이내를 有價證券에 投資할 수 있고, 또 自社의 株式取得을 위한 貸出이 禁止되며, 어떤 한 會社의 株式을 總發行株式의 10% 이내만 投資할 수 있다.

한편 保險法 施行令 제14~16조의 規定은 保險會社의 財産利用 方法 내지 그 制限을 하고 있다. 保險會社의 資產運用 方法(제14조)은 ①國債·地方債·株式·社債 또는 特別法에 의하여 設立된 法人이 發行한 債券의 取得과 그 利用 ② 不動產의 取得 및 그 利用 ③ 貸付 또는 어음의 割引(保險契約者를 相對로 하는 것에 限함) ④ 金融機關에 대한 預金 ⑤ 信託會社에 대한 金銭 또는 有價證券의 信託 ⑥ ①~⑤와 類似한 方法으로 財務部 長官이 定하는 方法 등에 의한다. 이상의 方法에 의한 資產의 利用은 總資產에(移轉資產 除外)대한 다음과 같은 比率를 초과할 수 없다. (제15조) 즉 ① 株式의 所有 100분의 40 ② 不動產 所有 100분의 15 ③ 同一會社의 債券 및 株式의 所有 또는 이를 擔保로 하는 貸付 100분의 5 ④ 同一人에 대한 貸付 100분의 5 ⑤ 同一物件을 擔保로 하는 貸付 100분의 5 또는 同一會社의 株式을 對象으로 한 投融資는 그 會社의

總發行株式의 100분의 10

그리고 保險業法 施行令 제16조에는 위의 財産利用 方法과 比率에 관한 制限을 例外的으로 規定하기도 한다. 즉 保險事業者의 財産價格 變動, 擔保權의 實行, 기타 保險事業者의 意思에 기인되지 아니하는 事由로 인하여 保險事業者의 財産狀態에 變動이 생긴 때, 또는 財務部 長官의 承認을 얻은 때에는 그 制限을 適用하지 않도록 例外的으로 規定하고 있다.

投資信託會社의 證券投資 規制는 證券投資 信託業法에서 상세히 밝히고 있다. 그 중에서 有價證券 取得·買却 등의 指示規定(同法 제20조)에서 委證會社는 受託會社에 대하여 다음의 行爲를 指示하여서는 아니된다고 規定하고 있다. 즉 ① 全信託財産의 100분의 10을 초과하여 同一種目的의 有價證券에 投資하는 行爲 ② 同一會社가 發行한 株式總數의 100분의 20을 초과하여 當該會社 株式에 投資하는 行爲, ③ 非上場證券을 取得하는 行爲(다만, 上場株式의 新株引受權에 의한 取得은 예외로 함) ④ 同法 제2조 2의 경우에 發行한 受益證券 이외의 受益證券을 取得하는 行爲 ⑤ 自己會社나 自己會社任員 또는 主要株主가 所有하는 有價證券을 信託財産으로서 取得하는 行爲 ⑥ 信託財産으로 所有하는 有價證券을 前號에 規定하는 者에게 賣却 또는 貸出하는 行爲, 또 信託財産은 分別管理(同法 제26조)해야 한다고 規定해 두고 있다.

또 短期金融業法에서도 「短期金融會社는 資本金과 積立金 기타 剩餘金 合計額의 100분의 35를 초과하여 有價證券을 保有할 수 없다.」(同法 제13조) 등의 投資規制도 살펴볼 수 있다.

以上の 有價證券 投資規制를 要約하여 提示하면 다음의 <表 13>과 같다.

<표 13> 우리나라의 有價證券 投資規制

主體	所有可能 有價證券	所有限度	例	根 據 法 規	備 考
			外		
個人 또는 法人	상장, 비상장 유가증권	○상장주식 : ○상장당시 소유비 율의 10% 이상인 경우는 그 소유비 율 ○기타의 경우는 10 %  ○상장채권 및 비상장 유가증권은 제한없 음.	○공개매수에 의하 여 취득한 경우 ○직접거래에 의하 여 매수 또는 양 수한 경우 ○정부, 정부투자기 관 및 외국인투자 기업의 주주인 국인 또는 외국인 또는 양수한 경우 ○증권관리위원회 승인을 받은 경우	○증권거래법 제 200조 ○동법 제211조, 제215조 ○동법 부칙 제15 조 ○동법 시행령 제 86조	○'77년 2월 1일이전에, 상 장된 법인은 77년 2월1 일 이후 최초의 주주명 부 폐쇄 기준일 당시의 소유비율이 기준이 됨. ○위반할 경우 500만원 이 하의 벌금, 위반자가 법 인일 때는 그 법인의 대 표자 또는 담당 임원에 대하여도 같은 형을 과 할수 있음.
證券會社	상장, 비상장 유가증권	○총한도 동일법인이 발행한 유가증권; 총자산의 10% (특수관계인이 발행한 유가증권은 소유할 수 없음)	(1) 국공채, 특수채 및 특별법에 의하여 설 립된 법인의 출자 권 (2) 다음의 경우에 해 당하여 총한도를 과할 때에는 1년 이 내 처분하여야 함	증권회사 자산운 용준칙 제4조 내 시 제7	

	<ul style="list-style-type: none"> <li>○상장주식; 동일법인 발행주식의 5%</li> <li>○비상장주식; 원칙적으로 소유하지 못함</li> <li>○상장증권회사의 주식; 다은금액에 해당하는 주식수</li> <li>○동일상장증권회사의 소액주주의 요구건수에 해당하는 액수를 증권회사의 발행해당하는 금액</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①모집, 매출한 유가증권인 경우</li> <li>②신주인수권행사의 전신주 취득하는 경우</li> <li>③안정조성 또는 시장조성을 위하여 취득하는 경우</li> <li>④증권회사의 권리행사에 위하여 취득하는 경우</li> </ul> <p>상기 (2) 적용</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①국공채, 특수채 및 특별법에 의하여 설립된 법안의 자승인</li> <li>②모집, 매출한 회사채</li> <li>③상기 (2)의 ①, ②, ④</li> <li>④증권관리 위원회 승인을 받은 경우</li> </ul> <p>상기 (2) 적용</p>		
金融機關	상장, 비상장 유가증권	<ul style="list-style-type: none"> <li>○요구부예금의 25% (국채 및 통화안정증권 제외)</li> <li>○금융기관의 주식 보유 금지</li> <li>○동일회사의 주식; 발행주식의 10%</li> <li>○당해금융기관의 주식 또는 타회사 발행주식의 20%를 초과하는 주식을 대출금지</li> <li>○당해금융기관의 주식을 매입시키기 위한 대출금지</li> </ul>	<p>은행법 제22조, 제27조</p> <p>한국은행 은행감독원이 승인한 경우</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○의금금융기관의 국내지점 및 출장소 포함</li> <li>○한국의 국산업은행, 한국외환은행 및 증권업은행을 포함 (법인세법 시행령 제 67조3)</li> </ul>
保險會社	상장유가증권 (비상장유가증권은 다만 모집 또는 매출하는 유가증권인 외 주식)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○주식; 총자산(이연자산제외)의 40%</li> <li>○동일회사의 주식; 발행주식의 10%</li> <li>○동일회사의 유가증권; 총자산의 5%</li> </ul>	<p>재무부장관의 승인을 받은 경우</p>	<p>보험업법 시행령 제14조 내지 제16조</p>



	○1년 만기 정기예금의 배당금(장기적, 우선적 예의)			
投資信託會社	상장유가증권(비상장유가증권은 금지)	○동일종목의 유가증권; 전 신탁재산의 10% ○동일회사의 주식; 발행주식의 20% ○비상장 증권 취득 금지	재무부장관의 승인을 받은 경우. ○단 신주인수권 취득은 제외	증권투자신탁업법 제19조, 제20조
短期金融會社	상장, 비상장 유가증권	자본금, 적립금 및 계약금의 합계액의 35%		단기금융업법 제13조

## V. 機關投資家の 役割

### A. 國民經濟的 役割

機關投資家の 資本市場 參與比重은 各國의 事情에 따라 차이는 있지만, 날로 增大해지고 있음은 주지의 사실로 받아 들여진다. 우리 나라의 경우 機關投資家에 대한 配當所得 控除등의 지원이 계속되고 있는 바<sup>44)</sup>, 機關投資家の 증가추세도 계속되어질 것으로 판단된다. 브라질에서는 民間企業의 育成을 위해 資本調達市場으로서 證券市場의 安定된 成長을 이룩하려고 하였는데, 여기에 機關投資家の 役割을 肯定的 側面에서 이해하고 이를 最大化하기 위하여 制度化하였다고 한다.<sup>45)</sup> 우리 나라에서 여러 論者들이 주장하는 機關投資家の 育成도 機關投資家の 肯定的인 役割을 기대하는 주장이라고 볼 수 있다.

機關投資家の 國民經濟上 役割은 潛在된 貯蓄을 開發하여 有價證券 運用을 통해 長期産業資金 또는 公共資金을 供給하는 貯蓄投資의 媒介機能을 들 수 있다. 즉 機關投資家들은 黑字支出單位인 貯蓄者 내지 投資者와 赤字支出單位(企業, 國家 및 公共團體 등)간의 金融去來를 補助하는 經濟主體로서 有價證券의 買賣를 단순히 알선해 주거나, 혹은 赤字支出單位가 發行한 有價證券을 일단 自己責任下에 買入하였다가 이것을 黑字支出單位에게 賣出하거나, 혹은 自己의 名의로

44) 機關投資家가 上場法人으로 부터 받는 配當所得金額은 各事業年度의 所得金額 計算上 益金에 算入하지 않는다. (法人稅法 제15조 제1항)

45) 韓國證券監督院, 證券調査月報, 제36호, p. 15.

된 金融證券을 發行하여 資金을 集積하고, 이를 基礎로 赤字支出單位로 부터 有價證券을 買入하는 등의 金融去來를 행함으로써 效率的 資金移轉에 공헌하고 있는 것이다.<sup>46)</sup> 이와 같이 機關投資家들이 資本市場에서 赤字支出單位가 新規로 發行하는 本源證券(株式 또는 社債, 國公債 등)을 引受 혹은 分買를 담당함으로써 長期産業資金을 供給할 수 있게 된다. 金融機關에 의한 引受 및 分買機能이 存在하지 않는다면, 有價證券의 發行은 크게 제한될 것이다. 왜냐하면 赤字支出單位는 證券의 적절한 發行價格을 決定하기가 어렵게 되고, 潛在的 投資者들에게 新規로 발행되는 證券의 價値를 認識시키기 어려우며, 投資者들을 募集하고 販賣하기 위한 費用의 負擔이 막대해 질 것이다.<sup>47)</sup> 따라서 機關投資家들은 國民經濟의 發展을 위해 民間大衆의 貯蓄을 企業投資에 效率的으로 연결시켜 주는 役割을 수행한다. 뿐만 아니라, 機關投資家의 證券市場 參與增大는 銀行, 保險, 投資信託, 年金基金 등 一般大衆의 流動性 貯蓄에 의한 것이므로, 결국 그들의 有價證券 投資活動을 통하여 나타난 收益은 國民大衆에게 還元되어 大衆의 所得水準이 向上되고 동시에 企業의 社會的 管理가 實現됨으로써 國民經濟 發展에 공헌하게 된다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 機關投資家들은 金融證券을 發行하거나 또는 他企業에 의해 發行된 有價證券의 引受, 分買, 購買過程을 利用함으로써 證券市場을 통한 資金分配構造를 強化하고 流通資金의 流入을 기하여 産業資金을 調達하면서 國民大衆의 所得水準을 向上시키는 등의 중요한 國民經濟的 機能을 수행하게 된다. 물론 이들 機關은 證券의 流通市場의 不在下에서 生存하기란 대단히 어렵다. 따라서 이들 機關投資家의 流通市場 分入은 필연적이게 된다.<sup>48)</sup>

## B. 社會的 責任의 役割

機關投資家は 주로 顧客을 위하여 顧客 대신에 投資나 財産管理를 행하는데, 證券市場에서의 影響力은 대단하다.<sup>49)</sup> 機關投資家의 增大는 投機資本을 억제하고 證券의 需要·供給의 調整을 통해 證券價格 形成을 安定시키며, 中小投資者를 보호하는 役割도 하며, 投資人口의 저변확대 내지 證券의 民主化 등을 수행할 수 있어 肯定的 評價를 받기도 한다. 바꾸어 말하면, 機關投資家들이 證券의 民主化와 證券市場의 安定成長에 主導的 機能을 담당함으로써 一般投資者에게 投資心理의 不安을 해소시킬 수도 있고, 證券市場의 基盤도 제대로 다져져서 投機꾼들에게 一攫千金의 허황된 投機心理도 제거할 수 있게 된다.<sup>50)</sup> 機關投資家들은 專門的 投資管理를 행할 때 證券分析 情報評價 등을 合理的으로 하여 높은 公信用을 유지시켜야 할 것이며, 公正한 立場에서 投資者 相談에 응하거나 더욱 매력적인 投資案内를 행함으로써 投資大衆을 위한 權益保護를 수행할 수 있게 된다.

機關投資家들 중에서 특히 投資信託은 個人投資家들이 資金의 小規模, 專門的 知識, 經驗등의

46) 朴在潤, 貨幣金融論(博英社, 1981.), p. 94.

47) 上揭書, p. 98.

48) S. A. Tinic & R. R. West, op. cit., p. 32.

49) 川合一郎編, 日本の證券市場(東洋經濟新報社, 1981.) p. p. 156~159.

50) 金忠極, 證券投資論(日新社, 1980.) p. 361.

여러가지 制約으로 인하여 分散投資를 행할 수 없는 限界性을 克服해 주며, 專門的인 證券分析에 基礎한 投資를 행하고 있다. 따라서 機關投資家들은 投資管理의 專門化, 投資危險의 低減등을 實現하여 攄으로써 證券人口를 擴大하고 證券의 民主化를 實現하는데 공헌한다.<sup>51)</sup> 證券의 民主化는 各國마다 그 形態・內容에 다소 차이는 있지만 세계적인 공통적 傾向이고, 機關投資家들(특히 證券投資信託)은 中小投資層의 投資上 權益을 保護해 주고, 投資代行機能을 함으로써 더욱 證券의 民主化를 發展시키게 한다.<sup>52)</sup>

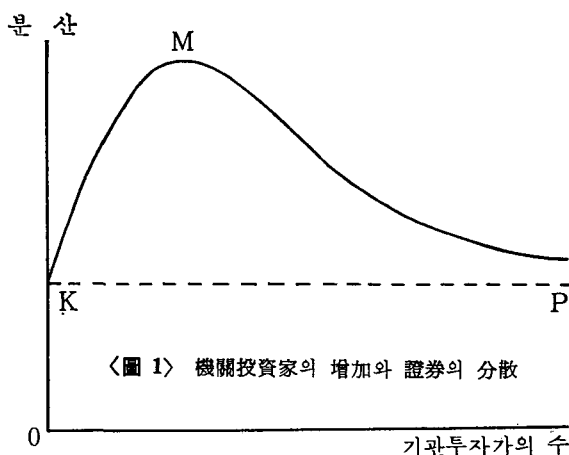
證券의 分散(證券의 民主化)에 가장 현저하게 공헌하는 要因은 機關投資家의 去來活動에 있는데, 機關投資家의 去來活動은 두가지 基本的 方法으로 分散規模에 影響을 미치고 있다고 한다. 그 하나는 機關投資家가 大衆投資家의 그것보다 平均的으로 더 큰 去來를 하는 동안 그들의 活動이 購買者의 平均去來 規模를 증가시키는 傾向을 가져오게 하고, 또 다른 한편으로는 機關投資家의 活動은 購買의 分配規模에서 分散擴張을 가져오게 한다. 즉, 巨大 機關投資家들의 出現은 分散의 上昇趨勢를 보이고 상대적으로 중요한 地位를 지니는 機關投資家의 大量所有와 더불어 分散이 높은 去來量의 平均規模로 層階化되는 傾向을 가져오게 한다.<sup>53)</sup>

이러한 現象을 <圖 1>와 같이 證券分散과 機關投資家 增大의 關係를 나타낼 수 있다.

<圖 1>에서 M지점까지 機關投資家의 所有가 增大되면 될수록 分散의 效果는 擴大되는 것을 나타내 보이고, M지점을 넘어서면 分散이 차츰 減少되는 傾向을 보여주고 있다.

즉 分散이 擴大되는 部分은 機關投資家의 增加가 딜러(dealer)<sup>54)</sup>의 去來活動에 難點을 가지는 것을 表現한다. M지점 이후에는 機關投資家가 그들의 去來活動에서 去來數量의 相互間 相殺 現象을 보여줌으로써 分散이 減少되는 것을 나타낸다. 그러나 機關投資家의 數가 아무리 增大할지라도 分散의 水準은 KP선위에 나타나게 되는데, 이것은 證券市場全體의 增加된 平均去來量의 結果가 機關去來活動에 의해서 나타났기 때문으로 풀이될 수 있기 때문이다.

이상의 本節에서 살펴본 바와같이 機關投資家의 增大는 投機資本의 억제, 公正한 證券價格의 形成, 中小投資者 保護, 證券의 民主化(證券分散) 등을 가져옴으로써 機關投資家는 社會的 役割을 다하게 되는 것이다.



<圖 1> 機關投資家의 增加와 證券의 分散

51) 池清, 曹淡, 前掲書, p. 56.

52) 川合一郎編, 前掲書, p. 157.

53) S. A. Tinic & R. R. West, op. cit., p. 63~64

54) 딜러(dealer)란 自身の 計算下에 證券을 사고 파는 즉 自己賣買를 行할수 있는 者를 말한다.

### C. 合理的 投資決定의 機能

機關投資家が 證券市場에서 그들의 參與를 增加시키는 데는 많은 이유가 있다. 그런데 그러한 이유중에서 중요한 하나가 資本利得(capital gain)을 얻으려는 것이다.<sup>55)</sup> 이러한 目的을 달성하기 위해서는 合理的 投資를 수행해야 하는데, 機關投資家들은 자기의 計算下에 證券을 사고 파는 自己賣買(dealing)와 願賣者와 願買者의 代行者로서 去來를 代行해 주기도 한다.

機關投資家들이 流通市場에 참여하여 有價證券의 買賣活動을 함으로써 收益을 발생시키려고 하는데, 이들 證券의 대부분은 滿期日 이전에 流通되고 있으므로 價格이 항상 변동한다. 따라서 이들로부터 발생하는 收益은 확정되어 있지 못하다. 그러나 機關投資家들의 投資財源을 調達한 貯蓄者에게 공급하는 間接證券은 投資會社(investment company)의 出資證券처럼 持分인 경우도 있지만, 대부분은 預金證書, 保險會社의 保險證券, 信託會社의 收益證券 등과 같은 債券이다. 이들 債券은 대부분의 경우 타인에게 양도하는 것이 불가능하고 確定附利子 支拂債券이므로 滿了期日까지 價格이 변동하지 않으며, 따라서 證券으로부터 발생하는 所得은 확정된다.<sup>56)</sup> 즉 機關投資家들은 貯蓄者에게 本源證券보다 安全性과 流動性이 더 높은 證券을 供給해 주고, 다른 한편으로 資金을 필요로 하는 企業들에게 長期間에 걸쳐 보다 安定的으로 産業資金을 공급해 주고 있다. 따라서 이들 機關의 合理的 投資는 대단히 重要的인 것이다.

機關投資家の 投資意思決定이 충분한 證券分析·情報分析에 의해 적절하고 합리적인 投資判斷에 의한 것이어야 하는데, 合理的 投資採算을 확보하기 위해서는 經濟情報가 보다 안정화되고 證券投資 決定이 不確實性의 問題만이 아니라 危險狀況의 分析에까지 전환되는 것이 필요하다.<sup>57)</sup> 個人投資家は 專門知識이나 情報入受의 채널을 갖추고 있지 못하기 때문에 機關投資家에 의한 投資代行人 앞으로도 성행할 것으로 사료된다. 그러므로 個人投資家の 投資代行人을 맡아보는 機關投資家가 證券市場의 參與를 증대함에 따라 포트폴리오管理의 重要性을 더욱 인식하게 되는데, 이에 따른 많은 理論的 發展을 가져오고 있다. 우리 나라에서도 投資信託會社를 비롯한 전문적 포트폴리오를 관리하는 機關인 銀行·保險會社 등의 機關投資家들이 證券流通市場에 적극 참여함에 따라 이에 대한 關心이 커지고 있다.

미국의 경우 證券分析을 전문적으로 수행하는 機關이 있어 各種證券에 대한 質的·量的分析을 행하여 評點을 함으로써 일반투자자에 좋은 指標를 제공해 주고 있으며, 또 많은 機關投資家들이 情報를 주시하고 분석하는 狀況에서 즉각적인 情報의 評價가 내려져 證券價格에 반영시키고 있다. 그러나 우리나라의 경우 아직 證券分析의 專門的 機關의 不在, 情報網의 未發達 등으로 많은 專門家가 동시에 情報를 評價할 수 있는 與件이 성숙되어 있지 못한 실정이다. 따라서 機關投資家は 證券의 發行市場 및 流通市場에서 去來되는 有價證券들에 관계되는 情報를 수집하고 분석함으로써 金融投資者에게 證券分析·情報分析 등의 結果를 제공하는 역할도 수행하여야 한다.

55) B. E. Gup, op. cit., p.120.

56) 朴在潤, 前掲書, p.100.

57) 朴正旭, 投資信託의 業績評價에 관한 實證的 研究, 證券學會誌 제2집(1981), p.189.

그러므로 機關投資家가 證券市場의 參與를 증대함에 따라 그들의 合理的 投資活動이 證券市場의 效率性を 제고시키고, 證券分析의 科學化·情報評價 能力의 向上 등도 가져올 수 있는 役割을 담당하게 된다.

#### D. 證券市場 發展에 대한 逆機能

機關投資家の 增大는 앞서 論議된 것처럼 일반적으로 資金需給의 圓滑, 證券價格의 安定, 效率性 提高 등 資本市場의 安定要因으로서 肯定的인 측면도 있지만, 한편으로 優良株 獨占 등의 證券市場의 基本적 機能을 저해할 우려도 무시할 수 없는 것이다. 즉 機關投資家들이 收益性에 너무 치우쳐서 앞서 논의된 肯定的 機能을 발휘하지 못할 경우도 있다.

美國이나 日本 등의 先進國에서 證券投資가 機關化되어 가고 있어 異常高株價 異常沈滯 등을 유발시켜 一般投資家들의 投資興件을 악화시키고 있는 現象이 나타나고 있다고 한다.<sup>58)</sup> 따라서 機關投資 增大가 가져오는 證券市場 發展에 대한 逆機能을 몇 가지로 나누어 考察해 본다.

첫째, 證券市場의 基本은 公正, 秩序, 連續性이라고 볼 때, 機關投資家の 팽창으로 이러한 기능이 저해될 수 있다. 왜냐하면, 機關投資家들이 證券市場에 참여함으로써 中小規模의 個人投資家를 몰아내게 된다, 證券市場의 基本的 機能은 小規模 投資家들과 大規模 投資家들 사이에 균형이 이루어져야 원만히 수행되어진다고 볼 수 있는데, 機關投資家の 일방적 팽창으로 이러한 機能이 저해될 수도 있는 것이다. 만약 고도의 證券分析 方法이나 群衆心理에 의해서 證券의 購買 또는 販賣를 機關投資家들이 동시에 똑같은 決定을 내리게 되는 경우에 證券市場의 교란이 필연적으로 일어날 것이다.<sup>59)</sup>

둘째 機關投資家들의 포트폴리오 관리는 大企業의 人氣品目에 집중시키고, 또 去來를 꾸준히 증가시켜 오면서, 證券市場에서 가장 支配的인 存在로 등장하였는데,<sup>60)</sup> 이러한 證券市場의 機關投資化 現象은 中小企業의 資本調達에 큰 障礙요인이 되고 있다고 한다. 즉 機關投資家들은 上場된 證券중에서 몇몇 優良 大企業會社의 株式만을 選好하여 투자하기 때문에, 나머지 企業들의 株式는 거의 무시되므로 證券市場의 二層構造가 形成되고, 株價收益率이 낮은 非人氣 中小企業들은 높은 金融費用을 초래하므로 自己資本調達が 곤란하게 된다.<sup>61)</sup> 따라서 機關投資家들이 中小企業의 證券에 대한 積極적인 投資政策을 펴지 못할 때, 中小企業들은 成長과 現代化 및 事業擴張에 필요한 資金調達에 많은 어려움을 겪게 되고, 이것은 國家經濟의 根幹을 이루는 대다수 中小企業에 많은 악영향을 미쳐 一國의 經濟全體까지도 위협을 하게 되는 것이다.

세째, 機關投資家の 增大는 證券去來所를 이용않고 場外市場(over-the-counter market: OTC)을 대부분 이용하게 될 것이라는 우려이다. 機關投資家들이 證券去來所를 이용않고 場外市場을 이

58) 川合一郎, 前掲書, p. p. 164~166.

59) 申璇均, 美國證券市場의 現況과 問題點, 經營學研究 제 3집(1974.2), p. 37.

60) D.E. Farrar & L. Girton, op. cit., p. 379.

61) 申璇均, 前掲書, p. 37.

용하는 理由는 브로커의 수수료(broker's commission)를 싸게 할 수 있다는 점과 證券의 時價에 영향을 미치지 않게 하려는 意圖로 볼 수 있다.<sup>62)</sup> 去來 授受料率의 引下 내지 節約은 결국 많은 少額 貯蓄者(大衆)의 資金을 基金으로 운영되는 機關投資家이므로 經濟的 弱者를 補助해 주는 結果가 되고 있기도 한다.<sup>63)</sup> 그러나, 브로커 내지 證券會社들의 收益을 저해시켜 이들의 機能을 마비시킬 수도 있게 된다. 크라우스와 스톨(A. Krans & H. Stoll)은 機關投資家에 의한 大量 去來가 株價에 일시적인 低下를 초래한다는 研究報告를 하였다.<sup>64)</sup> 만약 證券市場이 완전히 효율적이라면 機關投資家들에 의한 大量去來 自體로서는 株價의 變化에 아무런 영향을 미치지 못하고, 불완전한 市場이라면 大量去來에 의한 株價變化가 있을 수 있게 된다. 또한 機關投資家の 去來活動이 大規模 去來를 수반하게 됨으로써 그들의 去來 授受料 節約을 위해 場外市場(OTC)을 이용하는 現象은 公式的 證券市場 指標를 불가능하게 만들 수도 있게 된다.

## VI. 結論(要約 및 提言)

### A. 要 約

전진한 經濟는 貯蓄者로부터 資金을 필요로 하는 赤字支出單位의 經濟主體에게 효율적으로 轉換하는 것에 크게 의존한다. 그런데, 일반적으로 産業의 開發初期에는 間接金融 方式이 우세하다가 産業이 高度化됨에 따라 直接金融 方式이 더욱 중요해진다고 한다. 따라서 직접금융 제도인 證券市場의 發展은 우리나라 경제에서 대단히 중요한 課題라고 말할 수 있다.

우리나라의 證券市場 發展에 대한 研究들 중에서 機關投資家の 育成을 자주 論議하고 있는데 機關投資家の 地位와 證券投資行動 및 役割 등을 고찰해 봄으로써 機關投資家の 擴大 내지 育成에 하나의 參考資料를 제공해 보고자 하는 것이 本 論文의 目的이었다.

機關投資家란 自己資金이나 社會的으로 광범위하게 分散되어 있는 零細資金을 集積 吸收하오 이를 전문적으로 投資管理 運用함으로써 自己利益이나 資產提供者의 利得을 극대화하고자 하는 目的으로 證券市場에서 活動하는 機關을 말한다. 先進 各國에서 찾아볼 수 있는 證券市場의 構造的 變化 중에서 가장 중요한 것은 機關投資家の 擴大 내지 成長이라고 볼 수 있다. 오늘날 株式市場의 機關投資化 現象은 매우 급속히 전개되고 있는데, 美國의 株式市場에서 機關投資家の 株式 所有 比率는 1969년에 총발행 시장가치의 34.2%(1950년에는 약 8%)이던 것이 1978년에는 43.4%로 증가하였고, 특히 銀行의 信用部門이 가장 큰 비중을 차지하고 있다. <表 1참조> 한외 機關投資家の 資產運用面에서 普通株 保有比重을 높여가는 경향이고, 1980년 뉴욕증권거래소(NYSE)의 總去來金額에 대한 機關去來額이 71.7%로 나타났고, 大規模去來의 증가 추세를 보이므로 去

62) 上掲書, p. 38.

63) S. A. Tinic & R. R. West, op. cit., p. 77.

64) ibid., p. 67.

來活動面에서 株式市場의 機關投資化는 확실히 나타나고 있다.

日本도 마찬가지로 個人投資家の 주식보유비중이 減少되면서, 機關投資家の 주식 보유비중이 增加하는 현상을 나타내고 있고(〈表 4〉참조), 株式賣買狀況에서도 주식시장의 機關投資化 現象이 뚜렷하게 나타나고 있다. (〈표 5〉참조)

債券市場의 機關投資化는 미국에서 1950년대 중반에 성숙기를 벌써 맞이했으며(1978년 총사채 발행잔액의 74.7%), 日本 역시 60% 이상 機關投資家の 소유로 나타나고 있다.

우리나라의 證券市場은 그 역사가 짧고, 규모면에서도 先進國에 비해 보잘것 없었으나, 1970년대에 정부의 證券市場 育成施策에 힘입어 급뎡포로 成長(최근에는 債券市場 위주)하고 있다. 成長내지 發展하고 있는 우리나라의 證券市場에서 機關投資家の 參與現況은 株式市場에서 아직까지 다른나라에 비해 아주 미약하고 무기력하다. 즉 우리나라 機關投資家の 주식보유비율은 1978年 23.2%, 1981年 31.8%를 차지하고 있다. 그러나 債券保有 比重은 미국에 비하여 낮은 수준이나 일본에 비해 뒤지지 않는 수준이다.

機關投資家の 資産運用面에서 볼 때, 미국이나 일본에 비해 有價證券 投資比率이 매우 낮은데, 특히 株式(普通株)投資를 기피하는 현상이 두드러지게 나타나고 있다. 우리나라에서 1981년에 總資産에 대한 有價證券 比重을 전년도에 비해 감소시킨 機關投資家는 生命保險會社, 短期金融會社, 證券會社 등의 순서로 나타났고, 그 비율을 높인 機關은 信託銀行의 信託部門, 綜合金融會社, 一般銀行, 證券投資信託會社, 損害保險會社의 순서로 나타났다. (〈表 10〉참조) 또한 機關投資家들의 有價證券 投資額 중에서 株式投資額이 차지하는 比重은 1981년에 證券會社 59.2%, 生命保險會社 42.3%로 비교적 높게 나타나고 있으나 投資信託會社, 信託銀行의 信託部門에서는 2%도 못되고 있는 실정이다. (〈표 11〉참조) 證券市場의 機關投資化는 대부분의 나라에서 나타나고 있는 현상인데, 우리나라에서는 아직까지 그 정도가 미약한 편이라고 結論지을 수 있다.

機關投資家の 證券投資 行動 決定時 그 投資目標 選定에서는 個人投資家와 달리 法的 規制나 資金의 性格, 稅制의 영향 등이 고려된다. 일반적으로 機關投資家는 構造的 性格上 保守的 資産 運用의 자세를 견지하기 쉬우며, 消極的 態度를 나타내기 쉽다.

機關投資家들의 投資行動에 대한 法的 規制는 그들의 막대한 資金動員 能力에 의한 불공정한 증권거래 또는 주식의 독과점 소유 등을 배제하는데 그 目的이 있다. 그러나 브라질에서는 機關投資家들의 資産運用에 있어 總資産의 일정을 이상을 株式에 投資하도록 강제하고 있다고 한다. (〈表 12〉참조) 우리나라에서는 美國·日本등의 경우와 비슷한데, 有價證券의 最高所有限度를 은행의 경우 要求拂預金の 25% 이내 등과 같이 정하여 일정을 이상을 證券投資하지 못하도록 되어 있다. 또 證券의 民主化를 위해 同一會社의 證券, 同一種目 등에 대한 投資도 규제하고 있다. (〈表 13〉참조)

이상과 같이 機關投資家の 證券市場에서의 地位는 날로 높아지고 있고, 그들의 投資行動에서 많은 制約이 따르게 되는데, 機關投資家の 役割을 요약해 보면, 첫째, 國民經濟上的 發展을 가

저울 수 있도록 潜在된 貯蓄을 개발하여 證券의 引受, 分賣, 賣買過程을 통해 長期産業資金 또는 公共資金을 공급하는 貯蓄·投資의 매개기능을 수행하게 된다. 또 國民大衆의 所得水準 향상, 企業의 社會的 管理 등을 실현하는 役割도 할 수 있게 된다. 둘째, 機關投資家は 그들의 公信力을 바탕으로 集積한 막대한 資金力으로 投機資本의 억제, 公正한 證券價格의 形成, 中小投資者의 保護, 證券의 民主化(金散)등의 社會的 責任을 수행하게 된다. 셋째 機關投資家は 合理的 投資活動을 위해 포트폴리오 관리의 중요함을 인식하게 되고, 證券分析의 科學化, 情報評價 能力 및 情報配分の 向上등으로 效率의 市場機能도 수행하게 된다. 넷째 證券市場 發展에 대한 逆機能도 우려된다. 즉 機關投資家の 增大로 證券市場의 基本(公正, 秩序, 連續性)이 저해될 수도 있고, 證券市場의 二層構造形成(우량 대기업증권의 선호와 비인기 중소기업증권의 기피로 인함)이 우려되며, 機關投資家の 場外市場 이용으로 證券去來所機能의 喪失 등도 우려된다.

## B. 提言

이상과 같은 연구를 진행하는 동안 本論者가 느낀 점을 提言으로써 다음과 같이 요약하여 提示해 둔다.

첫째, 우리 나라의 證券市場에서 證券의 所有 分布 狀況 調査時에 그 調査方法에 있어서 調査의 深度나 調査項目의 細分化 및 調査方法의 多樣化를 기해 證券統計의 發表가 있어야겠다. 이렇게 함으로써 보다 科學的인 證券市場 育成策의 모색이 가능해질 것으로 사료된다.

둘째, 우리 나라 機關投資家の 證券市場 參與比重이나 그들의 資產運用 狀況資料는 아쉬운 대로 찾아볼 수 있었으나 그들 機關의 去來活動에 관한 資料는 거의 없었으므로 보다 科學的인 機關投資家の 證券投資 誘導策 모색에 애로가 있을 것으로 판단되었다. 따라서 우리나라 證券市場에서 機關投資家の 投資活動의 內容을 보다 자세하게 살펴볼 수 있는 調査研究가 이루어져야 하겠다.

셋째, 機關投資家の 機能 내지 役割을 보다 科學的으로 分析 檢討하고, 이러한 役割 달성에 어느 정도 이들 機關이 공헌하고 있는가에 대한 면밀한 調査研究로 機關投資家の 投資行動을 합리적으로 規制할 수 있는 보다 완벽한 制度마련에 노력을 경주해야 하겠다.

넷째, 우리나라 機關投資家들의 證券投資 規制에 各 個別 機關投資家の 證券所有 現況을 파악 분석하여 보다 積極的인 證券投資 誘導策을 살펴보는 것은 매우 좋은 研究課題라고 생각되며, 우리나라 機關投資家들이 보다 나은 포트폴리오 관리를 할 수 있는 科學的인 證券市場 參與 모델의 계속적인 연구가 요망된다.

## 〈參 考 文 獻〉

1. 金忠樞, 證券投資論 (서울: 日新社, 1980)



2. 朴在淵, 貨幣金融論, (서울: 博英社, 1981)
3. 朴廷寔, 現代投資論, (서울: 茶山出版社, 1981)
4. 尹桂燮, 投資論(서울: 서울大學校出版部, 1982)
5. 李碩崙, 銀行論, 개정증보판, (서울: 博英社, 1981)
6. 李聖淳, 投資決定論, (서울: 法文社, 1978)
7. 李承潤, 貨幣金融論, 제3권정판, (서울: 法文社, 1982)
8. \_\_\_\_\_, 轉換期的 韓國經濟, (서울: 法文社, 1979)
9. 趙 淳, 韓國經濟의 現實과 進路, (서울: 比峰出版社, 1981)
10. 池清, 曹淡, 投資論, (서울: 貿易經營社, 1981)
11. 金圭銀, 保險業會計, 稅務와 會計, 제156호, 1982. 6.
12. 大韓證券業協會, 1981년도 證券會社 綜合 經營 分析, 證券, 제31호, 1982. 3.
13. 大韓投信(株), 펀드매니저 制度에 관한 考察, 投資 信託, 제27호, 1981. 12
14. \_\_\_\_\_, 金融産業改編과 投資信託의 方向과 發展方向, 投資信託, 제30호, 1982. 6.
15. 朴正旭, 機關投資家의 投資動向과 포트폴리오 管理, 證券學會誌, 제 1 집, 1980.
16. \_\_\_\_\_, 投資信託의 業績評價에 관한 實證的 研究, 證券學會誌, 제 2 집, 1981.
17. 申璇均, 美國 證券市場의 現況과 問題點, 經營學研究, 제 3 집, 1974.
18. 任翊淳의 4人, 우리나라 株式市場과 社債市場의 均衡의 發展을 위한 研究, 證券學會誌, 제 1 집, 1980
19. 韓國 證券監督院, 브라질 證券市場에서의 機關投資家의 役割, 證券調查月報, 제36호, 1980. 4.
20. \_\_\_\_\_, 1970년대 資本市場分析, 證券調查月報, 제33호, 1980. 1.
21. 韓國證券去來所, 主要國의 株式分布狀況調查, 주식, 제154호, 1981. 6.
22. \_\_\_\_\_, 81년 上半期 F.I.B.V 會員動向, 주식, 제164호, 1982. 4.
23. 韓國證券金融(株), 證券市場과 機關投資家, 證券金融, 제60호, 1980. 4.
24. 日本經濟新聞社(編), 金融革命, 銀行 vs 證券(東京: 日本經濟新聞社, 1982.)
25. 川合一郎(編), 日本의 證券市場, (東京: 東洋經濟新聞社, 1981)
26. Brigham, E. F., Fundamentals of Financial Management, 2nd ed., (Hinsdale, Ill.: The Dryden Press, 1980)
27. Francis, J. C., Investments; Analysis and Management, 2nd ed., (N. Y.: Mcgraw-Hill, Inc., 1976)
28. Gup, B. E., The Basics of Investing, (N. Y.: John Wiley & Sons, Inc., 1979)
29. Lorie, J. H., Hamilton, M. T., The Stock Market; Theories and Evidence, (Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, Inc., 1973)
30. Tinic, S. A., West, R. R., Investing in Securities; An Efficient Markets Approach, (Mass: Addison-Weseley Publishing Company, Inc., 1979.)
31. Ehrlich, E. E., International Diversification by United States Pension Funds, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Vol. 6, No. 3, 1981.
32. Farrar, D. E., Girton, L., Institutional Investors and Concentration of Financial Power; Berle and Means Revisited, The Journal of Finance, Vol. 36, No. 2, 1981. 5.