

博士學位論文

機關投資家の 慎重한 투자法則
遵守에 관한 研究

- 보유주식의 特性을 중심으로 -

2001년 6월

漢城大學校 大學院

經營學科 財務管理 專攻

張 容 誠

博士學位請求論文

指導教授 閔 聖 基

機關投資家の 慎重한 투자法則
遵守에 관한 研究

-보유주식의 特性을 중심으로-

A Study on Conformity of Institutional Investors
to the Prudent Man Rule

- With a Focus on Financial Characteristics of
Common Stockholdings in the Korean Market-

2001년 6월

漢城大學校 大學院

經營學科 財務管理 專攻

張 容 誠

博士學位請求論文

指導教授 閔 聖 基

機關投資家の 慎重한 투자法則
遵守에 관한 研究

-보유주식의 特性을 중심으로-

A Study on Conformity of Institutional Investors
to the Prudent Man Rule

- With a Focus on Financial Characteristics of
Common Stockholdings in the Korean Market-

위 論文을 經營學 博士學位 論文으로 提出함

2001년 6월

漢城大學校 大學院
經營學科 財務管理專攻
張 容 誠

장용성의 경영학 박사학위 논문을 인준함

2001년 6월 일

심사위원장 최명규 

심사위원 이 성기 

심사위원 권형제 

심사위원 국 찬 표 

심사위원 김 용현 

目 次

제1장 序 論	1
제1절 연구의 목적 및 동기	1
제2절 연구의 기대효과	2
제3절 연구의 방법	3
제4절 논문의 구성	3
제2장 機關投資家の 역할	5
제1절 機關投資家の 의의	5
1. 機關投資家の 일반적 특성	5
2. 외국의 機關投資家	6
3. 한국의 機關投資家	9
제2절 機關投資家 생성과정과 기관화	9
1. 機關投資家 비중 증대	9
2 우리나라 機關投資家の 종류 및 비중	18
제3절 機關投資家の 역할	22
1. 자본시장 영향	23
2. 은행산업에 미친 영향	26
3. 기관화와 금융시장안정성	29
4. 기업지배구조 개선	34

제3장 機關投資家の 행동양식: 慎重한 투자法則	36
제1절 수탁자의 책무	36
1. 수탁자의 정의	36
2. 수탁자의 책무에 관한 법적 규정	36
3. 수탁자 책무의 내용	38
제2절 신중성의 원칙	39
1. 慎重한 사람法則	39
2. 慎重한 전문가法則	41
3. 포트폴리오 이론의 수용	42
4. 慎重한 투자자法則	43
5. 용어의 정리	45
제3절 한국에서의 慎重한 투자法則	45
1. 국내의 관련법	46
2. 국내의 판례	52
제4장 기존의 연구	53
제1절 외국의 선행연구	53
1. 慎重한 투자法則에 대한 연구	53
2. 주식수익률과 재무변수에 대한 연구	64
제2절 한국의 선행연구	67

제5장 연구가설 및 연구방법론	69
제1절 연구가설	69
제2절 연구방법론	78
1. 표본의 선정	78
2. 변수의 정의	80
3. 연구모형	84
제3절 기술적 통계	86
제4절 전체표본에 대한 다중회귀분석 결과	91
1. 9개 연도 전체 처리	98
2. 체계적위험	98
3. 유동성비율	99
4. 부채비율	99
5. 배당관련비율	100
6. 기업규모	100
7. 주식평가비율	101
8. 신용평점	101
9. 수익성비율	101
10. 활동성비율	102
11. 주식회전율	102

제5절 5분위 표본에 대한 다중회귀분석 결과	104
1. 체계적위험	105
2. 유동성비율	107
3. 부채비율	109
4. 배당관련비율	111
5. 기업규모	113
6. 주식평가비율	116
7. 신용평점	117
8. 수익성비율	119
9. 활동성비율	120
10. 주식회전율	122

제6장 국내 機關投資家와 외국인에 대한 실증분석결과 126

제1절 기술적 통계	126
------------------	-----

제2절 전체표본에 대한 다중회귀분석 결과	127
1. 9개년도 전체저리	134
2. 체계적위험	134
3. 유동성비율	135
4. 부채비율	135
5. 배당관련비율	135
6. 기업규모	136
7. 주식평가비율	136
8. 신용평점	136
9. 수익성비율	137

10. 활동성비율	137
11. 주식회전율	137
제3절 5분위 표본에 대한 다중회귀분석 결과	139
1. 체계적위험	139
2. 유동성비율	140
3. 부채비율	142
4. 배당관련비율	143
5. 기업규모	145
6. 주식평가비율	146
7. 신용평점	148
8. 수익성비율	149
9. 활동성비율	150
10. 주식회전율	152
제7장 결론 및 연구의 한계	154
제1절 결론	154
제2절 연구의 한계 및 향후 연구방향	159
부록	161
참고문헌	161
Abstract	166

표 목 차

(표 1-1) OECD 국가별 機關投資家가 보유하고 있는 금융자산이 각국의 국내총생산에서 차지하는 비중	10
(표 1-2) OECD 국가별 機關投資家가 보유하고 있는 금융자산	11
(표 1-3) 미국기업 주식 소유주 현황	14
(표 1-4) 미국 機關投資家별 비중	15
(표 1-5) 영국 금융기관 보유주식의 기관별 분포	16
(표 1-6) 일본금융기관 보유주식의 기관별 분포	17
(표 1-7) 주식수 기준 기관 지분율	18
(표 1-8) 소유자별 주식분포(주식수 기준)	21
(표 1-9) 1997년말 현재 금융시장 구조	24
(표 2-1) Prudent man rule 과 prudent investor rule 간의 차이점	44
(표 3-1) 慎重한 투자法則에 대한 선행연구와 회귀분석결과	63
(표 4-1) 각 변수와 예상부호	77
(표 4-2) 연구대상기업의 시가총액 비중	78
(표 4-3) 연구대상기업의 업종별 분류	79
(표 4-4) 연구대상기업의 결산기별 분류	79
(표 5-1) 기간별 기술적 통계량	87
(표 5-2) 전체표본에 대한 회귀분석 결과	92
(표 5-3) 전체표본에 대한 실증결과의 요약	104
(표 5-4) 체계적 위험을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	106
(표 5-5) 유동성비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	108
(표 5-6) 부채비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	110
(표 5-7) 배당비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	112
(표 5-8) 기업규모를 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	114

(표 5-9) 주식평가비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	116
(표 5-10) 신용평점을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	118
(표 5-11) 수익성비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	119
(표 5-12) 활동성비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	121
(표 5-13) 주식회전율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	123
(표 5-14) 분위별 표본에 대한 실증결과의 요약	125
(표 6-1) 기간별 소유지분율의 기술적 통계량	126
(표 6-2) 전체표본에 대한 다중회귀분석 결과	128
(표 6-3) 체계적 위험을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	139
(표 6-4) 유동성비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	141
(표 6-5) 부채비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	142
(표 6-6) 배당비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	144
(표 6-7) 기업규모를 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	145
(표 6-8) 주식평가비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	147
(표 6-9) 신용평점을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	148
(표 6-10) 수익성비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	150
(표 6-11) 활동성비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	151
(표 6-12) 주식회전율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석결과	152

제 1 장 서 론

제1절 연구의 목적 및 동기

최근 들어 선후진국을 막론하고 각국의 금융시장에 나타난 가장 중요한 변화중의 하나로 機關投資家の 발전에 따른 국민저축의 機關化(institutionalization)현상을 들 수 있다. 특히 영국 미국과 같은 선진국의 경우는 연금, 생명보험, 뮤추얼펀드 등 3대 機關投資家들에 의해 機關化현상이 촉진됐다. 이 같은 機關化는 가계저축이 증권시장에 직접투자 되거나 은행에 예금되는 것보다는 機關投資家에 의해 간접투자 되는 부분이 늘어나고 있음을 말해주는 것이다.

우리나라에서도 1970년대 들어 자본시장육성책이 시행되면서 기업공개가 촉진되고 아울러 투자신탁회사가 등장하면서 개인들의 간접투자도 확대되기 시작했다. 1980년대 들어서는 물가안정과 함께 경제가 고성장을 거듭하면서 증권 및 금융시장 규모가 크게 확대됐다. 이에따라 기관투자자들의 구실이 한층 중요시되어 왔고, 1990년대는 자본시장의 국제화·개방화의 추세에 따라 機關投資家の 역할 및 영향에 대한 논의가 활발해지고 있다.

機關投資家들은 소위 受託者(fiduciary)인데, 受託者란 제3자의 믿음아래 그의 이익을 위해 또는 그를 대신해서 맡겨진 일을 하는 사람으로 정의된다. 예컨대, 1974년에 제정된 미국의 연금법개혁법인 ERISA(Employee Retirement Income Securities Act)는 연금수탁과 관련, 受託者란 자유재량권을 갖고 연금플랜을 관리하거나 연금자산을 처분하는 사람 또는 어떤 보상이나 수수료를 받고 직·간접적으로 투자자문을 하거나 자유재량을 갖고 재산을 관리해 주는 사람 등으로 정의한다.

受託者는 타인의 자산을 관리함에 있어 항상 신중하고 사려 깊게 행동해야 하고, 고객에게 충성(loyalty for clients)을 다해야 하는 등 慎重한 투자法則에 의거하여야 할 것이다. 慎重한 투자를 하지 못하고 위험이 큰 자산에 투자해서 결국 손해를 보는 결과를 빚는 등 受託者가 慎重한 의무를 제대로 이행하지 못한 경우 고객들의 손해보상소송에 직면하게 된다. 선진국 투자신탁업계에서 慎重한 사람法則(prudent man rule)은 受託者의무(fiduciary duty)의 핵심내용이다.

본 연구의 목적은 미국의 기관투자자들에게 요구되는 慎重한 투자法則이 한국에서도 적용되는지를 판단하기 위해, 국내 機關投資家들의 보유주식의 특성을 실증분석하는데 있다.

국내에서는 아직 慎重한 사람 法則이 법상 구체적으로 성문화되어 있지 않고, 다만 포괄적인 의미의 受託者 책무에 대한 법규만 있을 뿐이다. 민법(681조), 신탁법(28조), 증권투자신탁업법(17조) 등은 受託者에게 선량한 관리자로서의 의무를 다하도록 규정하고 있다. 또 투자신탁회사나 증권회사 등은 내부규정으로 이 같은 선량한 관리자로서의 의무를 규정, 시행하고 있다. 따라서 한국의 機關投資家와 펀드매니저들도 근본적으로 이 같은 선량한 관리자로서의 주의의무에 관심을 기울이고 있다고 보여진다. 그러나 한국의 선량한 관리자 규정은 미국의 慎重한 사람 法則과는 달리 이 규정만을 이유로 펀드매니저가 소송을 당하거나 사법적 제재를 받는 경우는 거의 없었던 것으로 파악된다.

이러한 이유 등으로 국내에서는 아직까지 慎重한 사람 法則을 실증분석한 연구가 수행되지 않았을 뿐만 아니라, 외국에서도 기관보유주식 파악의 한계 등으로 소수의 연구만이 있을 뿐이다. 따라서 국내에서의 본 논문의 공헌도는 지대할 것으로 생각된다.

제2절 연구의 기대효과

이 같은 중요성에 비추어 볼 때, 기존의 국내연구는 機關投資家의 역할을 서술적으로 언급하거나 기관들의 보유비중을 숫자로 나열하여 기술한 정도에 불과하다. 향후 기관투자자들을 통한 일반인의 간접투자비중이 더욱 증대하면서 기관투자자들의 선량한 관리자로서의 책임이 한층 강조될 것으로 예상된다. 따라서 국내에서도 궁극적으로 영미국가에서 확립된 Prudent man rule이 관련규정에 수용될 것으로 예상된다.

이에 따라 機關投資家들이 보유한 주식의 특성을 慎重한 사람 法則에 의거하여 실증분석한 본 연구는 국내 機關投資家들의 매매패턴의 발전에 상당한 기여를 할 것으로 기대된다. 지금까지 우리 나라에서 慎重한 투자法則에 입각하여 機關投資家들의 보유주식의 특성을 실증분석한 연구는 전무하기 때문에, 본 연구는 이 분야

에서 국내최초의 논문이 될 것이다.

제3절 연구의 방법

愼重한 투자法則에 대한 실증연구의 방법은 다음의 두 가지로 이루어진다. 첫 번째 방법으로, 우리나라의 경우에도 愼重한 투자원칙이 적용될 것이라는 가정하에 10개의 설명변수를 이용하여, 機關投資家 보유주식의 재무적 특성을 다중회귀모형(multiple regression model)을 이용하여 조사한다.

두 번째 방법으로, 機關投資家들이 신중하게 투자한다면 극단적인 재무비율을 가지는 주식에 투자하지 않을 것이라는 가설 하에, 전체표본을 10개의 설명변수의 크기에 따라 5분위로 분류하였다. 설명변수별로 5분위로 나누어 가장 낮은 분위(Q1)·가장 높은 분위(Q5)를 극단적인 값을 가진 분위로, 그리고 나머지를 중간값을 가진 분위(Q2~Q4)로 분류하여 회귀분석을 한다.

제4절 논문의 구성

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장의 제1절은 機關投資家の 의의, 일반적 특성 및 범위를 외국과 한국의 경우에 대해 알아본다. 제2절에서는 외국과 한국에 대하여 機關化의 생성과정과 추이를 알아본 후 우리 나라 機關投資家の 유형을 살펴본다. 제3절에서는 機關投資家の 역할을 자본시장의 발전 및 은행산업에 미친 영향, 機關化와 금융안정성 및 기업지배구조 개선의 측면에서 각각 파악한다.

제3장은 機關投資家들의 투자행동 양식이라는 愼重한 투자法則의 개념과 이에 관련한 국내사항을 기술한다. 제1절에서는 受託者の 정의와 受託者책무에 대한 법적 규정 및 受託者책무의 내용을 알아본다. 제2절에서는 신중성의 원칙에 대하여 시대의 흐름에 따라 약간씩 변천된 愼重한 사람法則, 愼重한 전문가法則, 愼重한 투자자法則에 대해 각각 기술한다. 제3절에서는 한국에서의 愼重한 투자法則에 대하여 국내의 관련법과 판례를 살펴본다.

제4장에서는 愼重한 투자法則에 대한 외국과 한국의 선행연구를 파악하고 그 결

과를 분석한다. 제1절에서는 慎重한 투자法則에 관하여 연구한 외국의 모든 논문을 조사한 다음, 본 논문의 주제와 직접적으로 연관되지는 않으나 주식수익률과 재무변수와의 관계를 조사한 외국논문도 살펴본다. 제2절에서는 국내의 관련연구도 조사한다.

제5장에서는 본 연구의 가설을 설정하고, 이 설정된 가설을 실증분석하기 위한 변수와 표본선정 및 조사방법론을 제시한 후 실증분석 결과를 논의한다. 제1절에서는 외국의 선행연구를 기초로 재무변수를 선정하고 각 변수에 대한 가설을 정립한다. 또한 신중하게 투자한다면 극단적인 재무비율을 가진 주식에 투자하지 않을 것이라는 가설을 세운다. 제3절에서는 분석기간인 1990년~1999년의 10년에 걸친 기술적 통계량을 살펴본다. 제4절에서는 전체표본에 대한 회귀분석결과를 각 재무변수에 대하여 분석한 후, 제5절에서는 전체표본을 각 재무변수에 대하여 5분위로 나눈 표본별 회귀분석결과를 파악한다.

제6장은 소유지분을 국내 機關投資家들의 지분이외에 외국인지분을 합쳐 전체표본과 5분위로 분류하여 얻은 실증결과를 분석한다. 제6장은 제5장을 보완하는 의미에서 실시하므로, 논의의 의미와 조사방법론 및 해석 등은 제5장과 동일하다.

제7장은 이 논문의 결론부분으로 실증분석의 결과로 얻은 결론 및 본 논문의 한계점과 추후 연구방향을 제시한다.

제 2 장 機關投資家の 역할

제1절 機關投資家の 의의

증권시장에서 주식투자자는 크게 개인투자자와 機關投資家로 분류할 수 있다. 각국마다 자본시장의 구조가 다르고 증권시장의 운영에 관한 규제가 서로 달라서 차이가 있을 수 있으나, 기관투자자와 개인투자자는 대체로 다음과 같이 구분된다. 개인투자자(individual investors)는 소규모의 자본을 가진 불특정 다수로서 증권투자자에 대한 기술이 초보적인 단계이며, 자금력도 영세하여 시장의 움직임에 응집력을 발휘하지 못하는 세력으로 볼 수 있다. 이에 비하여 機關投資家(institutional investors)는 자금을 대규모로 보유하여 유가증권에 대한 투자도 대규모로 하고, 개인투자자에 비해 정보의 수집과 분석능력이 훨씬 앞서며, 효율적인 분산투자가 가능한 법인형태의 전문적인 투자자로 볼 수 있다. 한편으로는 機關投資家가 주식을 매입하거나 매도하는 경우 당해 기업주가에 큰 영향을 주게 됨으로써 機關投資家가 기업경영자에 영향력을 행사할 뿐 만 아니라 기업인수와 합병 등에서도 결정적인 역할을 수행하게 됨에 따라 機關投資家の 역할론이 최근 들어 많이 강조되고 있다. 국내에서도 점차 이러한 경향이 뚜렷이 나타나고 있다.

1. 機關投資家の 일반적 특성

機關投資家は 위에서 지적한 바와 같이 소규모 투자자들을 대신해서 그들이 맡긴 자금을 '용인할 만한 리스크-수익률 극대화' 및 만기 환급 보장이라는 목표아래 관리해주는 특별한 금융중개기관을 말한다. 이런 점에서 보면 機關投資家들은 다음과 같은 특성을 지니고 있다.

첫째 機關投資家は 소규모 투자자들을 위한 리스크 풀(risk pooling) 서비스를 제공한다. 이런 서비스를 통해 機關投資家は 일반인들의 직접적인 재산운용보다는 나은 리스크-수익률 보상관계를 제공하게 된다. 자산측면에서 보면 機關投資家は 여러 종류의 국내외 증권을 보유함으로써 분산(diversification)의 효과를 극대화시킬 수 있게 된다.

둘째 機關投資家は 또 유동성을 선호하기 때문에 규모가 크고 유동성이 좋은 자

본시장을 활용해서 표준화된 금융상품을 거래함으로써 새로운 정보에 즉각적으로 대응하면서 자신들의 증권보유수준을 조정하게 된다. 機關投資家들은 유동성이 적은 부동산 같은 고정 자산은 상대적으로 적게 보유하려는 특성을 지니고 있다.

셋째 機關投資家는 자본시장에서 정보를 흡수하고 처리하는 능력이 개인투자자보다 훨씬 뛰어나다.

넷째 비은행 機關投資家の 경우 만약의 사태를 대비하기 위해 자산과 부채의 만기상의 미스매치(mismatch)가 없도록 하는데 많은 노력을 한다. 機關投資家들은 물론 고위험 고수익 금융상품을 겨냥해 많은 경우 장기부채를 보유하고 있다.

다섯째 機關投資家는 대량거래라는 측면에서 커미션을 낮추는 등의 규모의 경제를 누리고 있다. 이런 대량거래 특성상 다른 금융기관들로부터 불리하지 않은 대접을 받고 아울러 그들이 투자하는 기업들에 대해서는 영향력을 행사하는 식의 파워를 형성하게 된다.

여섯째 機關投資家는 고객을 위해 자산을 운용하는 서비스를 제공한다는 측면에서 포트폴리오 운영상 受託者로서의 주의 의무가 부여된다. 수익률을 높이기 위해 무작정 리스크에 도전하는 식의 욕망을 자제해야 하는 것이다. 또 한편으로는 고객의 자산을 운용하는 기관이기 때문에 펀드매니저에 대한 완벽한 감시가 이뤄지지 않는 경우 주인과 대리인의 문제(principal-agent problems)가 생길 수 있다. 즉 재산을 맡긴 고객이 아니라 펀드매니저 자신의 이익 또는 계열 금융기관의 이익을 추구하는 방향으로 고객자산을 운용할 수 있는 것이다. 물론 이같은 대리인 문제를 방지하기 위해 여러 가지 모니터 장치가 가동된다. 이 경우 역시 또 다른 문제, 즉 herding behavior를 유발할 수 있다. 다른 펀드매니저들을 뒤쫓아가는 경우가 자신이 독단적인 자산운용을 했을 때 보다 모니터의 비판으로부터 훨씬 자유스러울 수 있기 때문이다. 이 같은 herding behavior는 뒤에 설명하는 바와 같이 자본시장의 안정성을 해치는 부작용을 빚는다는 지적도 있기도 하다.

2. 외국의 機關投資家

미국의 경우 機關投資家를 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange, NYSE)는 1964년에 다음과 같이 분류하고 있다.

① 저축기관(Savings institutions)

일반대중의 자금을 관리하는 기관으로 저축투자를 목적으로 하는 상업은행, 생명보험, 투자신탁, 연기금 등이 있다.

② 비저축기관(Nonsavings institutions)

저축을 목적으로 하지는 않으나, 특정 손실에 대한 대비나 특별한 비영리사업을 하기 위하여 출연한 자금을 관리하는 기관으로 손해보험, 재단, 대학기금 등이 있다.

③ 중개기관(Intermediaries)

受託者(trustees)나 대리인(agents)의 자격으로 개인이나 다른 機關投資家 등의 자산을 투자·관리하는 기관을 의미하며, 신탁회사 등이 이에 해당한다.

영국은 1980년 6월 의회에 제출된 '월슨 보고서'에서 機關投資家を 보험회사, 연기금, 계약형 및 회사형 투자신탁 등 전문적 투자기관으로 제한하고 있고, 일반 금융기관은 유가증권에 대한 투자비율이 낮다는 이유로 제외하고 있다.

일본의 경우 증권단체협회의 규정에 의해 다음과 같이 정의된다.

- ① 신용창조 부문인 보통 은행으로 도시은행과 지방은행
- ② 저축흡수 자본전환 부문인 특수은행으로 장기신용은행과 기타 금융기관
- ③ 자금의 중개부문인 생명보험, 손해보험, 신탁은행, 투자신탁, 공공연금 등이다.

위와 같이 機關投資家들은 각국마다 다른 형태를 보이고 있는데 최근 들어서는 가장 대표적인 機關投資家로 연금, 생명보험, 뮤추얼펀드 등 3개 기관이 꼽히고 있다.

연금은 회사나 그 소속 직장인들이 내는 자금을 한데 모아 관리 투자함으로써 퇴직이후의 삶을 보장하는 연금을 지급함을 목적으로 하는 기관이다. 연금펀드는 내부적으로 관리되거나 또는 다른 機關投資家에 맡겨서 외부적으로 관리되기도 한다. 나중에 지급되는 연금의 보장성 여부에 따라 defined contribution funds와 defined benefit funds로 나뉜다. Defined contribution funds의 경우는 자본시장 상황이 나빠질 경우 연금지급도 적어질 수 있다. 그러나 defined benefit funds는 자본시장 상

황이 나빠질 경우에는 회사측이 일정수준의 수익률을 보장해준다는데 큰 차이가 있다.

機關投資家로서의 보험회사는 생명보험회사에 초점이 모아진다. 손해보험회사의 경우는 위험담보 차원에서 자금을 관리하는 것이 일반적이기 때문이다. 손해보험회사는 특히 사고를 담보하고 있고 그 같은 사고가 언제 발생할 지 모르는 상황이기 때문에 현금흐름이 매우 불확실하다. 그렇게 때문에 손해보험사들의 포트폴리오에는 생명보험회사보다는 단기자산이 상대적으로 많을 수밖에 없다. 이에 반해 생명보험회사는 장기적인 機關投資家로 볼 수 있다. 생명보험회사는 당초 보험가입자의 사망, 상해 등을 담보하는 기능을 주로 했지만 이제는 일반 개인이나 연금과 같이 다른 금융중개기관으로부터 저축을 받아 운용해주는 역할이 늘고 있다.

뮤추얼펀드는 순수하게 투자목적을 위해 자산을 공동 운용하는 기관이다. 뮤추얼펀드는 여러 개인들로부터 자금을 pooling해서 거래비용과 관리비용을 낮추고 대량거래의 이점을 살리는 등의 시너지 효과를 거둌으로써 보다 나은 리스크-수익을 관계와 유동성을 추구하게 된다. 뮤추얼 펀드에는 언제든지 현금 환매가 가능한 개방형과 주식 거래를 통해 자금을 회수하는 형태의 폐쇄형이 있다. 뮤추얼 펀드는 대체로 투자자들이 자산운용을 국내주식, 해외채권, 신흥시장 주식 등과 같이 일정한 범위로 지정하는 경우가 많다. 이 경우 펀드매니저는 그 범위 내에서의 주식선택과 관련한 책임만 있는 것이다. 뮤추얼펀드도 개인뿐만 아니라 연금과 같은 다른 機關投資家로부터 저축을 받고 있다. 미국의 경우 뮤추얼펀드 자산의 30% 정도가 다른 금융기관 자산이다.

헤지펀드는 폐쇄형 뮤추얼 펀드의 일종이다. 헤지펀드는 부유층의 재산을 관리하는데 미국의 경우 투자자산이 1백만달러 이상인 사람만 헤지펀드에 가입할 수 있다. 이 펀드가 고수익을 겨냥한 만큼 고위험이 있기 때문에 이같은 제한을 두고 있는 것이다.

한편 위에서 언급한 바와 같이 機關投資家は 여러 가지 형태가 있지만 최근 들어와서는 機關投資家の 범주가 애매한 경우가 많다. 뮤추얼펀드가 퇴직저축 수단으로 활용되고 있고 연금 저축은 생명보험적인 성격도 지니고 있다. 은행은 또 그들 나름대로 보험회사를 매입하거나 설립하고 또 그들 자신의 뮤추얼펀드와 개인연금을 판매하고 펀드매니저를 영입해서 자산운용을 맡기기도 한다.

그러나 機關投資家들에 대한 규제는 상당한 차이가 있다. 규제의 강도에 따라 受

託者로서의 의무에 차이가 있는 것이다. 일반적으로 뮤추얼펀드에 대한 규제는 약한 편이다. 주된 규제는 뮤추얼펀드 가입자에 대한 정보공개의무가 주축을 이루고 있다. 보험회사나 수익율을 보장하는 연금펀드의 경우는 자산-부채 비율에 대한 규제가 있기 마련이다.

3. 한국의 機關投資家

증권거래법 시행령 제86조의 7에 의하면, 증권거래법상 5% rule (주식 대량보유의 보고)의 특례가 적용되는 주체를 機關投資家라고 정의하고 있다. 또한 법인세법 제15조에 의하면 증권투자에서 발생한 이익에 대한 익금불산입의 혜택 (증권거래법에 의한 주권상장법인 및 협회등록법인 중 대통령령이 정하는 법인 외의 법인으로 부터 받은 배당소득금액의 90% 익금불산입) 부여와 관련하여 機關投資家の 범위를 규정하고 있다.

법인세법 시행령 제23조 3의 제1항과 제9조의 2에 의하여 정의하면, 機關投資家の 범주는 은행, 보험회사, 투자신탁회사, 증권회사, 연기금 등 총 17가지로 국내의 거의 모든 금융기관을 포함한다고 할 수 있다.

제2절 機關投資家の 생성과정과 機關化

1. 機關投資家 비중 증대

증권산업의 영역이 확대되고 업무가 고도화됨에 따라 증권시장에서의 금융자산의 운용기능이 제고되고 있다. 이에 따라 금융자산을 관리·운용하는 機關投資家들의 증권시장에 대한 참여의 폭과 투자금액의 운용규모도 크게 확충되었고 개인투자자 중심이었던 증권시장이 점점 機關化 되어가고 있다.

국민들의 가처분소득이 증가하게 되면 다양한 금융상품에 대하여 수요가 증가할 것인데, 위험이 크면서 기대수익도 높은 주식에 대한 투자욕구도 증가할 것이다. 주식은 위험이 높은 자산이므로 상당한 전문지식이 필요하며, 많은 투자정보를 수집하고 분석할 수 있는 조직을 갖춘 機關投資家에게 의존하는 간접투자방식이 늘어갈 수밖에 없다.

<표 1-1>에서 보듯이 기관투자자가 보유하고 있는 금융자산이 각국의 국내총생산(Gross Domestic Product, GDP)에서 차지하는 비중을 보면 OECD국가 중 1998년 말 현재 미국이 218.8%, 영국 214.2%, 네덜란드 155.8%, 프랑스 115.7%, 호주 115.1%, 캐나다 111.9% 등으로 구미 선진국들이 높게 나타났다. 그러나 한국도 108.6%로 상당히 높은 편이며 일본의 경우는 38.7% 수준에 그치고 있다.

절대금액으로 나타낸 <표 1-2>에서 보듯이 OECD국가의 機關投資家들이 보유하고 있는 금융자산은 1998년 말 현재 30,251.2 billion 달러로 1990년의 13,506.3 billion 달러에 비해 무려 124%나 증가하였다.

<표 1-1> OECD 국가별 機關投資家가 보유하고 있는 금융자산이
각국의 국내총생산에 차지하는 비중

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
호주	49.3	58.3	60.2	74.5	72.5	89.3	98.0	97.9	115.1
오스트리아(1)	24.3	25.4	23.7	27.8	31.8	35.5	39.5	45.4	57.2
벨기에	44.4	49.0	47.3	57.0	60.8	60.7	65.0	74.5	.
캐나다	58.1	63.8	66.3	76.1	79.9	85.7	94.0	101.5	111.9
체코	.	.	.	23.0	18.2	17.9	20.6	16.2	.
덴마크	55.6	59.4	53.7	61.2	65.0	64.1	67.1	73.2	87.3
핀란드	33.2	37.1	35.8	44.2	55.5	49.7	59.9	60.6	72.0
프랑스	54.8	62.4	60.6	72.5	75.6	80.1	85.5	95.3	115.7
독일	36.5	38.2	33.8	38.1	44.2	46.1	49.9	57.5	70.2
그리스(2)	6.5	8.8	8.5	14.3	18.8	23.4	28.5	26.0	31.8
헝가리	.	2.5	2.4	2.6	3.8	4.0	5.7	7.0	8.6
아일랜드	45.5	49.9	50.0	57.8	68.7	70.9	78.6	85.3	97.8
이태리	13.4	22.4	18.5	26.3	32.1	33.2	39.9	53.0	80.3
일본(3)	81.7	79.4	78.1	81.3	84.8	76.9	77.5	76.4	38.7
한국	48.0	47.8	52.3	56.7	57.5	57.9	57.3	37.2	108.6
룩셈부르크(4)	928.9	1,218.6	1,613.5	2,149.2	2,151.4	2,141.0	2,136.1	2,805.0	3,516.4
멕시코(5)	8.8	9.4	5.6	21.7	3.5	3.8	4.5	4.8	5.7
네덜란드	133.4	143.6	132.8	148.6	157.8	160.9	169.0	243.5	155.8
노르웨이	36.0	38.0	32.6	39.6	43.2	42.2	43.4	45.6	47.6
폴란드(6)	.	.	.	0.5	1.9	1.6	2.0	2.6	3.0
포르투갈	9.0	14.9	17.3	25.7	31.9	39.8	44.2	53.5	39.2
스페인	13.1	19.7	20.4	27.4	34.2	35.9	43.4	54.6	68.8
스웨덴	85.7	93.8	75.7	102.6	105.4	114.5	120.3	139.0	.
스위스(7)	119.0	61.1	119.4	69.9	148.6	77.4	152.1	92.5	107.5
터키	0.6	0.5	0.5	0.9	1.0	0.8	1.3	1.2	0.8
영국	114.5	126.0	115.2	163.7	149.2	163.9	193.0	204.6	214.2
미국	119.4	130.0	133.3	142.7	142.5	159.8	175.0	197.2	218.8

(1) 1990년: 연기금을 제외한 수치

(2) 1990년: 보험회사와 투자회사를 제외한 수치

1991~1992년: 투자회사를 제외한 수치

1997~1998년: 연기금을 제외한 수치

(3) 1998년: 보험회사를 제외한 수치

(4) 1990~1994년: 투자회사의 수치로만 구성

(5) 1996년까지는 연기금을 제외한 수치

(6) 1990~1993년은 연기금을 제외한 수치

(7) 1991, 93, 95, 97, 98년: 연기금을 제외한 수치

자료: OECD Yearbook

<표 1-2> OECD 국가별 機關投資家가 보유하고 있는 금융자산 (단위: billion 달러)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
호주	145.6	173.6	176.1	212.8	237.0	315.7	38.7	384.5	405.1
오스트리아(1)	38.8	42.3	44.4	50.8	62.3	82.2	90.1	93.6	121.5
벨기에	87.0	98.5	106.4	122.0	141.3	166.0	174.4	180.6	.
캐나다	332.7	374.7	376.8	420.6	438.8	491.3	556.7	616.8	651.1
체코	.	.	.	7.9	7.3	9.1	11.6	8.4	.
덴마크	74.2	79.6	79.0	84.9	98.8	115.9	123.5	124.5	152.7
핀란드	44.7	45.0	38.1	37.3	54.3	62.5	74.8	72.7	89.9
프랑스	655.7	749.5	800.6	906.4	1,006.2	1,230.0	1,314.9	1,329.2	1,659.3
독일	599.0	657.0	665.2	729.7	904.8	1,113.2	1,167.9	1,201.9	1,498.9
그리스(2)	5.4	7.8	8.4	13.2	18.	27.2	35.1	31.1	38.2
헝가리	.	0.8	0.9	1.0	1.6	1.8	2.6	3.2	4.1
아일랜드	2.8	3.4	3.5	3.5	4.3	5.0	5.7	6.3	8.0
이탈리	146.6	257.8	225.3	258.7	326.6	360.7	484.6	607.3	941.02
일본(3)	2,427.9	2,700.7	2,903.3	3,475.5	3,975.3	3,950.1	3,563.6	3,205.1	1,464.5
한국	121.8	140.6	161.1	188.7	218.9	264.2	277.8	164.5	323.5
룩셈부르크(4)	94.1	132.9	203.6	276.0	313.6	370.2	362.5	442.1	587.2
멕시코(5)	23.1	29.6	20.2	87.6	14.5	10.8	14.9	19.2	23.8
네덜란드	378.3	416.8	427.4	465.2	532.4	641.1	670.8	884.9	588.0
노르웨이	41.5	44.7	41.2	46.0	53.1	61.9	68.6	69.9	69.6
폴란드(6)	.	.	.	0.4	1.7	1.9	2.7	3.5	4.6
포르투갈	6.2	11.7	16.3	21.5	28.2	41.6	48.1	54.2	41.5
스페인	64.5	104.3	117.5	131.0	165.4	201.2	253.0	290.7	380.5
스웨덴	196.8	224.4	187.3	190.6	209.1	264.9	302.9	316.6	.
스위스(7)	271.7	142.1	290.7	165.6	388.4	237.8	450.3	236.8	284.5
터키	0.9	0.7	0.8	1.7	1.3	1.3	2.3	2.3	1.5
영국	1,116.8	1,275.2	1,207.2	1,543.6	1,522.1	1,814.9	2,25.5	2,624.4	2,906.6
미국	6,630.0	7,422.2	8,037.0	9,051.6	9,876.8	11,236.6	12,933.3	15,432.6	18,005.4
합계(8)	13,506.3	15,135.9	16,138.3	18,493.8	20,302.7	23,079.0	25,605.4	28,406.9	30,251.2

(1) 1990년: 연기금을 제외한 수치

(2) 1990년: 보험회사와 투자회사를 제외한 수치

1991~1992년: 투자회사를 제외한 수치

1997~1998년: 연기금을 제외한 수치

- (3) 1998년: 보험회사를 제외한 수치
- (4) 1990~1994년: 투자회사의 수치로만 구성
- (5) 1996년까지는 연기금을 제외한 수치
- (6) 1990~1993년은 연기금을 제외한 수치
- (7) 1991, 93, 95, 97, 98년: 연기금을 제외한 수치
- (8) 1998년은 벨기에, 체코, 스웨덴을 제외한 수치

자료: OECD Yearbook

증권시장의 機關化(institutionalization)라는 것은 증권시장에서 機關投資家의 역할이 위와 같이 커지는 것을 의미한다. 이러한 機關化 현상은 제 2차 세계 대전 이후 선진각국에서 증권시장을 변화시키는 원동력이 됐다.

전후 세계의 경제상황은 인플레이션의 진행과 누진과세의 시행으로 개인들이 투자능력을 상실한 반면에 각종 저축성 자금을 흡수하여 성장한 機關投資家들이 세제혜택을 받으며 적극적으로 주식투자에 나서게 되어 이들이 증권시장에서 차지하는 비중이 커지게 되었고 이로 인해 機關化 현상이 나타나게 되었다.[박임출(1989)1]

증권시장의 機關化 현상이 나타나게 된 일반적인 배경으로는 다음과 같은 요인들을 들 수 있다.

- ① 인구의 노령화에 따라 퇴직 연금상품에 대한 수요가 증대하고
- ② 통신 및 정보처리 기술 발달에 따른 첨단 투자 상품의 등장
- ③ 규제완화에 따른 금융기관간의 경쟁격화, 영역구분 철폐
- ④ 뮤추얼펀드 등 성과배당상품에 대한 수요증대 등이다.

이밖에도 퇴직저축에 대한 세제혜택, 機關投資家 제공 금융상품의 높은 수익률, 개별 국가들의 연금 육성대책 등도 機關投資家 발전에 많은 기여를 했다고 볼 수 있다.

이같은 機關化는 후술하는 바와 같이 자본시장에 많은 영향을 끼쳤다. 예를 들면 미국 영국 캐나다 등과 같이 우수한 機關投資家가 많은 국가는 매우 발달된 증권시장을 보유하기 마련이다. 또한 정교한 금융거래 기법과 함께 금융혁신이 가속화되는 효과도 가져온다. 특히 저축의 機關化를 통해 장기 자금이 공급이 늘어나면서 국민경제 전체적으로도 많은 기여를 하게 된다.

1) 박임출, “ 증권시장 機關化에 관한 고찰”, 증권조사월보, 1989.10. pp3-23.

오늘날 세계자본시장에서 나타나는 이러한 공통된 機關化 현상을 살펴보면 다음과 같다.

(1) 미국

미국의 증권시장은 전통적으로 투자은행(investment banking)에 의하여 주도되고 있었는데, 19세기말에 와서 연방준비은행은 증권업자에 대하여 단기증권을 담보로 콜론(call loan)을 제공함으로써 증권시장에 간접적으로 영향을 미치기 시작하였다. 1920년대에는 투자회사가 설립되어 급속하게 성장하면서 주식투자에 적극적으로 참여하게 된다. 1933년의 글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act)은 은행업무와 증권업무의 겸업금지를 강제하여, 각종 재단 및 학교기금의 운영도 활발하게 되어 점차 機關投資家로 변모하게 되었다.

미국은 機關化 경향이 가장 먼저 진전되었던 나라인데 이는 아래에 기술하는 금융·증권시장의 특수성에 기인한다. 첫째로, 미국의 금융과 증권시장은 연방제라는 정치적 구조로 인하여 은행이 고도로 분산되어 대규모 자금을 흡수하기가 어려웠다. 이에 따라 금융시장의 주축이었던 은행의 경우 세력이 약한 대신 위험의 분산성을 강조하였던 반면, 증권시장은 대규모 자금조달 수단으로 발전되고 있었다. 이러한 연방제적 특수성 때문에 비은행 금융기관이 발전할 수 있는 계기가 되었다. 둘째로, 제 1·2차 세계대전 이후 기업부문은 자기금융이 활성화되었고, 가계부문의 저축이 증가되어 정부의 국채발행에 의한 자금조달이 확대되었다. 따라서 정부는 자연히 증권시장을 확대하는 방향으로 정책을 시행하였다. 셋째로, 1930~1940년대에 걸친 금융제도의 개혁은 은행업무와 증권업무 겸업금지로 인해 이상과 같은 특수성을 제도적으로 가속시키게 되는 한편, 예금금리의 규제는 비은행 금융기관에게 상대적으로 유리하게 작용하였다.

이러한 세 가지 요인에 의해 형성된 비은행 금융기관의 성장기반은 제2차 세계대전 이후 고도의 경제성장으로 확대·재생산되어 機關投資家를 결정적으로 성장시키게 되었다. 특히 1960년대 전후로 성장이 두드러졌는데, 그 이유는 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째로, 개인소득이 증가하고 소득분배의 균등화가 진전됨에 따라 저축의 증가와 함께 금융자산의 수요가 다양화되었고 새로운 금융기법이 등장하였다. 둘째로, 도

시화의 진전 및 생산의 대규모화에 따르는 종업원의 급증은 개인의 실물투자를 감소시킨 반면 기관을 매개로 하는 금융저축을 증가시켰다. 셋째로, 근로자의 급증, 강력한 노동조합의 대두, 연금에 대한 세금혜택 등은 연금이 급성장 할 수 있는 요인이 되었다. 즉, 노동조합은 노사협약에서 세금부담을 줄이기 위해 임금인상보다는 연금을 부각시키는 한편 기업주에게도 연금부담금은 과세대상에서 제외되어 연금의 성장을 촉진시켰다. 넷째로, 미국의 회사형 투자신탁 중 개방형 뮤추얼펀드의 판매활동이 매우 활발하였는데 이는 인플레이션이 만연하던 시대에 적합한 금융상품으로 평가되어 수요가 급증하였다. 다섯째로, 기부금에 대한 면세혜택으로 인해 세율이 높은 고소득층의 자금이 자선단체나 교육단체 등 비영리단체로 유입되었는데, 이 유입된 자금으로 펀드를 구성·운영하였다. 여섯째로, 경영효율의 증진을 위해 증권회사는 대형화 추이를 보였다.

이 같은 機關化 추세에 따라 미국 기업주식에 대한 기관들의 보유비중이 현격하게 증대됐다. 1945년의 경우 미국 기업 주식의 시가총액은 1200억 달러가 약간 밑도는 수준이었었는데 개인들이 직간접적으로 90%이상을 소유하고 기관들의 보유비중은 4.2%에 불과했다. 그러나 1998년의 경우는 완전히 다른 모습이다. 시가총액은 15조 달러를 넘어섰고 개인투자자의 비중은 절반아래인 44%로 떨어졌다. 이에 반해 機關投資家의 비중은 48%로 늘어났다.

<표 1-3> 미국 기업 주식 소유주 현황

구분	1945	1955	1965	1975	1985	1995	1998
일반가구	92.9	88.1	83.8	69.9	56.0	50.6	44.2
뮤추얼펀드	1.5	3.4	5.0	4.7	5.1	12.8	16.7
사적연금	0.3	2.2	5.6	12.8	21.3	14.9	14.5
공적연금	0.0	0.1	0.3	2.9	5.2	9.0	10.3
해외부문	2.3	2.3	2.0	3.9	5.9	6.3	7.2
보험회사	2.4	3.2	2.9	4.9	5.6	5.4	6.2
기타	0.7	0.7	0.5	0.9	0.8	1.0	1.0
전체	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 연방준비제도위원회, Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstanding, (1999)

기관투자자별 주식보유 현황도 뚜렷이 변화하는 모습을 보여왔다. <표 1-4>를 보면 1945년의 경우 뮤추얼펀드와 보험회사의 지분율이 높았다. 機關投資家 전체 보유지분 중에서 이들 두 기관이 94%를 차지한 반면 연금은 6%에 불과했다. 이 당

시는 물론 전체 機關投資家가 보유하고 있는 주식은 전체 기업의 4.2%에 그쳤다. 50여년이 지난 1998년 현재는 연금의 보유비중이 52%에 이른다. 뮤추얼펀드는 35%, 보험회사는 12.9%로 줄어들었다.

<표 1-4> 미국 機關投資家별 비중

구분	1945	1955	1965	1975	1985	1995	1998
뮤추얼펀드	36.7	38.8	36.2	18.5	13.6	30.3	35.0
사적연금	6.1	24.4	40.5	50.6	57.3	33.0	30.4
공적연금	0.0	0.8	2.5	11.4	13.9	21.1	21.7
보험회사	57.1	36.0	20.8	19.5	15.2	12.4	12.9
전체	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 미국연방준비제도위원회, Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstanding, (1999)

(2) 영국

영국은 19세기 후반이후 상업은행인 머천트 뱅크(merchant bank)가 증권시장에서 중추적인 역할을 하게 되었다. 그들은 증권발행시 인수를 위하여 결성되는 인수단인 신디케이트(syndicate)에 참가함으로써 발행시장에서 주요 세력으로 등장하게 되었고, 증권업자에게 신용을 제공함으로써 유통시장에 깊숙히 관여하게 되었다. 동시에 생명보험회사와 함께 중앙은행인 잉글랜드 은행도 증권시장에 참여하게 된다. 영국의 증권시장 역시 보험회사와 연기금이 성장함에 따라 機關化가 가속되었다. 영국 증권시장의 機關化 생성과정에 결정적으로 공헌한 것은 보험회사의 자산 운용에 완전한 자율성이 부여되어 활발한 주식투자가 가능하게 된 것인데, 이는 신탁과 생명보험의 종합상품개발 등을 통하여 비은행 금융기관의 유가증권투자가 크게 증가함에 기인한다고 할 수 있을 것이다.

영국의 機關投資家は 미국의 機關投資家 보다 장기투자 성향이 강하다. 또 기업주식의 법적 소유제한이 없음에도 불구하고 2%이상을 소유하는 경우가 적다. [김동원 (1997)²⁾]

2) 김동원, 박경서, “기업지배구조에 있어 機關投資家の 역할 모색,” 금융학회지 제 2권 제 2호, 1997, pp 263-318.

<표 1-5>에서 기관별 보유비중을 보면 1996년 말 현재 연금이 40.8%에 이르고 있고 보험회사도 35.6%에 달한다. 개방형 투자회사가 12.9%, 폐쇄형 투자회사가 5.1%를 각각 차지하고 있다.

<표 1-5> 영국 금융기관 보유 주식의 기관별 분포

구 분	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
생명보험	30.1	30.7	32.2	34.2	34.4	35.9	35.6	-
손해보험	3.5	2.8	2.6	2.5	2.6	2.6	2.5	-
개 방 형 투자회사	10.6	10.1	10.3	11.6	11.4	12.0	12.9	13.7
폐 쇄 형 투자회사	4.7	4.2	4.6	4.5	5.1	4.9	5.1	4.6
연 금	52.4	51.2	49.8	47.4	43.9	42.4	40.8	-

자료: OECD, Institutional Investors Statistical Yearbook(2000)

(3) 일본

일본의 증권시장은 제1차 세계대전 이전까지는 자금조달의 창구로서 제 구실을 못하였고, 유통시장은 투기적 시장으로 인식되고 있었다. 주식시장이 본격적으로 발전하게 된 계기는 제2차 세계대전 이후 소위 증권민주화계획의 추진에 따라 재벌 회사 소유주식이 강제적으로 일반에게 공개되었기 때문이다. 그 후 일본은 증권시장의 발전을 가속화하기 위하여 법인배당의 비과세도입(1950년), 투자신탁제도의 도입(1951년), 증권금융에 의한 신용거래의 개시(1951년) 등의 일련의 조치를 단행하였다. 이 시기까지의 일본주식시장은 사업법인과 금융중개기관이 주식은 많이 보유하고 있었으나, 유통시장에서 이들의 매매비중은 낮았다. 일본의 증권시장은 1970년대 후반에 이르러 투자자의 소득증가, 성장에 따른 자금수요, 공사채의 대량발행 등으로 활발하게 되었다. 이때 일반 금융기관 뒤를 이어 생명보험·투자신탁 등의 機関投資家들이 크게 성장하게 되었다. <표 1-6>에서 보면 1998년 말 현재 금융기관 보유 주식 중 생명보험회사가 23.7%, 손해보험회사등 비생명보험 분야가 4.3%로 전체 보험회사 비중이 가장 높다.

<표 1-6> 일본 금융기관 보유주식의 기관별 분포

구분	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
생명 보험회사	23.6	25.9	27.7	27.6	27.0	19.1	21.1	23.9	23.7
비생명 보험사	3.5	3.8	4.2	4.1	4.0	3.2	3.5	4.4	4.3
투자회사	16.5	13.0	10.2	9.8	8.6	4.8	6.1	3.9	3.5
자동 연금	-	-	-	-	-	-	-	13.4	14.6
비자동 연금	-	-	-	-	-	-	-	1.6	1.7
기타	20.6	19.8	19.4	21.1	21.8	16.5	23.5	9.0	9.2

자료: OECD, Institutional Investors Statistical Yearbook(2000)

(4) 한국

우리 나라는 1968년 ‘자본시장육성에 관한 법률’이 제정된 이후에 증권시장이 형성되기 시작하였다. 1970년대 접어들어 기업공개가 촉진되고 주식의 대중화 정책이 추진되었으며, 1980년대 들어서 증권시장의 활황과 물가안정에 따른 금융저축의 증가로 투자신탁회사, 증권회사 등의 증권전업기관이 성장하였다. 우리 나라 機關投資家の 주식투자는 1997년 국제통화기금(IMF) 구조조정기 이후를 제외하고는 대체로 증가세를 보이고 있으나, 미국·영국과 같은 선진국에 비해서는 상대적으로 그 비중이 매우 낮은 편이다.

1999년 말 현재 증권거래소에 상장된 725개 기업의 총발행 주식수는 173억 3천만주로 10년 전인 1990년의 47억 9천6백만주 보다 3.6배나 증가했다. 주식수 기준으로 機關投資家の 보유비중은 1980년 8.6%에서 1990년 28.12%, 1991년 27.59% 수준으로 크게 늘어났다. 그러나 1997년 IMF구제금융이라는 경제위기를 맞아 1997년

말 21.69% 1998년 11.23% 등으로 급격히 줄었다가 1999년 12.26%로 약간 늘었고 2000년에도 14.76%로 증가하면서 종전의 비중을 되찾아가는 모습이다..

주식거래대금 기준으로 봐도 1998년말 12.3%에서 1999년 16.1%, 2000년 16.4% 등으로 회복되고 있다.

<표 1-7 > 주식수 기준 기관 지분율 < 단위: % >

연 도	주식수기준	거래대금기준	거래량기준
1980	8.16	-	-
1981	8.02	-	-
1982	8.7	-	-
1983	10.69	-	-
1984	12.71	-	-
1985	14.44	-	-
1986	19.87	-	-
1987	13.81	-	-
1988	14.32	-	-
1989	13.56	-	-
1990	28.12	-	-
1991	27.59	-	-
1992	27.97	14.3	-
1993	27.96	24.7	-
1994	27.21	29.4	-
1995	26.78	26.8	19.7
1996	26.09	21.8	16.8
1997	21.69	17.4	13.1
1998	11.23	12.3	7.0
1999	12.00	16.1	8.6
2000	14.76	16.4	6.4

자료: 증권거래소

2. 우리 나라 機關投資家의 종류 및 비중

(1) 은행

은행은 전통적으로 보아 자원조달의 단기적 성격과 대출위주의 자산운용 때문에 위험이 높은 주식을 기피하는 것이 일반적이다. 은행들은 그러나 1992년에서 1994년까지 대기업의 자금사정이 호전되고 금리자유화로 금융기관간 수익률 경쟁이 심화됨에 따라 자산운용의 효율성을 높이기 위해 경쟁적으로 주식투자를 확대하였다.

총자산 중에서 주식에 투자한 비중이 증가된 후 전반적인 주식시장의 하락은 이들 은행의 자산건전성과 수익성을 악화시켰다. 특히 IMF 구조조정 이후 은행은 자기자본비율을 국제수준에 맞추기 위하여, 위험부담이 있다고 생각되는 주식을 대거 매각하고 소극적인 주식투자를 하고 있는데 이러한 추세는 당분간 계속될 것으로 보인다. <표 1-8>에서 보듯이 1999년 말 현재 은행의 주식보유비율은 3.44%로 1993-1995년 중의 10-11% 수준을 크게 밑돌고 있다.

(2) 투자신탁

투자신탁은 개인투자자로부터 자금을 조달하여 증권에 투자하는 機關投資家이다. 우리 나라에서 증권투자신탁은 계약형 투자신탁으로 기금형과 단위형을 채택하고 있으며, 신탁재산의 운용대상증권에 따라 주식형과 공사채형으로 구분된다. 주식형과 공사채형의 비율은 증권시장의 장세에 따라 좌우되는데, 상승장세에는 주식형이 증가하고 하락장세에는 공사채형이 증가한다.

투자신탁은 다른 機關投資家와 비교하여 주식보유비중이 높고 전문적인 주식투자기관으로서 수익률 극대화를 위해 주식종목을 활발히 교체하면서 적극적으로 포트폴리오를 관리하고 있다. 그러나 투자신탁회사 역시 IMF구조조정 이후 손실 축소 위험자산 축소 등의 차원에서 주식을 대거 처분해 주식보유비중이 크게 낮아졌다. <표 1-8>에서 보듯이 1999년 말 현재 투자신탁의 주식보유비율은 4.72%로 機關投資家 중 은행보다는 높다.

(3) 증권회사

증권회사는 유가증권의 인수나 매출(underwriter)과 같은 발행시장업무와 위탁매매(broker) 및 자기매매(dealer) 등 유통시장 업무를 담당하여 증권시장에 큰 영향을

미치고 있는 機關投資家이다. 機關投資家로서의 자기매매는 증권의 시장성을 확보하고 수급불균형을 보완하는 긍정적인 측면이 있지만 특정종목의 가격을 크게 변동시킬 소지가 있으며 주가등락에 따라 증권회사의 수지구조가 급변동하는 부정적인 측면도 있다. <표 1-8>에서 보듯이 1999년말 현재 증권회사의 주식보유비율은 0.87%로 증시활황기인 1989년의 5.07%에 비하면 현저히 축소되었다.

(4) 보험회사

보험회사는 자산운용 특성상 장기성 투자를 선호하기 때문에 주로 채권과 같은 안정적인 자산이나 대형우량주식에 장기적으로 투자하고 있다. <표 1-8>에서 보듯이 1999년말 현재 보험회사의 주식보유비율은 1.68%이다.

(5) 기금과 공제조합

기금은 증시안정기금과 연기금을 포함하며, 증시안정기금은 1992년 8월에 증권시장을 안정시킬 목적으로 설립되었다. 증시안정기금은 설립이후 1993년 중반까지 주가가 급락할 때는 적극적으로 주식을 매입하였으며 1993년 말부터 1994년 초까지 주가가 급등할 때는 이익이 실현된 종목을 중심으로 매도하였다.

연기금은 미국, 영국, 일본의 증권시장에서는 자산의 규모면에서 가장 크며, 기관의 성격상 장기적으로 안정적인 투자를 하여 증권시장의 안정화에 크게 기여하고 있다. 우리 나라에서는 1989년 하반기 이후 침체된 증시의 투자수요 확대책으로 연기금을 機關投資家로 지정하였다. 주식투자는 장기여유자금의 범위내에서 제한적으로 가능하나 주식투자의 위험성과 담당자 문책 등의 이유로 부진한 실적을 보이고 있다.

1999년말 현재 연기금의 주식 보유 비율은 1.4% 수준에 그쳤다.

향후 정부의 적극적인 주식투자유치 노력과 인구의 고령화 및 소득수준의 향상에 따라 자산규모가 증가되면서 선진국 증권시장에서와 같이 기금 및 공제회의 주식투자비중은 증대될 것으로 예상된다.

(6) 외국인

증시가 개방됨에 따라 외국인 투자는 선진금융기법의 도입을 통한 국내증시의 효율성 증대와 새로운 매수기반의 형성에 따른 증시의 수요기반 확대라는 긍정적인 측면과 단기 투기성자금의 빈번한 유출입에 따른 증시와 통화교란 및 기업의 경영권 위협이라는 부정적인 측면이 있다.

<표 1-8>에서 보듯이 1992년 1월부터 외국인의 국내 주식시장에 대한 직접 투자를 허용한 이후 외국인의 매매비중은 확대되는 모습을 보이는데, 1999년말 현재 외국인의 주식보유비율은 10.87%로 높은 편이다. <표 1- 8>에서의 외국인은 내국민 대우 외국인 (국내거주 외국인 및 국내사무소를 둔 외국인)을 제외한 비거주 외국인을 말한다.

<표 1-8> 소유자별 주식분포 (주식수 기준) (단위: %)

구 분	1989	1991	1993	1995	1997	1998	1999
機關投資家	13.58	27.59	27.96	26.78	21.69	11.23	12.0
은 행	3.15	8.92	10.72	11.17	9.42	3.58	3.44
증권회사	5.07	4.92	4.72	2.86	2.11	1.30	0.87
투자신탁회사	2.67	7.68	6.17	6.26	2.66	1.99	4.72
보험회사	2.60	5.54	5.78	5.65	6.34	3.62	1.68
종금사·금고	0.09	0.53	0.57	0.84	1.16	0.74	1.29
기금·공제회	-	5.6	5.6	5.3	4.3	2.4	1.4
정 부	11.84	9.96	8.58	8.03	6.59	17.32	16.36
기타법인	17.85	15.49	17.16	18.65	22.81	22.26	18.79
개 인	54.62	44.47	37.57	36.42	39.79	38.79	41.98
외국인	2.13	2.49	8.74	10.12	9.11	10.39	10.87
합 계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* 1989년: 기금의 주식보유분은 일반법인에 포함

* 機關投資家は 기금 공제회를 제외한 수치

* 정부 및 정부관리기업을 포함한 수치

‘정부’는 중앙정부 및 지방자치단체를 말하고, ‘정부관리기업’은 정부투자기관관리기본법에 의한 정부투자기관과 정부재투자기관을 말한다. (단, 정부투자기관중 한국산업은행과 중소기업은행 등의 특수은행은 ‘은행’으로 분류) 자료: 한국증권거래소, 증권통계연보 및 주식

제3절 機關投資家の 역할

금융시장내에서의 기관 투자자 비중이 제고되면서 그들의 역할에 대한 연구도 활발해지고 있다. Rybczynski(1995)³⁾은 機關投資家の 발전을 감안해 금융시장이 다음과 같은 3단계를 거치면서 발전해 왔다고 주장한다.

은행중심단계: 비금융기관의 외부자금조달은 주로 은행대출을 통해 충족된다. 이 단계에서는 은행이 차주에 대한 모니터링을 실시하고 필요할 경우 규제를 가하기도 한다. 은행이 대부분의 국민저축을 흡수하고 머니마켓은 별로 발전되지 않았으며 있다고 해도 거의 은행간 시장일 뿐이다. 이 단계에서는 은행이 주도적인 역할을 하고 대부분의 금융중개는 은행을 통해서 이뤄지면서 그들의 대차대조표에 기록된다. 따라서 은행만이 차주들에 대한 개별적인 정보를 취득, 평가하고 리스크를 분산하는 능력을 갖게 된다.

시장중심단계: 機關投資家が 발전하고 개인들의 직접적인 직접투자도 늘어나면서 은행의 저축수단 및 금융상품 제공자로서의 역할이 도전을 받게됐다. 그럼에도 불구하고 은행은 비금융기관에 대한 주된 자금공급자로서의 역할은 감당한다. 이 시기엔 머니마켓이 발전됐지만 여전히 은행간 거래가 주축을 이룬다. 자본시장도 발전하기 시작하지만 주로 국채시장 위주이며 신주발행은 얼마 되지 않는다. 따라서 은행의 역할이 여전히 강하게 행사되는 시기이지만 개인저축흡수, 기업자금공급 측면 등에서 상대적으로 위축되기 시작한다. 기업간 인수합병이 늘어나면서 기업에 대한 모니터링 기능도 다른 금융기관과 공유하게 됐다. 금융혁신 측면에서도 다른 금융기관들이 리딩 역할을 하고 새로운 상품을 개발, 은행과 경쟁하게 됐다.

증권화 단계: 시장이 비금융기관은 물론 금융기관에도 대부분의 자금을 공급하는 시기다. 회사채, 상업어음이 은행대출을 대체하게 되고 모기지나 소비자 신용은 증권화됐다. 국민저축 흡수 배분 모니터링 규제 역할도 신용평가기관 투자은행 機

3) Rybczynski T, " The Development of European Capital Markets: the Main Trends and Their Implications," in ed J Revell " The Changing Face of European Banks and Securities Markets," MacMillan, London, 1995.

關投資家 등에게 주도권이 넘어간다. 機關投資家들의 금융자산 보유도 크게 늘어났다. 이 시기엔 파생상품과 같은 새로운 금융상품이 개발돼 각종 위험에 가격을 매기고 위험을 거래할 수 있게 됐다. 機關投資家들이 금융시장의 주도적인 역할을 감당하게 됐다. 은행은 이제 자문활동 자산관리 언더라이팅(underwriting), 중개에 치중하게 되고 종전의 전통적인 은행업무는 중요성이 줄었다.

機關投資家가 금융시장 전체에 미친 영향은 그밖에도 여러 가지 측면에서 생각할 수 있다.

Vittas(1998)⁴⁾는 機關投資家들은 기존의 은행독주 금융시스템 내에 경쟁과 효율성을 고양시키고 금융혁신, 자본시장의 현대화, 투명성 및 정보공개 확대, 기업지배구조 개선 등 여러 가지 긍정적인 기여를 해왔다고 주장한다.

Friedman(1995)⁵⁾는 기관투자자들의 보유주식이 늘어나면서 ① 주식발행시장이 활성화되면서 신설기업에 대한 자금공급이 증대하고, ② 주가변동이 심해졌으며, ③ 주가 리스크를 증대시킨 한편, ④ 해당 기업경영에 압력을 증대시킨 현상이 나타났다고 지적했다.

특히 최근에는 受託者 자본주의(fiduciary capitalism)라는 용어의 등장과 함께 기관투자자의 적극적인 역할론(institutional investors' activism or fiduciary activism)에 대한 요구도 커지고 있다는 상황이다.

한편, 기관투자자의 증권시장 영향과 관련해서는 부정적인 시각도 적지 않다. 외국 기관투자자들의 허딩행위(herding behavior) 때문에 1997년 하반기에 몰아닥친 아시아 외환위기가 가속화됐다는 지적도 적지 않게 대두되고 있다. 機關投資家の 역할 내지는 금융시장에 미친 영향은 다음과 같이 나누어 생각할 수 있다.

1. 자본시장 영향

(1) 機關投資家와 자본시장 발전

최근 들어 증권시장이 급속하게 발전하면서 금융상품 중 주식의 차지하는 비

4) Vittas, Dimitri, "Institutional Investors and Security Markets: Which comes First?" Presented at the ABCD LAC Conference, 1998, San Salvador.

5) Friedman, B. M, "Economic Implications of Changing Share Ownership," Working Paper, National Bureau of Economic Research, Massachusetts, 1995.

중도 크게 증가하고 있다. 미국, 영국을 포함한 G7국가의 경우 1970년에는 주식이 국내총생산(GDP)에서 차지하는 비중이 0.4%에 불과했지만 1997년에는 1.0%로 0.6% 포인트가 증가했다. 같은 기간중 예금은 0.9%에서 1.3%로 0.4% 포인트 늘어나는데 그쳤다. 이와 함께 자본시장의 질적구조에도 큰 변화가 있었다. 순순한 소매시장에서 도소매 시장이 혼재하는 형태가 됐고 외환시장에서도 기관들의 중요성은 한층 증대됐다. 트레이딩 시스템에서도 혁신과 급속한 기술발전이 이어졌다. 이같은 금융시장발전은 機關投資家の 규모가 커지고 활발한 활동이 있었음을 반증하는 것이다. 이에 따라 개인들의 직접투자가 기관들을 통한 간접투자로 손바뀜을 하는 경우도 크게 늘게됐다.

이 같은 자본시장 발전 문제와 관련, 흥미있는 논쟁거리가 있다. 즉 증권시장이 機關投資家 발전을 위한 선행조건인지 아니면 기관이 먼저 생기고 그에 따라 증권시장 발전을 재촉하게 됐는지 하는 논쟁이다. 이는 닭이 먼저인가 혹은 달걀이 먼저인가와 같은 논쟁이다.

Davis(2000)⁶⁾는 이같은 상호연관성에 대한 실증 분석결과 OECD국가들의 경우 자본시장 시가총액과 機關投資家の 규모간에는 0.97의 높은 상관관계가 나타났다고 주장했다. 금융시장의 발전과 기관들간의 역할변화는 다음과 같다.

<표 1-9> 1997년말 현재 금융시장 구조 (괄호안은 1980년)

	금융자산/GDP	금융기관 중개비중	은행 중개비중	機關投資家 비 중(은행제외)
독일	6.1(3.6)	47(45)	75(86)	22(12)
프랑스	10.0(4.8)	35(62)	73(68)	27(4)
이탈리아	5.3(3.9)	32(32)	91(98)	9(5)
영국	11.4(4.2)	42(34)	42(64)	38(26)
캐나다	7.1(5.1)	41(34)	46(55)	33(19)
일본	8.5(5.1)	45(42)	34(36)	19(10)
미국	7.7(4.1)	38(37)	26(58)	52(31)

자료: National Balance-sheet data

6) Davis E Philip, " Implications of the Growth of Institutional Investors for the Financial Sectors, Discussion Paper PI-2001, the Pensions Institute, London, 2000.

<표1-9>를 보면 금융자산의 증대와 함께 연기금 보험회사등과 機關投資家(은행제외)의 역할이 크게 늘어났음을 알 수 있다. 이에 반해 은행을 통한 금융중개 비중은 대부분의 G7 국가에서 현저하게 줄어들었다.

Davis(2001)는 1970-1995년의 기간중 G7 국가에 있어서 機關化 증대가 자본시장에 미친 영향을 회귀분석한 결과, 機關化가 증대되면 될수록 금융시장의 규모도 확대됐음을 밝혔다. 또 機關化 증대는 금융자산중 주식에 대한 소유 비중을 증대시켰다. 이밖에 機關化와 시장의 변동성과는 의미있는 연관성이 없었다. 이 문제는 후술하기로 한다. 機關化가 증대되면서 일반가구의 예금비중은 줄어들고 機關投資家를 통한 주식과 채권에 대한 간접투자 비중이 늘어났다.

(2) 機關投資家와 시장구조

機關投資家の 발달은 자본시장의 미시적 구조에도 큰 영향을 미쳤다. 가장 중요한 문제가 바로 유동성이다. 유동성은 가격구조를 왜곡시키지 않고 대량거래가 가능하게 하느냐, 그것도 익명성이 보장되면서 거래비용이 적게 이뤄지게 하느냐는 문제다. 유동성은 機關投資家の 차익거래, 트레이딩, 분산투자 등의 활동과 직접적인 연관이 있다. 機關投資家は 바로 유동성 증대를 재촉하게 되며 이는 곧 시장의 효율성을 증대시키며 자본비용의 감소를 유도한다. 물론 이를 위해서는 발전된 통신 정보 시스템과 신뢰성 있는 결제시스템 그리고 효율적인 트레이딩 시스템, 적절한 정보공개제도, 시장지향적 회계제도, 機關投資家に 적합한 법적 구조 등이 갖춰져야 한다. 효율적인 트레이딩 시스템이 갖춰져야 거래수수료 등 거래비용을 낮출 수 있고 높은 투명성과 유동성을 유지하면서도 낮은 변동성을 유도할 수 있을 것이다.

미국이나 영국에서는 機關投資家들이 늘어나면서 시장에 충격을 주지 않기 위해 장외에서 거래되는 블록트레이딩이 성행하게 됐다. 또 자동 전자 거래 시스템 등과 같은 첨단 거래 제도가 도입되고 있다. 이밖에도 機關投資家が 위험을 국외로까지 분산시키는 해외투자도 크게 늘어나게 됐다.

(3) 機關投資家와 금융혁신

금융혁신은 1980년대와 1990년대에 가속화됐다. 주목할 만한 변화로 파생상품 시장 및 CP(commercial paper)시장의 발전, 유동화 부채시장의 확대등을 들 수 있다. 스왑, FRAs, 금리옵션, 단기금리 선물 등이 전통적인 기존의 은행간 예금 상품을 대체하게 됐다. 이러한 과정에서 분명한 것은 새로운 금융상품을 창조하고 판매하는 소위 금융혁신이 機關投資家の 발달과 긴밀한 상관관계를 갖고 있다는 점이다. 다시말해 연기금을 위시한 기관투자자들이 이같은 금융혁신을 재촉한 촉매제의 역할을 했다. Vittas(1998)와 Davis(2000)는 미국의 연금 개혁법인 ERISA상의 최소 자본조달규제는 연기금에 의한 유동화 증권, 지수 선물 및 옵션 상품 등 각종 파생 상품에 대한 수요를 창출하고 제로쿠폰(zero coupon) 채권과 모기지 담보증권(mortgage backed securities, MBS)의 출현을 재촉했다고 강조한다.

Davis(2000)는 Intersec의 서베이 결과, 국가들간의 큰 차이가 있지만 유럽의 연금 펀드나 보험회사의 61%가 직접 또는 외부 펀드매니저를 통해 간접적으로 파생상품을 이용하고 있다고 밝혔다. 파생상품을 이용하고 있는 기관들 중 75%는 자산 배분 전략 차원에서 50%는 통화 리스크 헤지를 위해 33%는 금리에 대한 포지션을 취할 목적이었다. 이같은 서베이결과는 뒤에 나오는 제4장의 뉴욕대의 스텐스쿨, CIBC 월드마켓 및 KPMG 인베스트먼트 컨설팅그룹이 공동으로 실시한 1998년의 서베이 결과와도 비슷하다. 이 조사에서도 미국 연금의 경우는 63%가 파생상품을 활용하고 있다고 응답하였다.

주가지수를 수동적으로 따라가는 인덱스펀드(index fund)도 뮤추얼펀드(mutual fund)에 의해 1971년에 처음으로 도입됐다. 이는 적극적으로 투자하는 것보다는 수동적으로 지수에 연동해서 투자하는 것이 좋다는 인식이 확산된 때문이다. 그 이후 채권이나 중소규모 주식이나 가치 또는 성장주식을 위한 인덱스펀드 등이 나타나기 시작했다.

2. 은행산업에 미친 영향

기관투자자의 부상은 다른 한편으로 금융시스템내 경쟁을 촉진시켰다. 그동안 금융시장의 주된 역할을 해온 은행들의 행태에 변화의 바람을 몰고 오게 되어, 종전처럼 가만히 앉아서 고객을 기다릴 수만은 없게 되었다. 한편, 보험회사의 대출이 늘고 공모주식의 인수시장에도 경쟁의 바람이 불었고, 기관투자자 자금이 기업

인수 및 합병(mergers and acquisitions, M&A) 붐과 LBO(leveraged buyout) 및 하이일드(high yield) 증권의 성장을 가져왔다. 또한, 기관투자자들은 벤처캐피탈(venture capital)의 성장을 지원했고 사모발행에 일조하였다.

(1) 은행업 쇠퇴

1980년대는 은행들의 자산이 급속히 증대되는 시기였지만 1990년대 들어서는 사정이 달라졌다. 금리 마진도 줄면서 은행들의 수입의존도가 종전의 대출에서 수수료 수입 의존 쪽으로 전환됐다. 금융자산 구성에서도 확연하게 차이가 드러난다. Davis (2000)에 따르면 예금이 국내총생산(GDP)에서 차지하는 비중이 미국의 경우는 1970년 0.65%에서 1977년에는 0.55%로 0.10 % 포인트가 감소한 반면 주식은 0.85%에서 1.60%로 0.75% 늘었고 채권도 0.68%에서 1.41%로 0.73% 포인트 증대됐다. 영국의 경우 1970년 0.87%에서 1997년에는 1.58%로 0.71% 포인트 늘어난 반면 주식은 같은 기간 0.83%에서 2.29%로 1.46% 포인트나 증대됐다. 이 같은 수치는 한마디로 은행업의 상대적 쇠퇴를 나타낸다고 해석할 수 있다. 물론 은행도 전통적인 대출업무 외에 신용평가 신용장 선물 옵션 스왑 업무 등을 통해 수입을 늘려나가기 시작했다. 그러나 분명한 것은 금융중개기관으로서의 은행역할은 연기금이나 보험회사등과 같은 다른 機關投資家에 상대적으로 밀리기 시작했다는 점이다.

(2) 수신 경쟁 격화

개방형 뮤추얼 펀드와 같은 머니 마켓 펀드 등이 늘어나면서 은행의 수신분야가 크게 타격을 받게됐다. 이들은 신용도가 높은 단기상품에 투자하면서 자산을 운용하는데 이들 펀드에 투자자한 사람들은 언제든지 수표를 발행해서 자금을 인출할 수 있는 만큼 은행이용시와 똑같은 서비스를 받게 된다. 은행에게는 그 만큼 강력한 경쟁자가 부상한 것이다. 미국의 경우 1970년대에 머니 마켓 펀드들이 많이 생겨나면서 은행 예금의 탈출 소동이 빚어졌다. 당시만 해도 은행들의 금리는 규제를 받는 규제 금리였다. 그러나 머니 마켓 펀드의 공격으로 은행들의 수익성이 악화되면서 결국 은행 금리에 대한 규제가 1980년대 들어 폐지됐지만 여전히 뮤추얼 펀드 등보다는 불리했다. 머니 마켓 펀드들이 CP, 예금증서, 환매채, CD 등에 투자를 많이 하면서 도매금융시장도 함께 발전하게 됐다.

(3) 대출경쟁 격화

연기금과 보험회사가 성장하면서 대출 측면에서의 경쟁도 격화됐다. 증권화 바람이 불면서 개인들의 모기지가 유동화되는 등 직접금융이 확대되면서 은행들은 그만큼 타격을 받게됐다. 대출 베이스가 그 만큼 줄어든 것이다. 1980년 말과 1990년도 초 많은 선진 은행들이 기존의 대출금을 회수하지 못하는 부채 위기에 직면하면서 그들의 신용도가 떨어지고 이에따라 자금조달 코스트가 높아져 자금 공급자로서의 경쟁력도 손상을 입게 됐다. 신용도가 높은 기업들은 자연히 자금조달원을 은행에서 머니 마켓이나 채권시장으로 돌리게 됐다. 증권시장은 機關投資家의 발달, 트레이딩 기술 발전, 증권시장 규제 완화, 정보 제공 및 신용평가 기관 발달 등에 따라 날로 경쟁력이 높아지면서 은행산업을 압박했다. 웬만한 기업들은 이제 은행에 의존하지 않고 직접 CP를 발행해서 단기자금 수요를 충당했다. 은행들의 설 자리는 더욱 더 좁아지게 됐다.

은행들도 물론 자신들의 생존전략을 강구했다. 고객과의 유대관계나 유통 네트워크 가동을 통해 은행들은 언더라이팅, 브로커링, 마켓메이킹, 보험업무, 자금관리, 보호예수, 외환서비스 등과 관련된 부수적인 업무를 확대하면서 수수료 수입을 늘려나갔다. 이에따라 유니버설 बैं킹 경향도 강화됐다.

은행들은 또 우량고객을 빼앗기다 보니 결국 수익을 높이기 위해 신용도가 낮은 고객에게 고개를 돌리기 시작했다. 즉 부동산 회사에 대한 대출, Leveraged Buy Out (LBO) 지원, 해외금융시장 대출 증대 등이 그것이다. 이런 과정에서 은행들은 많은 손실을 입었다. 은행간 인수합병(M&A)이 줄을 이었고 결국 은행 자산 건전화 위한 BIS 비율 규제가 등장하기에 이르렀다. 이같은 규제에 따라 위험자산 감소의 명분아래 부채 유동화가 확대되면서 은행은 갈수록 축소돼왔다.

(4) 은행산업의 미래

일부 경제학자들은 은행의 모든 기능이 증권시장을 통해 활동하는 연기금, 생명보험 또는 뮤추얼펀드에 의해 송두리째 압도당할 것이라는 주장을 편다. 그러나 반론도 만만치 않다. 앞서 언급한 대로 은행이 최후의 보루로서의 신용라인 제공역할, 신용평가, 언더라이팅, 외환서비스, M & A 컨설팅, 보호예수등 기타 부수업무에 진력할 경우 충분히 살아남을 여지가 있다는 반론이다. 또 중견기업들과의 끈끈

한 유대관계 등도 은행으로선 생존무기가 될 수 있다는 것이다.

3. 機關化와 금융시장안정성

(1) 機關投資家와 주가안정성

機關投資家が 금융시장의 안정(market stability)을 위한 버팀목 역할을 하느냐 아니면 오히려 불안감을 조성하는 세력이나에 대해서는 적지 않은 논란이 있는 것 같다.

Davis(2000)는 정상적인 시기에는 많은 정보를 갖고 있고 거래비용이 낮은 機關投資家들이 자산가격이 본질가치에 빨리 수렴하도록 하는 역할을 하는 경우가 많다고 주장한다. 또한 다양한 형태의 機關投資家の 존재 자체가 금융시장을 안정시키는 효과도 있다는 것이다. 그는 機關投資家들의 활동이 많을수록 유동성이 확대되고 아울러 시장의 변동성이 줄어들게 된다고 밝힌다. 그는 이어 대규모 機關投資家들이 많은 국가들에 있어서 주가의 변동성이 낮은 것이 단적이 예라고 지적한다. 그가 1965~1999년까지 실시한 월평균 시장가격변동성 분석에서도 미국의 경우 1965~1970년까지의 월평균 주가변동의 표준편차가 3.4%로 1996~1999년의 3.6%과 별 차이가 없었다. 같은 기간 영국은 4.0%에서 3.4% 크게 떨어졌다. 이는 機關投資家들의 비중이 상대적으로 낮은 일본에서 3.3%에서 4.9%, 이탈리아에서 3.8%에서 6.3%로 증가한 결과와 상당한 차이를 보이는 것이다.

그는 이같은 안정성은 다음에 기술할 허당행위, 펀드매니저에대한 보상시스템 등에 따라 저해될 수 있다고 주장한다.

(2) 자산가격 변동성

機關投資家에 의해 주도되는 증권시장은 변동성도 크다는 반론도 만만치 않다. Shiller(1990)⁷⁾, Leory and Porter (1981)⁸⁾, Roll⁹⁾ 등은 주가나 선물가격은 근본적으

7) Shiller R J, " Market Volatility," MIT Press, Cambridge, Mass. 1990.

8) Leory and Porter, " The Present Value Relation, Tests based on Implied Variance Bounds," Econometrica, 555-574, 1981.

로 대단히 변동성이 강하다는 점을 강조한다.

Sias(1996)¹⁰⁾는 ① 주가변동성이 높은 주식이 機關投資家들에게 매력적인 주식인가 혹은 ② 기관들의 보유비중이 높으면 주가변동성이 증가하는 가운데 어느 것이 맞는지를 실증 분석하였다. 그는 이를 위해 1977~1991년에 걸쳐 NYSE에 상장된 주식을 대상으로 회귀분석을 실시하였는데, 변동성의 증가가 機關投資家를 끌어들이는 증거를 발견하지 못했다. 오히려 기관들이 변동성이 확대된 주식을 포트폴리오에서 제거해버리는 약한 증거를 발견했다. 이같은 기관들의 행태는 후술하게 될 慎重한 투자 法則과 관련이 있을 것으로 추정했다. 즉 기관들은 慎重한 투자가라는 인정을 받기 위해 보다 덜 위험한, 변동성이 적은 주식을 선택하게 된다는 것이다. Sias의 실증결과는 ②를 지지하는 결과를 발견하여 기관들의 매매행위는 주가변동성을 증가시킨 것으로 나타났다.

(3) 기관들의 허당행위와 주가안정성

機關投資家の 허당행위(herding behavior)로 인해 시장의 변동성을 높이는 결과를 빚기도 한다. 허당행위는 기관들이 동시에 또는 다른 機關投資家の 뒤를 쫓아 특정주식을 사거나 파는 행태를 말한다. 물론 이같은 허당행위는 지속적으로 나타나나는 것이 아니라 간헐적으로 행해지기 마련이다. 機關投資家の 이같은 허당행위는 주인과 대리인 문제에서 찾아 볼 수도 있다. 펀드매니저인 대리인이 자기의 이익을 추구하지 않도록 하기 위해 펀드들이 짧은 임기제 (예 3년)를 운영하거나 수시로 펀드운영실적을 평가하기도 하는 등 여러 가지 장치를 두고 있다. 그러나 바로 이런 장치들이 기관들의 허당행위를 유발하면서 시장을 교란시키는 요인이 되기도 한다. Scharfsgtein and Stein(1990)¹¹⁾은 허당이 발생하는 이유는 펀드 관리 기술에 대한 평가기준이 투자전략의 성공뿐만 아니라 다른 사람들의 선택과의 유사성에 기초하고 있기 때문이라고 주장한다. 혼자만 독불장군처럼 행동하기보다는 다른 사람과 비슷하게 가는 것이 자신의 능력을 나타내는 지름길이라는 생각을 들게 한다는 것이다.

9) Roll R (1984), "Orange Juice and Weather," American Economic Review, 861-880, 1984.

10) Sias, R. W., "Volatility and the Institutional Investor," Financial Analysts Journal, 1996, 13-18.

11) Sharfstein D S and Stein J C, "Herd behavior and investment," American Economic Review, 80 465-479, 1990.

허당행위가 나타나게 하는 또 다른 요인은 주가지수 수익률을 기준으로 한 펀드매니저 실적에 대한 정기적인 평가다. 매년 실적 평가에 따라 보너스 수준이 달라지게 되어 있다. 뮤추얼 펀드 매니저의 경우 최고가 돼서 많은 자금을 끌어 모으고 싶어하는 욕망이 있기 마련이다. 그러나 실패했을 경우에는 치명적인 결과를 빚을 수 있기 때문에 보통의 경우는 소위 잘나가는 펀드 매니저를 뒤쫓는 것이 오히려 낫다는 생각을 갖기 쉽다. 이에따라 단견적인 자산운용을 하게 되고 아울러 자본시장의 변동성을 증대시키는 것이다. 장기적인 시각아래 자산을 운용하면 남이 갖고 있는 정보에 대단한 관심을 기울이지 않지만 단견적인 사고아래서는 다른 펀드매니저들의 정보에 큰 관심을 보일 수 밖에 없다. 기관들은 또 상호간에 거래를 하면서 정보를 추론하게 되고 이 때문에 허당행위가 나타나는 경우도 많다.

뮤추얼 펀드 매니저들이 커미션 수입을 올리기 위해 반복적으로 트레이딩 하는 것 자체가 시장의 변동성을 증대시키는 요인이 될 수 있다.

그렇다고 허당행위는 주가의 변동성을 반드시 증가시킨다고 할 수만 없다. 왜냐하면 적시에 매매하여 기업정보에 해당하는 내재가치에 근접함으로써 효율적 시장에 일조하는 한편, 개인투자자들의 비이성적인 주식거래에 경종을 울릴 수 있기 때문이다. 따라서, 機關投資家들의 허당행위는 반드시 시장의 불안요인이라고 말할 수만은 없으며, 그것이 오히려 새로운 균형가격을 찾는 촉매제가 될 수 있다.

허당현상과 피드백현상은 관련이 있을 수 있다. 정(+)의 피드백(positive feedback)현상이란 오르는 주식(winners)은 계속 사고, 내리는 주식(losers)은 계속 파는 거래 행태로서 추세추적(trend chasing) 이라고도 한다. 피드백 현상 역시 주가의 변동성을 반드시 증가시킨다고 말할 수 없다. 왜냐하면 주가가 뉴스에 과소반응(under-reaction)한다면 피드백은 정보에 해당하는 내재가치로 근접시키는 좋은 행위이기 때문이다. 機關投資家들의 허당행위와 피드백행위가 주가의 변동을 심화시켰다는 주장에 대한 실증분석결과는 이를 부정하는 입장을 보이고 있다.

예컨대 Lakonishok, Shleifer and Vishny(1992)¹²⁾는 769개 펀드에 대하여 1985년 1분기~1989년 4분기에 걸쳐 분석한 결과, 소형주식의 경우 매우 약한 수준의 허당현상과 피드백 현상을 발견하였다. 그러나 대부분의 기관들이 매매하는 대형주식이나 전체 평균적인 경우 전혀 그런 현상이 나타나지 않았다고 주장했다.

12) Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "The Impact of Institutional Investors Trading on Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, 1992, 22-43.

(4) One Way Selling or Buying

기관들이 한꺼번에 팔기만 하는 경우 즉 'one way selling' 현상이 나타날 경우 주식시장은 불안해지게 마련이다. 금융시장간의 연관성이 매우 높아진 오늘날과 같은 시대에는 한 곳의 불안감은 다른 시장으로 특히 국경을 넘어서 까지 번지게 된다. 스웨덴 노르웨이 핀란드 등 북구라과 3개국 금융위기, 멕시코 위기, 아시아 위기, 러시아 부도와 롱텀캐피털위기 등이 대표인 사례다. BIS(1986)¹³⁾는 그같은 one way selling이 나타나는 원인으로서는 소수의 機關投資家의 손에 포트폴리오가 집중되는 현상을 들었다. 즉 이들 소수의 機關投資家가 전세계 통신망을 통해 신속하게 전달되고 있는 뉴스에 똑 같이 비슷한 반응을 보이기 때문이라는 것이다. 기관들이 한꺼번에 팔거나 사는 경우 시장유동성이 말라버릴 수 있다. 특히 기관들이 프로그램 트레이딩과 같은 정교한 트레이딩 또는 투자전략을 구사하는 경우 one way selling 현상이 나타나게 되면 심한 가격변동성 나타나게 된다.

1987년 블랙먼데이 사건, 1992-1993년의 ERM 위기, 1994-1995년의 멕시코 위기, 1997년의 아시아 위기의 뒷면에는 機關投資家의 one way selling 이나 one way buying 행위가 있었다.

Friedman(1995)은 문제가 되는 시장불안조성 요인은 어떤 기관이 특별한 이유 없이 대량으로 주식을 내다 판 경우에만 발생한다고 말한다. 그는 미국증권감독원인 SEC의 'Institutional Investor Study'를 인용한 실증조사결과, 문제가 되는 시장불안사례는 발견되지 않았다고 밝혔다. 그는 1987년 10월의 블랙먼데이 대폭락은 무추얼펀드를 비롯한 소수의 機關投資家들의 대량매도에서 갑작스럽게 발생한 사례로서 증시 機關化 부작용의 단적인 사례라고 주장했다.

이같은 불안 내지 변동성 확대는 통화정책당국에 큰 부담을 지우게 되고 기업들의 자본조달 비용을 높이며 투자를 위축시키는 등의 부작용을 일으킨다. 오늘날과 같이 은행이 증권업무에 깊숙히 개입하고 있는 시대에는 증권시장의 유동성 위기는 곧바로 은행위기로 확산된다. 또 많은 비금융기관들이 증권시장을 통해 자본조달을 하는 경우가 늘어난 만큼 증시 유동성 유지는 매우 중요한 명제가 되고 있는 것이다.

1998년 말 러시아 디폴트 사태이후 많은 금융기관은 종래와 같은 리스크 용인 행태에서

13) BIS, "Recent innovations in international banking (the Cross Report)," Bank of International Settlements, Basle, 1986.

리스크는 무조건 피한다는 리스크 회피 (risk aversion) 행태를 보임으로써 주가 및 채권 가격 하락, 이머징 마켓 혼란 가중, 유동성 위축 등의 현상이 나타났다.

(5) 機關投資家 행태와 이머징 마켓

1990년대 들어 이머징 마켓에 대한 선진국 機關投資家들에 의한 대대적인 자금유입이 있었다. 자본시장에 유동성이 증대되면 그만큼 주가도 안정될 것으로 기대되지만 결과는 반대로 나타났다. 오히려 시장의 변동성이 증대되고 투기적 버블이 발생하면서 폭등락을 오가는 상황이 벌어진 것이다. 문제는 이들 機關投資家の 펀드 매니저들이 이머징 마켓을 제대로 알지 못하기 때문에 국가별로 심층적인 분석을 하지 않고 이머징 마켓을 별도의 자산군인양 분리해서 그룹단위로 투자하게 됐다. 즉 투자재원중 먼저 이머징 마켓에 투자할 전체적인 몫을 정한 뒤 그 그룹내에서 개별시장에 자금을 할당하는 형식이다. 개별국가 사정에 어두운 포트폴리오 매니저들은 분산차원에서 이머징 마켓에 균등하게 자금을 배분하게 된다. 이에 따라 각국의 경제사정에도 불구하고 자금이 몰려들면 이머징 마켓군에 속한 국가들의 주가는 한꺼번에 오르게 된다. 어느 한 국가에서 문제가 발생하면 그에 해당되는 그룹에서 모두 자금을 회수함으로써 해당국가 시장에 극심한 변동성을 가져오게 만들 수 있는 것이다. 이에 따라 시장의 불안감도 커지는 것이다. 1994년의 멕시코 위기가 바로 그것이다. 그러나 멕시코 위기의 교훈 때문인지 1997년의 아시아 위기는 기관들이 다른 행태를 보였다고 Davis(2000)는 지적한다. 즉 네델란드, 영국, 미국의 연기금 펀드 매니저들은 이미 1996년 4분기부터 아시아 비중을 줄인 반면 은행들은 1997년 2분기까지 과도한 투자를 지속했다는 것이다. 그러나 1997년 하반기들어서는 은행이건 비은행 금융기관이건 모두 자금을 회수하는 바람에 결국 아시아 통화위기를 확산시키는 결정적인 요인이 됐다. 이들 펀드 매니저들이 남미지역 펀드 처분하면서 위기가 더 더욱 확산됐다.

Kim and Wei(1999)¹⁴⁾는 한국증시에서의 외국인들의 투자행태를 분석한 결과, 1997년 1월부터 1998년 6월까지의 기간중 비거주자 (외국 기관투자자 및 개인투자자)가 한국인들 보다 훨씬 강도 높은 허당행위를 보였다고 주장했다.

14) Kim, W. and S. Wei, "Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis," Working Paper, National Bureau of Economic Research, Massachusetts, 1999.

4. 기업지배구조 개선

기관투자자의 역할과 관련하여 최근 들어서는 기관투자자의 기업지배구조 (corporate governance)문제가 많이 강조되고 있다.

김인준과 김동석(1998)¹⁵⁾은 기관투자자에게는 소액투자자를 대신하여 기업경영을 감시해 줄 대리인으로서의 역할이 기대되는데 최근 들어 이에대한 사회적 요청이 증가하고 있다고 주장한다. 기관투자자는 기업에 관한 정보의 수집, 분석 및 감시 능력이 우월하고 주식을 매각하거나 매입하는 경우 해당 기업주가에 큰 영향을 주게 되기 때문에 기업경영자에게 상당한 영향력을 행사할 수 있다는 것이다. 특히 기업인수와 합병 (mergers and acquisitions, M&A) 등의 과정에서는 결정적인 역할을 수행할 수 있을 것이다.

기관투자자들은 펀드자산이 증대하면서 많은 비금융기관의 지배적인 대주주가 됐다. 예컨대, 미국 대기업들 중 1988년의 경우 애모코(Amoco) 주식의 86%, 제너럴 모터스의 82%, 모빌의 74%, 시티코프 주식의 70%를 機關投資家가 보유하고 있다 [Coffee (1991)]. 이와 같이 보유주식 비중이 늘어나면서 機關投資家들이 주주총회에서 목소리를 높이기 시작한 것이다. 특히 기관투자자들은 위험 및 수익을 분산과 거래비용 축소 방안의 일환으로 인덱스 투자전략을 구사하고 있기 때문에 투자기업의 경영성과가 낮다고 해서 쉽게 빠져 나오기가 어렵게 되어 있다. 이에 따라 경영성과를 더욱 효과적으로 감시하고 경영층의 책임을 추궁하는 압력을 가하기 시작한 것이다. 계속적으로 실적이 좋지 않은 기업의 경우 그들의 과잉확장정책이나 지나치게 높은 경영자 보수, 현 경영진의 입장을 옹호하는 반기업인수 정책 등은 기관들의 집중적인 성토 대상이 되곤 한다. 기관들에 대한 비난은 많은 개인투자자들의 집단행동을 유발하고 새로운 입법을 강제하는 촉매제가 되기도 한다.

경영성과가 부진한 기업에 대한 공개비난으로 악명이 높은 연기금은 바로 캘리포니아 공무원 퇴직기금 (California Public Employees Retirement System, CALPERS), 뉴욕주 퇴직기금 (New York State Common Retirement Fund) 등이다. 공개적인 비판을 가하는 또 다른 방식은 바로 기관투자자들끼리 협회 같은 것을 구성하는 방식이다. 예컨대, 영국보험협회 (The Association of British Insurers), 영국의 전국연금협회 (The National Association of Pension Funds in

15) 김인준과 김동석, 「機關投資家の 역할 활성화 방안」, 투신협회, 1998년 12월.

the United Kingdom), 영국 機關投資家 위원회 (The Institutional Shareholders Committee in the United Kingdom), 미국 機關投資家 협의회 (The Council of Institutional Investors in the United States) 등이 그것이다. 이들 협회는 투자기업들의 문제를 공식적으로 논의하는 포럼의 구실을 하고, 정기적으로 실적이 나쁜 50대 기업 명단을 발표하면서 집단적으로 압력을 가하기도 한다.

機關投資家들은 회사의 지배구조(corporate governance) 체제를 강화하는 한편 경영층의 책임을 강조하는 방향으로 압력을 행사하고 있다. 미국과 영국에서는 機關投資家 협회나 CALPERS 등이 기업지배구조를 개선하는 여러 가지 방안을 마련해 시행하도록 권고하고 있다. 권고내용을 보면 이사회회장(회장)과 CEO기능의 분리, 일정규모 이상 회사의 경우 비상임 이사회회장(non-executive chairman)의 선임, 독립적인 외부감사 선임, 이사선임을 위한 집중투표제, 투자자들간의 원활한 의사소통을 촉진하는 대리투표제, 이사회 멤버들에 대한 신임투표, 집행이사와는 독립적인 이사회 이사(사외이사)의 역할 확대, 경영층 보상 및 근거 발표, 현직 경영층 이익 보호 차원의 반기업인수 정책의 폐지 등이다.

이러한 여러가지 경영압력중에서 이사 선임때 적용되는 집중투표제는 機關投資家로 하여금 독립적인 이사를 선임하게 해서 그가 투자자의 이익을 위해 적극적으로 일하게 하는 가장 강력한 통제수단이 되고 있다. 또 사외이사로 구성된 이사회로 하여금 CEO를 선임하도록 하거나, 경영층 보수를 감시하고 투자안을 승인하도록 하며 적대적 또는 우호적인 M&A를 평가하고 신속하게 대처하도록 하는 권한을 부여하는 것도 매우 중요한 제동장치일 것이다.

그러나 이같은 조치들이 얼마만큼 효과가 있을 지 평가하기는 아직 시기상조다. 비상임이사들이나 이사회 등은 결국 회사 경영층의 눈치를 볼 가능성이 있다. 機關投資家 역시 경영권 확보보다는 유동성 확보에 관심이 있을 것이다. 그럼에도 불구하고 기관투자자들의 지배구조에의 참여는 실적이 부진한 경영자들을 내쫓는 작업을 촉진시킬 것이다.

과거 10여년동안을 볼 때 아메리칸 익스프레스, 제너럴 모터스, IBM등 몇몇 대기업들은 대형 機關投資家の 압력에 못이겨 경영층을 교체한 바가 있다 [Monks and Minow (1995)].

제 3 장 기관투자자의 행동양식: 慎重한 투자法則

제1절 受託者の 책무

1. 受託者の 정의

受託者(fiduciary)란 일반적으로 제3자의 믿음아래 그의 이익을 위해 또는 그를 대신해서 맡겨진 일을 하는 사람으로 정의된다. The American Heritage Dictionary에 따르면 ‘다른 사람의 신뢰아래 어떤 물건을 관리하고 있는 사람, 어떤 회사의 이사 또는 사장의 대리인으로서 특별한 믿음·신뢰·책임감속에서 다른 사람에 대한 책무를 지고 있는 사람 등’으로 규정한다.

1974년에 제정된 미국의 연금법개혁법인 ERISA(Employee Retirement Income Securities Act)는 연금수탁과 관련, 受託者란 자유재량권을 갖고 연금플랜을 관리하거나 연금자산을 처분하는 사람 또는 어떤 보상이나 수수료를 받고 직간접적으로 투자자문을 하거나 자유재량을 갖고 재산을 관리해 주는 사람 등으로 정의한다.

2. 受託者の 책무에 관한 법적 규정

受託者の 책무(fiduciary responsibilities)는 오랜 역사를 거슬러 올라갈 수 있다. Yong and Lombard(1985)¹⁶⁾는 성경의 마태복음 25장 14~30절을 인용하여 受託者の 책무를 설명한다.

“어떤 사람이 타국에 갈 새 그 종들을 불러 자기 소유를 맡김과 같으니 각각 그 재능대로 하나에게는 금 다섯 달란트를 하나에게는 금 두 달란트를 하나에게는 한 달란트를 주고 떠났더니 다섯 달란트 받은 자는 바로 가서 그것으로 장사를 하여 또 다섯 달란트를 남기고 두 달란트를 받은 자도 그같이 하여 또 두 달란트를 남겼으되 한 달란트 받은 자는 가서 땅을 파고 그 주인의 돈을 감추어 두었었더니 오랜 후에 그 종들의 주인이 돌아와 저희와 회계할새 다섯 달란트 받았던 자는 다섯 달란트를 더 가지고 와서 가로되 주여 내게 다섯 달

16) Yong, R. H. and J. J. Lombard, *Fiduciary Responsibilities in Investments, Trusts and Estates*, 1985.

란트를 주셨는데 보소서 내가 또 다섯 달란트를 남겼나이다. 그 주인이 이르되 잘 하였도다 착하고 충성된 종아 네가 작은 일에 충성하였으매 내가 많은 것으로 네게 맡기리니 네 주인의 즐거움에 참여할지어다 하고 두 달란트 받았던 자도 와서 가로되 주여 내게 두 달란트를 주셨는데 보소서 내가 또 두달란트를 남겼나이다. 그 주인이 이르되 잘 하였도다 착하고 충성된 종아 네가 작은 일에 충성하였으매 내가 많은 것으로 네게 맡기리니 네 주인의 즐거움에 참여할지어다 하고 한 달란트 받았던 자도 와서 가로되 주여 당신은 굳은 사람이라 심지 않은데서 거두고 헤치지 않은데서 모으는 줄을 내가 알았으므로 두려워하여 나가서 당신의 달란트를 땅에 감추어 두었나이다 보소서 당신의 것을 받으셨나이다. 그 주인이 대답하여 가로되 악하고 게으른 종아 나는 심지 않은데서 거두고 헤치지 않은데서 모으는 줄로 알았느냐 그러면 네가 마땅히 내 돈을 취리(取利)한 자들에게나 두었다가 나로 돌아와서 내 본전과 변리를 받게 할 것이니라 하고 그에게서 그 한 달란트를 빼앗아 열 달란트 가진 자에게 주어라 무른 있는 자는 받아 풍족하게 되고 없는 자는 있는 것까지 빼앗기리라 그 무익한 종을 바깥 어두운 데로 내어 쫓으라 거기서 슬피 울며 이를 앓으리라 하니라“

그들은 바로 이같은 성경상 얘기를 “역사상 기록된 최초의 受託者에 대한 벌칙”이라고 지적하고 “오늘날의 受託者는 모름지기 맡겨진 돈의 ‘실질적인 가치(real value)’를 유지해야 한다 것을 예시한다”고 풀이했다.

200여년간 투자신탁업을 영위해 온 미국에서는 투자신탁업종 뿐만 아니라 다른 분야에서도 적용되고 있는 受託者의무(fiduciary duty)의 개념을 시대의 흐름에 따라 투자신탁업의 현실에 부합되도록 수정시켜 왔음을 알 수 있다.

受託者의 책무를 법적으로 규정하고 있는 근거는 여러 곳에서 찾아 볼 수 있다. 사적(私的)신탁을 규율하는 주법(州法), 판례, Scott's Law of Trusts, American Law Institute의 Restatement (Second) of Trusts 등이 바로 그것이다. 또 자선단체나 사적인 재단은 Uniform Management of Institutional Funds Act of 1972(UMIFA)와 美國세청(IRS)규정 Section 4944의 규제를 받게 되어 있다.

이같은 여러 가지의 규정중 모든 受託者에게 적용되는 受託者의 책무를 규정하는 기본법이라고 할 수 있는 것은 1974년에 제정된 미국의 연금법개혁법인 ERISA (Employee Retirement Income Securities Act)이다. ERISA는 미국의 기업연금 (corporate pension plan)의 설립·운용 등을 관할하기 위해 제정된 법으로, 연금의 최소수혜기준 (minimum standards of eligibility), 연금의 최소부여조건 (minimum

vesting) · 연금적립의 요건 (funding requirements) · 보고 (reporting) · 受託者의 책임 (fiduciary responsibility) · 연금종료시 보험 (termination insurance) 등에 대한 것을 명문화 시킨 것이다.

ERISA의 기준은 모든 종류의 受託者에게 적용될 수 있는 윤리적 법률적 책무에 대한 가이드 라인 역할을 하고 있는 것으로 이해되고 있다. 즉 ERISA가 기술적으로는 오직 연금 受託者에게만 적용되지만 실제에 있어서는 모든 다른 종류의 受託者에게 적용되게 된 것이다. 왜냐하면 미국 연기금이 보유하고 있는 자산의 비중이 1998년말 현재 뉴욕증권거래소 시가총액의 약 45%를 차지할 만큼 막대한 비중을 차지하고 있는데다 기존의 Common Law와 신탁법상의 受託者 책무를 수용하고 있기 때문이다.

3. 受託者 책무의 내용

Droms(1992)¹⁷⁾는 受託者에게는 크게 두 가지 종류의 책무가 부여된다고 분류했는데, 고객에 대한 충성(loyalty)과 신중성(prudence)이 바로 그것이다. 여기에서 신중성은 흔히 합리적인 관리 (reasonable care)로 불리기도 한다.

그 첫 번째인 충성 의무는 受託者가 자신의 이익보다는 재산을 맡고 맡긴 신탁자의 이익을 우선하며 오로지 그 신탁자의 이익을 위해 행동할 것을 요구한다.

Walters(1980)는 충성의 의무와 관련, 受託者는 사심이 없는 충고를 해야 하며 고객을 위한 행동은 순전히 고객의 이익차원에서 해야 하는 것이라고 말한다. 고객이 1명 이상일 경우는 각각의 고객을 공평하게 대우해야 한다.

ERISA는 보다 분명하게 충성의 원칙을 제시한다. 受託者는 오로지 신탁자 또는 수혜자의 이익을 위하여 (solely in the interest rule), 배타적으로 (exclusive-purpose rule) 수혜자에게 이익을 제공해야 한다고 규정한다. 또한 ERISA는 특정 이해관계자와의 거래금지, 보다 넓은 의미의 관계자와의 거래금지, 受託者 행위 제한, 자산운용제한 등을 규정하고 있다.

이같은 충성의무에 관한 각종 규정은 직접적이며 문자그대로 적용된다는 점에서 두 번째 책무인 신중성(prudence)과 구별된다. 신중성 원칙은 아래에서 기술하게

17) Droms, W. G., "Fiduciary Responsibilities of Investment Managers and Trustees," *Financial Analysts Journal*, 1992, 58-64.

될 정황적인 규범(facts and circumstances)이다.

제2절 신중성의 원칙

1. 慎重한 사람法則

慎重한 사람法則(Prudent Man Rule)은 유명한 Harvard College vs. Amory(1830) 사건에서 유래되었다. 매사추세츠 연방법원의 Samuel Putnum판사는 다음과 같은 판결을 내렸다.

투자를 맡은 受託者에게 요구되는 것은 그가 반드시 성실하게 행동해야 하며 건전한 재량권을 행사해야 한다. 그는 신중하고 분별력 있으며 지능이 있는 사람이 그 자신의 일을 처리함에 있어서 투기적인 관점이 아니라 영속적인 차원에서 투자된 자산의 가능한 안전과 수익을 고려해야 한다. (All that can be required of a trustee to invest, is, that he shall conduct himself faithfully and exercise a sound discretion. He is to observe how men of prudence, discretion and intelligence manage their own affairs, not in regard to the speculation, but in the permanent disposition of their funds, considering the probable income, as well as the probable safety of the capital to be invested.)

이 같은 판례는 당시만 해도 수탁재산의 운용에 대한 파격적인 선언이었다. 慎重한 사람의 法則에 따라 수탁재산을 운용했다면 손해를 보게되더라도 법적 책임은 물을 수 없다는 면책을 부여한 것이다. 당시 미국에서는 수세기 이전부터 확립된 영국의 Common Law를 그대로 수용해 신중성 여부를 판단해왔다. Common Law는 수탁재산이 주로 국공채에 투자하도록 요구했다. Harvard College vs. Amory(1830) 사건은 한 독지가가 남긴 재산을 受託者가 맡아 운영하면서 일반 보험회사와 제조업체 주식을 매입함으로써 결국 손해를 본 행위는 신중하지 못한 것으로 법적 책임을 물어야 한다는 분쟁이었다.

Samuel Putnum 판사는 판결에서 ① 투자할 만한 국공채가 그렇게 많이 있는 것도 아니며 ② 국공채 역시 위험할 수 있다면서 受託者에 대한 법적 책임을 기각시켰다. 수탁재산운용에 소위 신축성을 부여한 것이다.

이같은 신축성과 어느 정도의 자유재량권을 부여한 이 판례는 1940년대 이전까지는 매사추세츠 주 이외의 다른 주로부터 환영을 받지 못했다. 뉴욕주 법원은 King vs. Talbot(1869) 사건에서 보통주 매입은 신중치 못한 것(imprudent)이라는 판결을 내렸던 것이다. 오히려 미국의 주정부들은 어떤 투자가 慎重한 것인가라는 Positive Legal List를 제정 운영하면서 다른 투자상품을 선택할 수 있는 재량권을 부여하지 않았다.

그러나 1929-1930년대의 대공황을 거치면서 상황이 달라졌다. Legal List에 포함됐던 채권들도 폭락했기 때문이다. 이에 따라 미국의 각주들은 바야흐로 Harvard College vs. Amory(1830)의 Prudent Man Rule을 법적으로 수용했다. 미국은행가협회 신탁부(The Trust Division of the American Bankers Association)에 의해 1940년대에 성안된 표준투자법안(Model Investment Statute)은 다음과 같이 규정하고 있다.

타인의 이익을 위하여 재산을 취득, 투자, 재투자, 교환, 보유, 판매, 관리하는 受託者는 신중하고 사려 깊고 지적능력이 있는 사람이 투기적인 관점이 아니라 영속적인 자산운용의 관점에서 재산의 향후 가능한 이익과 안전성을 고려하면서 자신의 일을 처리하듯 그 당시 상황에 맞는 판별력과 주의력을 행사해야 한다.

(in acquiring, investing, reinvesting, exchanging, retaining, selling and managing property for the benefit of another, a fiduciary shall exercise, the judgement and care, under the circumstances then prevailing, which men of prudence, discretion and intelligence exercise in the management of their own affairs, not in regard to speculation but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income as well as the probable safety of their capital.)

이와 함께 미국의 각 주는 신중성에 대한 보편적인 기준을 구체적으로 명시하기 시작했다. 이에 따라 신중하고 사려 깊고 지적능력이 있는 사람이 그들 자신의 계좌를 위해 투자할 수 있는 부동산, 채권, 보통주 및 우선주, 뮤추얼펀드 리스트 등이 등장했다.

그러나 이같은 주법들은 慎重한 사람의 法則에 따른 신축성을 부여하기보다는 현대의 포트폴리오 이론이나 투자기법 관점에서 보면 실제적용에 있어선 경직적이고 시대역행적 결과를 드러냈다.[Longstreth(1986)]

慎重한 투자로 간주될 만한 투자가 어떤 것이냐는 당시의 저명한 학술지인 Treatise나 American Law Institute의 Restatement of Trusts(1935, 1959)등을 통해

명시됐다. 당시 하버드 대 교수였던 Austin Wakeman Scott는 Treatise의 발행인이자 Restatement의 기록자로서 대단한 영향력을 행사했다. Treatise와 Restatement는 국공채나 무위험 회사채, 1순위 부동산 모기지를 허용 가능한 투자로, 마진 트레이딩, 헐값으로 할인된 채권, 투기적인 주식, 신설 및 미성숙 기업에 대한 투자는 허용할 수 없는 것으로 간주했다. 경직적으로 범주를 지정해나갔던 Treatise나 Restatement는 Harvard college v. Amory보다 더욱 규제적이고 신축적이지 못한 결과를 빚었다. 그럼에도 불구하고 학계는 Scott의 이론을 맹종적으로 따랐다. 아무도 그에게 도전을 할 수 없었던 것이다.

한편 Del Guercio(1996)¹⁸⁾에 의하면 prudent man rule은 당초 행동규범이었지 성과에 대한 규범은 아니었지만 손실때문에 소송하는 경우가 많아지면서 受託者들의 투자행태에 많은 영향을 미치게 됐다고 강조한다.

2. 慎重한 전문가法則

하버드-애모리 판례이래 미국의 각 주에서 채택된 신중성은 Restatement (Second) of Trusts (1959)에 의해 慎重한 전문가 法則 (prudent expert standard)으로 발전한다. 발전된 이 원칙은 펀드 매니저가 보통의 慎重한 사람보다 앞선 기술을 가졌다면 그는 그런 기술을 실행할 의무가 있다고 규정한다.

1974년에 제정된 ERISA는 慎重한 전문가 法則에 대한 명확한 가이드 라인을 제시한다. 慎重한 전문가 法則상의 신중함이란 비슷한 역량과 문제에 대한 친숙함을 지닌 慎重한 사람이 그 당시의 상황 또는 비슷한 목적을 지닌 비슷한 성격의 기업을 운영하면서 발휘하게 될 주의력, 기술, 신중성, 근면성을 행사해야 할 의무이다. (the duty to exercise the care, the skill, prudence and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character with like aims)

여기에서 주목해 할 구절은 바로 ‘비슷한 역량’, ‘그 같은 문제에 친숙한’과 같은 대목이다. 구체적인 충성심을 요구하는 의무와는 상당히 다른 정황적 속성을 지니

18) Del Guercio, D., "The Distorting Effect of the Prudent Man laws on Institutional Equity Investments," *Journal of Financial Economics*, 1996, 31-62.

고 있는 것이다. 다시 말하여 이같은 전문가 法則은 연금관리자로 하여금 상응한 조직의 상응한 위치에 있는 전문가에게 소요되는 기량을 요구하고 있고, 이같은 전문가 法則은 다른 부류의 受託者에게도 요구되었다고 볼 수 있다.

3. 포트폴리오 이론의 수용

시대가 흘러 1970년대부터 한 종목에 투자하는 집중투자만이 아닌 여러 종목에 투자하는 포트폴리오(portfolio) 개념에 입각하여 투자하기 시작하였다. 또한 자본자산가격결정모형(Capital Assets Pricing Model, CAPM), 차익거래모형(Arbitrage Pricing Model, APT), 옵션가격결정모형(Option Pricing Model, OPM) 등의 발전으로 미국의 입법부는 慎重한 사람法則과 受託者 의무에 대한 기본적인 인식을 수정하기 이르렀다.

ERISA는 합리적 관리 내지는 신중성의 원칙으로서 분산투자(diversification rule)를 규정하여 연금이 여러 종류의 자산과 증권에 분산 투자할 것을 명시했다. 즉 受託者는 분산 투자하는 것이 명확하게 신중하지 못하다는 상황이 아닌 한 대규모 손실을 최소화하기 위해 분산 투자해야 한다는 것이다. 특히 어떤 개별적인 연금이 문서상으로 단일 자산에 집중투자 하도록 한 강요한 경우에도 신중성을 지키는 차원에서 분산 투자를 해야 한다고 규정하고 있다.

현대의 투자기법도 펀드매니저에게 慎重한 전문가 원칙과 함께 최신의 포트폴리오 이론을 따르도록 요구하고 있다. 포트폴리오 이론은 간단히 말해 개별주식에 대한 투자위험을 포트폴리오의 위험에 대한 기여차원에서 따지는 것이다. 따라서 현시대의 신중성 개념은 受託者로 하여금 그들의 투자목표를 양적 및 질적 차원에서 수립하도록 하고 있는 것이다.

한편, 종전의 전통적인 미국 각주의 신탁법이나 판례법은 어떤 자산에 대한 투자를 포트폴리오 차원이 아니라 개별자산 그 자체로 분리해서 판단했던 것이다. 예컨대, Bank of New York vs. Spitzer(1974) 판례는 상당히 애매 모호한 결정을 내렸지만 흥미있는 결과를 보여준다. 법원은 전체적인 포트폴리오 접근은 개별 자산의 포트폴리오 편입의 적절성을 평가하는 유효한 방법이라면서도 아울러 그와 같은 투자는 그 개별자산의 장점에 근거한 투자가치를 고려치 않으면 안된다고 판결했던 것이다. Pozen(1977)과 Church and Seidel(1986)을 위시한 많은 학자들은 현대적인

포트폴리오 개념에 입각한 신중성 원칙을 지원함과 동시에 受託者들이 옵션, 선물 등과 같은 파생상품을 활용해야 한다고 주장했다.

그러나 이같은 이론적인 발전에도 불구하고 포트폴리오 이론이 실질적인 재판과정에 적용되는데는 상당한 시차가 있던 것 같다. 즉 Longstreth(1986)¹⁹⁾는 慎重한 투자원칙에 포함된 '신중성'은 실제 적용에서는 실패했다고 하는데, 그 이유는 판사들이 발전하는 경제이론 보다는 선례구속력의 원칙(stare decisis)에 보다 민감하게 반응하고 있기 때문이라는 것이다.

그러나 Droms(1992)는 법원측의 게걸음에도 불구하고 현대 포트폴리오 이론과 慎重한 전문가 法則의 발전은 受託者로 하여금 전체 포트폴리오 관점에서 자산을 운용하도록 요구하고 있다고 강조한다.

한편 Del Guercio(1996)는 위와 같은 慎重한 사람 法則의 적용강도는 수탁기관에 따라 다르다고 밝힌다. 이같은 원칙이 가장 엄격하게 지켜지는 기관이 은행의 신탁 부문이며 뮤추얼펀드는 훨씬 융통성을 가지고 있다는 것이다.

4. 慎重한 투자자法則

미국의 증권시장에 뮤추얼펀드·공공펀드 등의 다른 법률의 통제를 받는 機關投資家들의 투자규모가 커지면서 ERISA의 慎重한 전문가法則을 현대화시킨 慎重한 투자자法則(Prudent Investor Rule)이라는 개념이 1980년대 말 이후 출현하였다. 慎重한 투자자法則은 현대 포트폴리오 이론을 보다 적극적으로 반영하고 있고 투신업의 성장에 따른 문제들도 다루고 있다. 慎重한 투자자法則은 Restatement (Third) of the Law of Trusts(1992)에 공식적으로 포함되었는데, Restatement (Third)는 신중투자의 범위를 전문적인 受託者로 하여금 도전적이며 가치있는 비전통적인 투자전략(challenging, rewarding, non-traditional strategies)을 구사하도록 재량권을 부여했다. National Conference of Commissioners on Uniform State Laws는 1994년에 통일된 Prudent Investor Act를 채택한 후 대부분의 주정부가 이를 자체적인 법률로 수용하였다.

전통적인 prudent man rule과 prudent investor rule간의 차이점을 요약하면 다

19) Longstreth, B, *Modern Investment Management and the Prudent Man Rule*, Oxford University Press, 1986

음의 <표 2-1>과 같다.

<표 2-1> Prudent man rule과 Prudent investor rule간의 차이점

	Prudent man rule	Prudent investor rule
개별투자	개별적 신중여부의 판단	포트폴리오 관점으로 판단
투자결정 적절성	사후적으로 판단	투자시점기준으로 판단
위험	위험인식의 필요	위험관리의 필요
권한위임	투자책임 위임불가	투자책임 위임가능

이같은 차이점등을 요약하면 prudent investor rule은 보다 현대화된 慎重한 투자 기준이다. 즉, 受託者에게 보다 광범위한 권한과 보호를 부여하는 것은 축복이 될 수도 있지만 그만큼 적극적인 포트폴리오 투자를 하도록 요구하는 것이다. prudent investor rule에 의하면 受託者들은 이제 더 이상 다른 기관투자자들을 맹목적으로 따라가는 식의 소극적인 투자를 해서는 안되게 되어 있는 것이다.

미국의 미시간주가 2000년 4월 1일 시행에 들어간 prudent investor rule 관련 규정을 예로 들면 다음과 같다.

- ① 受託者는 투자전략을 정기적으로 재검토해야 한다.
- ② 受託者는 높은 수준의 기량과 정교함을 지녀야 한다.
- ③ 受託者의 투자결정에 있어서는 결과보다는 과정이 보다 중요하다.
- ④ 개별자산 보다는 전체적인 포트폴리오 전략과 실행이 더욱 중요하다.
- ⑤ 분산은 기본적인 것이다.
- ⑥ 신탁자가 자유재량권을 허용을 한 경우라도 受託者의 기량, 신중, 철저한 분석의무를 배제할 수 없다.
- ⑦ 모든 투자는 최소비용으로 최대효과를 낼 수 있어야 한다.

이에 따라 현재 대부분의 미국의 機關投資家들은 慎重한 투자자法則의 개념에 입각하여 투자하고 있고, 미국법원의 판례들도 이를 준용하는 경우가 많으며 CFA(Chartered Financial Analysts)협회인 AIMR(Association for Investment Management Research) 등도 현대적인 개념의 慎重한 사람 法則(prudent man rule)으로 慎重한 투자자法則(prudent investor rule)을 제시하고 있다.

한편 합리적인 관리(reasonable care)로도 불리는 신중성의 원칙은 최근들어 투자 회사에 대한 의결권 행사로까지 확대되고 있다는 주장도 있다.

Hawley and Williams(2000)²⁰⁾는 受託者는 오너십을 행사할 수 있는 오너라는 점을 주목하면서 1988년의 미국 노동부의 Avon Letter 이후 모든 ERISA 機關投資家들은 그들의 포트폴리오에 영향을 줄 수 있는 해당기업의 주요사안에 대해서는 의결권 행사에 참여해야 하는 적극적인 의무가 있다고 지적했다. Hawley등은 이같은 의무를 합리적인 관리 차원에서 봐야 한다고 주장했다. 機關投資家들의 적극적인 의결권 행사 요구는 1994년에 이르러서는 해외기업으로까지 확대됐다.

5. 용어의 정리

위에서 언급한대로 受託者의 신중성을 요구하는 法則은 시대에 따라 慎重한 사람의 法則 → 慎重한 전문가 法則 → 慎重한 투자자 法則 등으로 변화하는 과정을 살펴봤다. 그러나 이같은 慎重한 전문가 法則과 慎重한 투자자 法則을 엄밀하게 구분하는 것은 어렵게 보여진다. 전체적으로는 慎重한 사람 法則이 포괄적인 의미를 지니고 있는 것으로 볼 수 있다. 최근 들어 영문표기상으로 prudent man rule과 prudent person rule은 같은 의미로 사용되고 있다. 본 논문에서는 필요할 경우 慎重한 사람 法則, 慎重한 전문가 法則, 慎重한 투자자 法則을 구분해서 사용하겠으나 이들 원칙을 모두 포함하는 의미로 慎重한 투자法則이란 용어를 사용하고자 한다.

제3절 한국에서의 慎重한 투자法則

앞에서 살펴보았듯이 受託者의 책임은 성경에 나올 정도로 인류 역사상 매우 오래된 규범이다. 受託者의 2대 책임중 하나인 慎重한 사람法則(prudent man rule)은 미국의 Harvard College vs. Amory사건 판례를 시작으로 성문화 되었다. 본 연구는 미국을 중심으로 확립된 이같은 慎重한 투자法則이 한국의 機關投資家에게도 적용되고 있는지의 여부를 파악하는데 목적이 있다. 이를 위해서는 먼저 국내에도

20) Hawley, James P. and Williams Andrew T, The Rise of Fiduciary Capitalism, University of Pennsylvania Press, 2000. pp18-21

그같은 慎重한 투자法則이 국내법규 또는 판례형태로 규정되어 있는지를 파악할 필요가 있다.

전반적으로 볼 때 국내법상 受託者에 대한 포괄적인 의무조항이 있지만 미국과 같은 慎重한 사람 원칙이나 慎重한 투자자 원칙이 명문화된 것은 없는 것으로 파악되었다. 다만 민법·신탁법·각종 증권관련법규과 보험업법·기금법규등에 규정되어 있는 受託者 또는 수임인에 대한 선량한 관리자로서의 주의의무는 포괄적인 규정으로 慎重한 사람 法則을 부분적으로 포용하고 있다고 간주할 수 있다.

국내법에는 또 ERISA와 같은 포트폴리오 투자에 관한 규정은 없지만 은행법과 보험업법이 동일인에 대한 대출 및 투자한도를 규정하고 있는 것은 신중투자자 원칙중의 하나인 분산투자원칙과 연결된다고 볼 수 있다.

국내에는 이같이 성문법에 명백한 근거가 없기 때문에 慎重한 투자法則을 근거로 한 판례도 없는 것으로 파악된다. 그러나 기관투자자의 비중이 커지고 특히 그들의 역할이 증대되면서 국내에서도 조만간 미국 영국 등에서 발전한 慎重한 사람法則이나 慎重한 투자자法則이 구체적으로 수용될 것으로 기대된다. 법률적인 효력은 없지만 증권회사와 투자신탁회사의 내부통제 지침에도 고객이익우선의 法則, 선량한 관리자로서의 주의의무, 투자비율의 제한규정 등이 포함되어있다.

한편 Yu-Kyung Kim(1998)²¹⁾은 한국에서 신중투자法則이 정립되지 않은데 대해 다른 시각을 보였다. 한국은 경제가 급속히 발전하는 과정에서 부산물로 재벌이 형성되면서 이들 재벌이 제조업은 물론 보험 증권사와 같은 서비스 기관까지 장악하게 됐다는 것이다. Kim(1998)은 만약 금융기관에 대한 각종 투자한도를 등을 양적으로 규제하지 않고 그냥 慎重한 투자 원칙에만 맡겨두었다면 소수의 재벌들에 의한 경제력 집중이 심화되었을 것이라고 주장한다.

受託者の 신의성실의무등을 중심으로 국내 관련법의 내용을 알아본다.

1. 국내의 관련법

(1) 선량한 관리자로서의 주의 의무

민사 및 상사관련법의 모법(母法)이라고 할 수 있는 민법은 '수임인은 위임계약의

21) Kim, Yu-Kyung, Institutional Investors in the New Financial landscape, OECD, 1998, pp 159-176.

본지에 따라 선량한 관리자의 주의로써 위임사무를 처리하여야 한다(제681조)’와 ‘수임인은 위임인의 청구가 있을 때에는 위임사무의 처리상황을 보고하고, 위임이 종료한 때에는 지체없이 그 전말을 보고하여야 한다(제683조)’ 라고 규정하고 있다. 여기에서의 수임인은 가장 포괄적인 의미의 受託者로 생각할 수 있다.

신탁관련 기본법이라고 할 수 있는 신탁법에서도 ‘受託者は 신탁의 본지에 따라 선량한 관리자의 주의로써 신탁재산을 관리 또는 처분하여야 한다(제28조)’ 라는 의무를 부여하고 있다.

증권투자신탁업법도 ‘위탁회사는 선량한 관리자로서 신탁재산을 관리할 책임을 지며 수익자의 이익을 보호해야 한다(제17조 제1항)’ 및 ‘위탁회사는 의결권 등 모든 권리를 행사하는 경우 수익자를 위하여 신의에 따라 성실하게 하여야 한다 (제25조)’ 라고 규정하고 있다.

증권투자회사법은 ‘자산운용회사는 법령 및 자산운용 위탁계약에 따라 선량한 관리자로서 그 업무를 성실히 수행하여야 한다(제35조)’ 라고 규정하고 있다.

증권신탁업 감독규정은 ‘위탁회사는 수익자의 이익을 위하여 충실하게 신탁재산의 운용지시를 하여야 한다(제53조)’ 및 ‘수탁회사는 신탁재산의 선량한 관리자로서 수익자의 이익을 위하여 최선의 노력으로 업무를 수행하여야 한다(제107조)’ 라고 규정하고 있다.

(2) 신탁자 이익우선의 원칙

신탁자와 受託者간에는 이해상충의 문제(conflict of interests)가 발생하기 마련이다. 미국의 受託者 책무는 이런 경우 반드시 신탁자의 이익이 우선한다는 것을 명문화하고 있다. 이같은 원칙은 국내에서도 마찬가지로 규정되어 있다

국내 신탁법상 ‘受託者は 누구의 명의로도 신탁의 이익을 향수하지 못한다. 受託者は 누구의 명의로 하든지 신탁재산을 고유재산으로 하거나 이에 관하여 권리를 취득하지 못한다(제29조, 제31조)’ 라고 규정하고 있다. 또 신탁재산은 受託者の 고유재산 또는 다른 신탁재산과 구별하여 관리(제30조)하도록 했다.

증권투자신탁업법상에도 ‘위탁회사는 자기채무에 대하여 수익자 명의로 이를 부담하게 하거나 신탁재산으로 이를 변제할 수 없다(제17조 제3항)’ 와 ‘受託者에 갈음하여 신탁사무를 처리하는 자는 受託者와 동일한 책임을 진다(제37조)’ 및 ‘위탁회사는 또 신탁재산으로 그 수익자 외의 자의 이익을 위한 행위나 관계증권사의 매

매수수료를 증가시킬 목적으로 유가증권을 단기매매하는 행위 등을 못한다(제32조)'라고 되어 있다. 특정신탁재산의 이익을 해치면서 다른 신탁재산의 이익을 도모하는 거래도 규제하고 있다.

증권투자회사법상 자산운용회사는 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산으로 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 행위를 못한다. 또 관계증권회사의 이익을 도모하기 위하여 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산으로 유가증권 등을 단기매매하거나 관계증권사가 인수하고 남은 유가증권을 취득하는 행위 등을 못하도록 규정하고 있다

이밖에 자산운용을 위탁한 증권투자회사의 특수관계인이나 자산운용회사의 특수관계인을 위해 그들이 발행한 유가증권 등을 매매하는 행위도 금지하고 있고, 증권사 임직원의 매매제한 규정도 위탁자 내지 고객 이익 우선의 관점에서 파악할 수 있다.

증권투자신탁업 감독규정은 한걸음 더 나아가 수탁회사의 거부 의무도 명시하고 있다. 즉 수탁회사는 신탁재산을 관리함에 있어서 위탁회사가 수탁회사의 고유재산이 상대방이 되도록 운용지시한 때에는 이를 거부하여 한다(제108조). 또한 수탁회사는 위탁회사의 다음과 같은 운용지시는 거부해야 한다. ① 인위적으로 형성된 불공정한 가격으로 유가증권을 거래하는 행위, ② 부당한 목적을 위하여 특정 유가증권의 시장거래량을 증가시키거나 시장가격을 등락시키는 행위, ③ 협회에 등록된 운용전문인력중 특정 신탁재산의 운용업무를 수행하는 자가 자기 또는 제3자의 이익을 도모할 목적으로 하는 행위, ④ 위탁회사가 모집 매출한 수익증권의 수익자에 대하여 손실의 전부 또는 일부를 보전하여 주거나 수익자 또는 제3자에게 재산상의 이익을 제공하는 행위 등이다.

(3) 受託者의 법률적 책임

신탁법은 '受託者가 관리를 적절히 하지 못하여 신탁재산의 멸실, 감소 기타의 손해를 발생하게 한 경우 또는 신탁의 본지에 위반하여 신탁재산을 처분하거나 구별 관리하지 못한 때에는 위탁자, 그 상속인, 수익자 및 다른 受託者는 그 受託者에 대하여 손해배상 또는 신탁재산의 회복을 청구할 수 있다 (제38조, 제39조)'라고 규정하고 있다.

또 '受託者인 법인이 그 임무에 위반한 때에는 이에 관여한 이사나 이에 준하는

자는 연대하여 그 책임을 진다(제40조)’ 라고 규정하고 있다.

(4) 분산투자

국내 관련법은 포트폴리오 이론을 수용하고 있지는 않고 있지만 분산투자의 일종인 동일인 투자한도제를 운용하고 있다. 동일인에게 편중대출을 한 경우 그 개인이 만약 파산할 경우 수탁재산을 전부 잃을 수 있기 때문이다. 증권투자신탁업법은 ① 신탁재산의 10% 이상을 동일종목에 투자하는 행위, ② 동일회사가 발행한 주식총수의 20%를 초과하여 투자하는 행위, ③ 5%를 초과하여 수익증권 또는 증권투자회사의 주식을 취득하는 행위 등을 못하도록 하고 있다 (제33조).

이밖에 은행법, 보험업법 등도 동일대출한도를 운용하고 있다

은행법은 동일차주 등에 대한 신용공여가 자기자본의 25%를 초과하지 못하도록 하고 있고 다른 회사에 대한 출자도 제한해 발행주식의 100분의 15를 초과하는 주식을 소유할 수 없다고 규정한다.(제37조)

상호신용금고법 역시 동일인에 대하여 자기자본의 100분의 20 이내에서 대통령이 정하는 한도를 초과하는 대출 등을 할 수 없도록 하고 있다 (제 12조)

보험업법은 그 시행령에 동일회사의 채권 및 주식의 소유 또는 이를 담보로 하는 대부는 총자산에 대해 100분의 5(제 15조의 1항의 3호), 동일인에 대한 대부는 100분의 3(제 15조의 1항의 4호), 동일물건을 담보로 하는 대부는 100분의 3으로 각각 규제하고 있다.

(5) 위험자산 투자제한

국내금융관련법은 아직도 주식을 위험자산으로 간주하고 있는 것 같다. 은행법 38조는 금융기관의 금지업무의 하나로 주식투자 제한을 규정하고 있다. 즉 금융기관은 주식 기타 상환기간 3년을 초과하는 유가증권(국채, 한국은행 통화안정증권은 제외한다)에 대한 투자로서 자기자본의 100분의 100의 범위 내에서 대통령이 정하는 비율에 해당하는 금액을 초과하는 투자는 못하게 하고 있다. 이 경우 금융감독위원회는 필요한 경우 동일투자한도의 범위 내에서 주식 및 유가증권인 파생상품 등에 대한 투자한도를 따로 정할 수 있다. 은행신탁의 경우 주식투자는 전월의 신탁계정 총자산의 25%를 초과할 수 없다.

보험업시행령은 주식이나 부동산에 대한 투자한도를 규정하고 있다. 보험회사는 총자산의 40% 이하만 주식에 투자할 수 있다. 부동산에는 15%로 되어있다. 외국 부동산을 포함해 국외주식투자는 총자산의 10%로 제한된다. 보험사업자가 소유하거나 대부의 담보로 하는 동일회사의 주식은 그 회사 총발행주식의 10분의 1을 초과할 수 없다. (제 15조의 4항)

상호신용금고법은 자기자본을 초과하는 유가증권에 대한 투자를 원칙적으로 금지(제 18조의 2)하고 있고 보험업법 시행령 제 15조는 재산이용의 비율을 정하여 총자산에 대하여 주식은 100분의 40, 중소기업(벤처기업을 제외)이 발행한 주식의 100분의 1을 못 갖도록 하고 있으며 특히 비상장 주식은 자기자본을 초과하여 소유할 수 없도록 하고 있다.

(6) 연기금의 주식투자 제한

국내증시가 2000년 이후 침체를 거듭하면서 연기금의 주식투자 문제가 많은 논란을 빚고 있는데 60개 연기금에 대한 기본법인 기금관리기본법은 주식투자를 원칙적으로 제한하고 기금운용계획에 반영된 경우에 한해 예외적으로 허용하고 있다. 또 기금의 여유자금은 원칙적으로 공공자금관리기금에 예탁되므로 실제 주식투자로 운용할 수 있는 자금은 제한적이다. 고용보험기금이나 정보화촉진기금 등 일부기금은 개별 설치법상 주식투자를 여유자금의 운용방법에 포함하지도 않고 있다.

또 주식투자금액은 전년도에 기금운용계획에 미리 반영되어 있지 않으면 주식투자를 할 수 없게 되어 있고 주식투자가 허용되는 경우에도 내부 자산운용지침에 의해 자체적으로 주식투자를 제한하고 있다.

한국정부는 그러나 연기금에 대한 주식투자 제한이 바람직하지 않다는 판단아래 2001년 4월 재정경제부, 기획예산처, 정보통신부, 보건복지부 등 연기금 관계부처 장관이 참석한 경제장관 간담회를 갖고 ‘ 자본시장에서의 연기금역할 제고방안’을 논의했다. 이 자리에서 경제장관들은 연기금의 주식투자를 원칙적으로 제한하고 있는 기금관리기본법과 개별 기금설립법상 주식투자를 제한하고 있는 41개 연기금의 관련법률도 개정키로 의견을 모았다. 이와함께 연기금의 주식투자 확대를 위해 연기금의 주식양도차익에 대한 비과세 확대 및 증권거래세 비과세 방안을 추진키로

했다. 이밖에 조세특례제한법을 개정해서 연기금의 주식양도차익에 대한 법인세 감면율을 종전의 50%에서 전액면제로 확대하고 연기금의 주식거래에 대한 증권거래세를 비과세하기로 했다. 정부의 그같은 움직임은 연기금에 대한 반시대적인 규제를 완화한다는 측면도 있지만 2000년 하반기이후 침체를 거듭하고 있는 국내 증시에 연기금을 끌어들이려는 의도가 강해 적지 않은 비판을 받기도 했다.

(7) BIS비율 규제

은행에 적용되는 BIS비율 규제나 증권회사에 적용되는 영업용 순자본비율 규제도 위험투자를 규제한다는 측면에서 신중투자法則의 일환으로 볼 수 있다. 국제적으로 적용되는 BIS비율은 위험가중자산에 대한 자기자본의 비율로서 은행의 경우 최저 8% 이내로 유지할 것을 요구하고 있다. BIS기준은 1980년대 초 금융자유화 이후 금융기관간의 경쟁이 격화되면서 은행건전성이 크게 손상받는 것을 미연에 방지하기 위한 국제통일기준으로서 1988년에 도입된 것이다. 한국의 경우도 IMF구제금융 경제체제를 맞은 이후 많은 은행들을 정리하면서 BIS기준은 절체절명의 규범이 되다시피했다. 한편 바젤은행감독위원회는 2001년 1월 17일 자기자본비율에 관한 국제합의 개편안(신협약안)을 마련하여 연말까지 최종적인 손질을 한뒤 2004년부터 새로운 기준을 시행한다는 방침을 발표했다. 종전의 BIS기준은 자산의 증권화 및 파생상품의 확산, 금융시장의 불안정성이 심화되는 현재와 같은 시대에는 맞지 않아 새로운 평가방식이 필요하다는 것이다. 신협약안은 최저자기자본비율 8%는 현행대로 유지하되 자기자본비율의 분모에 해당하는 리스크 자산의 계측방법을 변경했다. 우선 투자대상의 리스크에 따라 위험가중치를 세분화하였고 가중치의 기준이 되는 신용등급을 설정하는데 있어 선진은행의 경우 내부 신용평가모형의 이용을 허용하고 다른 은행에 대해서는 외부신용평가기관의 평가를 이용하도록 했다. 그 외에 운영리스크 등을 포함한 은행의 전반적인 리스크에 대해 보다 종합적으로 관리하려는 시도도 이번 협약안에 포함됐다.

증권회사에 적용되는 영업용순자본비율은 리스크에 대한 영업용 순자본[(자기자본+후순위채권)-(고정자산+계열사출자)]의 비율로서 국내에서는 150%이상을 안전한 것으로 간주하고 있다. 그 이하의 비율인 경우 경영개선권고, 임원해임권고 등의 조치를 취할 수 있으며 100%이하가 되면 영업허가 취소조치가 내려 질 수도 있다.

(8) 증권사 및 투신사 내부통제기준

증권업협회 및 투신협회 표준안을 기초로 해서 각 증권사와 투신사는 내부통제기준을 두고 펀드매니저 등의 신의성실의무 등을 규정하고 있다. 이들의 윤리강령(code of ethics)에는 고객이익 우선의 원칙, 모든 고객에 대한 공평한 대우의 원칙, 정직한 직무태도, 숙련된 업무처리능력보유, 선관의무 등이 규제되어 있다. 또한 신탁재산 운용준칙(management policy of trust property)상에는 투자비율제한 등의 분산투자원칙과 함께 투자금지행위, 투자금지 유가증권 등에 관한 규정이 포함되어 있다.

2. 국내의 판례

현재까지 慎重한 투자法則과 관련해서는 명백한 법률적 규정이 없을 뿐만 아니라 이와 직접적으로 관련된 판례도 없는 것으로 파악된다. 민법·신탁법·증권관련법상에 규정되어 있는 선량한 관리자로서의 주의의무는 다분히 선언적인 의무로 받아들여지고 있는 것 같다.

실제로 국내에서는 자본시장의 역사가 일천하고 관치금융의 관행 등으로 機關投資家(또는 펀드매니저)의 선관주의 의무위반행위에 대한 규제가 사법적 판단보다는 감독기관의 행정규제로 이루어지고 있는 형편이다.

그러나 최근 들어 機關投資家の 선관주의 의무에 대한 인식이 제고됨에 따라 관련소송도 점차 늘어날 것으로 보인다.

포트폴리오 투자가 성문화가 되어 있지 않기 때문에 이에 대한 판례도 없는 상태이지만, 분산투자의 일종이라고 할 수 있는 자산운용상의 동일인 한도 위반에 대해서는 최근 들어 행정적 사법적 규제가 강화되고 있는 추세이다.

제 4 장 기존의 연구

제1절 외국의 선행연구

1. 慎重한 투자法則에 대한 연구

(1) Badrinath, Gay and Kale(1989)의 연구

Badrinath, Gay and Kale(1989)²²⁾은 機關投資家들은 자신들이 신중하다는 것을 외부에 증명할 수 있는 방식으로 주식에 투자한다는 안전망(safety-net)가설을 주장하였다. 機關投資家들에 대한 미국의 법률은 포트폴리오 이론을 인정하면서도 여전히 주식의 수익률에 책임을 부과하는 경우도 많다. 따라서 기관들은 자기들이 慎重한 투자를 한 것을 외부에 증명(external validation)할 수 있다면, 책임을 회피할 수 있으므로 기관들의 보유주식은 이같은 안전망의 함수가 된다는 것이다. 외부증명성은 저자들이 강조한 것인데, 대용변수로 S&P의 등급(A+ · A · A- · B+ · B · B- · C)을 이용하였다.

그들은 1985년에 NYSE와 AMEX에 상장된 주식을 대상으로, 기업규모 · 유동성 · 총위험 · 체계적위험 · 과거주가실적 · 상장경과연수 · S&P 등급 등의 설명변수를 이용하여 機關投資家 보유주식의 재무적 특성을 회귀분석하였다.

실증결과로써 기업규모, 유동성, 과거주가, 상장경과연수, 체계적위험과는 정(+)의 관계, 총위험과는 역(-)의 관계를 얻었다. 또한 S&P 등급을 넣은 결과, 통계적으로 의미있는 정(+)의 관계를 얻어 그들의 안전망가설을 입증하였다. 이어서 등급을 A+ · A · A-(고등급), B+ · B(중등급), B- · C(저등급)의 3군으로 분류한 결과 역시 기관들의 보유주식은 등급을 중요시 한다고 주장하였다.

(2) O'Brien and Bhushan(1990)의 연구

22) Badrinath, S. G., G. D. Gay, and J. R. Kale, "Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial 'Safety-Net' Hypothesis," *Journal of Risk and Insurance*, 1989, 605-629.

O'Brien and Bhushan(1990)²³⁾은 機關投資家は 자신들이 慎重한 投資法則을 잘 이행하고 있다는 것을 입증하는 차원에서도 애널리스트의 보고서를 참고하게 되고 애널리스트 역시 기관들의 보유주식을 관찰하게 된다는 전제 아래 이들 두 부류의 주식보유 성향을 분석했다.

애널리스트 데이터인 IBES파일에 등재된 38개 업종의 570개 기업 (1985~1987년 간의 1,347개 기업)과 38개 업종의 664개 기업(1981~1984년간의 1,653개 기업)자료를 대상으로, 2SLS(two-stage least squares)를 이용하여 회귀분석하였다. 1985~1987년 기간중의 회귀분석결과에 따르면, 기관투자자들은 주식수익율이 높고 주식수가 증가하고 있는 주식과 정(+)의 관계를 나타냈다. 또한 애널리스트들이 이미 관심을 갖고 있는 주식과 전기(前期)에 기관이 이미 보유한 주식과도 정(+)의 관계를 나타냈다. 그러나, 체계적인 위험인 베타와는 예상과는 달리 통계적으로 의미 있는 정(+)의 관계를 보였다.

1981~1984년까지의 데이터에 대한 분석결과에도 1985~1987년의 실증결과와 비슷하였으나, 두 기간 분석에서의 차이점은 1981~1984년의 경우 기관들의 주식보유가 前期의 기관보유주식과 약한 정(+)의 관계를 보였으나, 1985~1987년에는 강한 정(+)의 관계를 보였다.

두 기간중 機關投資家 보유주식과 체계적위험간에 의외로 정(+)의 관계가 나타난 데 관하여 저자들은 대리인문제 때문에 그같은 결과가 나타날 수 있다고 주장했다. 즉 펀드매니저들이 수익을 많이 올리면 올릴수록 많은 보상을 받게 되면서도 그들의 포트폴리오상의 위험요소가 감시받지 않을 경우 기관들이 위험이 높은 주식을 선택하여 그같은 결과가 나올수 있다고 하였다.

(3) Hessel and Norman(1992)의 연구

Hessel and Norman(1992)²⁴⁾은 機關投資家들이 분기별로 평가와 보상을 받으므로, 그들은 단기간에 실적이 좋은 기업들의 주식을 보유하려고 할 것이다. 따라서 기관들이 많이 보유한 주식은 장기보다 단기실적에 주력한 기업의 주식일 가능성이

23) O'Brien, P. G. and R. Bhushan, "Analyst Following and Institutional Ownership," *Journal of Accounting Research* (Supplement), 1990, 55-76.

24) Hessel, C. A. and M. Norman, "Financial Characteristics of Neglected and Institutionally Held Stocks," *Journal of Accounting Auditing and Finance*, 1992, 313-334.

있으며 이를 실증분석 하였다. 또한 기관들이 선호하는(institutionally held) 주식과 기관들에 의해 소외(neglected)된 주식들 간의 재무적 특성을 비교하였다.

이를 위해 1978~1982년 기간에 걸쳐, 기관들이 해당 거래주식의 15% 미만을 갖고 있으면 소외기업으로, 65% 이상을 보유하고 있으면 선호기업으로 분류했다. 최종적으로 7개 변수를 다음과 같이 선정하였는데, 그들은 ①단기부채비율, ②수익성비율(ROE), ③배당성향, ④R&D비율(향후 장기성장성), ⑤유동성비율(단기성변수), ⑥총자산영업이익율, ⑦주식시가총액(기업규모) 등이다.

판별분석(discriminant analysis)결과, ①과 ⑤와는 역(-)의 관계, 나머지 ②③④⑥⑦과는 정(+)의 관계를 보였다. 뒤이은 회귀분석결과, ②③⑤는 통계적으로 의미가 없었으나, ①과는 역(-)의 관계, ④⑥⑦과는 정(+)의 관계를 나타내어 판별분석과 일치된 결과를 보였다. 따라서 機關投資家들은 단기실적도 중요시 하지만, 장기실적도 중요시 하여 주식을 선택한다고 주장하였다.

(4) Falkenstein(1996)의 연구

Falkenstein(1996)²⁵⁾는 무추얼펀드 관리자의 보유주식의 특성을 거래비용(보유주식의 주가와 유동성)·기업정보량(상장경과월수와 정보량)·위험(표준편차, 분산, 체계적위험) 등의 요인과 관계가 있다고 주장하였다. 그는 Morning star회사가 발간한 1991년의 1,087펀드와 1992년의 1,174펀드에 대해 토빗(Tobit) 모형을 가지고 분석하였는데 그 결과는 다음과 같다.

무추얼펀드의 관리자는 초저가주식은 피하면서 유동성이 높은 주식을 선호하고, 상장경과월수가 길고 해당기업에 대한 투자정보(뉴스)가 풍부한 주식을 선호하는 결과를 발견하였다. 또한 체계적위험과는 관계없이 표준편차는 높으면서 분산은 낮은 주식을 선호하는 것을 발견하여 위험과의 관계는 비선형(nonlinear)이라고 주장하였다.

(5) Del Guercio(1996)의 연구

25) Falkenstein, E. G., "Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings," *Journal of Finance*, 1996, 111-135.

Del Guercio(1996)²⁶⁾는 은행자금 관리자와 무추얼펀드 관리자는 각각 다른 정도의 법적인 규제를 받기 때문에, 기관투자자별로 慎重한 투자法則이 다르게 작용된다고 하였다. 예컨대 은행자금 관리자는 법적인 규제와 법원판례 등으로 보아 慎重한 투자法則을 가장 엄격하게 적용되는 것에 비해, 무추얼펀드 관리자는 법률의 분쟁사건도 수수료과다에 집중되어 있는 등 상대적으로 慎重한 투자法則을 약하게 받는다는 것이다.

1988년의 주식을 대상으로 S&P 500(고등급) · A+(중등급) · NR(Not Rated, 저등급)의 3군으로 분류하여 機關投資家들의 보유주식을 대상으로 실증분석 하였다. 그 결과 은행자금 관리자는 S&P 500의 주식을 많이 보유하고 있었고, 무추얼펀드 관리자는 반대임을 발견하여 그의 주장을 뒷받침 하였다. 또한 설명변수인 등급을 다른 방법으로 정의(상장경과연수 · 이익 · 기업규모 · 배당수익률 · 위험 등)하여 회귀분석을 실시한 결과, 역시 무추얼펀드 관리자보다 은행자금 관리자가 고등급의 주식에 투자하는 경향을 발견하였다.

이와 함께 신중투자法則의 부작용측면을 부각했다. 즉 受託者는 자산운용을 소송에서 질 가능성이 가장 적은 방법으로 운용한다는 것이다. 법원에서 어떤 기준이 적용될지 잘 모르는 불확실성은 펀드매니저로 하여금 慎重한 것으로 변호 받을 수 있는 주식에만 투자한다는 주장이다. 서베이 결과 63%가 신중투자法則 때문에 좋은 투자기회를 놓친다고 답변했다. 선물옵션을 이용한다는 비중은 26%에 불과했다.

(6) Kang and Stulz(1997)의 연구

Kang and Stulz(1997)²⁷⁾는 機關投資家가 일반적으로 자기나라 주식을 선호하는 home bias가 있다고 주장한다. 이들은 1975년부터 1991년까지의 17년에 걸쳐 동경 시장에 상장된 주식의 외국인 소유분포를 조사한 결과 동경시장의 국제화에도 불구하고 예상외로 외국인의 지분율이 적었다고 밝혔다. 1975년의 경우 외국인 지분율이 전체의 4.64%에 불과했는데, 1984년의 경우는 11.31%까지 높아졌지만 1991년에는 다시 5.59%수준으로 떨어졌다.

26) Del Guercio, D., "The Distorting Effect of the Prudent Man laws on Institutional Equity Investments," *Journal of Financial Economics*, 1996, 31-62.

27) Kang, J. K. and R. M. Stulz, "Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics*, 1997, 3-28.

외국인들의 보유주식과 재무적특성을 회귀분석한 결과 외국인들은 제조업종, 높은 회계적인 수치, 낮은 비체계적위험, 낮은 부채비율을 가진 주식을 선호한다는 것을 발견하였다.

또한, 그들은 외국인들의 대기업 선호현상은 비단 일본에만 있는 것이 아니고 한국의 경우에도 1997년에 비슷하게 나타났다고 주장했다. 특히 외국인들은 같은 규모의 대기업인 경우에도 유동성이 높은 주식을 선호하는데, 그 이유는 정보의 비대칭성과 관계가 있다. 왜냐하면, 기업규모가 클수록 외국 機關投資家들의 정보획득 능력이 내국인들과 비슷하기 때문이다.

(7) Brav and Heaton(1998)의 연구

Brav and Heaton(1998)²⁸⁾는 1974년에 제정된 ERISA의 慎重한 투자法則은 배당을 주지 않는 기업에 대한 투자에 제동을 가하는 결과를 가져왔다고 주장한다. 왜냐하면 배당을 주지 않는 기업은 일단 재정적으로 어려울 수가 있고, 전문가가 아닌 일반인이나 법원도 그런 기업에 대한 투자를 신중하지 못한 것으로 연상하기 쉽기 때문이다.

그들은 분석기간을 ERISA의 제정연도인 1974년을 기준으로 1964~1973년과 1974~1988년으로 나누어 미배당기업의 주식수익률을 분석하였는데, 실증결과는 ERISA 제정전 기간의 경우 실적이 나쁘지 않았지만 ERISA가 통과된 이후 기간의 경우는 미배당기업의 주식수익률이 급속히 나빠진 것으로 나타났다. 이 현상은 ERISA의 慎重한 투자法則 때문에 기관들이 미배당주식을 꺼려했기 때문이라고 이들은 주장했다. 그러나 미배당기업이 나중에 다시 배당을 지급하기 시작하면 그 기업의 주식수익률은 다시 회복된 것을 발견했다. 기관들이 대거 매도한 증거로서는 1974년 이후 미배당을 발표한 기업의 경우, 주식거래량이 비정상적으로 높은 수치를 나타냈다고 밝혔다.

(8) Eakins, Stansell and Wertheim(1998)의 연구

28) Brav, A. and J. B. Heaton, "Did ERISA's Prudent Man Rule Change the Pricing of Dividend Omitting Firms?" 1998.

Eakins, Stansell and Wertheim(1998)²⁹⁾은 여러 가지 재무변수를 이용하여 慎重한 투자法則을 본격적으로 실증분석하였다. 따라서, 본 연구는 이 논문을 주로 참조할 것이다. 그들은 1988년~1991년에 걸쳐 NYSE·AMEX·NASDAQ에 상장된 기업을 대상으로, ①베타, ②유동비율, ③부채비율, ④배당, ⑤주식의 시장가치, ⑥PER, ⑦S&P의 랭크 여부, ⑧총자산이익률, ⑨총자산회전율, ⑩주식회전율 등의 10개의 설명변수를 이용하여, 機關投資家 보유주식의 재무적 특성을 토빗(Tobit) 모형을 이용하여 회귀분석하였다.

전체 표본에 대한 실증결과로서 ①베타는 정(+)의 관계 ②유동비율은 정(+)의 관계 ③부채비율은 통계적으로 의미가 없었고 ④배당과는 정(+)의 관계 ⑤주식의 시장가치와는 정(+)의 관계 ⑥PER는 일관성이 없었고 ⑦S&P의 Rank와 정(+)의 관계 ⑧총자산이익률과 정(+)의 관계 ⑨총자산회전율과 정(+)의 관계 ⑩주식회전율과 정(+)의 관계를 얻었다. 따라서, 10개의 변수중 ②④⑤⑦⑨⑩들은 신중 투자法則과 일치하나 나머지 ①③⑥⑧은 일치하지 않았는데, 특히 ①높은 베타와 ③높은 부채비율을 선호한다는 실증결과는 기관들이 慎重한 투자法則에 명확하게 반대되는 투자행태이다. 그러나 베타는 횡단면적(cross-sectional)으로 분석할 때는 분석기간에 따라 변화하여 자본자산가격결정모형(CAPM)은 조건적으로 성립한다는 것을 보여준 Jagannathan and Wang(1996)³⁰⁾을 상기하면 그리 놀랄 일이 아닐 수 있다.

따라서, 보다 심층분석하기 위하여 전체 표본을 각 재무변수의 크기에 따라 5군으로 분류하여 다시 회귀분석을 하였다. 그 결과 베타의 경우 1군(베타가 가장 적음)에서는 정(-)의 관계를 보여 높은 베타에 대한 선호도를 (따라서 매우 낮은 베타에 기피감을) 보였고, 5군(베타가 가장 큼)에서는 역(-)의 관계가 나타나 기관들은 매우 높은 베타를 기피하는 것을 보여주었다. 중간군(2~4군)에서는 통계적으로 의미있는 계수는 적지만 정(+)의 관계를 보이는 계수가 많아, 기관들이 중간수준의 베타를 선호한다는 것을 보여주었다.

부채비율의 경우 1군과 2군에서는 정(+)의 관계를 보여 높은 부채비율에 대한 선호를 보이거나, 3~5군에서는 역(-)의 관계를 보여 높은 부채를 가진 주식을 기피한다

29) Eakins, S. G., S. R. Stansell, and P. E. Wertheim, "Institutional Portfolio Composition: An Examination of the Prudent Investment Hypothesis," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 1998, 93-109.

30) Jagannathan, R. and Z. Wang, "The Conditional CAPM and the Cross-Section of Expected Returns," *Journal of Finance*, 1996, 3-53.

는 것을 보여주었다.

그들의 결과를 요약하면, 機關投資家들은 매우 높거나 낮은 체계적위험과 부채비율 등의 극단적인 재무적 특성을 가진 주식을 보유하기를 피한다는 것을 발견하여 慎重한 투자가설을 대체적으로 입증하였다.

(9) Levich, Hayt and Ripston(1999)의 연구

Prudent man rule에 따라 기관들은 종래 선물·옵션 등 파생상품 이용을 꺼려왔으나, 이같은 거부감은 최근 들어 크게 개선됐다는 게 일반적인 시각이다. 기관들의 파생상품 이용현황은 뉴욕대의 스티스쿨, CIBC 월드마켓 및 KPMG 인베스트먼트 컨설팅그룹이 공동으로 실시한 1998년 서베이에 명확히 나타나 있다. 이들 3개 기관의 조사결과를 Levich, Hayt and Ripston(1999)이 종합했는데 연금, 대학 재단 및 사적 재단 등 모두 298개 機關投資家를 대상으로 조사했다.

조사결과에 따르면 전체 샘플의 46%가 자산운용자로 하여금 파생상품을 이용하도록 허용했다. 연금의 경우는 63%, 대학재단 38%, 기타 사적 재단 28% 등으로 나타났다. 상당히 광범위하게 사용되고 있다는 이 같은 응답에도 불구하고, 실제 파생상품의 이용강도는 그다지 높지 않았는데, 실제로 파생상품 구조를 유지하고 있는 기관은 27%에 불과하였다.

파생상품을 활용하고 있는 동기도 위험축소 및 헤지가 55%로 가장 높게 나타났고, 그 다음이 자산배분(asset allocation)차원인데 26%로 크게 떨어진다. 파생상품을 사용하지 않은 이유로는 필요성이 없어서가 52%, 위험하기 때문에 사용하지 않는다는 응답도 46%로 나타났다. 게다가 조사대상의 80%가 파생상품활용에 한도를 두는 등 제한을 가하고 있었다.

(10) Gompers and Metrick(1999)의 연구

Gompers and Metrick(1999)³¹⁾은 위의 Falkenstein(1996)과 Del Guercio(1996)의 연구를 연장했다는 점에서 주목된다. Falkenstein(1996)은 2년동안의 무추열펀드

31) Gompers, P. A. and A. Metrick, "Institutional Investors and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 1990.

보유주식을 분석했지만, Gompers and Metrick(1999)은 분석기간을 1980년에서 1996년까지의 17년간으로 증가시키는 한편 모든 종류의 기관투자자(은행·보험·무채알펀드·증권·연금)의 보유특성을 비교했다.

그들은 종속변수로 機關投資家의 보유주식, 독립변수로 유동성변수[①기업규모로 $\text{Log}(\text{시가총액})$, ② $\{\text{Log}(\text{시가총액})\}^2$, ③주식회전율, ④주가]와 신중성변수[④주가변동성, ⑤모멘텀, ⑥상장경과월수, ⑦S&P500 포함여부, ⑩배당수익률] 및 가치중시변수[⑪BE/ME]로 구분하여 토빗모형을 이용하였다.

실증결과 ①은 정(+)의 관계, ②는 역(-)의 관계를 보여 기업규모와 비례하나 오목한(concave)관계를 발견하였고, ③과 ④는 정(+)의 관계를 보여, 機關投資家들은 유동성을 중시한다고 주장하였다. 또한 ⑤는 역(-)의 관계, ⑥는 정(+)의 관계, ⑦은 약한 정(+)의 관계를 발견하였으나, ④는 일관되지 않게 정과 역의 관계를 보였고, ⑩도 역(-)의 관계를 보여, 기관들은 신중성변수를 부분적으로 중시한다고 주장하였다. 한편 ⑪은 약한 정(+)의 관계를 보여 기관들은 가치를 어느 정도 중시한다고 하였다. 뒤이은 機關投資家별 실증분석 역시 정도의 차이는 있지만 대체로 위와 같은 결과를 보였다.

요약하여, 機關投資家들은 기업규모가 크고 유동성이 풍부한 주식을 선호하는 한편 가치를 중시하며 약한 모멘텀을 가진 주식을 선택한다고 주장하였다.

(11) Chan, Chen and Lakonishok(1999)의 연구

Chan, Chen and Lakonishok(1999)³²⁾은 Fama and French(1992, 1993)³³⁾의 주장에 의거하여 무채알펀드 관리자가 선호하는 주식들의 공통요인을 분석하였다. 즉, Fama and French는 주식수익률의 공통요인은 전반적인 시장요인과 주식의 시장가치(ME) 및 주식의 시장가치 대비한 장부가치 비율(BE/ME)이라고 하였는데 Chan 등(1999)은 이외에 과거 주가수익률을 첨가하였으며, 높은 BE/ME는 가치주(value stocks)이고 낮은 BE/ME는 성장주(growth stocks)라고 주장하였다.

32) Chan, L., H. L. Chen and J. Lakonishok, "On Mutual Fund Investment Styles," Working Paper, National Bureau of Economic Research, Massachusetts, 1999.

33) Fama, E. F. and K. R. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 1992, 427-465.

Fama, E. F. and K. R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds," *Journal of Financial Economics*, 1993, 3-56.

그들은 표본을 기업규모의 대용변수인 시장가치를 3분류(하위 20%인 S, 중간 60%인 M, 상위 20%인 B)하였고, 각 시장가치의 분류별로 BE/ME비율을 3분류(하위 20%인 L, 중간 60%인 M, 상위 20%인 H) 하였다. 1976년~1997년에 걸쳐 3,336개의 무채널펀드를 조사한 결과, 주식을 가치주와 성장주로 구분할 경우 펀드 관리자는 극단적으로 어느 쪽을 보유하고 있지 않으나, 그래도 가치주보다는 성장주를 선호하는 결과를 발견하였는데 이는 Gompers and Metrick(1999)의 결과와 상반되는 것이다. 또한, 무채널 펀드관리자는 과거 주식수익률이 높은 주식을 선호하는 결과를 발견하였다.

(12) Dahlquist and Robertsson(2001)의 연구

Dahlquist and Robertsson(2001)³⁴⁾도 외국의 機關投資家들은 규모가 크고 현금이 많으며 배당이 적은 기업을 선호한다고 주장한다. 이들은 1993년부터 1997년까지 스웨덴에서 외국인의 지분이 있는 상장기업을 대상으로 분석을 했다.

설명변수로 기업의 재무변수인 기업규모, 배당수익율, 주식수익율, 체계적위험, 비체계적 위험, BE/ME, 유동비율, 부채비율, 자기자본이익율(ROE)을 사용하여 회귀분석을 실시하였는데, 실증결과는 다음과 같다. 기업규모, 체계적위험, 비체계적위험, 유동비율과는 정(+)의 관계, BE/ME와는 역(-)의 관계를 얻었다. 한편, 배당수익율과는 약한 역(-)의 관계를 얻었으나, 주식수익률 및 ROE변수는 통계적인 의미를 발견할 수 없었다.

또한 그들은 대형회사에 대한 외국인들의 선호는 정보의 비대칭성(information asymmetry)으로 설명될 수 있다고 주장하며, 이의 대용변수로 수출비중, 주식회전율, 지분집중도, 외국증시 상장여부 등을 사용하였다. 실증결과 수출비중, 주식회전율, 외국증시 상장여부와는 정(+)의 관계, 지분집중도와는 역(-)의 관계를 얻었다. 즉 외국인들의 경우 상대적으로 투자국가에 대한 정보에 어둡기 때문에 지명도가 높거나 규모가 큰 기업에 투자하기 마련인 것이다. 이들은 그러나 이같은 외국인 바이어스(foreign bias)에 대해 부정적인 견해를 피력했다. 즉, 외국의 機關投資家들이 위와 같은 주식을 선호하는 것은 Falkenstein(1996)이나 Gompers and

34) Dahlquist, M. and G. Robertsson, "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics," *Journal of Financial Economics*, 2001, 413-440.

Metrick(1999)이 밝힌 미국 기관투자자들의 일반적인 성향, 즉 보다 규모가 크고 유동성이 높은 주식 등을 선호하는 것과 같은 이유이지 외국인 바이어스는 아니라고 주장했다.

위에서 언급한 慎重한 투자法則에 대한 기존의 연구중 실증분석한 논문을 그 결과와 함께 다음의 <표 3-1>에 요약하였다.

<표 3-1> 慎重한 투자法則에 대한 선행연구의 회귀분석결과

선행연구	변수	회귀분석결과
Badrinath 등 (1989)	①기업규모 ②유동성 ③총위험 ④베타 ⑤주가 ⑥상장경과연수 ⑦S&P등급랭킹	①정(+) ②정(+) ③역(-) ④정(+) ⑤정(+) ⑥정(+) ⑦정(+)
O'Brien & Bhushan (1990)	①애널리스트의 관심종목 ②업종의 규제강도 ③주식수익률 ④주식수 ⑤체계적위험 ⑥비체계적위험 ⑦전기의 애널리스트 관심종목 ⑧전기에 이미 기관보유종목	①통계적인 의미없음 ②통계적인 의미없음 ③정(+) ④정(+) ⑤정(+) ⑥통계적인 의미없음 ⑦정(+) ⑧정(+)
Hessel & Norman (1992)	①단기부채비율 ②수익성비율(ROE) ③배당성향 ④R&D비율 ⑤유동성비율 ⑥총자산영업이익률 ⑦주식시가총액(기업규모)	①역(-) ②통계적인 의미없음 ③통계적인 의미없음 ④정(+) ⑤통계적인 의미없음 ⑥정(+) ⑦정(+)
Falkenstein (1996)	①주가 ②표준편차 ③분산 ④상장경과월수 ⑤정보량 ⑥유동성 ⑦기업규모 ⑧기업규모의 제곱 ⑨베타	①정(+) ②정(+) ③역(-) ④정(+) ⑤정(+) ⑥정(+) ⑦일관성 없음 ⑧역(-) ⑨통계적인 의미없음
Del Guercio (1996)	①S&P랭킹 ②상장경과연수 ③NYSE거래여부 ④주식시가총액 ⑤주식회전율 ⑥이익 ⑦표준편차 ⑧배당수익률 ⑨BE/ME ⑩S&P500 포함여부	①정(+) ②정(+) ③약한 역(-) ④정(+) ⑤정(+) ⑥정(+) ⑦역(-) ⑧통계적인 의미없음 ⑨정(+) ⑩정(+)
Kang & Stulz (1997)	①부채비율 ②유동비율 ③ROA ④베타 ⑤비체계적위험 ⑥주식수익률 ⑦BE/ME ⑧기업규모	①역(-) ②통계적인 의미없음 ③정(+) ④정(+) ⑤역(-) ⑥정(+) ⑦역(-) ⑧정(+)
Eakins 등 (1998)	①베타 ②유동비율 ③부채비율 ④배당 ⑤주식의 시가총액 ⑥PER ⑦S&P 랭킹여부 ⑧총자산이익률 ⑨총자산회전율 ⑩주식회전율	①정(+) ②정(+) ③통계적인 의미없음 ④정(+) ⑤정(+) ⑥일관성 없음 ⑦정(+) ⑧정(+) ⑨정(+) ⑩정(+)
Gompers & Metrick (1999)	①기업규모 ②기업규모의 제곱 ③BE/ME ④주가변동성 ⑤모멘텀 ⑥상장경과월수 ⑦S&P포함여부 ⑧주식회전율 ⑨주가 ⑩배당수익률 ⑪BE/ME	①정(+) ②역(-) ③약한 정(+) ④일관성 없음 ⑤역(-) ⑥정(+) ⑦약한 정(+) ⑧정(+) ⑨정(+) ⑩역(-) ⑪약한 정(+)
Chan 등 (1999)	①기업규모 ②BE/ME ③주식수익률	①정(+) ②역(-) ③정(+)
Dahlquist & Robertsson (2001)	①기업규모 ②배당수익률 ③주식수익률 ④베타 ⑤비체계적위험 ⑥BE/ME ⑦유동비율 ⑧부채비율 ⑨ROE ①수출비중 ②주식회전율 ③지분집중도 ④외국증시 상장여부	①정(+) ②약한 역(-) ③통계적인 의미없음 ④정(+) ⑤정(+) ⑥역(-) ⑦정(+) ⑧약한 역(-) ⑨통계적인 의미없음 ①정(+) ②정(+) ③역(-) ④정(+)

2. 주식수익률과 재무변수에 대한 연구

(1) Downen and Bauman(1986)의 연구

자본자산가격결정모형(Capital Assets Pricing Model, CAPM)에 의하면 기업의 주식수익률은 체계적위험인 베타에 의해서만 설명된다.

그러나, Downen and Bauman (1986)³⁵⁾는 베타 외에 주가수익비율(price earning ratio, PER), 자본금(corporate capitalization), 機關投資家の 보유주식비중(institutional ownership)의 설명변수를 첨가하면 주식수익률에 대한 설명력이 훨씬 높아진다고 주장한다.

1969년~1983년에 걸쳐 NYSE와 AMEX에 상장된 기업을 대상으로 CRSP(Center for Research in Securities Prices)의 자료를 이용하여 주식수익률을 조사하였다. 회귀분석을 이용한 결과 주식수익률은 베타계수, PER계수, 자본금계수, 機關投資家の 보유비중계수 등과 모두 역(-)의 관계를 얻었다. 따라서, 그들은 체계적위험이 작을수록, PER가 낮을수록, 자본금이 작을수록, 機關投資家の 보유비중이 낮을수록 주식수익률이 높다고 결론지었다.

(2) Fama and French(1992)의 연구

Fama and French(1992)³⁶⁾는 주식수익률에 대한 설명변수로 몇 가지의 재무변수를 고려하였다. 1963년~1990년에 걸쳐 NYSE·AMEX·NASDAQ에 상장된 기업을 대상으로 CRSP의 월별자료를 이용하여 주식수익률을 조사하였다.

주식수익률을 종속변수로 하는 회귀분석의 결과 베타계수는 통계적으로 의미가 없었으나, ME(주식시가총액)계수는 일관되게 역(-)의 관계를 보였으며, BE/ME(주

35) Downen, R. J. and W. S. Bauman, "A Fundamental Multifactor Asset Pricing Model," *Financial Analysts Journal*, 1986, 45-51.

36) Fama, E. F. and K. R. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 1992, 427-465.

식의 장부가치/시장가치)계수 역시 일관되게 정(+)의 관계를 보였다. 부채비율의 측정치로 총자산/주식의 시장가치는 정(+), 총자산/주식의 장부가치는 역(-)의 관계를 보여 일관되지 못한 결과를 보였다. PER의 역수인 E/P비율이 정(+)의 관계를 보여, PER는 주식수익률과 역(-)이라는 것을 보여주었다.

이를 요약하면 다음과 같다. ① 베타는 주식수익률에 대한 설명력이 빈약하였다. ② 기업규모(ME) · PER · 부채비율(leverage) · BE/ME의 재무변수는 주식수익률을 설명할 수 있다.

③ 위 네 개의 재무변수 가운데 ME와 BE/ME가 PER와 leverage의 설명력을 대부분 흡수하는 것으로 보아, ME와 BE/ME가 가장 중요한 재무변수라고 주장하였다.

(3) Fama and French(1993)의 연구

Fama and French(1993)³⁷⁾는 그들의 Fama and French(1992)를 연장시켰다. 즉, 주식 외에 채권의 기간구조(term structure)라는 요소를 첨가했는데, 이 요소는 채권의 만기(maturity)와 채무불이행위험(default risk)의 변수일 것이다. 시장포트폴리오, 기업규모, 기간구조의 독립변수를 이용하였고, 시계열회귀분석(time series regression)을 채택하여 주식과 채권수익률을 조사하였다.

1963년~1991년에 걸쳐 NYSE · AMEX · NASDAQ에 상장된 기업을 대상으로 CRSP(Center for Research in Securities Prices)의 월별자료를 이용하여 주식수익률을 조사하였다. ME를 이용하여 기업규모를 5분류 하였고 (Small · 2 · 3 · 4 · Big), BE/ME를 이용하여 5분류 (Low · 2 · 3 · 4 · High)한 결과, 25개의 포트폴리오를 구성하였다. 5개의 포트폴리오에 대하여 채권수익률을 조사하였는데, 이는 국채수익률과 5등급의 회사채수익률(Moody's의 Aaa · Aa · A · Baa · Below Baa)의 차이인 초과수익률을 채권수익률로 이용하였다.

그들의 실증결과는 다음과 같이 요약할 수 있다. 주식수익률의 공통요인은 ① 전반적인 시장요인(overall market factor) ② 주식의 시장가치(ME) ③ 주식의 시장가치 대비 장부가치 비율(BE/ME)의 3가지이고, 채권수익률의 공통요인은 ① 채권의 만기(maturity) ② 채권의 채무불이행위험(default risk)의 2가지이다.

37) Fama, E. F. and K. R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds," *Journal of Financial Economics*, 1993, 3-56.

(4) Fama and French(1995)의 연구

Fama and French(1995)³⁸⁾의 논문 역시 주식수익률외에 이익의 변수를 첨가시켜 그들의 Fama and French(1992)를 연장시켰다. 그들은 기업규모와 BE/ME를 이용하여 주가와 이익의 관계를 두 가지 측면에서 실증분석하였다. 그 두 가지로써 (1) 장부가치 대비 낮은 주가(high BE/ME)는 낮은 이익(low profitability)을 예고하는가를 조사하였고, (2) 기업규모의 변수인 주식의 시가총액(Market Equity, ME)과 수익성(profitability)의 관계가 있는가를 조사하였다.

1963년~1992년에 걸쳐 NYSE·AMEX·NASDAQ에 상장된 기업을 대상으로 CRSP(Center for Research in Securities Prices)의 주식수익률 월별자료를 이용하였다. ME를 이용하여 기업규모를 2분류 하였고 (Small or Big, S or B), BE/ME를 이용하여 3분류 (하위 30%는 L, 중간 40%는 M, 상위 30%는 H)한 결과, S/L·S/M·S/H·B/L·B/M·B/H라는 6개의 포트폴리오를 구성하였다. 또한 수익성의 변수로는 EI/ME(Equity Income/Book Equity)를 이용하였는데, EI는 우리 나라의 경우 경상이익에 해당된 것이었다.

실증결과로 ① 장부가치대비 높은 주가에 비해 장부가치대비 낮은 주가가 수익성이 높은 결과를 발견하여, BE/ME는 수익성과 관계가 있었다고 주장하였다. ② 기업규모가 작은 주식은 수익성이 낮은 것을 발견하여, 기업규모와 수익성 역시 관계가 있다고 하였다.

그들의 실증결과는 경제학적으로 보아도 당연한 결과인 것으로 보인다. 예컨대 BE/ME가 수익성과 지속적인 관계를 발견하였는데, 이 결과는 BE/ME변수가 이익(수익성)과 관련이 있으므로 놀라운 일이 아닐 것이다. 또한 증권시장에서도 장부가치대비 낮은 주가를 보이는 기업은 재무적곤경에 처한 기업(distressed firms)에 많고, 장부가치대비 높은 주가를 보이는 기업은 성장주(growth stocks)에 많다는 것도 이러한 실증결과를 현실적으로 증명하는 것이다.

(5) Shefrin and Statman(1995)의 연구

38) Fama, E. F. and K. R. French, "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns," *Journal of Finance*, 1995, 131-155.

Shefrin and Statman(1995)³⁹⁾은 Fama and French(1992)와는 증권시장을 보는 각도를 달리하여 주가는 합리적인 투자자들(rational investors)의 투자결과가 아니라, 합리적인 투자자와 비합리적인 투자자들의 투자결과라고 주장한다. 여기에서 합리적인 혹은 정보에 입각한 투자자(information investors)란 해당기업과 그 기업의 주식수익률의 분포특성을 잘 알고 투자하는 투자자이고, 비합리적인 혹은 묻지마 투자자(noise investors)란 해당기업과 그 기업의 주식수익률의 분포특성을 알지도 못하면서 투자하기 때문에 체계적으로 오류를 범하는 투자자이다.

그들은 주가는 합리적인 투자자와 비합리적인 투자자들의 산출물의 결과라는 행위접근법(behavior-based approach)을 주장한다. 비합리적인 투자자들은 우량기업의 주가가 무조건 우량주라고 믿는 인지적인 오류(cognitive errors)를 저지른다고 주장하는데, 우량기업이란 기업규모가 크지만 BE/ME가 낮은 기업이라고 인식되는 기업이다.

행위접근법을 증명하기 위해 Fortune 500에 랭크된 우량기업에 대해 회귀분석하였다. 즉, 주식수익률은 장기투자(long-term investment, LTI)의 결과라고 주장하면서 종속변수를 주식수익률 대신 LTI, 독립변수를 기업규모와 BE/ME로 하여 회귀분석을 한 결과, 기업규모변수와 정(+)의 관계 그리고 BE/ME와는 역(-)의 관계를 얻었다. 또한 체계적인 위험인 베타와 총위험인 표준편차(standard deviation, SD)를 대비하여 회귀분석한 결과, 우량기업과 열등기업을 구분할 때는 총위험이 베타보다 좋다는 결과를 발견하였다.

요약하면 투자자들은 기업규모가 크고, 낮은 BE/ME비율을 가지며, 총위험이 작은 우량기업에 무조건 투자하는 행위접근법을 주장하였다.

제2절 한국의 선행연구

국내에는 미국과 같은 prudent man rule이 법률적으로나 판례로 정착되지 않은 상황이기 때문에 이에 대한 연구가 거의 없고, 특히 機關投資家가 어떤 재무적 특

39) Shefrin, H. and M. Statman, "Making Sense of Beta, Size, and Book-to-Market," *Journal of Portfolio Management*, 1995, 26-34.

성을 지닌 주식을 선호하는 가에 대한 연구는 전무한 상황이다.

다만 김동순과 김병선(2000)⁴⁰⁾의 연구는 1992-1999년 중 증권거래소에 상장된 519개 기업을 대상으로, 機關投資家들의 보유주식을 설명변수, 기업의 재무적 특성을 각각의 종속변수로 하여, 단순회귀분석(simple regression analysis)을 하였을 뿐이다. 이들의 연구에 비해 본 연구는 설명변수와 종속변수가 역으로 되었을 뿐만 아니라 다중회귀분석(multiple regression analysis)을 시행한다는 점에서 크게 다르다.

여러 가지 종속변수의 대용치로는 ①기업의 양적인 성과(매출액증가율) 및 질적인 성과(ROE와 매출액이익율), ②대리인 비용 또는 성장성(Tobin's Q), ③주식유동성(주식회전율) 및 변동성(베타와 표준편차), ④재무적 안정성(부채비율), ⑤장기투자(연구개발비율과 광고비율), ⑥글로벌화(해외매출액 비율)를 사용하였다.

실증결과는 다음과 같다. ①기업의 질적지표인 ROE는 부분적으로 정(+)의 관계를 보였고, 매출액이익률과는 모든 기간에 걸쳐 유의적인 정(+)의 관계를 나타냈다. 양적지표인 매출액증가율과도 대체로 정(+)의 관계를 보였다. ②Tobin's Q는 부분적으로 역(-)의 관계를 나타낸 한편, ③주식회전율은 역(-)을 나타내었고, 베타는 일관성이 없었으며, 표준편차는 부분적으로 역(-)의 관계를 보였다. 한편 ④재무적 안정성을 나타내는 부채비율은 대체로 역(-)의 관계를 나타내었고, ⑤연구개발비율은 정(+)으로 광고비율은 역(-)으로 나타났다. 마지막으로 ⑥글로벌화는 정(+)의 관계를 보였다.

40) 김동순과 김병선, “機關投資家の 역할에 관한 연구 - 기업경영의 효율성 및 주가행태에 대한 효과”, 증권정책 심포지엄, 한국증권학회, 2000년 11월.

제 5 장 연구가설 및 연구방법

연구가설이 제1절에, 그리고 연구방법이 제2절에 이어진다.

제1절 연구가설

본 연구의 실증분석은 크게 두 가지 방법으로 구분된다. 첫 번째 방법으로, 우리나라의 경우에도 慎重한 투자원칙이 적용될 것이라는 가정하에 Eakins, Stansell and Wertheim(1998)⁴¹⁾의 연구를 주로 참조할 것이다. 이에 따라 한국증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 ①베타, ②유동비율, ③부채비율, ④배당, ⑤주식의 시장가치, ⑥PER, ⑦신용평점, ⑧총자산이익률, ⑨총자산회전율, ⑩주식회전율 등의 10개의 설명변수를 이용하여, 機關投資家 보유주식의 재무적 특성을 회귀분석 하고자 한다. 이에 대한 실증결과는 제6장의 제2절에 나타나 있다.

두 번째 방법으로, 機關投資家들이 신중하게 투자한다면 극단적인 재무비율을 가지는 주식에 투자하지 않을 것이라는 가설 하에, 전체표본을 10개의 설명변수의 크기로 5분위로 분류하였다. 설명변수별로 가장 낮은 5분위(Q1)·가장 높은 5분위(Q5)를 극단적인 값을 가진 분위, 중간값을 가진 분위(Q2~Q4)로 분류하여 회귀분석을 한다. 이에 대한 실증결과는 제6장의 제3절에 나타나 있다.

세 번째 방법으로, 1992년 증시개방이후 외국인투자자들의 국내주식투자가 늘어나고 있고 외국인들도 機關投資家적인 성향이 강한 점을 감안, 機關投資家와 외국인을 종속변수로 해서 위의 10개 설명변수를 이용하여 똑 같은 방식으로 회귀분석을 했다. 이에 대한 실증결과는 제7장에 나타나 있다.

각 변수의 가설은 다음과 같다.

(1) 체계적위험

41) Eakins, S. G., S. R. Stansell, and P. E. Wertheim, "Institutional Portfolio Composition: An Examination of the Prudent Investment Hypothesis," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 1998, 93-109.

CAPM(Capital Assets Pricing Model)에 의하면 해당기업의 주식수익률은 해당기업의 체계적위험에 비례하기 때문에, 체계적위험이 낮으면 적은 수익률 그리고 체계적위험이 많으면 높은 수익률을 제공할 것이다. 따라서, 機關投資家들이 체계적위험이 높거나 낮은 주식들을 선호하는 가는 불분명할 것이나, 외국의 선행연구의 상당수는 機關投資家들이 높은 체계적위험을 가진 주식을 선호한다는 것을 발견하였다.

예컨대, O'Brien and Bhushan(1990)는 500개 이상의 주식에 대하여 실증분석결과, 체계적위험이 機關投資家の 보유율과 정(+)의 관계가 있음을 발견하였다. Badrinath 등(1989), Cready(1994), Kang and Stulz(1997), Eakins 등(1998)도 역시 機關投資家の 보유율과 체계적위험이 정(+)의 관계가 있다고 주장하였다.

이같은 외국의 결과는 機關投資家들이 공격적이기 때문에, 신중하다는 일반적인 인식과는 상반된 결과를 보여주는 것이다. 따라서, 본 연구도 機關投資家들의 투자 결정과정에서의 체계적위험의 역할을 살펴보기 위하여 이 변수를 채택하였으나, 부호의 방향은 모호할 것으로 예상하였다.

(2) 유동성비율

일반적으로 유동성(liquidity)이란 자산이 단기간에 정상적인 가격에 현금으로 전환될 수 있는 가능성을 말한다. 기업의 자산 중 유동자산(current assets)은 1년 이내에 현금화 될 자산으로 현금, 유가증권, 매출채권, 재고자산의 순서로 현금화 속도가 빠르다.

유동성비율(liquidity ratios)은 단기부채(유동부채)를 상환할 수 있는 기업의 능력을 판단하는 지표로써 주로 유동자산과 유동부채가 대용된다. 기업에 자금을 대출해 준 금융기관이나 신용(외상)으로 상품을 공급한 거래처 등의 단기신용의 제공자가 이 비율에 특히 관심이 높을 것이다.

유동성비율을 이용하여 단기채무에 대한 지급능력을 보다 정확히 판단하기 위해서는 다음과 같은 점을 고려해야 할 것이다. 첫째로, 유동자산은 현금화되는 기간(속도)과 확실성에 따라 차이가 있다. 현금화되는 속도와 확실성이 높을수록 유동성이 크다고 하는데, 이는 유동성배열법을 따르는 대차대조표의 순서이다. 둘째로,

유동자산이 현금화되는 과정 및 기간을 파악해야 한다. 재고자산 → (생산과 판매 활동) → 매출채권 → (수금) → 현금화의 과정에서 후술할 활동성분석과 더불어 유동성을 파악해야 할 것이다. 셋째로, 유동자산이 부족하더라도 부채차입능력이 있으면 지급불능의 사태를 넘길 수 있으므로, 유동성이 높다고 해서 반드시 지급능력이 높다는 것은 아니다. 따라서 유동성분석 이외에 차입능력과 현금흐름분석을 보완해야 할 것이다. 마지막으로, 유동성이 높다고 해서 좋은 것만은 아니다. 대부분의 유동자산은 기업의 수익증대에 기여하지 못하므로, 대부분 유동성과 수익성은 역(-)의 관계를 가진다. 따라서, 높은 유동성은 채권자입장에서는 호의적으로 평가하겠지만 경영자입장에서는 나쁠 수 있다.

일반적으로 높은 유동성비율은 안정성을 나타내므로, 機關投資家들이 慎重한 투자원칙을 준수한다면, 유동성이 높은 회사의 주식을 선호할 것이다. 따라서, 본 연구는 機關投資家들의 보유주식과 유동성비율은 정(+)의 관계가 될 것으로 예상하였다.

(3) 부채비율

부채비율(debt ratios) 혹은 레버리지비율(leverage ratio)은 기업의 타인자본의존도를 나타내는 지표로써, 부채의 사용에 따르는 원금과 이자의 상환능력을 평가하므로 장기지급능력비율(long-term solvency ratio)이라고도 한다. 채권자들은 자기자본을 채권에 대한 안전도(margin of safety)로 간주한다. 따라서, 기업의 총자본 중 타인자본의 비중이 크고 자기자본의 비중이 작다면 채권자들은 그 기업의 채무불이행위험(default risk)이 크다고 판단한다.

부채비율을 파악할 때 다음과 같은 유의점을 파악해야 한다. 첫째로, 부채비율의 분자인 총부채에 이자를 지급하는 부채로만 국한할 것인가 아니면 매입채무나 미지급금같은 이자를 지급하지 않는 부채까지 포함시킬 것인가의 문제이다. 둘째로, 분자인 총부채에 리스(lease)나 우선주, 분모인 자기자본에 이연법인세 같은 부채항목을 포함시키는가의 문제이다. 셋째로, 분자와 분모의 수치를 장부가액(book value)으로 할 것인가 아니면 시장가치(market value)로 할 것인가의 문제이다. 이 문제들은 투자자의 분석목적에 따라 선택기준이 달라질 것이다.

일반적으로 타인자본의존도가 높은 기업일수록 고정이자비용이 많아져 주주들의

재무위험(financial risk)은 커지나, 경기상황이 좋아지면 재무레버리지(financial leverage) 효과로 인해 주주들의 수익률은 확대된다. 그러므로, 부채비율이 커지면 재무레버리지로 인하여 수익률이 증가될 수도 있지만 위험도 그만큼 커지게 된다.

따라서, 수익률에 집착하는 機關投資家は 높은 부채비율의 주식을 선호할 것이나 다. 그러나, 機關投資家들이 신중하게 투자한다면 낮은 부채비율의 주식을 선택할 것이므로, 본 연구는 機關投資家들의 보유주식과 부채비율은 역(-)의 관계가 될 것으로 예상하였다.

(4) 배당관련비율

배당율(dividend ratio)은 우리 나라같이 액면가제도가 있는 국가들이 이용하는데, 이는 액면가 (보통 5,000원)대비 주당배당금(dividend per share, DPS)의 비율이다. 배당성향(dividend payout ratio)은 배당지급율이라고도 하는데, 당기순이익중 배당금으로 지급되는 비율이다. 배당으로 지급되지 않은 이익은 사내에 유보되어 기업의 투자재원으로 쓰인다.

배당수익률(dividend yield)은 주당배당금을 주가로 나눈 비율이다. 흔히 주식투자수익률은 자본이득수익률(capital gain yield)과 배당수익률(dividend yield)의 합계로 표현되므로 배당수익률은 중요한 지표이나, 우리 나라의 경우 시가기준이 아니라 액면가기준이므로 배당율이 배당수익률을 대신한다.

일반적으로 성장성이 높은 기업들은 주가가 높게 형성되고 향후 투자를 위해 사외유출인 배당금을 낮게 지급하므로 결국 배당수익률이 낮다. 반면 성장율이 낮은 기업들은 배당수익률이 높은 것이 보통이다.

배당과 기업가치 및 위험관계에 대한 연구는 많이 있었지만, 실증결과는 일관되지 않고 매우 혼재(mixed)되어 있다 [예로써, Black and Scholes(1974)⁴²⁾]. 또한 배당과 대리인비용의 관계를 연구한 Jensen and Meckling(1976)⁴³⁾에 의하면, 배당금은 경영자의 대리인비용을 감소시켜 기업가치를 증가시킨다고 한다. 뿐만 아니라 Black(1976)⁴⁴⁾은 배당을 주지 않는 주식에 투자하는 것은 신중하지 못한 것

42) Black F. and M. Scholes, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns," *Journal of Financial Economics*, 1974, 1-22.

43) Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976, 305-360.

44) Black F., "The Dividend Puzzle," *Journal of Portfolio Management*, 1976, 5-8.

(imprudent)이라고 결론을 유도하였다.

일반적으로 신생기업은 투자에 열중하여 배당에 소홀함에 비해, 성숙하고 상장이 오래된 기업은 어느 정도 투자가 완성됨에 따라 배당을 지급한다고 할 수 있기 때문에, 투자자가 신중하다면 배당금을 많이 주는 기업의 주식에 투자할 것이다. 따라서, 기관투자자가 신중하다면 배당에 관심을 가지고 있을 것이므로, 본 연구는 機關投資家들의 보유주식과 배당관련비율은 정(+)의 관계가 될 것으로 예상하였다.

(5) 주식의 시장가치 (Market Equity)

기업규모의 측정치로써 기업의 총자산(total assets)이나 매출액(sales) 혹은 주식의 시장가치(market equity)가 이용될 수 있다. 일반적으로 기업규모가 작은 회사에 비해 큰 회사는 보다 성숙하고, 투자자들의 주목을 더 많으며, 회사에 대한 정보의 흐름이 기업공시 등을 통하여 더욱 원활하게 흘러나와 투자자들이 접근하기 용이하다. 예컨대 Watts and Zimmerman(1978)⁴⁵⁾와 Hagerman and Zmijewski(1979)⁴⁶⁾ 및 Zimmerman(1983)⁴⁷⁾의 연구는 기업규모가 클수록 정부에 대하여 세금이나 규제, 투자자들에 대하여 소송 등의 제도에 취약한 것을 발견하였다.

따라서 기업규모가 큰 회사는 작은 회사에 비해, 기업에 대한 정보의 불확실성(uncertainty)이 경감되므로 덜 위험한 것으로 인식된다. 후술할 주식평가비율에서 보듯이 기업규모가 크면 주식수익율이 떨어지므로 수익률에 집착하는 機關投資家は 기업규모가 큰 주식을 기피할 가능성이 있다. 그러나, 機關投資家들이 신중하게 투자한다면 규모가 큰 기업의 주식을 선택할 것이므로, 본 연구는 機關投資家들의 보유주식과 기업규모는 정(+)의 관계가 될 것으로 예상하였다.

(6) 주식평가비율

주식평가비율(valuation ratios)은 기업의 재무상태나 경영성과에 대해 주식시장의

45) Watts, R. and J. Zimmerman, "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards," *The Accounting Review*, 1978, 112-134.

46) Hagerman, R. and M. Zmijewski, "Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice," *Journal of Accounting and Economics*, 1979, 141-161.

47) Zimmerman, J., "Taxes and Firm Size," *Journal of Accounting and Economics*, 1983, 119-149.

투자자들이 어떻게 평가하고 있는가를 나타내는 비율이다. 주가는 기업의 수익성과 위험 등을 고루 반영한다는 점에서 주식평가비율은 종합적인 지표라고 인식되고 있으며, 대용변수로 주가수익비율(price to earnings ratio, PER)이 가장 많이 이용된다.

주식평가비율은 자본시장의 자료라는 재무제표에 포함되지 않은 자료를 이용한다는 점에서 단순한 재무비율자료로는 얻을 수 없는 정보를 제공한다. 특히 PER는 기업의 투자가치에 대한 정보를 얻을 수 있다는 점에서 증권시장에 있는 투자자들이 중요시하는 지표이다. PER는 보통주의 시장가격을 주당이익(earnings per share, EPS)으로 나눈 것으로 이익승수(earnings multiplier)라고도 부른다. PER는 현재의 주가를 주당이익으로 나눈 것이므로 기업의 주당이익 1원에 대하여 주식시장에 있는 투자자들이 얼마로 평가(주가로 나타남)하는가를 보여주는 지표이다. 일반적으로 PER가 높으면 증권투자자들이 수익력에 비하여 기업가치인 주가를 높게 평가한다는 의미로 해석한다.

PER가 높은 주식에 투자한다는 것은 그 기업의 이익이 향후에 상승한다는 쪽에 투자한다고 할 수 있기 때문에 위험이 높다고 할 수 있다. 반면에 PER가 매우 낮은 주식은 주가가 너무 낮기 때문에 역시 문제가 있을 것이다. 따라서, 본 연구도 機關投資家들의 투자결정과정에서의 PER의 역할을 살펴보기 위하여 이 변수를 채택하였으나, 부호의 방향은 모호할 것으로 예상하였다.

(7) 신용평점

기업이 발행한 채권의 등급(ratings)은 채권발행자가 이자지급 및 원리금 상환을 제대로 이행할 능력이 있는지를 평가전문기관이 분석·판정하여 등급으로 매겨 투자자들에게 알리는 것을 말한다. 채권등급평가의 가장 중요한 기능은 투자자들을 채무불이행 위험으로부터 보호하는데 있으나 여타 이해관계자들에게도 다음과 같은 기여를 하고 있다.

첫째로, 투자자를 위한 기능이다. 즉 機關投資家들이 종목선정시 각 채권에 부여된 신용등급을 이용하여 채권투자전략에 사용할 수 있다. 채권의 등급이 변경되었을 때 그 채권을 매도하거나 매입하여 채권 포트폴리오를 관리함으로써 주식 포트폴리오와 연계하여 자금배분을 할 수 있다.

둘째로, 발행자를 위한 기능이다. 좋은 신용등급을 받은 발행기업은 보다 적은 비용으로 자금을 조달할 수 있다. 예컨대 높은 등급을 받으면 투자자들의 종목 선정시 선택받을 가능성이 높아지고, 발행가격이 차별화되어 자금조달을 보다 저렴하게 할 수 있을 것이다.

셋째로, 금융기관을 위한 기능이다. 채권의 인수를 주선하는 증권회사는 등급평가라는 정보를 기초로 투자신탁, 은행, 보험회사 등의 機關投資家들을 상대로 영업을 쉽게 할 수 있다. 또한 새로운 채권상품을 개발·판매시 특정등급이상의 채권을 대상으로 하는 연기금을 유치할 때도 유용하게 이용할 수 있을 것이다.

넷째로, 행정기관을 위한 기능이다. 채무불이행이라는 위험을 감시·감독하는 행정기관 역시 등급평가라는 정보를 유용하게 사용할 수 있다. 예컨대 機關投資家들의 투자운용을 감독할 경우 특정 등급이상의 채권에 투자할 수 있도록 함으로써 감독기능을 효율적으로 수행할 수 있을 것이다.

마지막으로, 국가 전체적으로 채권등급정보를 이용함으로써 정보생산비용을 낮출 수 있고, 객관적인 정보전달을 통하여 시장의 투명성을 제고시켜 자본시장의 건전한 육성이 이루어질 수 있다. 또한 채무불이행 위험에 처한 기업들은 채권을 발행할 수 없어 자원배분이 효율적으로 수행되는 결과를 가져올 것이다.

機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수한다면, 다른 사람들이 기관의 투자가 신중하다고 인정해 줄 것인가에 관심을 가질 것이다. 이런 점에서 機關投資家가 보유한 주식의 외부의 전문평가기관에 좋은 평점을 받았는가에 신경을 쓸 것이다. 따라서, 機關投資家들이 慎重한 투자원칙을 준수한다면, 좋은 신용평점을 받은 회사의 주식을 선호할 것이다. 본 연구는 機關投資家들의 보유주식과 신용평점은 정(+)의 관계가 될 것으로 예상하였다.

(8) 수익성비율

기업의 목표는 기업가치의 극대화이고, 기업가치는 수익이 클수록 상승한다. 수익성(profitability)은 투자로부터 이익을 얻는 정도를 가르키는데 수익성비율로 측정된다. 수익성비율(profitability ratio)은 경영성과와 이익창출능력을 보여주는데 보통 분자에는 이익항목, 분모에는 자산·자본·매출액 등의 항목이 사용된다. 즉, 수익성비율은 자산·자본·매출액이 당기에 실현된 이익에 얼마나 공헌했는가의 비

율이다.

수익성비율은 기업의 이해관계자들이 가장 중요시하는 비율이다. 예컨대 증권시장의 투자자는 종목선택의 기준으로, 경영자는 사업확장이나 신규사업진출의 참여 기준으로, 금융기관은 장기적인 안정성의 판단기준으로 사용한다.

높은 수익성비율은 효율적인 영업성과와 효과적인 경영을 의미하므로, 다른 조건이 같다면 機關投資家들은 수익성비율이 높은 주식을 선호할 것이다. 따라서, 본 연구는 機關投資家들의 보유주식과 수익성비율은 정(+)의 관계가 될 것으로 예상하였다. 기업의 수익성 비율로는 Eakins, Stansell and Wertheim(1998)와 마찬가지로 총자산이익율을 이용하였다.

(9) 활동성비율

활동성비율(activity ratios)이란 기업이 보유하고 있는 자산들을 얼마나 효율적으로 사용하고 있는가를 측정하는 비율로써 효율성비율(efficiency ratios) 또는 자산관리비율(asset management ratios)이라고도 한다. 보통 1년동안의 매출액을 총자산, 재고자산, 매출채권 등의 자산항목으로 나누어 회전율(turnover)이라는 배수(multiple)로 표시하므로, 대차대조표와 손익계산서를 함께 사용한다.

활동성비율은 다음과 같은 정보를 제공한다. 첫째로, 기업영업활동의 각 단계(현금 → 재고자산 → 매출 → 매출채권 → 현금)에서 묶여있는 자금의 정도를

파악할 수 있다. 둘째로, 회전율은 각 자산에 투자된 자본 1단위당 실현된 매출액을 보여주므로 특정자산에 대한 관리효율성을 평가할 수 있다. 따라서 산업표준비율 등과 비교하여 특정기업에 대한 투자의 적정도 (과대투자 혹은 과소투자)를 알 수 있다. 셋째로, 회전율과 수익성은 역(-)관계를 일반적으로 가지므로, 투자자는 회전율이라는 정보를 이용하여 여러 가지 경영정책의 변화가 수익성에 미치는 영향을 파악하는데 도움을 얻을 수 있다.

본 연구에서는 Eakins, Stansell and Wertheim(1998)과 마찬가지로 총자산회전율을 중심으로 회귀분석을 하고자 한다. 다른 조건이 동일하다면 이해관계자들은 높은 자산회전율을 지닌 기업을 선호할 것이므로, 機關投資家들 역시 마찬가지로 일 것이다. 따라서, 본 연구는 機關投資家들의 보유주식과 활동성비율은 정(-)의 관계가 될 것으로 예상하였다.

(10) 주식회전율

주식회전율은 연간 거래된 주식을 총주식수로 나눈 것이다. 機關投資家들은 높은 주식회전율을 지닌 기업을 선호할 것으로 예상되는 데, 그 이유는 다음과 같다. 첫째로, 일반적으로 기업규모가 클수록 주식회전율이 높는데 이 논리는 기업규모에서 기술하였다. 둘째로, 機關投資家들은 대량거래를 하는데 주식거래시 주가에 압박효과(price pressure)를 피하려고 한다. 따라서, 기관들은 주식회전율이 높은 종목을 선호할 것이다. 셋째로, 주식회전율이 높다는 것은 투자자들이 그 회사를 수용(acceptable)한다고 생각하기 때문이다. 따라서, 투자가 신중하다는 것을 인정받는 지름길은 다른 합리적인 투자주체들도 그 종목을 선택했다는 것을 보여주는 것이다.

이러한 이유로 본 연구는 機關投資家들의 보유주식과 주식회전율은 정(+)의 관계가 될 것으로 예상하였다.

위에서 논의된 관련비율과 예상부호를 다음의 <표 4-1>에 요약하였다.

<표 4-1> 각 변수와 예상부호

변수	예상부호
1. 체계적위험(BETA)	+/-
2. 유동성비율(CRNT)	+
3. 부채비율(DEBT)	-
4. 배당관련비율(DIV)	+
5. 기업규모(MKTVL)	+
6. 주식평가비율(PER)	+/-
7. 신용평점(CREDIT)	+
8. 수익성비율(PROFIT)	+
9. 활동성비율(TAT)	+
10. 주식회전율(TRNOVR)	+

제2절 연구방법

1. 표본의 선정

연구의 표본은 한국신용평가(주) 및 한국신용평가정보(주)의 데이터베이스에 수록되어 있는 상장기업을 대상으로 하였는데, 자료를 검토한 결과 두 회사는 극히 일부를 제외하고는 대부분의 자료를 공유하고 있음을 알 수 있었다. 본 연구에서 사용된 표본기업은 다음과 같은 기준으로 선정되었다.

- ① 결산일을 기준으로 1990년 1월 1일 현재부터 1999년말 현재까지 증권거래소에 계속해서 상장되어 있는 기업
- ② 금융업종과 관리종목을 제외한 기업

위의 기준에 따라 최종선정된 표본기업은 357개 기업이었다.

<표 4-2> 연구대상 기업의 시가총액 비중(단위: 천 원, %)

연도	거래소시가총액	본연구시가총액	비중
1990	79019676000	43047411440.01	54.5
1991	73117834000	41124586197	56.2
1992	84711982000	49383050299	58.3
1993	1.12665E+11	69682156634	61.8
1994	1.51217E+11	94051730364	62.2
1995	1.41151E+11	92359036755	65.4
1996	1.1737E+11	68305328394	58.2
1997	70988897000	46548275850	65.6
1998	1.37798E+11	79166368392	57.5
1999	3.49504E+11	1.88354E+11	53.9

<표 4-3> 연구대상기업의 업종별 분류

업종별	기업체수
가구 및 기타제조업	2
가죽가방 마구류 및 신발제조업	5
건설업	24
고무 및 플라스틱제품제조업	11
광업	1
기계 및 장비제조업	14
기타운송장비 제조업	3
도매 및 상품중개업	18
목재 및 나무제품 제조업	2
비금속광물제품제조업	17
사무계산 및 회계공기계제조업	2
석유정제제품제조업	5
섬유제품제조업	28
소매업	4
숙박운송업	10
여행알선 및 운수관련서비스업	2
영상음향 및 통신장비제조업	36
오락문화서비스업	1
음식료품제조업	27
의료정밀기기 및 시계제조업	3
의복 및 모피제품제조업	8
일반어업	2
자동차 및 트레일러제조업	17
자동차판매 및 수리업	1
전기가스 및 중기업	2
전기기계및전기변화장치제조업	11
제1차금속산업	24
조립금속제품제조업	5
통신업	1
펄프종이 및 종이제품제조업	13
화합물 및 화학제품제조업	60
계	357

<표 4-4> 연구대상기업의 결산기별 분포

결산기	3월말	6월말	7월말	9월말	11월말	12월말	계
기업수	17	15	1	8	4	312	357

2. 변수의 정의

종속변수(SHARE)는 機關投資家の 보유비중을 나타내는데 기관보유주식수/총주식수로 정의하였다. 이 변수는 상장회사들로부터 제출받은 상장회사 사업보고서의 자료를 금융감독원이 받은 자료를 한국신용평가주식회사가 그대로 사용하고 있었다.

이 보유주식자료는 한국신용평가주식회사가 연기금과 공제회의 보유주식을 원천적으로 배제한 결과, 증권회사·보험회사·투자신탁회사·은행·종합금융회사·상호신용금고의 보유지분율을 합산한 것이다. 보유지분은 보통주와 우선주를 모두 포함했다.

$$\text{SHARE} = \frac{\text{機關投資家の 보유주식수}}{\text{총 주식수}}$$

각 설명변수의 정의는 다음과 같다.

(1) 體系的위험(BETA, Beta)

표본기업의 베타인데, 이는 한국증권거래소의 주가데이터를, 다임인베스트먼트 주식회사가 가공한 수익률데이터를 사용하였다. 표본기업의 각 회계연도말을 기준으로 과거 1년간인 일별수익률과 한국종합주가지수의 일별수익률을 이용하여 다임인베스트먼트 주식회사가 베타를 추정 한 값이다.

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)} = \frac{\sum_{k=1}^n (R_{ik} - \bar{R}_i)(R_{mk} - \bar{R}_m)}{\sum_{k=1}^n (R_{mk} - \bar{R}_m)^2}$$

(2) 流動性비율(CRNT, Current Ratio)

표본기업의 유동자산/유동부채로 정의하였는데, 외국의 선행연구 모두 이 정의를 사용하였다.

$$CRNT = \frac{\text{유동자산}}{\text{유동부채}}$$

(3) 부채비율(DEBT, Debt Ratio)

표본기업의 총부채/자기자본으로 정의하였는데, Eakins 등(1988)을 비롯한 외국의 많은 선행연구도 이 정의를 이용하였다.

$$DEBT = \frac{\text{총부채}}{\text{자기자본}}$$

(4) 배당관련비율(DIV, Dividend Payout Ratio)

표본기업의 배당성향인 배당금/당기순이익으로 정의하였는데, 외국의 선행연구 대부분이 이 정의를 사용하였다. Eakins 등(1988)은 배당변수를 더미 처리해 배당을 준 경우를 1, 배당이 없는 경우를 0으로 해 회귀분석했다.

$$DIV = \frac{\text{배당금}}{\text{당기순이익}}$$

(5) 기업규모(MKTVL, Market Value)

표본기업의 주식시가총액인 주식시장가치로써 주당 주식가격×주식수의 자연로그 값⁴⁸⁾으로 정의하였는데, 외국의 선행연구 모두 이 정의를 사용하였다.

$$MKTVL = \ln(\text{주식가격} \times \text{주식수})$$

(6) 주식평가비율(PER, Price Earnings Ratio)

48) 기업규모에 자연로그를 취하는 이유는 횡단면 회귀분석시 흔히 나타나는 잔차의 이산분산성(heteroscedasticity) 문제를 완화시키기 위해서 이다. 이 이산분산성 문제는 시계열자료 보다는 횡단면적 자료에서 많이 나타나며, 상관계수의 표준오차를 증가시키고 결정계수를 하락시키는 결과를 가져온다.

표본기업의 주당 주식가격/주당순이익으로 정의하였는데, Eakins 등(1988)을 비롯한 외국의 많은 선행연구도 이 정의를 이용하였다.

$$PER = \frac{\text{주당 주식가격}}{\text{주당순이익}}$$

본 연구에서는 PER가 마이너스 인 것은 의미가 없을 것이므로 회귀분석에서 missing 처리했다.

(7) 신용평점(CREDIT, Credit)

표본기업에 대한 한국신용평가정보주식회사가 자체적으로 매긴 등급점수를 사용하였는데, 등급은 우량(80점~100점), 양호(70점~80점), 보통(55점~70점), 열위(45점~55점), 불량(45점 미만) 이었다. Badrinath 등(1989), Del Guercio(1996), Eakins 등(1998), Gompers and Metrick(1999)도 본 연구와 같이 Standard and Poor's(S&P)가 매긴 등급을 이용하였다.

그러나 외국의 Standard and Poor's(S&P)社나 Moody's社의 신용평가제도와 한국신용평가정보의 신용평점제도는 다음과 같은 차이가 있다⁴⁹⁾. 신용평가는 기업이 제시한 재무제표와 그 기업에 관한 각종 질적·양적인 자료를 입수하여 기업의 외부환경(산업동향, 경쟁력 등)과 내부여건(재무상태, 기업전망, 경영능력 등)을 고려하여 종합적으로 분석한 후 평가자의 주관적인 판단에 의하여 기업의 신용도에 결론을 내린다.

예컨대 신용평가는 기업이 발행하는 특정 유가증권(CP, 회사채 등)이나 특정채무의 원리금이 발행조건대로 상환될 정도에 대하여 전문적이고 객관적인 위치에 있는 신용평가기관이 유가증권 발행자로부터 평가요청을 받아 상환능력에 영향을 미치는 제요소를 분석·평가하고 원리금의 적기상환능력을 일정한 기호인 신용평가등급으로 표시하여 투자자나 금융기관 등의 이해관계자에게 공표하는 것을 말한다.

이에 반해 신용평가와 유사한 개념이나 신용평점은 과거 부실화된 기업의 부실징후를 포착하여 이를 계량화할 수 있는 재무지표를 발췌하여 신용평가모델을 구성하여 재무적 요소에만 기초하여 신용도를 점수로 표시한 것이다. 따라서, 신용평점은

49) 신용평가와 신용평점, 한국신용평가정보

신용평가에 비해 다음과 같은 단점이 있을 수 있다.

- ① 신용평가처럼 재무적 요소 외에 비재무적 요소에 관한 전문가의 판단요소가 배제된다. 이에 비해, 신용평가는 업종별 전문가가 산업의 동향과 위험요소 등을 종합적으로 판단하여, 이를 평가요소에 포함함으로써 재무적 요소만으로 평가하는 단점을 해결하고 있다.
- ② 신용평점의 경우 과거 재무제표에만 국한하여 평점이 산출되므로 과거지향적이다. 이에 반해, 신용평가의 경우 과거 재무제표의 분석 뿐만 아니라 유가증권의 만기일 까지 전망을 고려하여 평가하기 때문에 과거지향적인 신용평점의 단점을 해결하고 있다.
- ③ 신용평점의 경우 평가요소가 재무제표에만 국한되므로 실질적인 재무적 탄력성(예로써 대체자금 조달능력으로써 직접금융시장을 통한 자금조달능력, 관계사의 자금지원능력, 자산의 질적 건전성 등)에 대한 판단이 어렵다. 이에 비해, 신용평가의 경우 재무적 탄력성에 대한 집중적인 분석을 통하여 이를 평가요소에 반영함으로써 실질적인 신용위험에 대한 평가를 수행할 수 있다.

Eakins 등(1988)은 신용평가 변수를 더미 변수로 해서 신용평가를 받은 경우를 1, 그렇지 않은 경우는 0으로 해서 통계처리했다.

(8) 收益性비율(PROFIT, Profitability Ratio)

표본기업의 당기순이익/총자산을 이용한 총자산이익율(ROA, Return on Assets)로 정의하였는데, Eakins 등(1988)을 비롯한 외국의 많은 선행연구도 이 정의를 사용하였다.

$$\text{PROFIT} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}}$$

(9) 活動性비율(TAT, Total Asset Turnover)

표본기업의 매출액/총자산을 이용한 총자산회전율(Total Asset Turnover)로 정의하였는데, Eakins 등(1988)을 비롯한 외국의 대부분의 선행연구도 이 정의를 이용하였다.

$$TAT = \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}}$$

(10) 주식회전율(TRNOVR, Turnover Ratio)

표본기업의 연간거래된 주식수/총 주식수를 이용한 주식회전율로 정의하였는데, 외국의 선행연구 모두 이 정의를 이용하였다.

$$TRNOVR = \frac{\text{연간거래된 주식수}}{\text{총 주식수}}$$

3. 연구모형

연구모형으로 다음과 같은 다중회귀분석(multiple regression)을 1990년~1999년의 10년동안 각 연도에 걸쳐 수행한다.

$$\begin{aligned} \text{SHARE}_{i,t+1} = & a + b_1\text{BETA}_{i,t} + b_2\text{CRNT}_{i,t} + b_3\text{DEBT}_{i,t} + b_4\text{DIV}_{i,t} + b_5\text{MKTVL}_{i,t} \\ & + b_6\text{PER}_{i,t} + b_7\text{CREDIT}_{i,t} + b_8\text{PROFIT}_{i,t} + b_9\text{TAT}_{i,t} + b_{10}\text{TRNOVR}_{i,t} \end{aligned}$$

종속변수와 10개의 설명변수는 다음과 같다.

SHARE : 機關投資家の 보유비중으로 機關投資家の 보유주식수/총주식수.

BETA : 體系的위험으로 표본기업의 베타.

CRNT : 流動性비율로 유동자산/유동부채.

DEBT : 부채비율로 총부채/자기자본.

DIV : 배당관련비율으로 배당성향인 배당금/순이익.

MKTVL : 주식의 시장가치로 (주가×주식수)의 자연로그 값.

PER : 주식평가비율로 주가/주당순이익.

CREDIT : 신용도로 한국신용평가정보(주)의 신용평점.

PROFIT : 收益性비율로 순이익/총자산.

TAT : 活動性비율로 매출액/총자산.

TRNOVR : 주식회전율로 연간거래된 주식수/총주식수.

이와 함께 1990년~1999년 동안을 한꺼번에 연도별 더미방식을 이용하여 다중회귀분석을 수행한다.

$$\begin{aligned} \text{SHARE}_{i,t+1} = & a + b_1\text{BETA}_{i,t} + b_2\text{CRNT}_{i,t} + b_3\text{DEBT}_{i,t} + b_4\text{DIV}_{i,t} + b_5\text{MKTVL}_{i,t} \\ & + b_6\text{PER}_{i,t} + b_7\text{CREDIT}_{i,t} + b_8\text{PROFIT}_{i,t} + b_9\text{TAT}_{i,t} + b_{10}\text{TRNOVR}_{i,t} + D1 + D2 + \\ & D3 + D4 + D5 + D6 + D7 + D8 + D9 \end{aligned}$$

D1= 1 when 1991, otherwise=0

D2=1 when 1992, otherwise=0

D3=1 when 1993, otherwise=0

D4=1 when 1994, otherwise=0

D5=1 when 1995, otherwise=0

D6=1 when 1996, otherwise=0

D7=1 when 1997, otherwise=0

D8=1 when 1998, otherwise=0

D9=1 when 1999, otherwise=0

機關投資家들은 기업의 과거 재무적 특성에 기초하여 투자할 것인데 이중 최근 정보를 가장 많이 참고할 것이라는 전제하에, 종속변수와 각 설명변수 사이에 1년간의 시차(one year lag)를 두었다. 예컨대, 1999년도의 機關投資家の 보유비중을 설명하기 위한 설명변수의 자료는 1998년치 이다.

또한, 설명변수에 다중공선성(multicollinearity)을 있는 가를 보기 위하여 상태지수(condition index)를 이용하였다. 다중공선성이란 독립변수들간에 상관계수 내지 선형종속(linear dependency)이 회귀모형에 영향을 미칠 만큼 높다는 것을 의미하는데, 이것이 존재하게 되면 회귀분석의 결과는 통계적으로 의미가 없게 된다. Belsley, Kuh, and Welsh(1980)⁵⁰⁾에 의하면 상태지수가 10이상이면 다중공선성을

50) Belsley, D. A., E. Kuhn, and R. E. Welsh, *Regression Diagnostics: Identifying Influential*

의심해야 하고 100이상이면 다중공선성이 심각한 것으로 본다. 본 실증결과는 상태지수의 최대치는 3.65로 나타나, 본 연구에서 다중공선성으로 야기되는 문제는 없다는 것을 알 수 있었다.

제3절 기술적 통계

본 실증연구에 사용된 종속변수와 설명변수에 대한 기술적통계량(descriptive statistics)을 1990년~1999년에 걸쳐 다음의 <표 5-1>에 요약하였다.

<표 5-1> 기간별 기술적통계량

연도	변수	평균값	표준편차	중앙값
1990	소유지분율	23.2	14.7	22.0
	體系的위험	0.9	0.3	1.0
	流動性비율	145.4	72.4	132.3
	부채비율	245.3	427.5	185.0
	배당관련비율	62.0	169.0	41.7
	기업규모	10.5	1.2	10.2
	주식평가비율	51.3	241.7	18.3
	신용평점	68.6	9.5	69.0
	收益性비율	2.9	4.2	2.2
	活動性비율	1.2	1.6	1.0
	주식회전율	702.7	1,077.8	362.7
1991	소유지분율	22.3	14.4	21.5
	體系的위험	0.9	0.3	1.0
	流動性비율	139.0	67.9	123.3
	부채비율	280.9	499.8	201.5
	배당관련비율	45.4	108.2	34.8
	기업규모	10.3	1.3	10.1
	주식평가비율	23.2	28.4	13.2
	신용평점	68.5	9.3	69.0
	收益性비율	2.5	4.6	1.9
	活動性비율	1.2	2.0	0.9
	주식회전율	682.1	1,219.4	281.3
1992	소유지분율	23.5	13.3	22.1
	體系的위험	0.9	0.3	1.1
	流動性비율	140.2	79.8	120.6
	부채비율	418.6	2,776.3	205.3
	배당관련비율	53.9	201.6	31.9
	기업규모	10.6	1.2	10.4
	주식평가비율	34.9	119.6	15.6
	신용평점	68.3	9.4	69.0
	收益性비율	1.6	4.9	1.5
	活動性비율	1.1	2.2	0.9
	주식회전율	1,699.6	2,606.6	865.9

<표 5-1> 기간별 기술적통계량 (계속)

연도	변수	평균값	표준편차	중앙값
1993	소유지분율	21.0	12.6	19.8
	體系的위험	0.9	0.2	1.0
	流動性비율	141.4	79.5	122.9
	부채비율	282.7	486.1	200.0
	배당관련비율	34.3	33.4	29.2
	기업규모	10.9	1.2	10.7
	주식평가비율	36.1	78.9	19.9
	신용평점	67.3	9.8	69.0
	收益性비율	-0.3	33.7	1.4
	活動性비율	1.1	2.0	0.8
	주식회전율	2,875.0	3,930.3	1,693.6
1994	소유지분율	19.3	12.0	18.8
	體系的위험	1.0	0.4	1.1
	流動性비율	136.5	73.8	120.8
	부채비율	265.8	250.4	212.2
	배당관련비율	40.6	73.8	29.9
	기업규모	11.2	1.3	11.0
	주식평가비율	44.0	123.1	23.5
	신용평점	66.8	10.1	67.5
	收益性비율	1.1	7.6	1.5
	活動性비율	1.1	2.3	0.9
	주식회전율	2,819.0	3,359.5	2,067.7
1995	소유지분율	18.8	12.5	18.0
	體系的위험	1.0	0.2	1.0
	流動性비율	133.9	78.1	116.2
	부채비율	364.1	1,561.0	210.0
	배당관련비율	34.5	38.8	28.1
	기업규모	11.0	1.3	10.8
	주식평가비율	58.4	280.9	20.9
	신용평점	67.1	9.9	67.5
	收益性비율	1.7	4.4	1.4
	活動性비율	1.1	2.7	0.9
	주식회전율	1,973.3	3,291.6	1,189.5

<표 5-1> 기간별 기술적통계량 (계속)

연도	변수	평균값	표준편차	중앙값
1996	소유지분율	17.3	11.9	16.3
	體系的위험	1.0	0.2	1.0
	流動性비율	131.2	77.4	114.2
	부채비율	380.3	1,025.8	209.9
	배당관련비율	44.0	83.7	30.7
	기업규모	11.0	1.1	10.9
	주식평가비율	43.1	81.1	22.1
	신용평점	66.5	9.3	67.0
	收益性비율	0.6	4.7	0.9
	活動性비율	1.1	2.7	0.8
	주식회전율	1,813.9	2,100.6	1,064.7
1997	소유지분율	15.7	11.0	14.2
	體系的위험	1.0	0.2	1.0
	流動性비율	127.6	77.4	112.2
	부채비율	430.1	1,668.3	227.8
	배당관련비율	30.6	59.9	13.7
	기업규모	10.3	1.3	10.2
	주식평가비율	49.5	79.9	23.6
	신용평점	65.4	9.8	65.5
	收益性비율	-0.5	8.2	0.6
	活動性비율	1.0	2.0	0.8
	주식회전율	2,518.3	2,900.9	1,418.0
1998	소유지분율	9.5	8.0	8.1
	體系的위험	1.0	0.2	1.0
	流動性비율	133.0	96.8	110.2
	부채비율	324.6	987.4	171.4
	배당관련비율	71.3	925.5	7.9
	기업규모	10.6	1.4	10.5
	주식평가비율	18.8	35.2	8.9
	신용평점	65.0	12.2	66.5
	收益性비율	-4.4	25.9	0.7
	活動性비율	0.9	1.8	0.7
	주식회전율	4,094.9	4,852.9	2,914.5

<표 5-1> 기간별 기술적통계량 (계속)

연도	변수	평균값	표준편차	중앙값
1999	소유지분율	10.5	13.3	5.8
	體系的위험	1.0	0.2	1.1
	流動性비율	135.8	82.7	119.5
	부채비율	589.2	7,002.3	125.5
	배당관련비율	19.8	30.4	13.0
	기업규모	10.9	1.5	10.6
	주식평가비율	22.9	60.6	8.6
	신용평점	63.8	11.8	64.2
	收益性비율	-0.9	17.1	2.1
	活動性비율	0.9	1.8	0.8
	주식회전율	5,772.2	5,384.2	4,785.1

1990년~1999년까지의 10년에 걸친 기간별 기술적통계량을 평균값을 기준으로 살펴보면 다음과 같다. 종속변수인 機關投資家の 소유지분율은 1990년의 23.2%를 시작으로 1992년의 22.3%, 1993년의 23.5%를 기록한 후 점차적으로 하락하는 양상을 보이다가 1997년 15.7%에 이어 1998년에는 9.5%로 급락했다가 1999년에 10.5%로 약간 상승하였다. 機關投資家の 지분율이 이처럼 급락한 것은 한국이 IMF 구조조정을 받게 되면서 機關投資家들이 위험자산으로 분류되는 주식을 대거 처분한 때문으로 보인다.

설명변수의 기간별 기술적통계량의 양상은 다음과 같다. 體系的위험은 10년간에 걸쳐 0.9~1.0의 값을 나타내고 있다. 流動性비율은 1990년의 145.4%를 시작으로 1999년의 135.8%로 종료되는데, 대체로 127.6%~145.4% 범위안에서 안정적으로 움직이는 양상을 나타내었다. 부채비율은 1990년의 245.3%으로 시작하여 1999년에 589.2%로 끝나는데, 1997년의 430.1%와 1999년의 589.2%의 높은 수치는 IMF 구조조정기간의 영향이라고 생각된다.

배당비율은 71.3%(1998년)와 19.8%(1999년)사이의 값에서 비교적 변동이 많은 양상을 보였다. 기업규모인 주식시가총액의 자연로그값은 10.3(1991년)에서 11.4(1998년)의 범위내에서 안정적으로 움직이는 모습을 보였다. 주식평가비율인 PER는 1990년의 51.3으로 시작하여 1995년의 58.4로 정점을 보이다가 하락하여 1999년에는 22.9를 기록하였다. 신용평점은 68.5(1991년)에서 63.8(1999년)의 범위안에서 안정적

으로 변동하는 양상을 나타내었다.

收益性비율인 총자산이익률은 2.9(1990년)으로 시작한 후 -0.5(1997년), -4.4(1998년)을 기록한 후 다시 -0.9(1999년)으로 상승하는 모습을 보이는데, 이는 IMF 구조조정기간의 영향이라고 생각된다. 活動性비율인 총자산회전율은 1990년의 1.2로 시작하여 안정적으로 움직이다가 1998년의 0.9과 1999년의 0.9을 보이는데, 이 역시 IMF 구조조정기간의 영향이라고 사료된다. 마지막으로, 주식회전율은 1990년의 702.7로 시작하여 1999년의 5,772.2로 종료되는데, 1990년대 후반으로 올수록 주식회전율이 점차 높아지는 모습을 보였다.

제4절 전체표본에 대한 다중회귀분석 결과

위의 모형에 대하여 1991년부터 1999년까지 걸쳐서 각 연도와 9개 연도를 한꺼번에 다중회귀분석을 수행한 각 결과는 <표 5-2>와 같다.

<표 5-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과

변수	1991~1999	
	계수	T-값
體系的위험	578.982	7.635***
流動性비율	-0.816	-2.885***
부채비율	0.011	0.428
배당관련비율	0.002	0.026
기업규모	336.563	19.929***
주식평가비율	-0.027	-0.189
신용평점	7.049	2.419***
收益性비율	-18.865	-2.710***
活動性비율	28.649	3.238***
주식회전율	-0.005	-0.583
D1	26.997	0.280
D2	303.412	3.156***
D3	-59.581	-0.627
D4	-435.407	-4.622***
D5	-435.236	-4.733***
D6	-688.675	-7.260***
D7	-829.195	-8.377***
D8	-1,333.179	-13.276***
D9	-1,449.257	-14.835***
R ²	0.3160	
수정 R ²	0.3115	
F값	69.896 (p<0.001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

<표 5-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과

변수	1991		1992	
	계수	T-값	계수	T-값
體系的위험	-56.012	-0.253	491.416	2.272**
流動性비율	-1.973	-1.790**	0.077	0.073
부채비율	-0.294	-0.813	0.442	1.264
배당관련비율	-0.529	-1.218	0.426	0.158
기업규모	536.978	8.935***	434.555	8.184***
주식평가비율	-0.282	-0.941	-4.735	-1.713**
신용평점	-10.347	-1.035	12.762	1.285*
收益性비율	13.234	0.472	-66.705	-2.591***
活動性비율	77.749	1.876**	21.379	0.723
주식회전율	-0.054	-0.745	-0.104	-1.780**
R ²	0.2560		0.2844	
수정 R ²	0.2328		0.2614	
F값	11.012 (p<0.001)		12.361 (p<0.001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임.

<표 5-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과 (계속)

변수	1993		1994	
	계수	T-값	계수	T-값
體系的위험	1,729.678	7.281***	1,079.169	4.786***
流動性비율	-0.200	-0.239	-0.907	-1.228
부채비율	-0.139	-0.643	0.115	0.430
배당관련비율	0.319	0.910	-5.698	-2.567***
기업규모	242.453	4.302***	423.349	9.219***
주식평가비율	-0.251	-0.500	-0.519	-0.728
신용평점	14.881	1.616*	12.533	1.490*
收益性비율	-44.822	-2.090**	-42.651	-2.034**
活動性비율	37.590	1.480*	32.898	1.360*
주식회전율	-0.011	-0.455	-0.024	-1.483*
R ²	0.3813		0.4091	
수정 R ²	0.3597		0.3879	
F값	17.626 (p<0.001)		19.249 (p<0.0001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

<표 5-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과 (계속)

변수	1995		1996	
	계수	T-값	계수	T-값
體系的위험	1,219.306	5.035***	856.350	4.192***
流動性비율	-0.652	-0.743	-0.546	-0.759
부채비율	0.018	0.066	0.034	0.669
배당관련비율	-1.399	-1.261	-0.803	-0.368
기업규모	322.199	5.310***	448.592	10.554***
주식평가비율	0.665	1.403*	0.112	0.591
신용평점	8.476	0.933	9.268	1.125
收益性비율	-33.783	-1.165	-32.124	-1.250
活動性비율	55.603	2.329**	40.321	2.105**
주식회전율	0.028	1.593*	-0.004	-0.220
R ²	0.3908		0.4217	
수정 R ²	0.3702		0.4019	
F값	18.988 (p<0.001)		21.222 (p<0.0001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

<표 5-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과 (계속)

변수	1997		1998	
	계수	T-값	계수	T-값
體系的위험	478.778	2.304**	617.325	3.330***
流動性비율	-0.798	-1.020	0.404	0.569
부채비율	-0.145	-0.527	0.006	0.243
배당관련비율	-0.816	-1.049	0.335	0.371
기업규모	399.117	7.528***	269.605	7.312***
주식평가비율	0.975	1.120	0.503	0.653
신용평점	4.990	0.533	6.542	1.048
收益性비율	-1.417	-0.049	-8.936	-0.481
活動性비율	27.875	1.433*	-16.884	-0.823
주식회전율	-0.075	-2.401***	-0.044	-2.103**
R ²	0.3010		0.3087	
수정 R ²	0.2733		0.2809	
F값	10.851 (p<0.001)		11.118 (p<0.0001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

<표 5-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과 (계속)

변수	1999	
	계수	T-값
體系的위험	602.986	2.071**
流動性비율	-1.543	-2.045**
부채비율	-0.098	-0.233
배당관련비율	0.007	0.141
기업규모	139.599	2.991***
주식평가비율	-1.873	-1.135
신용평점	22.245	2.727***
收益性비율	4.232	0.223
活動性비율	-46.865	-1.614*
주식회전율	-0.042	-1.674**
R ²	0.1914	
수정 R ²	0.1564	
F값	5.469 (p<0.001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

1. 9개 연도 전체 처리

< 표 5-2>에서 1991-1999년까지 전체 기간을 한꺼번에 회귀 분석한 결과를 보면 體系的 위험이 매우 유의한 정(+)의 값을 보였으며 이와는 반대로 流動性 비율은 매우 유의한 역(-)의 값을 나타냈다. 慎重한 투자자는 높은 體系的 위험을 추구하지만 그렇다고 너무 높은 體系的 위험을 쫓지는 않을 것으로 기대된다. 流動性 비율은 높은 수준을 요구하는 것으로 기대되는 만큼 회귀분석 결과는 이와는 상반된다. 기업규모는 예상대로 매우 유의한 정(+)의 값을 보였다. 또 신용평점과 活動性 비율 역시 매우 유의한 정(+)의 값을 나타냈다. 이에 반해 收益性 비율은 예상과는 달리 매우 유의한 역(-)의 값을 나타냈다. 주식회전율과 주식평가비율은 유의성은 없었지만 역(-)의 값을 보였다. 이 같은 결과는 기업규모, 신용평점, 活動性 비율 등은 신중성원칙을 수용하는 것이지만 流動性 비율과 收益性 비율은 신중성 원칙에 정면으로 배치된다.

한편 연도별 더미 값은 9개 연도 중 7개 연도가 매우 유의한 역(-) 값을 보여 연도별 특이성이 매우 크다는 결론으로, 전체 표본을 연도별로 각각 회귀분석하는 것이 바람직한 것으로 분석된다. Eakins 등이 실시한 연구방법과 마찬가지로 non-linearity 문제를 해결하기 위한 차원에서도 아래와 같이 각 연도별 회귀분석을 실시했다.

2. 體系的 위험

<표 5-2>에서 보듯이 9개 연도중 1개 연도(1991년)만 제외하고 機關投資家들의 보유주식과 體系的 위험은 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 값을 보였다. 또한 9개 연도를 한꺼번에 조사한 결과에서도 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 값을 보였다.

이 결과는 機關投資家들이 낮은 베타를 가지는 주식을 피하고 높은 베타를 가지는 주식을 선호한다는 것을 의미한다. 이는 Badrinath 등(1989), O'Brien and Bhushan(1990), Kang and Stulz(1997), Eakins 등(1998), Dahlquist and Robertsson(2001)의 실증결과와 일치하는 것이다.

그러나, 體系的위험이 높은 주식을 선호한다는 것은 機關投資家들이 신중하지 않다는 것을 의미할 수 있기 때문에 표본을 體系的위험에 대하여 5분위로 분류하여 제3절에서 보다 심도 있는 분석을 할 것이다.

3.流動性비율

<표 5-2>에서 나타났듯이 9개 연도중 7개 연도는 機關投資家들의 보유주식과 流動性비율은 통계적으로 의미가 없었고, 2개 연도(1991년과 1999년)는 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였다. 이 결과는 2개 연도치만 역의 관계를 보여 약하기는 하지만, 機關投資家들이 流動性비율이 높은 주식을 선호하지는 않는다는 것을 의미한다. 또한 9개 연도를 한꺼번에 조사하여 얻은 결과에서도 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였다. 流動性비율이 높으면 안정성이 높는데, 이러한 주식을 선호하지 않는다는 것은 機關投資家들이 신중하지 않다는 것으로 해석될 수 있다.

외국의 실증결과는 機關投資家들의 보유주식과 流動性비율이 정(+)의 값을 보인 경우가 많으나, Hessel and Norman(1992)과 Kang and Stulz(1997)는 통계적으로 의미없는 결과를 발견하여 본 연구와 어느 정도 비슷한 결과를 보였다. 심층분석을 위해 표본을 流動性비율에 대하여 5분위로 분류하여 제3절에서 다시 논의를 할 것이다.

4. 부채비율

<표 5-2>에서 보듯이 특이하게도 機關投資家들의 보유주식과 부채비율은 9개 연도중 어느 연도도 통계적으로 의미있는 값을 보였지 못하였고, 9개 연도를 한꺼번에 분석한 결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 보이지 못하였다. 따라서, 이 결과는 機關投資家들이 주식을 보유할 때 그 기업의 부채비율을 고려하지 않는다고 하겠다.

부채비율이 낮으면 부채사용에 따르는 원금과 이자의 상환능력이 좋다고 해석하는데, 이러한 주식을 선호하지 않는다는 것은 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 따르지 않는다고 할 수 있을 것이다.

외국의 실증결과는 機關投資家들의 보유주식과 부채비율이 역(-)의 관계를 보인

경우가 많으나, Eakins 등(1988)은 본 연구와 같이 통계적으로 의미없는 결과를 얻었다. 심층분석을 위해 표본을 부채비율에 대하여 5분위로 분류하여 제3절에서 다시 논의를 할 것이다.

5. 배당관련비율

<표 5-2>에서 나타났듯이 9개 연도중 1개 연도(1994년)만 機關投資家들의 보유주식과 배당관련비율은 통계적으로 의미있는 역(-)의 값을 보였고, 9개 연도를 한꺼번에 조사한 회귀분석에서도 통계적으로 유의한 결과를 보이지 못하였다. 따라서 이 결과는 機關投資家들이 주식을 보유할 때 그 기업의 배당비율을 비중있게 고려하지 않는다고 할 수 있다.

외국의 실증결과를 보면 Del Guercio(1996)는 機關投資家들의 보유지분율과 배당과는 통계적으로 의미없는 결과를 발견한 한편, Hessel and Norman(1992)과 Gompers and Metrick(1999) 및 Dahlquist and Robertsson(2001)은 機關投資家들의 보유지분율과 배당과는 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 모여 본 실증결과와 어느 정도 일치하였다. 이 역시 심층분석을 위해 표본을 배당성향비율에 대하여 5분위로 분류하여 제3절에서 다시 논의를 할 것이다.

6. 기업규모

<표 5-2>에서 보듯이 機關投資家들의 보유주식과 기업규모는 9개 연도 모두에 걸쳐 통계적으로 1%이하인 매우 유의한 정(+)의 값을 보였고, 9개 연도를 한꺼번에 조사하여 얻은 결과에서도 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 값을 얻었다. 이는 機關投資家들이 기업규모가 큰 주식을 선호하는 것을 의미하는데, 이 결과 또한 외국의 실증결과와 일치하는 것이다.

예컨대, 외국의 실증연구는 Falkenstein(1996)만 제외하고 모두 機關投資家들이 기업규모가 큰 주식을 선호한다는 것을 보여주었다. 그러므로, 본 결과는 機關投資家들이 慎重한 투자가설에 부합되게 주식종목을 선택한다는 것을 보여 주었다고 할 수 있다.

7. 주식평가비율

<표 5-2>에서 나타났듯이 機關投資家들의 보유주식과 주식평가비율인 PER는 일관성이 있는 관계를 보여주지 못하였다. 예컨대, 9개 연도중 1개 연도(1992년)는 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였고, 역시 1개 연도(1995년)는 약하지만 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였다. 또한 9개 연도를 한꺼번에 분석한 결과에서도 통계적으로 의미가 없었다.

이 결과는 機關投資家들의 투자결정과정에서 PER는 위험과 성장예측치와 상쇄되기 때문에 그 역할이 모호할 것이라는 본 연구의 예상과 일치하였을 뿐만 아니라, PER변수를 사용한 Eakins 등(1998)의 실증결과와 일치하는 것이다. 이 변수 역시 심층분석을 위해 표본을 PER에 대하여 5분위로 분류하여 제3절에서 다시 논의할 것이다.

8. 신용평점

<표 5-2>에서 보듯이 機關投資家들의 보유주식과 신용평점의 관계는 9개 연도중 4개 연도(1992년, 1993년, 1994년, 1999년)는 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였을 뿐 아니라, 통계적으로 유의한 역(-)의 값은 전혀 없었다. 또한, 9개 연도를 한꺼번에 조사하여 얻은 실증결과에서도 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계를 보였다.

특이하게도 IMF구조조정을 받게 된 시기인 1999년에 신용등급과의 관계는 매우 유의한 정(+)의 값을 보여, 機關投資家들이 신용등급이 높은 주식을 최근으로 올수록 선호한다고 할 수 있을 것이다.

機關投資家들이 慎重한 투자法則을 따른다면 그들이 보유한 주식이 외부의 전문평가기관에 좋은 평가를 받았는가에 관심을 가질 것이기 때문에, 본 연구결과는 근래에 올수록 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수하는 결과를 발견하였다고 할 수 있다.

9. 收益性비율

<표 5-2>에서 나타났듯이 機關投資家들의 보유주식과 收益性비율은 통계적으로 의미있는 정(+)의 값을 보인 연도는 없었고, 의미있는 역(-)의 값을 보인 것은 9개 연도중 3개 연도(1992년, 1993년, 1994년)였다. 또한 9개 연도를 한꺼번에 분석한 회귀분석 역시 통계적으로 유의한 역(-)의 결과를 보였다. 따라서 이 결과는 국내 機關投資家들이 기업의 收益性이 높은 주식을 선호하지 않으므로, 慎重한 투자法則을 준수하지 않는다고 할 수 있을 것이다.

이를 외국의 실증결과와 비교해 보면, Hessel and Norman(1992)은 총자산영업이익율(영업이익/장기성자산), Eakins 등(1988)은 총자산이익율(순이익/총자산)을 이용하여 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보인 것과 차이가 있다. 그러나, Dahlquist and Robertsson(2001)은 收益性비율인 자기자본이익률(ROE)에 대해서 통계적으로 의미없는 결과를 발견하여, 어느 정도 본 연구결과와 일맥상통하였다.

그러나, 이 결과는 機關投資家들이 주식 투자결정시 收益性비율을 고려하지 않는다는 것을 의미할 수 있기 때문에, 표본을 收益性비율에 대하여 5분위로 분류하여 제3절에서 다시 논의를 할 것이다.

10. 活動性비율

<표 5-2>에서 보듯이 機關投資家들의 보유주식과 活動性비율은 9개 연도중 1개 연도(1999년)만 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였지만, 6개 연도(1991년, 1993년, 1994년, 1995년, 1996년, 1997년)는 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 나타내었다. 또한 9개 연도를 한꺼번에 조사한 분석결과 역시 통계적으로 유의한 정(+)의 결과를 보였다. 따라서, 이 결과는 機關投資家들이 活動性비율이 높은 주식을 선호한다는 것을 의미한다고 하겠다.

機關投資家들을 비롯한 이해관계자들은 다른 조건이 같다면 높은 회전율을 가진 기업을 선호할 것이기 때문에, 이 결과는 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수한다고 할 수 있을 것이다.

11. 주식회전율

<표 5-2>에서 나타났듯이 9개 연도중 1개 연도(1995년)만 機關投資家들의 보유주식과 주식회전율은 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보였고, 5개 연도(1992년, 1994년, 1997년, 1998년, 1999년)는 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 나타내었다. 그러나 9개 연도를 한꺼번에 분석한 실증결과는 통계적으로 의미없는 결과를 보였다.

이 회귀분석결과는 機關投資家들이 주식회전율이 높은 주식을 선호하지 않다는 것을 의미하기 때문에, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 따르지 않는다는 것으로 해석될 수 있다.

이를 외국의 실증결과와 비교해 보면, Del Guercio(1996), Eakins 등(1988), Gompers and Metrick(1999)이 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보인 것과 차이가 있다. 또한 이 결과는 機關投資家들이 주식 투자결정시 주식회전율을 고려하지 않는다는 것으로 해석될 수 있기 때문에, 표본을 주식회전율에 대하여 5분위로 분류하여 제3절에서 다시 논의할 것이다.

한편 본 연구의 회귀분석 결과의 결정계수(R^2)값이 때로는 낮은 값을 보인 이유로는, 機關投資家의 주식보유 요인으로 본 연구에 채택된 재무적 비율 외에도 수많은 요인들이 있을 것이기 때문에 당연한 결과로 보여진다. 본 연구에서 중점적으로 참조한 Eakins 등(1988)도 결정계수값을 언급하지 않은 것도 미루어 보건대 상당히 낮은 R^2 값을 얻은 결과로 짐작된다.

전체표본에 대한 본 연구의 실증결과를 요약하면, 대체로 보아 機關投資家들은 慎重한 투자法則을 준수한다고 할 수 있다. 예컨대 慎重한 투자法則에 정면으로 위배되는 변수는 流動性비율과 주식회전율이라는 두 개의 변수이고, 收益性비율은 慎重한 투자法則에 위배되는지 명확하게 알 수 없었거나, 약하게 위배하는 결과를 보였다. 體系的위험과 주식평가비율은 원래부터 예상부호가 모호할 것으로 예측하였고, 부채비율과 배당관련비율은 통계적인 의미가 없었다. 나머지 세 개의 변수(기업규모, 신용평점, 活動性비율)은 慎重한 투자法則과 일치하였다. 본 연구의 결과는 대체로 보아 Eakins 등(1998)의 연구와 비슷한 결과를 도출하였는데, 이를 다음의 <표 5-3>에 요약하였다.

<표 5-3> 전체표본에 대한 실증결과의 요약

변수	예상부호	실증결과	愼重한 투자法則 준수여부
1. 體系的위험	+/-	+	○(▲)
2. 流動性비율	+	-	×
3. 부채비율	-	통계적인 의미없음	▲
4. 배당관련비율	+	통계적인 의미없음	▲
5. 기업규모	+	+	○
6. 주식평가비율	+/-	일관성 없음	○(▲)
7. 신용평점	+	+	○
8. 收益性비율	+	약한 -	×(▲)
9. 活動性비율	+	+	○
10. 주식회전율	+	-	×

주) ○ : 준수

▲ : 준수여부가 명확치 않음

× : 준수하지 않음

다음 절은 전체표본을 5분위로 분류하여 機關投資家들의 愼重한 투자法則을 실증분석 할 것이다.

아래와 같은 5분위 분석을 하는 것은 가장 낮은 5분위 Q1과 가장 높은 5분위 Q5의 양극단에서 나타날 수 있는 극단적인 결과를 구분하여 해석하는 것이 가능하고 비선형 관계의 가능성을 고려하기 위한 것이다.

제5절 5분위 표본에 대한 회귀분석 결과

본 절에서는 보는 각도를 달리하여 機關投資家들의 보유주식에 대한 특성을 분석하고자 한다. 일반적으로 신중하다는 것은 극단적인 행태를 보이지 않는다는 것을 의미한다. 따라서, 機關投資家들이 신중하게 투자한다면 극단적인 재무비율을 가지는 주식에 투자하지 않을 것이다. 예컨대, 제2절에서는 機關投資家들의 愼重한 투자法則을 전체표본에 대하여 살펴본 반면, 제3절에서는 機關投資家들이 극단적인

투자행태를 보이는 가를 표본별로 분석하고자 한다.

여기에서는 각 연도별 자료에 대하여 10개의 설명변수 각각에 대하여 크기를 5분위로 배열한 다음 각 분위(quintile)별로 다중회귀분석을 실시하였는데, 그 결과는 <표 5-4>부터 <표 5-13>에 걸쳐 나타나 있다. 설명변수별로 5분위로 나누어 가장 낮은 5분위 (Q1)·가장 높은 분위 5분위 (Q5)를 각각 극단적인 값을 가진 분위, 중간값을 가진 분위(Q2~Q4)로 분류하였다.

Q1(가장 낮은 재무비율)의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 가진다면, 매우 낮은 재무비율을 가지는 Q1이라는 표본에서 높은 재무비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여준다. 따라서 이는 機關投資家들이 극단적으로 낮은 재무비율을 가지는 주식을 회피한다고 할 수 있어, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수한다고 할 수 있을 것이다.

반대로, Q1(가장 낮은 재무비율)의 계수가 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 가진다면, 매우 낮은 재무비율을 가지는 Q1이라는 표본에서 조차 낮은 재무비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여준다. 따라서 이는 機關投資家들이 극단적으로 낮은 재무비율을 가지는 주식을 선호한다고 할 수 있어, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수하지 못하다고 할 수 있겠다.

같은 논리로, Q5(가장 높은 재무비율)의 계수가 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 가진다면, 매우 높은 재무비율을 가지는 Q5라는 표본에서 낮은 재무비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여준다. 따라서 이는 機關投資家들이 극단적으로 높은 재무비율을 가지는 주식을 회피한다고 할 수 있어, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수한다고 할 수 있을 것이다.

반대로, Q5(가장 높은 재무비율)의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 가진다면, 매우 높은 재무비율을 가지는 Q5라는 표본에서조차 높은 재무비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여준다. 따라서 이는 機關投資家들이 극단적으로 높은 재무비율을 가지는 주식을 선호한다고 할 수 있어, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수하지 못하다고 할 수 있을 것이다.

1. 體系的위험

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에서 보듯이 9개 연도중 1991년 자료를 제

외하고 機關投資家들의 보유주식과 體系的위험은 통계적으로 매우 의미있는 정(+)의 값을 보였다. 이 결과는 機關投資家들은 낮은 베타를 가지는 주식을 피하고 높은 베타를 가지는 주식을 선호한다는 것을 의미한다. 또한 이는 Badrinath 등(1989), O'Brien and Bhushan(1990), Kang and Stulz(1997), Eakins 등(1998), Dahlquist and Robertsson(2001)의 실증연구와 일치하는 것을 보여준다.

그러나, 體系的위험이 높은 주식에 투자한다는 것은 機關投資家들이 신중하지 않다는 것을 의미할 수도 있기 때문에, 여기에서는 표본을 5분위로 분류하여 다시 분석을 하고자 한다.

즉, 機關投資家들의 보유주식과 體系的위험의 관계를 살펴보기 위하여, 각 연도자료를 베타의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 베타의 5분위를 Q1, 가장 높은 베타의 5분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 5-4>이다.

<표 5-4> 體系的위험을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	2,740.978 (2.295)**	1,600.404 (0.702)	-5,082.917 (-1.203)	-5,153.565 (-1.396)*	-310.641 (-0.875)
1992	5,831.197 (3.198)***	654.148 (0.373)	-2,684.273 (-1.431)*	2,679.726 (1.154)	-882.386 (-0.409)
1993	523.842 (0.320)	2,327.146 (0.991)	-1,141.743 (-0.531)	1,850.295 (0.480)	2,015.827 (1.764)**
1994	2,130.257 (2.523)***	-437.894 (-0.243)	487.621 (0.160)	4,215.913 (1.443)*	-1,163.969 (-0.559)
1995	758.161 (0.631)	2,935.091 (1.374)*	-1,709.586 (-0.551)	-2,019.775 (-0.923)	-585.266 (-0.545)
1996	2,365.779 (3.287)***	3,133.412 (1.290)	-899.119 (-0.313)	-2,376.458 (-0.653)	1,844.459 (1.256)
1997	1,682.970 (2.504)***	4,492.186 (1.281)	-3,166.958 (-0.929)	-825.024 (-0.202)	88.803 (0.063)
1998	-100.916 (-0.175)	-727.917 (-0.370)	531.175 (0.185)	968.366 (0.218)	1,877.249 (1.063)
1999	548.151 (0.685)	-1,767.023 (-0.589)	1,758.217 (0.409)	423.603 (0.128)	2,409.330 (1.060)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

Q1(가장 낮은 베타)에서 베타계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 전혀 없었고 5개 연도 (1991년, 1992년, 1994년, 1996년, 1997년)는 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계를 보였다. 이 결과에 의하면 Q1에서는 높은 베타를 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 낮은 베타를 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다.

중간 베타값을 가지는 Q2~Q4에서는 어떤 특징을 발견하지 못하였다. 즉, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 2번(Q2에서 1995년, Q4에서 1994년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계 역시 2번(Q3에서 1992년, Q4에서 1991년)으로 나타나 특정한 양상이 없었다.

또한 가장 높은 베타값을 가지는 Q5에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 1개 연도(1993년)에 불과하여, 극단적으로 높은 베타를 가지는 주식을 회피하는 정도가 매우 낮다는 것을 보여준다.

전체적으로 보아 <표 5-4>의 결과는 Q1에서 (+) 관계를 뚜렷하게 보인 반면 Q5에서는 (-) 관계를 확실히 나타내지 못하고 특히 1개년도 (1993년)는 (+) 관계를 드러내 신중성의 정도가 낮다고는 볼 수 있으나 나머지 4개 연도의 부호가 (-)를 보이고 있는 점등을 감안하면 대체로 機關投資家들이 극단적인 베타값을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여준다고 하겠다.

본 연구에서 검증하려고 하는 신중성의 法則이 무조건 안정성만을 추구하는 것이 아니고 收益性도 더불어 추구하는 개념으로 발전해왔음을 고려할 때, 위와 같은 결과는 機關投資家들이 慎重한 투자행태를 보이고 있음을 보여주는 것이라 할 수 있다.

2. 流動性비율

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에서 보듯이 9개 연도중 2개 연도는 機關投資家들의 보유주식과 流動性비율은 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였다. 따라서, 이 결과는 약하기는 하지만 機關投資家들은 流動性이 높은 주식을 선호하지 않는다는 것을 의미하며, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 따르지 않는다고 할 수 있다고 하였다.

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 流動性비율과의 관계를 다시 조사하기 위

하여, 각 연도자료를 流動性비율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 流動性비율의 5분위를 Q1, 가장 높은 流動性비율의 5분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 5-5> 이다.

<표 5-5> 流動性비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	4.062 (0.302)	-25.807 (-1.115)	-2.245 (-0.105)	10.743 (0.744)	-2.614 (-1.408)*
1992	30.676 (1.787)**	-9.770 (-0.463)	37.098 (1.474)*	-10.343 (-0.670)	1.351 (0.772)
1993	-7.927 (-0.497)	6.135 (0.337)	27.536 (1.199)	-8.652 (-0.807)	-0.301 (-0.284)
1994	-2.660 (-0.187)	18.688 (1.065)	-44.476 (-2.721)***	0.106 (0.012)	-0.675 (-0.731)
1995	22.924 (1.185)	22.096 (1.155)	5.623 (0.309)	-11.431 (-0.929)	-0.527 (-0.410)
1996	-15.654 (-0.934)	-4.491 (-0.196)	36.942 (1.986)**	-2.173 (-0.216)	-0.307 (-0.273)
1997	-4.494 (-0.222)	13.075 (0.628)	13.767 (0.724)	-21.233 (-2.137)**	-0.766 (-0.644)
1998	-2.400 (-0.265)	22.365 (1.430)*	-11.942 (-0.706)	-0.943 (-0.069)	1.045 (0.878)
1999	47.990 (2.697)***	-9.785 (-0.466)	-9.778 (-0.607)	-1.557 (-0.156)	-0.921 (-0.860)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

Q1(가장 낮은 流動性)에서 流動性비율 계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 나타낸 연도는 1번도 없었고, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 2개 연도(1992년, 1999년)에 나타났다. 이는 機關投資家들이 낮은 流動性비율을 가지는 주식을 회피하는 경향이 있다는 것을 보여준다.

중간 流動性을 지니는 Q2~Q4에서는 어떤 특징을 발견하기 힘들었다. 즉, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 3번(Q2에서 1998년, Q3에서 1992년과 1996년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 2번(Q3에서 1994년, Q4에서 1997년) 이었다.

또한, 가장 높은 流動性을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의

관계를 보인 연도는 1개 연도(1991)였고 나머지 6개 연도 역시 유의성은 없지만 역(-)의 관계를 보였다. 이는 Q5에서는 낮은 流動性비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 높은 流動性을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다고 하겠다.

그러므로, <표 5-5>의 결과는 機關投資家들이 극단적인 流動性비율을 가지는 주식을 회피하는 경향이 있음을 보여준다고 하겠다.

3. 부채비율

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에서 보듯이 機關投資家들의 보유주식과 부채비율은 9개 연도중 어느 연도도 통계적으로 유의한 결과를 보이지 못하였다. 따라서, 이는 機關投資家들은 주식보유시 해당기업의 부채비율을 감안하지 않는다고 하였다.

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 부채비율과의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 부채비율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 부채비율의 5분위를 Q1, 가장 높은 부채비율의 5분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀 분석을 시행한 결과가 <표 5-6>이다.

<표 5-6> 부채비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	19.179 (1.916)**	-0.001 (-0.000)	12.095 (1.119)	3.222 (0.504)	-0.626 (-1.306)*
1992	16.923 (1.942)**	2.961 (0.327)	12.564 (1.595)*	-3.464 (-0.618)	0.247 (0.376)
1993	-1.795 (-0.248)	9.645 (0.885)	-6.611 (-1.204)	-2.895 (-0.589)	-0.240 (-0.950)
1994	2.137 (0.400)	-1.931 (-0.270)	-5.997 (-1.050)	-0.538 (-0.103)	0.319 (1.003)
1995	3.228 (0.617)	12.271 (1.419)*	5.350 (0.722)	-5.523 (-1.437)*	0.009 (0.023)
1996	9.573 (1.654)*	0.037 (0.005)	0.344 (0.053)	1.142 (0.245)	-0.038 (-0.173)
1997	-0.020 (-0.003)	6.945 (0.937)	1.325 (0.217)	-3.051 (-0.850)	-0.154 (-0.317)
1998	5.911 (1.123)	-6.971 (-1.408)*	-0.901 (-0.310)	-1.997 (-0.683)	-0.009 (-0.433)
1999	0.217 (0.037)	-3.848 (-0.479)	3.209 (0.353)	3.887 (0.981)	-1.080 (-0.954)

주) 통계적 유의수준 (단측검정) * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

Q1(가장 낮은 부채비율)에서 부채비율 계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 한 번도 없었고, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 나타낸 연도는 3개 연도(1991년, 1992년, 1996년)로 나타났으며, 나머지 연도도 대부분 정(+)의 관계를 나타내었다. 이 결과는 Q1에서는 機關投資家들이 높은 부채비율을 가지는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 낮은 부채비율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다.

중간 부채비율을 가진 Q2~Q4에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 2번(Q2에서 1995년, Q3에서 1992년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 2번(Q2에서 1998년, Q4에서 1995년) 으로 나타나 어떤 특징을 발견하기 어려웠다.

반면에, 가장 높은 부채비율을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 한 번도 없었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 보인 연도는 1개 연도 (1991년)로 나타났으며, 나머지도 유의하지는 않지만 거의 역(-)의 관계를 보였다. 이는 Q5에서는 낮은 부채비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때

문에, 매우 높은 부채비율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다고 하겠다.

전체적으로 보아 <표 5-6>의 결과는 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 (-)관계를 보여 機關投資家들은 극단적인 부채비율을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여준다고 할 수 있다.

부채비율은 양면성이 있는 재무비율이다. 어느 정도의 부채를 보유하는 것은 레버리지 효과에 따라 收益性을 제고시켜주는 역할을 한다. 그러나 부채비율이 높을수록 위험도 커지게 된다. 따라서 慎重한 機關投資家는 너무 낮은 부채비율도 피하는 동시에 너무 높은 부채비율도 회피하게 된다. 따라서 <표 6-6>의 결과는 한국의 기관투가가들도 극단적인 부채비율을 피하려는 慎重한 투자행태를 보여주고 있다고 하겠다.

4. 배당관련비율

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에서 나타났듯이 機關投資家들의 보유주식과 배당관련비율은 통계적으로 의미있는 역(-)의 관계를 보인 것은 9개 연도중 한 해 뿐이었다. 따라서 이 결과는 機關投資家들이 주식을 보유할 때 그 기업의 배당비율을 비중있게 고려하지 않는다고 하였다.

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 배당비율과의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 배당성향의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 배당성향의 분위를 Q1, 가장 높은 배당성향의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 5-7>이다.

<표 5-7> 배당비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	-1.140 (-0.628)	12.734 (0.263)	-76.638 (-2.445)***	23.421 (1.176)	-0.849 (-1.602)*
1992	16.365 (0.326)	37.609 (1.311)*	-1.787 (-0.040)	-27.503 (-1.026)	8.052 (1.403)*
1993	-59.572 (-0.201)	35.344 (1.310)*	24.485 (0.522)	-25.938 (-1.024)	-0.019 (-0.046)
1994	295.581 (0.486)	3.610 (0.167)	-4.281 (-0.124)	0.352 (0.016)	-10.962 (-2.438)***
1995	-97.695 (-1.006)	70.838 (2.065)**	-13.596 (-0.496)	-26.467 (-0.804)	-0.812 (-0.554)
1996	97.011 (1.023)	-11.412 (-0.378)	5.734 (0.207)	-41.186 (-1.937)**	-8.727 (-1.561)*
1997	-	1.255 (0.065)	-12.787 (-0.544)	-11.972 (-0.594)	-1.514 (-1.763)**
1998	-	-	-7.707 (-0.463)	12.215 (0.971)	0.457 (0.320)
1999	-	-	-1.669 (-0.095)	-2.579 (-0.107)	0.036 (0.631)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

- : 자료 자체의 심한 왜도(skewness)와 다공선성(multicollinearity)문제로 분석에서 제외하였음

Q1(가장 낮은 배당성향)에서 배당계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 나타낸 연도는 한 번도 없었다. 따라서, 이 분위에서 機關投資家들이 낮은 배당비율을 가지는 주식을 회피하는 정도가 매우 약하다는 것을 보여준다.

중간 배당비율을 가진 Q2~Q4에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 3번(Q2에서 1992년, 1993년, 1995년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 2번(Q3에서 1991년, Q4에서 1996년) 으로 나타나 어떤 특징을 발견하기 어려웠다.

반면에, 가장 높은 배당비율을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보인 연도는 1개 연도 (1992년)였을 뿐, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 4번(1991년, 1994년, 1996년, 1997년)보였고 나머지도 거의 역(-)의 관계를 보였다. 이는 Q5에서는 낮은 배당비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 높은 배당비율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다고 하겠다.

배당을 주는 기업은 안정성이 있다고 볼 수 있으므로 慎重한 투자가는 높은 배당성향 기업을 선호할 것으로 기대된다. 그러나 배당을 너무 많이 주는 기업은 성장성이 낮은 기업일 가능성도 있기 때문에, 慎重한 機關投資家は 극단적인 배당성향을 기피할 것으로 기대된다.

그러므로, <표 5-7>의 결과는 機關投資家들이 극단적인 배당비율을 가지는 주식을 회피하는 경향이 있음을 보여준다고 할 수 있다.

5. 기업규모

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에서 보듯이 機關投資家들의 보유주식과 기업규모(주식시가총액)는 9개 연도 모두에 걸쳐 통계적인 유의수준도 항상 1%수준이하로 매우 유의한 정(+)의 값을 보였다. 이 결과는 機關投資家들이 기업규모가 큰 주식을 선호하는 것을 의미하는데, 외국의 실증연구와 일치하는 것이다.

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 기업규모과의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 주식시가총액의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 시가총액의 분위를 Q1, 가장 높은 시가총액의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 5-8>이다.

<표 5-8> 기업규모를 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	648.472 (1.183)	426.222 (0.331)	1,137.068 (0.878)	1,056.104 (1.757)**	222.788 (1.350)*
1992	1,086.490 (2.869)***	526.128 (0.468)	-724.544 (-0.981)	254.364 (0.460)	77.583 (0.476)
1993	313.206 (0.972)	-1,333.615 (-1.500)*	-9.877 (-0.013)	1,213.461 (2.323)**	75.662 (0.350)
1994	171.839 (0.411)	2,140.479 (2.605)***	701.408 (0.991)	556.856 (1.125)	132.144 (0.881)
1995	946.822 (2.323)**	-590.964 (-0.860)	1,021.518 (1.743)**	378.894 (0.549)	-175.305 (-0.857)
1996	13.865 (0.051)	242.246 (0.478)	470.589 (0.776)	225.329 (0.448)	170.386 (1.113)
1997	745.286 (1.690)*	204.344 (0.273)	790.464 (1.038)	1,558.219 (2.573)***	-65.533 (-0.402)
1998	69.277 (0.366)	605.845 (1.329)*	1,082.246 (1.663)*	-417.958 (-1.183)	280.631 (2.338)**
1999	384.589 (1.554)*	-912.156 (-1.543)*	671.022 (0.997)	-292.904 (-0.697)	87.027 (0.560)

주) 통계적 유의수준 (단측검정) * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

위 표는 두 번의 약한 역(-)의 관계(Q2의 1993년과 1999년)를 제외하고, 모든 분위에 걸쳐서 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계인 결과를 보여주는데, 이는 전체 표본의 결과와 일치한다. 일반적으로 기업규모가 작은 회사에 비해 큰 회사는 보다 성숙하고, 투자자들의 주목을 더 많으며, 회사에 대한 정보의 흐름이 기업공시 등을 통하여 더욱 원활하게 흘러나와 투자자들이 접근하기 용이하다. 따라서 기업 규모가 큰 회사는 작은 회사에 비해, 기업에 대한 정보의 불확실성(uncertainty)이 경감되므로 덜 위험한 것으로 인식된다.

<표 5-8>의 결과는 주식수익률의 설명변수로 주식의 시가총액이 가장 중요한 변수라는 Fama and French(1992, 1993)의 연구와 일맥상통하는 것이다. 이들에 의하면 주식수익률에 대한 설명변수로 ① 베타는 주식수익률에 대한 설명력이 매우 약하였고, ② 주식시가총액 · PER · 부채비율 · 주식시가총액/주식장부가치 등의 네 변수는 주식수익률에 대한 설명력이 있으나, ③ 위 네 변수중 주식시가총액과 주식시

가총액/주식장부가치의 두 변수가 PER와 부채비율의 설명력을 거의 흡수한다고 주장하였다. 이러한 주장에 비추어 보면, 機關投資家들은 주식투자시 주식수익률에 가장 큰 관심을 보일 것이므로 위 결과는 결코 의외가 아니라고 할 수도 있다.

또한 <표 5-8>의 결과는 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 위배하였다는 것을 의미하는 것은 아니다. 그 이유는 전술하였듯이, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수하지 않았다면 각 분위별 결과가 다음과 같아야 한다.

Q1(가장 낮은 시가총액)의 계수가 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 가진다면, 매우 낮은 시가총액을 가지는 Q1이라는 표본에서 낮은 시가총액을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여준다. 따라서 이는 機關投資家들이 극단적으로 낮은 시가총액을 가지는 주식을 선호한다고 할 수 있어, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수하지 못하다고 할 수 있을 것이다.

또한, Q5(가장 높은 시가총액)의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 가진다면, 매우 높은 시가총액을 가지는 Q5라는 표본에서 높은 시가총액을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여준다. 따라서 이는 機關投資家들이 극단적으로 높은 시가총액을 가지는 주식을 선호한다고 할 수 있어, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수하지 못한다고 할 수 있을 것이다. 慎重한 機關投資家는 안정성외에도 수익률도 어느 정도 감안해야 한다는 차원에서도 극단치를 피하게 되어 있다. 주식평가비율에서 보듯이 기업규모가 크면 작은 기업에 비해 상대적으로 주식수익율이 떨어질 가능성도 커 수익률을 고려한다면 기업규모가 큰 주식을 기피할 것으로 기대되는 것이다.

그러나 <표 5-8>은 이러한 결과가 아니라, 거의 모든 분위에 걸쳐서 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계로 보여주기 때문에, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 위배한 것은 아니라는 것을 알 수 있다.

한편 가장 높은 시가총액을 가진 5분위 Q5에서 유의성 있는 정(+)의 관계가 2번(1991년과 1998년) 나타나고 나머지 5번에 걸쳐 정(+)의 관계가 나타난 것은 한국 機關投資家들이 Shefrin and Statman(1995)이 지적한 행위접근법(behavior-based approach)적인 성향을 보유하고 있는 것이 아닌가 생각된다. 그들은 주가는 합리적인 투자자와 비합리적인 투자자들의 산출물의 결과라는 행위접근법에 입각해 비합리적인 투자자들은 우량기업의 주가가 무조건 우량주라고 믿는 인지적인 오류(cognitive errors)를 저지른다고 주장하였다. 이러한 주장에 근거한다면, 機關投資

家 역시 묻지마 투자를 하는 성향이 전혀 없다고는 볼 수 없을 것이다.

6. 주식평가비율

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에서 나타났듯이 機關投資家들의 보유주식과 주식평가비율인 PER는 일관성이 있는 관계를 보여주지 못하였다. 이 결과는 PER의 관계가 모호할 것이라는 예상과 부합하였을 뿐만 아니라, PER변수를 사용한 Eakins 등(1998)의 실증결과와 일치하였다.

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 PER의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 PER의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 PER의 분위를 Q1, 가장 높은 PER의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 5-9>이다.

<표 5-9> 주식평가비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	221.15 (1.680)**	152.749 (1.529)*	-83.770 (-1.258)	33.372 (1.098)	-0.189 (-0.712)
1992	214.296 (1.483)*	302.483 (2.189)**	47.149 (0.511)	11.527 (0.326)	-3.535 (-1.032)
1993	120.410 (1.337)*	-48.014 (-0.405)	91.840 (1.056)	105.826 (2.989)***	-0.203 (-0.377)
1994	140.092 (1.623)*	-123.309 (-1.681)**	7.300 (0.163)	-8.774 (-0.252)	-0.730 (-0.929)
1995	66.842 (1.163)	-46.149 (-0.634)	127.297 (2.106)**	40.951 (1.362)*	0.199 (0.384)
1996	73.801 (1.080)	-28.243 (-0.346)	41.955 (0.543)	-45.750 (-1.741)**	0.009 (0.040)
1997	86.070 (1.088)	5.069 (0.075)	53.934 (1.064)	37.516 (1.346)*	1.691 (1.662)*
1998	-92.763 (-1.944)**	8.288 (0.191)	19.454 (0.562)	3.925 (0.409)	0.383 (0.325)
1999	444.514 (2.166)**	-65.453 (-0.548)	-110.491 (-0.841)	-57.604 (-1.162)	-0.957 (-0.476)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

<표 5-9>는 Q1(가장 낮은 PER비율)을 제외하고 모든 분위에 걸쳐서 어느 특정한 관계를 보여주지 못하였다. 예컨대 Q1에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 1번(1998년)이었을 뿐, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 5번(1991년, 1992년, 1993년, 1994년, 1999년)이었고, 나머지도 유의하지는 않지만 정(+)의 관계를 보였다. 그러나 Q2~Q5에서는 어떤 패턴을 발견하기 어려웠다.

그러나 이 결과는 Eakins 등(1998)의 분위별 결과와도 정확히 일치한다. 또한 이 결과는 제2절에서 설명하였듯이 PER는 위험과 성장예측치와 서로 상쇄되기 때문에 PER의 역할이 모호할 것이라는 본 연구의 예측과 일치하는 것이다.

또한 <표 5-9>의 결과는 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 위배하였다는 것은 아니다. 그 이유는 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수하지 않았다면 Q1(가장 낮은 PER)의 계수가 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 가져야 하고, Q5(가장 높은 PER)의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보여야 할 것이다.

그러나 <표 5-9>는 이러한 결과가 아니라 Q1에서는 慎重한 투자法則에 부합하는 결과를 보여주었지만, Q2~Q5에서는 어느 특정한 관계를 보여주지 못하였기 때문에, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 위배한 것은 아니라고 할 수 있을 것이다.

7. 신용평점

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에서 보듯이 機關投資家들의 보유주식과 신용평점의 관계는 통계적으로 유의한 역(-)의 값은 전혀 없었고, 9개 연도중 4개 연도는 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였다. 따라서, 대체로 보아 이 결과는 機關投資家들이 신용등급이 높은 주식을 선호한다고 하였다.

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 신용평점의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 신용평점의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 신용평점의 분위기를 Q1, 가장 높은 신용평점의 분위기를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 5-10>이다.

<표 5-10> 신용평점을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	35.066 (0.736)	-70.202 (-0.744)	63.892 (0.452)	41.939 (0.386)	-9.480 (-0.280)
1992	-13.916 (-0.268)	5.897 (0.058)	-151.812 (-1.019)	76.717 (0.674)	8.334 (0.286)
1993	40.061 (1.002)	-46.687 (-0.525)	166.561 (0.829)	118.506 (1.079)	23.600 (0.963)
1994	14.664 (0.199)	31.783 (0.365)	69.387 (0.468)	-24.018 (-0.262)	6.354 (0.256)
1995	8.751 (0.176)	118.601 (1.883)**	-30.862 (-0.174)	14.835 (0.142)	-1.094 (-0.042)
1996	118.480 (1.911)**	12.514 (0.120)	-45.797 (-0.461)	2.309 (0.020)	14.358 (0.628)
1997	29.562 (0.401)	-36.228 (-0.392)	180.798 (1.383)*	-246.389 (-2.378)**	18.969 (0.599)
1998	90.078 (0.593)	73.372 (1.363)*	-10.115 (-0.101)	67.292 (0.970)	0.173 (0.007)
1999	- -	-19.214 (-0.614)	-2.409 (-0.023)	35.284 (0.399)	13.311 (0.535)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

- : 자료 자체의 심한 왜도(skewness)와 다공선성(multicollinearity)문제로 분석에서 제외하였음

Q1(가장 낮은 신용평점)에서 신용평점계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 나타낸 것은 1번(1996년) 이었고 나머지 역시 대체로 정(+)의 관계를 보였다. 이는 機關投資家들이 낮은 신용평점을 가지는 주식을 회피하는 정도가 강하다는 것을 의미한다.

Q2분위 결과 역시 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 한 번도 없었고, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 2번(1995년과 1998년)으로 나타나 상대적으로 낮은 신용평점을 지니는 주식을 회피하는 것을 보여주었다. Q3~Q5에서는 어느 특징있는 관계를 보여주지 못하였다. 그렇다고 Q3~Q5 결과는 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 위배하였다는 것을 의미하는 것은 아니다. 그 이유는 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 준수하지 않았다면 Q4와 특히 Q5(가장 높은 신용평점)의 계수가 통

계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였어야 했기 때문이다.

따라서, 대체로 보아 <표 5-10>의 결과는 機關投資家들이 극단적인 신용평점을 가지는 주식을 회피하는 경향을 부분적으로 보여주었다고 할 수 있을 것이다.

8. 收益性비율

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에서 나타났듯이 機關投資家들의 보유주식과 收益性비율은 9개 연도중 3개 연도에 걸쳐 통계적으로 의미있는 역(-)의 관계를 보였다. 따라서 機關投資家들이 높은 收益性を 가진 주식을 선호하지 않으므로 慎重한 투자法則을 준수하지 않는다는 것을 의미한다고 하였다.

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 收益性の 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 收益性비율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 收益性の 분위를 Q1, 가장 높은 收益性の 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 5-11>이다.

<표 5-11> 收益性비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	296.209 (0.358)	1,393.163 (2.828)***	628.816 (1.586)*	104.429 (0.331)	-0.656 (-0.010)
1992	3,085.562 (1.507)*	-383.725 (-0.566)	435.018 (1.021)	-449.727 (-1.332)*	-5.124 (-0.123)
1993	-995.570 (-1.448)	-1,356.868 (-2.415)***	289.935 (0.412)	25.852 (0.074)	-1.182 (-0.037)
1994	- -	169.632 (0.266)	-654.710 (-1.404)*	187.062 (0.525)	-41.839 (-1.488)*
1995	-148.479 (-0.049)	80.765 (0.090)	-233.461 (-0.488)	638.163 (1.924)**	45.856 (0.879)
1996	674.712 (0.207)	-433.052 (-0.589)	-1,023.844 (-1.984)**	307.912 (1.198)	-51.767 (-0.942)
1997	- -	693.820 (0.562)	334.730 (0.543)	92.723 (0.275)	-16.814 (-0.383)
1998	- -	-2,936.008 (-1.492)*	-124.359 (-0.323)	-61.143 (-0.321)	-11.996 (-0.425)
1999	- -	1,943.664 (1.153)	-436.481 (-1.257)	42.053 (0.222)	25.128 (0.833)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%. 계수는 100을 곱한 수치임

- : 자료 자체의 심한 왜도(skewness)와 다공선성(multicollinearity)문제로 분석에서 제외하였음

분위별의 결과인 위 표는 전체표본의 결과와 다른 양상을 보여준다. 예컨대, Q1(가장 낮은 收益性비율)에서 收益性비율 계수는 5개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 한 번도 없었고, 유의한 정(+)의 관계를 나타낸 연도는 1개 연도(1992년)로 나타났다. 이 결과는 Q1에서는 機關投資家들이 높은 收益性비율을 가지는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 낮은 收益性비율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다.

중간 收益性비율을 가진 Q2~Q4에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 3번(Q2에서 1991년, Q3에서 1991년, Q4에서 1995년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 5번(Q2에서 1993년과 1998년, Q3에서 1994년과 1996년, Q4에서 1992년)으로 나타나 어떤 특징을 발견하기 어려웠다.

반면에, 가장 높은 收益性비율을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 보인 연도는 1개 연도(1994년)이었을 뿐만 아니라, 나머지도 거의 역(-)의 관계를 보였다. 이는 Q5에서는 낮은 收益性비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 높은 收益性비율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다고 하겠다.

전체적으로 보아 <표 5-11>의 결과는 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 (-)관계를 보여 機關投資家들은 극단적인 收益性비율을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여준다고 할 수 있다.

9. 活動性비율

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에서 보듯이 機關投資家들의 보유주식과 活動性비율은 9개 연도중 1개 연도만 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였을 뿐, 6개 연도는 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 나타내었다. 따라서, 이 결과는 機關投資家들이 活動性비율이 높은 주식을 선호한다는 것을 의미하여 慎重한 투자法則을 따른다고 하였다.

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 活動性의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 活動性비율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 活動性의 분위를 Q1, 가장 높은 活動性의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 5-12>이다.

<표 5-12> 活動性비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	2,867.491 (1.716)**	1,762.292 (0.729)	2,828.422 (0.970)	632.616 (0.237)	27.554 (0.717)
1992	3,355.103 (2.068)**	922.314 (0.333)	1,461.771 (0.442)	2,026.449 (0.794)	5.114 (0.176)
1993	2,790.775 (1.417)*	-3,516.062 (-1.542)*	286.039 (0.064)	-1,918.971 (-0.896)	17.135 (0.767)
1994	3,671.365 (1.586)*	6,053.938 (2.170)**	4,678.777 (1.359)*	2,257.554 (1.060)	18.787 (0.745)
1995	2,489.286 (1.536)*	-21.207 (-0.009)	354.627 (0.120)	4,895.684 (2.194)**	43.172 (1.980)**
1996	3,184.133 (1.927)**	-4,136.287 (-1.402)*	-453.518 (-0.203)	-1,125.166 (-0.740)	44.237 (2.061)**
1997	3,885.320 (1.474)*	-2,595.409 (-1.100)	-2,107.928 (-0.892)	-204.180 (-0.102)	41.319 (1.667)*
1998	3,400.607 (2.040)**	-1,931.048 (-0.818)	2,122.854 (1.140)	2,063.840 (1.677)*	-11.468 (-0.435)
1999	-725.226 (-0.346)	-584.214 (-0.224)	-7,974.623 (-2.352)**	-243.860 (-0.115)	-61.427 (-1.651)*

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

Q1(가장 낮은 活動性)에서 活動性비율 계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 전혀 없었고 8개 연도(1991년, 1992년, 1993년, 1994년, 1995년, 1996년, 1997년, 1998년)는 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계를 보였다. 이 결과에 의하면 Q1에서는 높은 活動性을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 낮은 活動性을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다.

중간 活動性비율값을 가지는 Q2~Q4에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 4번(Q2의 1994년, Q3의 1994년, Q4의 1995년과 1998년) 나타났고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 3번(Q2의 1993년과 1996년, Q3의 1999년)으로 각각 나타나 어떤

특징을 발견하지 못하였다.

또한 가장 높은 活動性비율값을 가지는 Q5에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 3개 연도(1995년, 1996년, 1997년)로 나타나, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계인 1개 연도(1999년)보다 우세하였지만, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 위배하였다는 확실한 결과를 보이지는 못하였다.

그러므로, 전체적으로 보아 <표 5-12>의 결과는 機關投資家들은 극단적인 活動性을 가지는 주식을 회피하는 성향을 부분적으로 보여주었다고 하겠다.

10. 주식회전율

전체표본에 대한 실증결과인 <표 5-2>에 의하면 機關投資家들이 주식회전율이 높은 주식을 선호하지는 않는다는 것을 발견하여, 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 따르지 않는 것으로 판단된다고 하였다.

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 주식회전율의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 주식회전율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 주식회전율의 분위를 Q1, 가장 높은 주식회전율의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 5-13>이다.

<표 5-13> 주식회전율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	2.727 (0.555)	4.763 (1.405)*	0.560 (0.235)	-1.341 (-1.112)	-0.059 (-0.695)
1992	0.188 (0.032)	7.577 (2.089)**	-2.084 (-0.898)	-0.713 (-0.585)	-0.126 (-1.659)*
1993	-0.878 (-0.338)	0.174 (0.129)	-0.464 (-0.465)	0.041 (0.105)	-0.064 (-1.992)**
1994	0.092 (0.104)	0.541 (0.958)	0.631 (1.401)*	0.046 (0.202)	0.001 (0.039)
1995	1.115 (1.159)	0.163 (0.317)	-0.469 (-0.935)	-0.611 (-1.983)**	-0.003 (-0.147)
1996	-0.168 (-0.133)	0.052 (0.046)	-0.049 (-0.093)	0.613 (1.157)	-0.006 (-0.289)
1997	4.074 (3.310)***	0.737 (0.393)	0.148 (0.253)	-0.383 (-0.967)	-0.062 (-1.456)*
1998	0.959 (1.178)	-0.248 (-0.319)	-0.207 (-0.612)	0.084 (0.312)	-0.016 (-0.542)
1999	0.692 (1.384)*	0.194 (0.512)	-0.041 (-0.111)	-0.494 (-3.495)***	-0.113 (-1.318)*

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%. 계수는 100을 곱한 수치임

분위별의 결과인 위 표는 전체표본의 결과와 다른 양상을 보여준다. 예컨대, Q1 (가장 낮은 주식회전율)에서 주식회전율 계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역 (-)의 관계를 보인 연도는 전혀 없었고, 통계적으로 정(+)의 관계를 나타낸 연도는 2개 연도(1997년과 1999년)으로 나타났다. 이 결과는 Q1에서는 機關投資家들이 높은 주식회전율을 가지는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 낮은 주식회전율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다. 機關投資家들이 높은 회전율을 선호하는 이유는 앞서 변수 설명에서 기술한 바와 같이 첫째로, 일반적으로 기업규모가 클수록 주식회전율이 높은 이유 때문이다. 둘째로, 機關投資家들은 대량 거래를 하는데 주식거래시 주가에 압박효과(price pressure)를 피하려고 하기 때문에 주식회전율이 높은 종목을 선호할 것이다. 셋째로, 주식회전율이 높다는 것은 투자자들이 그 회사를 수용(acceptable)한다고 생각하기 때문이다. 따라서, 투자가 신중하다는 것을 인정받는 지름길은 다른 합리적인 투자주체들도 그 종목을 선택했다는 것을 보여주는 것이다.

중간 주식회전율을 가진 Q2~Q4에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 3번(Q2에서 1991년과 1992년, Q3에서 1994년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 2번(Q4에서 1995년과 1999년) 으로 나타나 어떤 특징을 발견하기 어려웠다.

반면에, 가장 높은 주식회전율을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보인 연도는 한 번도 없었고, 통계적으로 역(-)의 관계를 보인 연도는 4개 연도 (1992년, 1993년, 1997년, 1999년)으로 나타났다. 이는 Q5에서는 낮은 주식회전율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 높은 주식회전율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다고 하겠다. 그만큼 慎重한 투자행태를 보였다고 할 수 있겠다.

전체적으로 보아 <표 5-13>의 결과는 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 (-)관계를 보여 機關投資家들은 극단적인 주식회전율을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여준다고 할 수 있다.

분위별 표본결과를 요약하면, 전체표본결과와 부분적으로 다른 양상을 보이면서 機關投資家들은 극단적인 투자행태를 회피한다는 것으로 나타나 慎重한 투자法則을 대체적으로 준수한다고 할 수 있음을 알 수 있었다. 流動性비율, 부채비율, 배당관련 비율, 收益性 비율, 주식회전율 등은 명확한 신중성을 보였다. 다만 體系的 위험, 주식평가비율, 기업규모, 신용평가, 活動性비율 등은 신중성의 정도가 약한 것으로 나타났지만 그렇다고 이들 변수에 대하여 극단적인 재무비율을 가진 주식에 투자한다는 명확한 결과도 발견하지 못하여, 機關投資家들이 慎重한 투자法則에 위배되는 투자행태를 보인다고 할 수는 없었다.

제5절의 분위별 결과 역시 Eakins 등(1998)의 연구와 비슷한 결과를 도출하였는데, 이를 다음의 <표 5-14>에 요약하였다.

<표 5-14> 분위별 표본에 대한 실증결과의 요약

변수	극단적인 재무비율을 가진 주식에 투자하지 않음으로 慎重한 투자法則 준수하는 지의 여부
1. 體系的위험	○(▲)
2. 流動性비율	○
3. 부채비율	○
4. 배당관련비율	○
5. 기업규모	○(▲)
6. 주식평가비율	○(▲)
7. 신용평점	○
8. 收益性비율	○
9. 活動性비율	○(▲)
10. 주식회전율	○

주) ○ : 준수

▲ : 준수여부가 명확하지 않음

× : 준수하지 않음

제5장의 실증결과를 요약하면 다음과 같다. 우선 전체표본에 대하여 실증분석한 제4절의 결과에 의하면 대체적으로 機關投資家들은 慎重한 투자法則을 준수한다고 할 수 있었다. 예컨대 慎重한 투자法則에 정면으로 위배되는 변수는 10개의 변수 중 2개(流動性비율, 주식회전율)의 변수이고, 收益性비율은 약하게 위배한 결과를 보였으며, 부채비율과 배당비율은 통계적으로 의미가 없는 결과를 얻었다. 따라서, 전체표본에 대한 실증결과는 Eakins 등(1998)의 연구와 비슷하였다.

전체표본을 분위별로 나누어 분석한 제5절의 결과도 역시 대체적으로 機關投資家들은 慎重한 투자法則을 준수하는 편이었다. 예컨대 극단적인 재무비율을 가진 주식을 확실하게 회피하는 결과는 10개의 변수 중 5개를 얻었고, 나머지 5변수(體系的 위험, 기업규모, 주식평가비율, 신용평점, 活動性비율)도 극단적인 재무비율을 가진 주식에 투자한다는 결과도 없어, 機關投資家들이 慎重한 투자法則에 위배되는 투자 행태를 발견할 수 없었다. 따라서, 분위별 결과 역시 Eakins 등(1998)의 연구와 비슷한 결과를 도출하였다.

제6장 국내 機關投資家와 외국인에 대한 실증분석결과

제5장에서는 국내 機關投資家들의 소유지분율(SHARE)을 종속변수로 하여 회귀 분석을 실시하였다. 본 장에서는 제5장을 보완하는 의미로, 국내 機關投資家들의 소유지분율에 외국인 투자자들의 소유지분율을 합한 소유지분율(SHARE2)을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하기로 한다. 따라서, 본 장은 소유지분율의 자료만 다를 뿐 설명변수, 기간, 조사방법론, 분석결과의 해석 등은 제5장과 동일하다.

여기에서의 외국인은 금감위 사업보고서상의 외국인 분류로서 직접투자 외국인과 외국인전용수익증권 또는 외국투자전용회사 등을 통한 간접투자 외국인을 말한다. 외국인이 실질적인 지배권을 가진 국내법인은 내국인으로 분류됐다.

제1절 기술적 통계

본 실증연구에 사용된 종속변수인 소유지분율(SHARE2)에 대한 기술적통계량(descriptive statistics)을 1990년~1999년에 걸쳐 다음의 <표 6-1>에 요약하였다.

<표 6-1> 기간별 소유지분율(SHARE2)의 기술적통계량

변수	연도	평균값*	표준편차	중앙값
소유지분율 (SHARE2)	1990	26.7 (23.2)	28.7	23.6
	1991	24.9 (22.3)	16.5	22.8
	1992	27.7 (23.5)	16.5	25.5
	1993	26.9 (21.0)	15.8	25.7
	1994	25.7 (19.3)	15.7	24.6
	1995	24.9 (18.8)	16.3	23.0
	1996	23.3 (17.3)	16.2	19.8
	1997	20.7 (15.7)	14.9	18.4
	1998	15.3 (9.5)	14.9	11.1
	1999	16.4 (10.5)	18.0	9.6

* : 괄호값은 제6장의 소유지분율(SHARE)의 값

1990년~1999년까지의 10년에 걸친 소유지분율(SHARE2)의 기간별 기술적통계량을 평균값을 기준으로 살펴보면 다음과 같다. 1990년의 26.7%를 시작으로 1997년까지 20% 이상을 유지하다가, IMF영향으로 1998년에 15.3%로 하락한 후 1999년도에 16.4%로 상승하였다. 이 역시 <표 5-1>의 소유지분율(SHARE)의 양상과 비슷한 양상을 보였음을 알 수 있다.

제2절 전체표본에 대한 다중회귀분석 결과

소유지분율(SHARE2)을 이용하여 1991년부터 1999년까지 걸쳐서 각 연도와 9개 연도를 한꺼번에 다중회귀분석을 수행한 각 결과는 <표 6-2>와 같다.

<표 6-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과

변수	1991 ~ 1999	
	계수	T-값
體系的위험	298.035	2.627***
流動性비율	-0.882	-2.087**
부채비율	-0.006	-0.179
배당관련비율	-0.021	-0.234
기업규모	537.037	21.260***
주식평가비율	-0.110	-0.519
신용평점	12.041	2.762***
收益性비율	-2.984	-0.287
活動性비율	16.394	1.239
주식회전율	-0.034	-2.836***
D1	-32.157	-0.223
D2	401.278	2.790***
D3	186.680	1.314*
D4	-88.054	-0.625
D5	-251.235	-1.827**
D6	-419.786	-2.959***
D7	-635.974	-4.296***
D8	-831.690	-5.537***
D9	-1,146.761	-7.848***
R ²	0.2311	
수정 R ²	0.2260	
F값	45.459 (p<0.001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

<표 6-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과(계속)

변수	1991		1992	
	계수	T-값	계수	T-값
體系的위험	-231.865	-0.911	52.785	0.189
流動性비율	-1.634	-1.288*	0.186	0.136
부채비율	-0.313	-0.753	0.527	1.166
배당관련비율	-0.647	-1.296*	0.087	0.025
기업규모	603.344	8.722***	550.414	8.020***
주식평가비율	-0.358	-1.040	-6.442	-1.804**
신용평점	-10.233	-0.890	11.703	0.912
收益性비율	11.857	0.368	-60.761	-1.826**
活動性비율	81.648	1.711**	19.367	0.506
주식회전율	-0.121	-1.455*	-0.124	-1.651**
R ²	0.2447		0.2392	
수정 R ²	0.2211		0.2147	
F값	10.367 (p<0.001)		9.777 (p<0.001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%. 계수는 100을 곱한 수치임

<표 6-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과 (계속)

변수	1993		1994	
	계수	T-값	계수	T-값
體系的위험	1,601.773	5.174***	743.688	2.343***
流動性비율	0.256	0.235	-0.926	-0.890
부채비율	-0.156	-0.551	0.211	0.565
배당관련비율	0.126	0.275	-5.661	-1.812**
기업규모	406.690	5.537***	619.601	9.585***
주식평가비율	-0.245	-0.375	-0.497	-0.495
신용평점	17.607	1.467*	10.416	0.880
收益性비율	-35.853	-1.283	22.708	0.769
活動性비율	29.998	0.906	26.058	0.765
주식회전율	-0.039	-1.210	-0.025	-1.116
R ²	0.3159		0.3450	
수정 R ²	0.2920		0.3214	
F값	13.209 (p<0.001)		14.642 (p<0.0001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

<표 6-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과 (계속)

변수	1995		1996	
	계수	T-값	계수	T-값
體系的위험	1,488.624	4.727***	670.022	2.426***
流動性비율	-0.525	-0.461	-0.377	-0.388
부채비율	0.232	0.654	-0.008	-0.114
배당관련비율	0.130	0.090	-2.730	-0.926
기업규모	445.950	5.651***	711.930	12.385***
주식평가비율	0.641	1.040	0.278	1.083
신용평점	15.083	1.277	13.027	1.170
收益性비율	35.672	0.946	0.189	0.005
活動性비율	38.620	1.244	22.352	0.863
주식회전율	0.002	0.087	-0.035	-1.303*
R ²	0.3829		0.4413	
수정 R ²	0.3620		0.4221	
F값	18.364 (p<0.001)		22.987 (p<0.001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

<표 6-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과 (계속)

변수	1997		1998	
	계수	T-값	계수	T-값
體系的위험	24.722	0.083	7.519	0.022
流動性비율	-0.968	-0.974	-0.277	-0.211
부채비율	-0.137	-0.393	-0.004	-0.097
배당관련비율	-1.169	-1.186	-0.361	-0.216
기업규모	723.385	10.758***	659.404	9.666***
주식평가비율	0.852	0.773	-0.256	-0.180
신용평점	1.762	0.148	26.360	2.283**
收益性비율	75.813	2.076**	20.657	0.600
活動性비율	24.596	0.997	-49.812	-1.313*
주식회전율	-0.107	-2.712***	-0.049	-1.287*
R ²	0.4200		0.3779	
수정 R ²	0.3970		0.3529	
F값	18.249 (p<0.001)		15.125 (p<0.0001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

<표 6-2> 전체표본에 대한 회귀분석 결과 (계속)

변수	1999	
	계수	T-값
體系的위험	129.610	0.296
流動性비율	-2.232	-1.967**
부채비율	-0.552	-0.874
배당관련비율	0.018	0.240
기업규모	584.351	8.316***
주식평가비율	-4.655	-1.874**
신용평점	19.177	1.562*
收益性비율	-3.505	-0.123
活動性비율	-73.811	-1.689**
주식회전율	-0.077	-2.063**
R ²	0.3745	
수정 R ²	0.3475	
F값	13.833 (p<0.001)	

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

1. 9개 연도 전체 처리

< 표 6-2>에서 1991-1999년까지 9개년 전체 기간을 한꺼번에 회귀 분석한 결과를 보면 體系的 위험이 매우 유의한 정(+)의 값을 보였으며 이와는 반대로 流動性 비율은 매우 유의한 역(-)의 값을 나타냈다. 流動性 비율은 명확하게 신중성 원칙과 위배되는 결과이다. 부채비율과 배당관련 비율은 유의성은 없었으나 역(-)의 값을 나타냈다. 기업규모는 매우 유의한 정(+)의 값을 보였다. 또 신용평점은 매우 유의한 정(+)의 값을 보인 반면 주식회전율은 반대 양상을 보였다. 收益性 비율과 주식평가비율도 유의성은 없었으나 역(-)의 값을 나타냈다. 活動性 비율은 유의성은 없지만 정(+)의 값을 보였다. 이 같은 결과는 기업규모, 신용평점 등은 신중성원칙을 수용하는 것이지만 流動性 비율, 주식회전율은 신중성 원칙과 정면으로 배치된다.

한편 연도별 더미 값은 9개 연도 중 6개 연도가 유의한 역(-) 값을, 1개 연도는 유의성 있는 정(+)의 값을 보여 연도별 특이성이 매우 크다는 결론으로, 전체 표본을 연도별로 처리하는 것이 바람직한 것으로 분석됐다. Eakins 등이 실시한 연구방법과 마찬가지로 non-linearity 문제를 해결하기 위한 차원에서도 아래와 같이 각 연도별 회귀분석을 실시했다.

2. 體系的 위험

<표 6-2>에서 보듯이 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 體系的 위험은 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 없었고, 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 값을 4개 연도(1993년, 1994년, 1995년, 1996년)에 걸쳐 보였다. 또한 9개 연도를 한꺼번에 조사한 결과에서도 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 값을 보였다.

이 결과는 국내 機關投資家와 외국인들이 낮은 베타를 가지는 주식을 피하고 높은 베타를 가지는 주식을 선호한다는 것을 의미하는데, <표 5-2>의 결과와 매우 유사하였다.

3. 流動性비율

<표 6-2>에서 나타났듯이 9개 연도중 7개 연도는 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 流動性비율은 통계적으로 의미가 없었고, 2개 연도(1991년과 1999년)는 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였다. 이 결과는 2개 연도치만 역의 관계를 보여 약하기는 하지만, 국내 機關投資家와 외국인들이 流動性비율이 높은 주식을 선호하지는 않는다는 것을 의미한다. 또한 9개 연도를 한꺼번에 조사하여 얻은 결과에서도 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였다. 따라서, 국내 機關投資家와 외국인들이 신중하지 않는다는 것으로 해석될 수 있는데, 이 실증결과는 <표 5-2>와 동일하였다.

4. 부채비율

<표 6-2>에서 보듯이 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 부채비율은 9개 연도중 어느 연도도 통계적으로 의미있는 값을 보였지 못하였고, 9개 연도를 한꺼번에 분석한 결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 보이지 못하였다. 따라서, 국내 機關投資家와 외국인들이 주식을 보유할 때 그 기업의 부채비율을 고려하지 않기 때문에 慎重한 투자法則을 준수하지 않는다고 할 수 있겠는데, 이 실증결과 역시 <표 5-2>와 같았다.

5. 배당비율

<표 6-2>에서 나타났듯이 9개 연도중 2개 연도(1991년과 1994년)만 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 배당관련비율은 통계적으로 의미있는 역(-)의 값을 보였고, 9개 연도를 한꺼번에 조사한 회귀분석에서는 통계적으로 유의한 결과를 보이지 못하였다. 따라서 국내 機關投資家와 외국인들이 주식을 보유할 때 그 기업의 배당비율을 비중있게 고려하지 않는다고 할 수 있겠는데, 이 또한 <표 5-2>의 실증결과와 동일하였다.

6. 기업규모

<표 6-2>에서 보듯이 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 기업규모는 9개 연도 모두에 걸쳐 통계적으로 1%이하인 매우 유의한 정(+)의 값을 보였고, 9개 연도를 한꺼번에 조사하여 얻은 결과에서도 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 값을 얻었다. 이는 국내 機關投資家와 외국인들이 기업규모가 큰 주식을 선호하기에 慎重한 투자法則을 준수한다고 하겠는데, 이 결과 또한 <표 5-2>의 실증결과와 정확히 일치하는 것이다.

7. 주식평가비율

<표 6-2>에서 나타났듯이 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 주식평가비율인 PER는 통계적으로 매우 약한 역(-)의 관계를 보여주었다. 예컨대, 9개 연도 중 2개 연도(1992년과 1999년)만 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였지만, 9개 연도를 한꺼번에 분석한 결과에서는 통계적으로 의미가 없었다.

이 결과는 국내 機關投資家와 외국인들의 투자결정과정에서 PER는 위험과 성장 예측치와 상쇄될 것이라는 본 연구의 예상과 일치하였을 뿐만 아니라, <표 5-2>와 상당부분 동일하였다.

8. 신용평점

<표 6-2>에서 보듯이 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 신용평점의 관계는 9개 연도중 3개 연도(1993년, 1998년, 1999년)는 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였을 뿐 아니라, 통계적으로 유의한 역(-)의 값은 전혀 없었다. 또한, 9개 연도를 한꺼번에 조사하여 얻은 실증결과에서는 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계를 보였다.

IMF구조조정을 받게 된 시기인 1998년과 1999년에 특히 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보여, 국내 機關投資家와 외국인들이 신용등급이 높은 주식을 최근으로 올수록 선호한다고 할 수 있을 것이다. 따라서, 근래에 올수록 慎重한 투자法則을 준수한다고 할 수 있으며, 이 역시 <표 5-2>의 결과와 매우 유사하였다.

9. 收益性비율

<표 6-2>에서 나타났듯이 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 收益性비율은 일관성 있는 관계를 보여주지 못하였다. 예컨대 9개 연도중 1개 연도(1992년)는 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였고, 역시 1개 연도(1997년)는 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였다. 또한 9개 연도를 한 번에 조사한 결과에서는 통계적인 의미가 없었다.

따라서 국내 機關投資家들과 외국인들이 주식투자시 기업의 收益性を 고려하지 않는 결과를 보여준다고 하겠는데, 이 결과는 <표 5-2>와 크게 다르지 않은 결과를 보였다.

10. 活動性비율

<표 6-2>에서 보듯이 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 活動性비율은 9개 연도중 1개 연도(1991년)는 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였고, 2개 연도(1998년과 1999년)는 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 나타내었다. 또한 9개 연도를 한꺼번에 조사한 분석결과에서는 통계적으로 의미 없는 결과를 보였다.

따라서 국내 機關投資家들과 외국인들이 주식투자시 기업의 活動性を 고려하지 않는 결과를 보여준다고 하겠는데, 이 역시 <표 5-2>와 크게 다르지 않은 결과를 보였다.

11. 주식회전율

<표 6-2>에서 나타났듯이 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 주식회전율은 9개 연도 중 6개 연도(1991년, 1992년, 1996년, 1997년, 1998년, 1999년)에 걸쳐 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 나타내었고, 9개 연도를 한꺼번에 분석한 실증결과에서는 통계적으로 유의한 역(-)의 결과를 보였다.

이는 국내 機關投資家와 외국인들이 주식회전율이 높은 주식을 선호하지 않다는 것을 의미하기 때문에 慎重한 투자法則을 따르지 않는다고 할 수 있는데, 이 결과 역시 <표 5-2>와 매우 비슷하였다.

전체표본에 대한 본 연구의 실증결과를 제5장의 4절과 비교한 결과, 10개의 설명 변수 중 收益性비율과 活動性비율만 약간 달랐을 뿐, 나머지 8개 변수는 매우 유사하였거나 동일하였음을 발견할 수 있었다.

제3절 5분위 표본에 대한 회귀분석 결과

여기에서는 각 연도별 자료에 대하여 10개의 설명변수 각각에 대하여 크기를 5분위로 배열한 다음 각 분위(quintile)별로 다중회귀분석을 실시하였는데, 그 결과는 <표 6-3>부터 <표 6-13>에 걸쳐 나타나 있다. 설명변수별로 5분위로 나누어 가장 낮은 5분위 (Q1) · 가장 높은 분위 5분위 (Q5)를 각각 극단적인 값을 가진 분위, 중간값을 가진 분위(Q2~Q4)로 분류하였다.

1. 體系的위험

국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 體系的위험의 관계를 살펴보기 위하여, 각 연도자료를 베타의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 베타의 5분위를 Q1, 가장 높은 베타의 5분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-3>이다.

<표 6-3> 體系的위험을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	3,579.017 (2.395)**	-2,058.853 (-0.899)	-4,537.262 (-0.924)	-7,014.654 (-1.375)*	-285.906 (-0.769)
1992	6,912.662 (2.750)***	2,850.001 (1.008)	-3,830.181 (-1.883)**	334.258 (0.142)	2,706.092 (-1.035)
1993	2,065.986 (1.011)	2,970.680 (0.999)	-920.139 (-0.324)	701.244 (0.116)	2,339.945 (1.781)**
1994	2,913.565 (2.086)**	-2,464.087 (-0.900)	-1,80.807 (-0.312)	4,583.441 (0.826)	-3,908.646 (-1.694)**
1995	1,934.534 (1.156)	818.310 (0.251)	-677.761 (-0.165)	-1,271.535 (-0.478)	-77.559 (-0.060)
1996	3,763.803 (3.490)***	3,802.035 (1.236)	-4,443.464 (-0.947)	-5,693.088 (-1.295)	828.643 (0.482)
1997	1,834.448 (1.411)*	1,495.735 (0.367)	-5,031.025 (-1.170)	-1,853.916 (-0.381)	-116.884 (-0.078)
1998	-822.683 (-0.592)	-3,687.750 (-1.023)	4,143.654 (0.565)	165.462 (0.031)	-119.679 (-0.042)
1999	1,241.021 (0.853)	-1,981.161 (-0.533)	-2,294.188 (-0.396)	-4,907.022 (-0.896)	2,049.503 (0.635)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

Q1(가장 낮은 베타)에서 베타계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 전혀 없었고 5개 연도 (1991년, 1992년, 1994년, 1996년, 1997년)는 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계를 보였다. 이 결과에 의하면 Q1에서는 높은 베타를 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 낮은 베타를 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다.

중간 베타값을 가지는 Q2~Q4에서는 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 2번(Q3에서 1992년, Q4에서 1991년)으로 나타났을 뿐 어떤 특징을 발견하지 못하였다.

또한 가장 높은 베타값을 가지는 Q5에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 1개 연도(1993년)에 나타났고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계도 1번(1994년)으로 나타나, 극단적으로 높은 베타를 가지는 주식을 회피하는 정도가 매우 낮다는 것을 보여준다.

전체적으로 보아 <표 6-3>의 결과는 Q1에서 (+)관계를 확실히 보였고 Q5에서 높은 베타를 회피하는 정도가 매우 낮아, 국내 機關投資家와 외국인들이 극단적인 베타값을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여준다고 하겠는데, 이는 <표 5-4>의 결과와 동일하였다.

2. 流動性비율

여기에서는 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 流動性비율과의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 流動性비율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 流動性비율의 5분위를 Q1, 가장 높은 流動性비율의 5분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-4> 이다.

<표 6-4> 流動性비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	8.423 (0.541)	-28.162 (-1.107)	9.092 (0.034)	12.922 (0.880)	-1.875 (-0.847)
1992	53.499 (2.431)***	-39.102 (-1.329)*	14.216 (0.410)	-17.871 (-0.993)	1.311 (0.577)
1993	-7.048 (-0.380)	-4.555 (-0.200)	17.245 (0.572)	1.531 (0.129)	-0.355 (-0.186)
1994	-0.192 (-0.012)	-6.617 (-0.241)	-41.459 (-1.962)**	3.889 (0.335)	-0.246 (-0.134)
1995	35.341 (1.682)*	20.875 (0.982)	21.333 (0.940)	-14.021 (-0.774)	-1.111 (-0.567)
1996	-0.067 (-0.004)	9.801 (0.333)	52.961 (2.331)**	-1.728 (-0.131)	-0.651 (-0.324)
1997	11.972 (0.420)	15.553 (0.690)	48.405 (2.116)**	-23.745 (-1.793)	-0.950 (-0.626)
1998	-3.743 (-0.202)	14.803 (0.501)	-29.818 (-0.953)	-2.719 (-0.120)	4.173 (1.918)**
1999	26.939 (0.637)	-7.350 (-0.254)	12.972 (0.578)	-5.681 (-0.371)	-0.646 (-0.371)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

Q1(가장 낮은 流動性)에서 流動性비율 계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 나타낸 연도는 1번도 없었고, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 2개 연도(1992년, 1995년)에 나타났다. 이는 국내 機關投資家와 외국인들이 낮은 流動性비율을 가지는 주식을 회피하는 경향이 있다는 것을 보여준다.

중간 流動性을 지니는 Q2~Q4에서는 어떤 특징을 발견하기 힘들었다. 즉, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 2번(Q3에서 1996년과 1997년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 2번(Q2에서 1992년, Q3에서 1994년) 이었다.

또한, 가장 높은 流動性을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보인 연도는 1개 연도(1998) 이었지만, 나머지는 유의성은 없지만 역(-)의 관계를 보였다. 이는 Q5에서는 낮은 流動性비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 높은 流動性을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다고

하겠다.

그러므로, <표 6-4>의 결과를 보면 국내 機關投資家와 외국인들이 극단적인 流動性비율을 가지는 주식을 회피하는 경향이 있다고 하겠는데, 이 역시 <표 5-5>와 같은 결과를 보여주었다.

3. 부채비율

여기에서는 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 부채비율과의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 부채비율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 부채비율의 5분위를 Q1, 가장 높은 부채비율의 5분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-5>이다.

<표 6-5> 부채비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	19.287 (1.630)*	7.194 (0.509)	17.757 (1.602)*	2.651 (0.357)	-0.604 (-1.234)
1992	25.662 (2.442)***	-8.294 (-0.725)	5.511 (0.608)	-3.497 (-0.463)	-0.018 (-0.019)
1993	12.263 (1.041)	10.108 (0.907)	-5.988 (-0.795)	1.468 (0.214)	-0.202 (-0.697)
1994	-1.262 (-0.129)	1.463 (0.171)	-9.967 (-1.101)	1.084 (0.189)	0.431 (1.014)
1995	9.102 (0.971)	16.392 (1.396)*	2.836 (0.311)	-6.750 (-1.550)*	0.143 (0.330)
1996	5.174 (0.615)	6.280 (0.823)	-3.761 (-0.351)	-1.318 (-0.228)	-0.165 (-0.667)
1997	-2.983 (-0.290)	-5.610 (-0.544)	-6.024 (-0.808)	-4.770 (-1.240)	-0.553 (-0.869)
1998	16.518 (1.744)**	11.237 (1.206)	3.506 (0.667)	-3.620 (-0.656)	-0.035 (-0.812)
1999	7.633 (0.709)	2.026 (0.188)	5.800 (0.425)	-0.159 (-0.028)	-2.849 (-1.548)*

주) 통계적 유의수준 (단측검정) * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

Q1(가장 낮은 부채비율)에서 부채비율 계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 한 번도 없었고, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 나타낸 연도는 3개 연도(1991년, 1992년, 1998년)로 나타났으며, 나머지 연도도 대부분 정(+)의 관계를 나타내었다. 이 결과는 Q1에서는 국내 機關投資家와 외국인들이 높은 부채비율을 가지는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 낮은 부채비율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다.

중간 부채비율을 가진 Q2~Q4에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 2번(Q2에서 1995년, Q3에서 1991년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 1번(Q4에서 1995년) 으로 나타나 어떤 특징을 발견하기 어려웠다.

반면에, 가장 높은 부채비율을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 한 번도 없었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 보인 연도는 1개 연도(1999년)로 나타났으며, 나머지도 유의하지는 않지만 거의 역(-)의 관계를 보였다. 이는 Q5에서는 낮은 부채비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 높은 부채비율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다고 하겠다.

전체적으로 보아 <표 6-5>의 결과는 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 (-)관계를 보여 국내 機關投資家와 외국인들이 극단적인 부채비율을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여준다고 할 수 있다. 이 역시 <표 5-6>의 결과와 일치하였다.

4. 배당관련비율

여기에서는 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 배당비율과의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 배당성향의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 배당성향의 분위를 Q1, 가장 높은 배당성향의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-6>이다.

<표 6-6> 배당비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	-2.276 (-1.144)	23.880 (0.465)	-73.274 (-2.119)**	44.017 (1.990)**	-1.037 (-1.305)*
1992	-4.473 (-0.075)	31.447 (0.855)	-102.792 (-1.683)**	-28.916 (-0.857)	2.990 (0.391)
1993	47.952 (0.154)	9.943 (0.330)	47.339 (0.815)	-22.824 (-0.681)	-0.367 (-0.592)
1994	150.237 (0.326)	31.380 (0.834)	17.347 (0.404)	-43.788 (-1.330)*	-12.774 (-2.038)**
1995	-146.343 (-1.091)	117.179 (2.691)***	-26.375 (-0.741)	-25.070 (-0.717)	2.313 (1.079)
1996	19.390 (1.668)*	8.705 (0.182)	7.256 (0.203)	-43.056 (-1.606)*	-6.712 (-1.046)
1997	-	-0.644 (-0.061)	2.727 (0.089)	16.195 (0.683)	-1.866 (-1.948)**
1998	-	-	14.869 (0.538)	18.645 (0.580)	-0.588 (-0.284)
1999	-	-	0.380 (0.013)	-9.641 (-0.297)	-0.010 (-0.130)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

- : 자료 자체의 심한 왜도(skewness)와 다공선성(multicollinearity)문제로 분석에서 제외하였음

Q1(가장 낮은 배당성향)에서 배당계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 나타낸 연도는 한 번도 없었고, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 1번(1996년)으로 나타났다. 따라서, 이 분위에서 국내 機關投資家들과 외국인들이 높은 배당비율을 가지는 주식을 선호하기에, 극단적인 재무비율을 가지는 주식을 회피하는 성향을 보여준다.

중간 배당비율을 가진 Q2~Q4에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 2번(Q2에서 1995년, Q4에서 1991년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 4번(Q3에서 1991년과 1992년, Q4에서 1994년과 1996년) 으로 나타나 어떤 특징을 발견하기 어려웠다.

반면에, 가장 높은 배당비율을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정

(+)의 관계를 보인 연도는 한 번도 없었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 3번 (1991년, 1994년, 1997년) 보였고 나머지도 거의 역(-)의 관계를 보였다. 이는 Q5에서는 낮은 배당비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 높은 배당비율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다고 하겠다.

그러므로, <표 6-6>의 결과는 국내 機關投資家와 외국인들이 극단적인 배당비율을 가지는 주식을 회피하는 경향이 있음을 보여주는데, 이 역시 <표 5-7>의 결과와 같았다.

5. 기업규모

여기에서는 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 기업규모와의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 주식시가총액의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 시가총액의 분위를 Q1, 가장 높은 시가총액의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-7>이다.

<표 6-7> 기업규모를 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	908.082 (1.435)*	1,155.045 (0.801)	1,554.214 (0.929)	1,008.582 (1.588)*	198.415 (0.992)
1992	1,476.301 (3.498)***	2,936.662 (1.837)**	-751.057 (-0.678)	202.240 (0.317)	380.642 (2.042)**
1993	864.890 (2.128)**	-2,244.879 (-1.487)*	161.525 (0.163)	1,391.432 (1.946)**	294.977 (1.236)
1994	807.947 (1.154)	2,861.037 (2.209)**	836.642 (0.967)	489.449 (0.619)	326.575 (1.759)**
1995	1,403.620 (2.775)***	310.377 (0.286)	964.782 (1.081)	872.742 (1.054)	-73.580 (-0.312)
1996	506.311 (1.504)*	1,192.506 (1.324)*	191.800 (0.267)	979.299 (1.433)*	392.248 (1.919)**
1997	1,615.692 (2.144)**	1,283.678 (1.386)*	2,928.917 (2.997)***	2,391.473 (2.953)***	377.570 (1.581)**
1998	111.478 (0.572)	1,907.481 (1.419)*	3,035.905 (3.120)***	-274.502 (-0.370)	763.997 (3.909)***
1999	653.500 (1.612)*	-1,376.801 (-1.522)*	1,374.881 (1.762)**	765.017 (0.932)	829.001 (3.632)***

주) 통계적 유의수준 (단측검정) * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

위 표는 두 번의 약한 역(-)의 관계(Q2의 1993년과 1999년)를 제외하고, 모든 분위에 걸쳐서 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계인 결과를 보여주는데, 이는 <표 6-8>의 결과와 정확히 일치하는 것이다.

그러나 전술하였듯이, <표 6-7>은 Q1에서 (-)관계를 나타내고 Q5에서 (+)관계를 나타내는 것이 아니라 거의 모든 분위에 걸쳐서 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계로 보여주기 때문에, 국내 機關投資家와 외국인들이 慎重한 투자法則을 위반한 것은 아니라는 것을 알 수 있다.

6. 주식평가비율

여기에서는 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 PER의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 PER의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 PER의 분위를 Q1, 가장 높은 PER의 분위기를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-8>이다.

<표 6-8> 주식평가비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	194.794 (1.278)	151.385 (1.407)*	-58.781 (-0.782)	17.671 (0.438)	-0.131 (-0.364)
1992	247.845 (1.150)	231.151 (1.042)	69.786 (0.774)	-37.307 (-0.822)	-5.293 (-1.260)
1993	165.154 (1.286)	199.410 (1.151)	36.738 (0.338)	74.994 (2.081)**	-0.386 (-0.474)
1994	124.689 (0.889)	-52.827 (-0.544)	-16.745 (-0.207)	-31.842 (-0.742)	-0.518 (-0.563)
1995	111.003 (1.479)*	6.098 (0.064)	53.988 (0.639)	65.329 (1.844)**	0.341 (0.452)
1996	3.243 (0.028)	-14.030 (-0.121)	2.724 (0.027)	-45.219 (-1.467)*	0.230 (0.851)
1997	90.934 (0.891)	-45.018 (-0.451)	41.593 (0.764)	42.606 (1.211)	1.640 (1.401)*
1998	-90.605 (-1.057)	167.172 (1.774)**	-27.876 (-0.432)	9.827 (0.441)	0.264 (0.180)
1999	504.769 (1.738)**	-288.533 (-1.281)	-31.987 (-0.182)	13.944 (0.145)	-4.943 (-1.544)*

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

Q1(가장 낮은 PER비율)을 제외하고 모든 분위에 걸쳐서 어느 특정한 관계를 보여주지 못하였다. 예컨대 Q1에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 없었을 뿐 아니라, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 2번(1995년과 1999년) 이었고, 나머지도 유의하지는 않지만 정(+)의 관계를 보였다. 그러나 Q2~Q5에서는 어떤 패턴을 발견하기 어려웠다. 하지만 신중하지 못한 전형적인 행태인 Q1에서 (-)관계, Q5에서의 (+)관계를 나타낸 것이 아니다.

따라서, Q1에서는 慎重한 투자法則에 부합하는 결과를 보여주었지만, Q2~Q5에서는 어느 특정한 관계를 보여주지 못하였기 때문에, 국내 機關投資家와 외국인들이 慎重한 투자法則을 위배한 것은 아니라고 할 수 있을 것이다. <표 6-8> 역시 <표 5-9>의 결과와 동일한 내용을 보여주었다.

7. 신용평점

여기에서는 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 신용평점의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 신용평점의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 신용평점의 분위를 Q1, 가장 높은 신용평점의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-9>이다.

<표 6-9> 신용평점을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	38.260 (0.794)	-159.872 (-1.480)*	-5.473 (-0.027)	25.220 (0.214)	-13.729 (-0.358)
1992	56.119 (0.677)	60.303 (0.586)	9.649 (0.043)	177.741 (1.214)	12.883 (0.378)
1993	43.587 (0.998)	-69.332 (-0.547)	47.599 (0.196)	101.273 (0.688)	-4.028 (-0.124)
1994	61.412 (0.793)	23.232 (0.195)	50.554 (0.237)	-43.274 (-0.345)	-9.452 (-0.232)
1995	-13.670 (-0.193)	171.001 (2.331)**	2.659 (0.012)	21.936 (0.152)	-20.199 (-0.537)
1996	153.610 (2.019)**	7.494 (0.055)	-15.100 (-0.124)	9.621 (0.058)	-0.547 (-0.015)
1997	42.947 (0.511)	137.093 (1.106)	93.302 (0.516)	-283.171 (-2.270)**	-29.641 (-0.747)
1998	150.513 (0.866)	183.745 (1.895)**	-164.479 (-0.922)	101.222 (0.589)	34.561 (0.925)
1999	- -	-146.647 (-1.503)*	-123.770 (-0.879)	118.319 (0.946)	20.259 (0.599)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

- : 자료 자체의 심한 왜도(skewness)와 다공선성(multicollinearity)문제로 분석에서 제외하였음

Q1(가장 낮은 신용평점)에서 신용평점계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 나타낸 것은 1번(1996년) 이었고 나머지 역시 대체로 정(+)의 관계를 보였다. 이는 국내 機關投資家와 외국인들이 낮은 신용평점을 가지는 주식을 회피하는 정도가 강하다는 것을 의미한다.

중간 신용평점을 지나는 Q2~Q4에서는 어떤 특징을 발견하기 힘들었다. 즉, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 2번(Q2에서 1995년과 1998년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 3번(Q2에서 1991년과 1999년, Q4에서 1997년) 이었다.

또한, 가장 높은 신용평점을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보인 연도는 한 번도 없었고, 나머지는 유의성은 없지만 역(-)의 관계를 보였다. 이는 Q5에서는 낮은 流動性비율을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 높은 流動性을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다고 하겠다.

그러므로, <표 6-9>의 결과를 보면 국내 機關投資家와 외국인들이 극단적인 流動性비율을 가지는 주식을 회피하는 경향이 있다고 하겠는데, 이 역시 <표 5-10>과 대동소이 하였다.

8. 收益性비율

여기에서는 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 收益性의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 收益性비율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 收益性의 분위를 Q1, 가장 높은 收益性의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-10>이다.

<표 6-10> 收益性비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	425.401 (0.451)	1,202.567 (1.891)**	713.573 (1.494)*	84.347 (0.227)	-0.066 (-0.010)
1992	2,881.572 (1.165)	-12.833 (-0.014)	639.501 (1.279)	-774.664 (-1.731)**	26.967 (0.463)
1993	-1,098.215 (-0.721)	-1,433.700 (-1.801)**	-229.059 (-0.244)	186.528 (0.524)	3.838 (0.075)
1994	- -	-251.760 (-0.331)	-609.591 (-0.870)	83.699 (0.188)	47.072 (0.883)
1995	-529.035 (-0.164)	295.437 (0.262)	-46.094 (-0.076)	406.900 (0.895)	16.354 (0.208)
1996	1,851.611 (0.396)	-971.767 (-1.178)	-967.484 (-1.551)*	425.135 (1.132)	-130.782 (-1.478)*
1997	- -	103.089 (0.067)	-176.567 (-0.276)	-163.411 (-0.358)	50.799 (0.839)
1998	- -	-2,956.581 (-1.017)	-197.361 (-0.289)	-296.678 (-0.639)	12.931 (0.245)
1999	- -	1,604.335 (0.393)	-874.210 (-1.790)**	-80.572 (-0.303)	-21.929 (-0.446)

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

- : 자료 자체의 심한 왜도(skewness)와 다공선성(multicollinearity)문제로 분석에서 제외하였음

위 표는 한 번의 통계적으로 유의한 정(+)의 관계(Q2의 1991년)을 제외하고, 대체로 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 보였다. 그러나, Q1에서는 통계적으로 의미있는 역(-)의 관계가 없었고 역시 Q5에서도 통계적으로 의미있는 정(+)의 관계가 없어서, 국내 機關投資家들과 외국인들이 慎重한 투자法則을 위배하였다는 것을 발견할 수 없었다.

따라서 <표 6-10>의 결과 역시 <표 5-11>과 다르지 않은 결과를 보여주었다고 할 수 있다.

9. 活動性비율

여기에서는 국내 機關投資家와 외국인들의 보유주식과 活動性의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 活動性비율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 活動性의 분위를 Q1, 가장 높은 活動性의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-11>이다.

<표 6-11> 活動性비율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	3,451.381 (1.991)**	-374.3212 (-0.120)	5,467.880 (1.708)**	-595.673 (-0.206)	35.376 (0.721)
1992	3,778.429 (2.333)**	-1,561.737 (-0.380)	-1,699.175 (-0.411)	2,238.740 (0.751)	5.610 (0.124)
1993	4,522.493 (1.716)**	-2,169.548 (-0.704)	-1,026.502 (-0.202)	-2,129.560 (-0.697)	11.343 (0.427)
1994	3,668.396 (1.330)*	8,591.493 (1.439)*	6,422.305 (1.669)*	3,042.712 (1.125)	17.581 (0.515)
1995	1,768.942 (0.853)	-1,708.815 (-0.623)	-1,617.630 (-0.415)	3,435.459 (1.148)	37.800 (1.322)*
1996	2,311.528 (0.923)	-6,656.749 (-1.913)**	-1,456.900 (-0.426)	-2,350.190 (-1.094)	29.727 (1.119)
1997	4,770.908 (1.282)	-4,665.978 (-1.480)*	-5,034.422 (-1.882)**	-2,150.716 (-0.853)	54.541 (1.963)**
1998	-1,849.934 (-0.658)	-2,540.550 (-0.563)	-347.555 (-0.119)	2,657.716 (1.087)	-40.477 (-0.722)
1999	-11,729.124 (-2.794)**	-2,412.506 (-0.474)	-7,460.947 (-1.621)*	1,712.920 (0.612)	-99.741 (-1.971)**

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

Q1(가장 낮은 活動性)에서 活動性비율 계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 한 번(1999년) 있었고 4개 연도(1991년, 1992년, 1993년, 1994년)는 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계를 보였다. 이 결과에 의하면 Q1에서는 높은 活動性을 갖는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 낮은 活動性을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다.

그러나 Q2~Q5에서는 어떤 패턴을 발견하기 어려웠는데, 그렇다고 Q1에서 (-)관계, Q5에서 (+)관계를 나타내지 않아 국내 機關投資家와 외국인들이 慎重한 투자法

則을 위배한 것은 아니라고 할 수 있었다. 한마디로 <표 6-11> 역시 <표 5-12>의 결과와 동일한 내용을 보여주었다.

10. 주식회전을

여기에서는 機關投資家들의 보유주식과 주식회전율의 관계를 다시 조사하기 위하여, 각 연도자료를 주식회전율의 크기로 5분위로 배열하였다. 가장 낮은 주식회전율의 분위를 Q1, 가장 높은 주식회전율의 분위를 Q5로 하여 각 분위에 대하여 다중회귀분석을 시행한 결과가 <표 6-12>이다.

<표 6-12> 주식회전율을 5분위로 분류한 표본에 대한 회귀분석 결과

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)	계수 (T-값)
1991	1.473 (0.230)	6.291 (1.662)*	0.637 (0.201)	-1.139 (-0.900)	-0.069 (-0.796)
1992	8.242 (0.851)	11.655 (2.553)***	-2.921 (-1.126)	-0.291 (-0.210)	-0.196 (-1.958)**
1993	-0.634 (-0.201)	-0.595 (-0.346)	-0.172 (-0.132)	0.227 (0.536)	-0.117 (-2.244)**
1994	0.917 (0.787)	1.422 (2.148)**	0.607 (0.880)	-0.204 (-0.660)	-0.012 (-0.318)
1995	0.102 (0.076)	0.247 (0.425)	-0.504 (-0.692)	-0.934 (-2.237)**	-0.008 (-0.337)
1996	-1.656 (-0.884)	0.052 (0.034)	0.187 (0.234)	0.081 (0.134)	-0.024 (-1.028)
1997	2.795 (1.471)*	1.424 (0.626)	0.324 (0.450)	-0.621 (-1.201)	-0.111 (-2.332)**
1998	-1.038 (-0.686)	0.747 (0.649)	0.098 (0.136)	0.087 (0.257)	-0.043 (-0.438)
1999	0.588 (0.693)	0.538 (0.886)	-0.149 (-0.300)	-0.683 (-4.056)***	-0.153 (-1.331)*

주) 통계적 유의수준 * : 10% ** : 5% *** : 1%

계수는 100을 곱한 수치임

분위별의 결과인 위 표는 전체표본의 결과와 다른 양상을 보여준다. 예컨대, Q1

(가장 낮은 주식회전율)에서 주식회전율 계수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 역(-)의 관계를 보인 연도는 전혀 없었고, 통계적으로 정(+)의 관계를 나타낸 연도는 1개 연도(1997년)에 나타났다. 이 결과는 Q1에서는 국내 機關投資家와 외국인들이 높은 주식회전율을 가지는 주식을 선호한다는 것을 보여주기 때문에, 매우 낮은 주식회전율을 가지는 주식을 회피한다는 것을 의미한다.

중간 주식회전율을 가진 Q2~Q4에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 3번(Q2에서 1991년과 1992년, 1994년) 이었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계가 2번(Q4에서 1995년과 1999년) 으로 나타나 어떤 특징을 발견하기 어려웠다.

반면에, 가장 높은 주식회전율을 가진 Q5에서는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보인 연도는 한 번도 없었고, 통계적으로 역(-)의 관계를 보인 연도는 4개 연도 (1992년, 1993년, 1997년, 1999년)으로 나타났다.

전체적으로 보아 <표 6-12>의 결과는 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 (-)관계를 보여 機關投資家들은 극단적인 주식회전율을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여주었다고 할 수 있는데, 이 역시 <표 5-13>과 정확히 일치하였다.

요약하여, 제6장에서 전체표본이나 분위별표본 모두가 제5장의 분석결과와 거의 같은 결론을 도출할 수 있었다.

제 7 장 결 론 및 연구의 한계

제1절 결 론

재무학적으로 자본형성(capital formation)이라는 말은 시설투자, 재고, 회사건물 등의 장기적인 수명을 지니는 재화의 증가를 말한다. 자본형성은 국가경제발전의 원동력이 된다. 자본주의 사회에서 자본형성은, 자본을 필요로 하는 부문에게 자본을 연결시켜 주는 시장없이 불가능하다. 즉, 대규모 자본을 형성하기 위해서는 자금의 수요자와 공급자를 연결시켜 주는 시장이 필요한데, 이러한 역할을 하는 시장이 금융시장이다.

금융시장은 단기자금의 수요와 공급을 연결시키는 자금시장(money markets)과 장기성 자금의 수급을 연결시키는 자본시장(capital markets)이 있는데, 기업은 계속 기업(going concern)을 가정하므로 장기성 자금이 중요하다. 좁은 의미에서 자본시장은 증권시장(securities markets)을 말하는데, 증권시장의 참여자 가운데 機關投資家(institutional investors)가 있다. 우리나라에서도 최근으로 올수록 증권 및 금융시장의 규모가 확대되면서 기관투자자들의 구실이 한층 중요시 되어 왔고, 특히 자본시장의 국제화·개방화의 추세에 따라 機關投資家の 역할 및 영향이 매우 중요하다.

機關投資家들은 受託者(fiduciary)인데, 受託者란 제3자의 믿음아래 그의 이익을 위해 또는 그를 대신해서 맡겨진 일을 하는 사람으로 정의된다. 受託者는 타인의 자산을 관리함에 있어 항상 신중하고 사려 깊게 행동해야 하고, 고객에게 충성(loyalty for clients)을 다해야 하는 등 慎重한 투자法則에 의거하여야 할 것이다. 慎重한 투자를 하지 못하고 위험이 큰 자산에 투자해서 결국 손해를 보는 결과를 빚는 등 受託者가 慎重한 의무를 제대로 이행하지 못한 경우 고객들의 손해보상소송에 직면하게 된다. 선진국 투자신탁업계에서 慎重한 사람法則(Prudent man rule)은 受託者의무(fiduciary duty)의 핵심내용이다.

본 연구의 목적은 미국의 기관투자자들에게 요구되는 慎重한 투자法則이 한국에서도 적용되는지를 판단하기 위해, 국내 機關投資家들의 보유주식의 특성을 실증분

석하는데 있다.

국내에서는 아직 慎重한 사람 法則이 법상 구체적으로 성문화되어 있지 않고, 다만 포괄적인 의미의 受託者 책무인 선량한 관리자로서의 주의의무를 규제하고 있다. 민사법의 모범이 되는 민법(681조)을 비롯해 신탁법(28조), 증권투자신탁업법(17조) 등은 물론 각종 機關投資家별 내부 지침에도 이같은 선량한 관리자로서의 주의의무를 규정하고 있어 국내 機關投資家들 역시 기초적으로는 신중성을 유념하고 있다고 할 수 있다.

그러나, 향후 기관투자자들을 통한 일반인의 간접투자비중이 크게 증대하면서 기관투자자들의 선량한 관리자로서의 책임이 더 한층 강조될 것으로 예상된다. 따라서 국내에서도 조만간 영미국가에서 확립된 Prudent man rule이 국내법에 수용될 여지가 있는 것으로 보인다.

기존의 국내연구는 機關投資家の 역할을 서술적으로 언급하거나 기관들의 보유비중을 숫자로 나열하여 기술한 정도에 불과하다. 뿐만 아니라, 외국에서도 기관보유주식 파악의 한계 등으로 소수의 연구만이 있을 뿐이다.

이에 따라 機關投資家들이 보유한 주식의 특성을 慎重한 사람 法則에 의거하여 실증분석한 본 연구는 국내 機關投資家들의 매매패턴의 발전에 상당한 기여를 할 것으로 기대된다. 지금까지 우리 나라에서 慎重한 투자法則에 입각하여 機關投資家들의 보유주식의 특성을 실증분석한 연구는 전혀 없기 때문에, 본 연구는 이 분야에서 국내최초의 논문이 될 것이다.

慎重한 투자法則에 대한 실증연구의 방법은 다음의 두 가지로 이루어졌다. 첫 번째 방법으로, 우리나라의 경우에도 慎重한 투자원칙이 적용될 것이라는 가정하에 ①베타, ②유동비율, ③부채비율, ④배당, ⑤주식의 시장가치, ⑥PER, ⑦신용평점, ⑧총자산이익률, ⑨총자산회전율, ⑩주식회전율 등의 10개의 설명변수를 이용하여 機關投資家 보유주식의 재무적 특성을 회귀분석을 이용하여 분석하였다.

두 번째 방법으로, 機關投資家들이 신중하게 투자한다면 극단적인 재무비율을 가지는 주식에 투자하지 않을 것이라는 가설 하에, 전체표본을 10개의 설명변수의 크기로 5분위로 분류하였다. 설명변수별로 5분위로 나누어 가장 낮은 분위(Q1)·가장 높은 분위(Q5)를 극단적인 값을 가진 분위, 중간값을 가진 분위(Q2~Q4)로 분류

하여 회귀분석을 하였다.

결산일을 기준으로 1990년 1월 1일 이전에 증권거래소에 상장되어 1999년 말 현재까지 계속 상장되어 있는 기업중 금융업종과 관리종목을 제외한 결과, 357개기업이 최종적인 표본기업으로 선정되었다.

전체표본에 대한 회귀분석결과를 각 재무변수에 대하여 분석하면 다음과 같다.

體系的위험에 대한 설명변수의 결과는 9개 연도중 1개 연도만 제외하고, 機關投資家들의 보유주식과 體系的위험은 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 값을 보였다. 이 결과는 機關投資家들이 낮은 베타를 가지는 주식을 피하고 높은 베타를 가지는 주식을 선호한다는 것을 의미한다.

流動性비율에 대한 설명변수의 결과는 9개 연도중 7개 연도는 機關投資家들의 보유주식과 流動性비율은 통계적으로 의미가 없었고, 2개 연도는 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였다. 이 결과는 2개 연도치만 역의 관계를 보여 약하기는 하지만, 機關投資家들이 流動性비율이 높은 주식을 선호하지는 않는다는 것을 의미한다. 流動性비율이 높으면 안정성이 높은데, 이러한 주식을 선호하지 않는다는 것은 機關投資家들이 신중하지 않다는 것으로 해석될 수 있다.

부채비율이라는 설명변수는 9개 연도중 어느 연도도 통계적으로 의미있는 결과를 보이지 못하였다. 따라서, 이는 국내 機關投資家들이 주식을 보유할 때 부채비율을 고려하지 않을 수 있다고 하였다.

배당관련비율에 대한 설명변수는 통계적으로 의미있는 역(-)의 값을 보인 것은 9개 연도중 1개 연도였다. 따라서 이 결과는 機關投資家들이 주식을 보유할 때 그 기업의 배당비율을 비중있게 고려하지 않는다고 할 수 있다.

기업규모에 대한 설명변수는 9개 연도 모두에 걸쳐 통계적으로 1%이하인 매우 유의한 정(+)의 값을 보였다. 이는 機關投資家들이 기업규모가 큰 주식을 선호하는 것을 의미하는데, 慎重한 투자가설에 부합되게 주식종목을 선택한다는 것을 보여 주었다고 할 수 있다.

주식평가비율인 PER의 설명변수는 일관성이 있는 관계를 보여주지 못하였다. 이 결과는 機關投資家들의 투자결정과정에서 PER는 위험과 성장예측치와 상쇄되기 때문에 그 역할이 모호할 것이라는 본 연구의 예상과 일치하였다.

신용평점의 설명변수는 9개 연도중 4개 연도는 통계적으로 유의한 정(+)의 값을

보였을 뿐 아니라, 통계적으로 유의한 역(-)의 값은 전혀 없었다. 특히 IMF 구조 조정기간 이후인 1999년에서 신용등급은 유의한 정(+)의 값을 보였는데, 이 결과는 機關投資家들이 신용등급이 높은 주식을 최근으로 올수록 선호한다고 할 수 있을 것이다. 따라서, 본 연구결과는 근래에 올수록 機關投資家들이 愼重한 투자法則을 준수하는 결과를 발견하였다.

收益性비율의 설명변수는 9개 연도중 통계적으로 유의한 정(+)의 관계는 없었고, 통계적으로 유의한 역(-)의 관계는 3번으로 나타났다. 따라서, 이는 機關投資家들이 기업의 收益性이 높은 주식을 선호하지 않으므로, 愼重한 투자法則을 준수하지 않는다고 하겠다.

活動性비율의 설명변수는 9개 연도중 1개 연도만 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였을 뿐, 6개 연도는 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 나타내었다. 따라서, 이 결과는 機關投資家들이 活動性비율이 높은 주식을 선호한다는 것을 의미하여, 機關投資家들이 愼重한 투자法則을 준수하는 결과를 발견하였다.

주식회전율의 설명변수는 9개 연도 중 1개 연도만 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였으며, 5개 연도는 통계적으로 유의한 역(-)의 값을 보였다. 그러므로, 이 결과는 機關投資家들이 愼重한 투자法則을 따르지 않는다는 것으로 해석할 수 있었다.

따라서, 전체표본에 대한 실증결과는 10개의 설명변수 가운데 愼重한 투자法則에 정면으로 위배되는 변수는 2개(流動性비율, 주식회전율)의 변수일 뿐, 收益性비율은 愼重한 투자法則에 위배되는지 확실하게 알 수 없었거나, 약하게 위배하는 결과를 보였다고 하겠다. 부채비율과 배당관련비율은 통계적인 의미가 없었고, 기업규모, 신용평점, 活動性비율은 愼重한 투자가설에 부합하였다. 본 연구결과는 대체적으로 Eakins 등(1988)의 실증결과와 비슷하였다.

전체표본을 각 재무변수에 대하여 5분위로 나눈 표본별 회귀분석 결과를 파악한 것은 다음과 같다.

體系的위험의 설명변수는 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 높은 베타를 회피하는 정도가 매우 낮아 機關投資家들은 극단적인 베타값을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여주었다. 流動性비율의 설명변수는 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 (-)관계를 보여 機關投資家들이 극단적인 流動性비율을 가지는 주식을 회피하는 경향이

있음을 나타내었다.

부채비율의 설명변수 역시 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 (-)관계를 보여 機關投資家들은 극단적인 부채비율을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여주었다. 배당비율의 설명변수는 Q1에서는 낮은 배당성향을 회피하는 정도가 매우 낮고, Q5에서는 (-)관계를 보여 機關投資家들이 극단적인 배당비율을 가지는 주식을 회피하는 경향이 있음을 나타내었다.

기업규모의 설명변수는 거의 모든 분위에 걸쳐서 통계적으로 매우 유의한 정(+)의 관계인 특이한 결과를 나타내었는데, 이 또한 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 위배한 것은 아닌 결과를 보였다. 주식평가비율(PER)과 신용평점의 설명변수들 또한 Q1에서는 (+)관계를 보였지만 Q2~Q5에서는 어느 특정한 관계를 보여주지 못하였는데, 이 역시 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 위배한 것은 아닌 결과를 발견하였다.

收益性비율의 설명변수는 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 (-)관계를 보여 機關投資家들은 극단적인 收益性비율을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 보여주었다.

活動性비율의 설명변수는 Q1에서는 (+)관계를 보였지만 Q2~Q5에서는 어느 특정한 관계를 보여주지 못하였는데, 이 또한 機關投資家들이 慎重한 투자法則을 위배한 것은 아닌 결과를 발견하였다. 주식회전율의 설명변수는 Q1에서는 (+)관계, Q5에서는 (-)관계를 보여 機關投資家들은 극단적인 주식회전율을 가지는 주식을 회피하는 성향이 있음을 나타내었다.

따라서, 분위별 표본결과는 機關投資家들은 극단적인 투자행태를 회피한다는 것으로 나타나 慎重한 투자法則을 대체적으로 준수한다고 할 수 있음을 알 수 있었다. 변수별로 보면 流動性비율, 부채비율, 배당관련 비율, 收益性 비율, 주식회전율 등은 명확한 신중성을 보였다. 다만 體系的 위험, 주식평가비율, 기업규모, 신용평가, 活動性비율 등은 신중성의 정도가 약한 것으로 나타났지만 그렇다고 이들 변수에 대하여 극단적인 재무비율을 가진 주식에 투자한다는 명확한 결과도 발견하지 못하여, 機關投資家들이 慎重한 투자法則에 위배되는 투자행태를 보인다고 할 수는 없었다.

또한 국내 機關投資家들의 보유주식의 재무적 특성을 보완하는 의미에서, 국내 機關投資家들의 보유지분에 외국인의 보유지분을 합쳐 회귀분석을 실시하였는데, 전체표본이나 분위별 표본에서 앞의 결과와 거의 같은 결론을 도출할 수 있었다.

한편 이같은 연구 결과는 우리나라가 미국과 같은 신중성 원칙을 법적으로 명확하게 규정하지 않고 있음에도 불구하고 국내 機關投資家가 신중성 원칙을 지키고 있음을 보여주는 것이어서 다소 의외로 받아들여 질 소지도 있다. 그러나 국내의 선량한 관리자로서의 주의 의무가 민법에서부터 가장 하위규정인 機關投資家별 내부 지침에 이르기까지 강조되고 있어 機關投資家들은 미국과 강도의 차이는 있지만 기조적으로 慎重한 속성을 지니고 있다는 것을 반증하는 것으로 볼 수 있다.

또 우리나라의 경우 과거 정치적 의도에 따라 부분적으로 주가부양 차원에서 기관들이 주식을 사도록 직간접적으로 강요당한 것도 사실이지만 본 연구의 결과만을 놓고 본다면 이 같은 경우에도 시가총액이 높은 우량주를 매입한 경우가 많아 역시 신중성을 위배하는 상황까지는 가지 않았던 것으로 추정할 수 있다.

이밖에 우리나라에서도 慎重한 투자 法則을 국내법에 수용할 필요가 있는가에 대해서는 이미 선량한 관리자로서의 주의의무가 있기 때문에 필요성이 없다는 주장이 있을 수 있으나 향후 기관들의 비중이 더욱 확대되면서 개인들의 간접투자가 늘어나면 양자간의 법률 분쟁의 소지도 많아 질 것으로 예상된다. 따라서 機關投資家の 의무를 보다 명확히 하는 신중성의 원칙을 도입할 필요는 있을 것으로 판단된다.

제2절 연구의 한계 및 향후 연구방향

본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다.

첫째로, 국내에서는 아직 慎重한 사람 法則이 법규상 구체적으로 성문화되어 있지 않고, 다만 포괄적인 의미의 受託者 책무에 대한 법규만 있을 뿐이다. 국내에서는 신중성을 위배했다고 해서 機關投資家가 이를 이유로 委託者로부터 소송을 당한 사례는 거의 없었던 것으로 파악된다. 미국의 신중성 원칙과 한국의 선량한 관리자로서의 주의의무는 같지 않은 측면이 적지 않다. 외국에서 機關投資家들의 투자 패턴인 慎重한 투자法則을 그대로 한국적 상황에 적용하기에 무리가 있을 수 있다.

둘째로, 자료의 제한을 들 수 있다. 본 연구의 機關投資家보유주식은 한국신용평가(주)의 자료를 이용한 결과, 증권회사·보험회사·투자신탁회사·은행·종합금융회사·상호신용금고 등의 보유지분율을 합산한 것이다. 따라서 연기금과 공제회의 보유주식이 원천적으로 배제되어 있다. 이러한 본 연구의 한계점을 해소할 수 있

는 방안을 찾아서 분석을 수행한다면 보다 좋은 연구결과가 제시될 수 있을 것으로 판단된다.

세 째로, 機關投資家の 행태에 대한 신중성 판단의 잣대는 수없이 많을 수 있다. 예컨대, 국채 및 회사채-주식 보유 비율, 포트폴리오 정도, 收益性이 낮은 계열사 주식 보유 여부, 펀드매니저의 보수체계 등 여러 가지 측면에서 살펴 볼 수 있다. 본 연구는 Eakins 등의 모델을 적용해서 신중성 여부를 판단한 것이므로 본 연구의 결과만으로 機關投資家の 신중성을 전적으로 판단하기는 무리가 있을 수 있다.

향후 연구로 다음의 세 가지를 제시한다. 첫째로, 은행·증권회사·투자신탁회사·보험회사 등 機關投資家로 분류하여 보유주식의 특성을 분석을 하였으면 한다. 왜냐하면 업종특성상 은행은 높은 流動性이 요구되고 투자기간이 단기적일 것임에 반해, 생명보험회사는 상대적으로 낮은 流動성과 장기적인 투자기간 일 것이기 때문에 두 機關投資家들의 보유주식의 특성을 다를 것이다.

둘째로, 주식시장의 투자수익률은 호황기·불황기마다 다르기 때문에, 機關投資家들의 보유주식의 특성을 증권시장의 강세기간 혹은 약세기간별로 구분하여 분석하는 것도 좋을 듯하다.

세 째로, 본 연구에서는 機關投資家和 機關投資家 및 외국인 지분율의 합을 각각 따로 회귀분석하면서도 機關投資家和 외국인간의 행태를 명확하게 비교 분석하지 않았다. 국내에서는 외국인들의 herding behavior등에 대한 불만의 목소리도 높은 실정인데, 機關投資家和 외국인간의 신중 투자 정도를 비교 분석함으로써 외국인들의 행태를 보다 명확하게 알 수 있을 것으로 보인다.

참 고 문 헌

<국내문헌>

김동순과 김병선, “機關投資家の 역할에 관한 연구 - 기업경영의 효율성 및 주가행태에 대한 효과”, 증권정책 심포지엄, 한국증권학회, 2000년 11월.

김인준과 김동석, 「機關投資家の 역할 활성화 방안」, 투신협회, 1998년 12월.

이인섭과 고광수, 「한국증시의 機關投資家와 주가행태에 관한 연구」, 한국증권연구원, 1993년.

증권거래소, 「주식」, 각년 각월호.

한국신용평가정보, 「신용평가와 신용평점」.

<외국문헌>

Badrinath, S. G., G. D. Gay, and J. R. Kale, "Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial 'Safety-Net' Hypothesis," *Journal of Risk and Insurance*, 1989, 605-629.

Belsley, D. A., E. Kuh, and R. E. Welsh, *Regression Diagnostics: Identifying Influential Data and Sources of Collinearity*, New York, John Wiley & Sons, 1980

Black F., "The Dividend Puzzle," *Journal of Portfolio Management*," 1976, 5-8.

Black F. and M. Scholes, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns," *Journal of Financial Economics*, 1974, 1-22.

Brav, A. and J. B. Heaton, "Did ERISA's Prudent Man Rule Change the Pricing of Dividend Omitting Firms?" 1998.

Coffee, John, " Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor," *Columbia Law Review*, 1991.

- Chan, L., H. L. Chen and J. Lakonishok, "On Mutual Fund Investment Styles," Working Paper, *National Bureau of Economic Research*, Massachusetts, 1999.
- Church, J. W. and R. B. Seidel, "Rearming the Prudent Man," *Trusts and Estates*, September 1986. pp. 24-27
- Cready, W. M., "Determinants of Relative Investor Demand for Common Stocks," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1994, 487-507.
- Dahlquist, M. and G. Robertsson, "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics," *Journal of Financial Economics*, 2001, 413-440.
- Davis, E. P, "Implications of the Growth of Institutional investors for the Financial Setors," Discussion Paper PI-2001, The Pensions Institute, London, 2000.
- Del Guercio, D., "The Distorting Effect of the Predent Man laws on Institutional Equity Investments," *Journal of Financial Economics*, 1996, 31-62.
- Downen, R. J. and W. S. Bauman, "A Fundamental Multifactor Asset Pricing Model," *Financial Analysts Journal*, 1986, 45-51.
- Droms, W. G., "Fiduciary Responsibilities of Investment Managers and Trustees," *Financial Analysts Journal*, 1992, 58-64.
- Eakins, S. G., S. R. Stansell, and P. E. Wertheim, "Institutional Portfolio Composition: An Examination of the Prudent Investment Hypothesis," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 1998, 93-109.
- Falkenstein, E. G., "Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings," *Journal of Finance*, 1996, 111-135.
- Fama, E. F. and K. R. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 1992, 427-465.

Fama, E. F. and K. R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds," *Journal of Financial Economics*, 1993, 3-56.

Fama, E. F. and K. R. French, "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns," *Journal of Finance*, 1995, 131-155.

Feldstein, M., "Tax Policy and International Capital Flows," Working Paper, *National Bureau of Economic Research*, Massachusetts, 1994.

Friedman, B. M, "Economic Implications of Changing Share Ownership," Working Paper, *National Bureau of Economic Research*, Massachusetts, 1995.

Gompers, P. A. and A. Metrick, "Institutional Investors and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 1999.

Hagerman, R. and M. Zmijewski, "Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice," *Journal of Accounting and Economics*, 1979, 141-161.

Hawley J. P. and A. T. Williams, *The Rise of Fiduciary Capitalism*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press, 2000

Hessel, C. A. and M. Norman, "Financial Characteristics of Neglected and Institutionally Held Stocks," *Journal of Accounting Auditing and Finance*, 1992, 313-334.

Jagannathan, R. and Z. Wang, "The Conditional CAPM and the Cross-Section of Expected Returns," *Journal of Finance*, 1996, 3-53.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976, 305-360.

Kang, J. K. and R. M. Stulz, "Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics*, 1997, 3-28.

Kim, W. and S. Wei, "Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis,"

Working Paper, *National Bureau of Economic Research*, Massachusetts, 1999.

Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "The Impact of Institutional Investors Trading on Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, 1992, 22-43.

Levich, Richard M., G. S. Hayt and B. A. Ripston, "1998 Survey of Deriveratives and Risk Management Practices by U.S. Institutional Investors," 1999

Longstreth, B, *Modern Investment Management and the Prudent Man Rule*, Oxford University Press, 1986

Monks, Robert A.G., and Nell Minow, *Corporate Governance*. Cambridge, MA, 1995

O'Brien, P. G. and R. Bhushan, "Analyst Following and Institutional Ownership," *Journal of Accounting Research* (Supplement), 1990, 55-76.

Pozen, R. C., "The Prudent Person and ERISA: A Legal Perspective," *Financial Analysts Journal*, March/April 1977, p. 31.

Shefrin, H. and M. Statman, "Making Sense of Beta, Size, and Book-to-Market," *Journal of Portfolio Management*, 1995, 26-34.

Sias, R. W., "Volatility and the Institutional Investor," *Financial Analysts Journal*, 1996, 13-18.

Yong, R. H. and J. J. Lombard, *Fiduciary Responsibilities in Investments, Trusts and Estates*, 1985.

Vittas, Dimitri, "Institutional Investors and Security Markets: Which comes First?" Presented at the ABCD LAC Conference, 1998, San Salvador.

Walters, J. L., "An Overview of Fiduciary Law," in S. Levine, ed., *The Investment Mangers Handbook* (Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1980), p. 575.

Watts, R. and J. Zimmerman, "Towards a Positive Theory of the Determination

of Accounting Standards," *The Accounting Review*, 1978, 112-134.

Zimmerman, J., "Taxes and Firm Size," *Journal of Accounting and Economics*, 1983, 119-149.

Abstract

A Study on Conformity to Institutional Investors
to the Prudent Man Rule

-With a Focus on Financial Characteristics of Common
Stockholdings in the Korean Stock Market-

Jang, Yong Sung

Major in Finance

Department of Business Administration

Graduate School of Han Sung University

One of the most important developments in financial markets in recent years throughout the world has been the institutionalization of saving associated with the institutional investors. Institutional investors exercise a dominant influence on the developments in primary and secondary securities markets, in the money market and in the foreign exchange market.

Within the OECD area, institutional investors recorded increases in their assets (on average 12 per cent) over the period 1990-1998. In case of Korea the percentage shares controlled by institutional investors in the Korean stock market increased up to 28% in 1990 from 8.16% in 1980. Due to the aftereffects of Asian currency crisis the ratio dropped to 14.76% in 2000. As the economic situation is normalized the institutional investors' common stockholding will be increasing again.

The institutional investors are required to conform to the prudent man rule in the United States. There are equivalent rules to the prudent man rule of the United States in Korea. The Korean civil law and the Trust law require all kinds of trustees to exercise the duty of precaution as a good manager. Due to this fiduciary responsibility institutional investors are concerned with the appearance of their portfolios and avoid extremes. For example, institutional investors avoid stocks with either high or low beta, debt ratio, or return on

assets.

Given the influence wielded by the institutional investors, it is surprising that relatively few studies have examined the determinants of institutional demand for common stock around the world. In particular there is not a single study on this subject as of now.

This paper investigate the relationship between the level of institutional ownership and various firm specific factors mainly based on the model developed by Eakins, Stansell and Wertheim. I select a variety of firm specific characteristics and ratios to determine whether institutional investors appear to choose those firms most likely to be considered prudent investments. The variable selection includes Beta, current ratio, debt to asset ratio, dividend payout ratio, market equity, price to earning ratio(PER), ratings, return on assets, total asset turnover, turnover ratio.

The sample used in this study included all 357 firms listed on Korean Stock Market excluding financial institutions continuously between 1990 and 1999.

The percentage shares held by institutions in each firm is computed by summing the number share held by institutions and dividing by the total number of shares outstanding. The percentage is regressed on the 10 variables. The results of the tests on the full sample are following as:

The results of the tests on the full sample

variable	expected	the results	prudent or not
1. beta	+/-	+	○(▲)
2. current ratio	+	-	×
3. debt ratio	-	insignificant	▲
4. dividend	+	insignificant	▲
5. market equity	+	+	○
6. PER	+/-	inconsistent	○(▲)
7. ratings	+	+	○
8. ROA	+	weak -	×(▲)
9. TAT	+	+	○
10. turnover ratio	+	-	×

○ : conformity to the prudence

▲ : unclear × : no conformity.

The above results reported here only weakly support the prudent man investment hypothesis. Therefore I further investigate the relationships to determine whether nonlinearities are distorting my results. Using the data for each year, I first sorted the data by the size of the variable under examination. I then divided the data into size quintiles and ran the multivariate regression for each quintile separately. The results of the tests by quintile are following as:

The results of the tests by quintile

variable	prudent or not
1. beta	○(▲)
2. current ratio	○
3. debt ratio	○
4. dividend	○
5. market equity	○(▲)
6. PER	○(▲)
7. ratings	○
8. ROA	○
9. TAT	○(▲)
10. turnover ratio	○

The conclusions suggested by the results of the quintile analysis differs substantially from those from the full sample analysis reported. The quintile regression results indicate a preference for the mid-range and an avoidance of the extremes. This evidence support that Korean institutions also try to conform to the prudence even though the country does not have the prudent man rule.