

우리나라 금융시장의 쏠림 현상

2005. 12

강 경 훈
한국금융연구원

I. 머리말

쏠림(herd behavior)은 사전적 의미로 一群의 개인들이 상호간의 조정(coordination) 없이도 비슷한 행동을 취하는 현상을 지칭한다. 쏠림 현상은 인간의 본원적인 행태 가운데 하나로서 인간뿐 아니라 동물들도 무리지어 다니는 경우를 흔히 볼 수 있다. 또한 쏠림 현상은 인간의 흉내내기 본능으로부터 비롯되었다는 설명도 들을 수 있다. 이러한 인간의 근원적인 문제로서의 쏠림 현상을 설명하는 것은 이 글의 목적이 아니다. 단지 경제학의 관점에서, 즉 합리적 의사결정의 주체들이 어떠한 상황에서 쏠림 현상을 나타내는지에 대한 설명이 주요 관심사이다.

群集行動이라고도 불리우는 쏠림 현상은 인간과 관련된 모든 영역에서 광범위하게 나타나지만 경제학에서도 주요한 이슈로 취급되고 있으며 이에 대한 정의도 다양하다. Devenow와 Welch(1996)는 쏠림 현상을 “개인들간에 연계되어 있는 행동 패턴(behavior patterns that are correlated across individuals)”라고 정의한 바 있으며 Banerjee(1992)는 “각 개인이 자신의 사적 정보에 따라 행동하지 않고 타인의 행동을 쫓는 현상(the phenomenon by which everyone does what everyone else is doing, even when their private information suggests doing something quite different)”이라고 정의한 바 있다.

이러한 쏠림 현상은 세계 어느 곳에서도 발견할 수 있으나 우리나라 금융시장의 경우 유독 심하다는 평을 듣는다. ‘패거리 금융문화’라고도 불리는 이 현상은 금융시장에서도 자주 나타나 우리나라 금융부문의 고질적인 병폐로 지적되기도 한다. 이 글은 ‘문화’에 대하여 분석하지는 않고 단지 우리나라 금융시장의 쏠림 ‘현상’의 사례와 그 원인 및 정책적 시사점에 대하여 생각해 본다. 그러나 ‘패거리 금융문화’라는 용어가 존재한다는 사실 자체가 우리나라에서 쏠림 현상이 얼마나 만연해 있는지를 잘 보여준다고 하겠다.

최근 우리나라 금융시장에서 발견되는 쏠림 현상의 하나로 2000년 주식시장에서의 바이코리아 열풍을 들 수 있다. 금융회사들의 주식시장에 대한 장밋빛 전망과 이에 따른 개인 투자자들의 집단적인 주식 매입의 쏠림 현상은 결국 IT 버블의 붕괴와 함께 막을 내렸다. 증권시장에서의 쏠림 현상이

있을 뒤 얼마 지나지 않아 카드산업에서도 쏠림 현상이 나타났다. 카드회사들의 과도한 팽창 경쟁으로 신용카드가 남발되고 대출이 무분별하게 확대되었으며, 그 결과 수많은 신용불량자가 발생하고 카드회사가 부실화되었다.¹⁾ 또한 2003년경에 은행들이 중소기업 대출을 무리하게 늘린 것 역시 연체율 상승과 은행 경영의 부실화로 연결되었다.

쏠림 현상은 채권시장에도 나타나고 있다. 2004년말경 기관투자자들의 금리하락에 대한 기대가 쏠리면서 장기채 매입이 크게 늘어났으나 2005년 들어 향후 금리상승의 기대감으로 장기채 수익률이 상승함에 따라 큰 손실이 유발된 바 있다. 또한 최근 장기금리의 상승폭이 한국은행 금통위의 정책금리 인상폭 및 단기금리 상승보다 큰 것도 쏠림 현상의 결과로 지적되고 있다.

한편 2004년말부터 불붙기 시작한 금융회사들의 우량고객 확보 경쟁 역시 쏠림 현상의 사례로 제시될 수 있다. 금융회사들이 자산건전성을 높이고 안정적인 수익원을 마련하기 위해 우량고객을 확보하는 것은 자연스러운 일이다. 그러나 우량고객이 각계 각층에 광범위하게 분포되어 있는 데 비하여 각 금융회사의 마케팅이 의사, 변호사 등 특정 직종에 집중되는 것은 쏠림 현상으로 볼 수 있다. 실제로 이들 직종에 경쟁적으로 확대한 대출의 연체율이 일반 가계대출에 비하여 높게 나타난 사례도 많이 있다. 최근에는 은행들이 주택담보대출을 경쟁적으로 확대하여 부동산시장의 과열 현상을 부추겼다고 지적되고 있는데 이 역시 쏠림 현상의 하나로 예시될 수 있다.

지금까지 살펴본 사례들에서 알 수 있듯이 우리나라 금융시장의 쏠림 현상은 매우 다양하다. 미래에 대한 기대가 특정 방향으로 몰리는 경우도 쏠림 현상으로 지칭되며 여러 투자자들이 한 종목에 집중 투자하거나 금융기관들이 같은 상품의 판매에 주력하는 사례도 있다. 그런데 여러 가지 쏠림 현상 가운데서도 '주제 또는 테마(theme)의 쏠림'이 특징적이다. 즉 하나의 변수가 어떻게 움직일지에 대한 기대의 쏠림 현상도 우리나라 채권시장이나 외환시장에서 자주 발견되는 것이 사실이나 이는 해외사례에서도 자주 찾아볼 수 있으며 우리나라의 경우가 외국에 비하여 더 심하다는 증거도 없다. 이에 비하여 주제의 쏠림 현상은 해외에서도 찾아볼 수는 있으나 우리나라에서 유

1) 카드사태 당시 기업은행장이었던 김종창 금융통화위원은 2005년 11월 29일 이화여대 경영대학원 여성 최고경영자(CEO)과정 특강에서 기업은행장 시절의 성공과 실패 사례를 강의하는 도중 카드사태의 주요 원인을 카드사들의 '군집행동'으로 지적한 바 있다. (한국경제신문, 2005.11.29)

독 심하다는 주장을 많이 들을 수 있다. 더욱이 바이코리아 열풍이나 카드대란 등에서 알 수 있듯이 쏠림에 따라 전체 금융시스템의 불안정성이 심화되는 등 그 악영향이 매우 크기 때문에 보다 심각한 문제이다.

한편 앞의 사례들을 전체적으로 보았을 때 '주제의 쏠림 현상'을 하나 더 찾아볼 수 있다. 즉, 이번에는 중소기업 대출로 다음에는 주택담보대출로 또 다음에는 우량고객 확보 경쟁으로 금융기관들이 몰려다니는 현상 자체가 하나의 쏠림 현상이다. 각 금융기관이 영업 전략을 짤 때 특정 이슈에 집중하는 이 현상은 마치 주식시장에서 투자자들이 특정 종목에 집중 투자하는 것과 비슷한 현상으로 보인다. 이하에서는 이론적 분석을 통하여 각 금융시장에서의 쏠림과 함께 금융시장 전반에 걸친 금융기관들간의 쏠림에 대한 설명을 시도한다.

이 글은 4개의 절로 구성되어 있다. 다음 절에서 쏠림 현상을 설명하는 기존의 문헌에 대하여 간략히 고찰한 후 Ⅲ절에서 우리나라 금융시장의 쏠림 현상을 분석한다. 특히 우리나라 쏠림 현상의 특징인 '주제(theme)의 쏠림 현상'에 대한 이론적 분석을 시도하고 이에 따른 경제적 시사점을 도출한다. Ⅳ절에서 Ⅲ절까지의 논의를 총괄하고 향후 연구 방향을 제시한다.

II. 기존 연구

앞 절에서는 우리나라 금융시장에서 발생하는 쏠림 현상의 특징이 '주체의 쏠림'이라고 하였다. 그러면 이러한 주체의 쏠림은 왜 생기는 것일까? Keynes는 주식시장의 전문적인 투자자들이 특정 주식의 내재가치에 대한 깊이 있는 조사연구에 근거하여 투자하지 않고 다른 투자자들에게 매력이 있는지에 주목하여 투자하기 때문에 미인대회(beauty contest)의 심사위원들과 유사하다고 비판한 바 있다. 다른 투자가의 기대가 주요 관심사인 경우 자연스럽게 인기 종목으로의 쏠림 현상이 발생하게 된다.

Froot, Scharfstein 및 Stein(1992)은 투자가의 시야가 단기일 경우 이와 같은 미인대회 현상이 발생하여 쏠림이 유발될 수 있다고 주장하였다. 특정 종목의 자산을 장기간 보유할 경우 그 자산의 내재가치가 실현되는 것을 기다리게 되기 때문에 다른 투자가의 기대에 별로 관심을 기울일 필요가 없다. 그러나 단기에는 다른 투자가의 투자행위에 따라 가격이 변동하기 때문에 이들이 무슨 생각을 하는지에 대하여 주목하여야 한다는 것이다. Froot, Scharfstein 및 Stein(1992)이 예시하는 어느 외환시장 투자가의 말을 들어보자.

우리가 하는 일의 90%는 기대(perception)와 관련된 것이다. 이러한 기대가 옳건 틀리건 사실이건 그것은 중요하지 않다. 중요한 것은 시장의 다른 사람들이 이를 믿느냐의 여부이다. 이런 점이 비합리적(crazy)이며 잘못이라는 것을 나도 안다. 그러나 이런 점을 무시할 경우 나는 생계를 유지하기 어렵게 될 것이다. 이 시장에서 비즈니스의 성공 여부는 초 단위의 의사결정에 달려 있다. 만일 당신이 여러 가지 생각에 일부를 소모한다면 이는 바로 손실로 귀결된다. 시장의 다른 사람보다 다섯 걸음 앞서나가는 일은 자살행위나 다름없다.

위에 예시한 외환시장 투자가의 말은 Keynes가 일반이론에서 지적한 미인대회의 비유와 매우 흡사하다. 전문적인 투자자들이 특정 자산의 내재가치에 대한 분석보다는 다른 투자가들의 예상에 더 관심이 있다는 것이다.

직업적 투자자는 100매의 사진 가운데서 가장 얼굴이 아름다운 6인을 선택하여

그 선택이 투표자 전체의 평균적인 선호에 가장 가까운 사람에게 상품이 수여되는 신문투표와 비교될 수 있을 것이다. 이 경우에는 각 투표자는 그 자신이 가장 아름답다고 생각하는 얼굴을 선택하는 것이 아니라 다른 투표자들의 성미에 가장 잘 맞을 것으로 생각되는 얼굴을 선택하여야 하며, 거기에다 또 투표자들은 모두가 문제를 같은 관점으로부터 보고 있는 것이다. 여기에서 문제가 되는 것은 자기의 최선의 판단으로서 진실로 가장 아름다운 얼굴을 선택하는 것도 아니며, 더구나 평균적인 의견이 가장 아름답다고 진정하게 생각하는 얼굴을 선택하는 것도 아니다. 평균적인 의견이 어떤 평균적인 의견을 기대하고 있는가를 예견하는 것에 우리의 知力을 집중시키는 제3차의 영역에 우리는 도달해 있는 것이다. 나아가서는 제4차, 제5차 및 그 이상 고차의 수단을 부리고 있는 사람도 있을 것으로 나는 믿는다.

Froot, Scharfstein 및 Stein(1992)에 따르면 투자가의 투자시야가 단기인 경우에 투자가들의 조사연구 행위 간에 긍정적 여파(positive spillover) 및 전략적 보완관계(strategic complementarity)가 있기 때문에 투자가들이 조사연구를 한 쪽 방향으로 수행할 가능성이 높다고 주장하였다. Cooper (1999)는 전략적 보완 관계를 '어느 경기자의 높은 수준의 행위가 다른 경기자들로 하여금 높은 수준의 행위를 선택할 유인을 제공하는 관계'로 정의하고 있다.²⁾ 이에 대한 보다 엄밀한 정의는 다음과 같다.³⁾

I 명의 경기자간에 이루어지는 비협조게임(noncooperative game)을 상정하자. 경기자 i 가 전략 e_i 를 $[0, 1]$ 가운데 선택하고 다른 경기자들이 e_{-i} 를 선택할 경우 경기자 i 의 보수(payoff)는 $\sigma(e_i, e_{-i}, \epsilon_i)$ 가 된다. ϵ_i 는 i 의 보수함수를 나타내주는 파라미터이다. 이 보수함수는 $\sigma_{11} < 0$ 이고 $\sigma_{13} > 0$ 인 성질을 가지고 있다. 각 경기자가 동질적일 경우 $\epsilon_i = \epsilon$ 이고 대칭 내쉬균형을 구하고자 하면 위 보수함수를 $\sigma(e_i, e, \epsilon)$ 로 표시할 수 있게 된다. 이 때 전체 변역에서 $\sigma_{12} > 0$ 일 경우 이 비협조게임의 경기자들은 전략적 보완관계를 맺고 있고 $\sigma_{12} < 0$ 일 경우에는 전략적 대체관계를 맺고 있다고 정의한다.

예를 들어 Hotelling 모형에서는 가격이 각 경기자의 선택변수가 될 수

2) "...this condition implies that higher actions by other players provide an incentive for the remaining player to take a higher action as well." Cooper (1999), p19.

3) Cooper (1999), pp 19~20.

있는데 이 때 각 경기자의 가격은 상호간에 전략적 보완관계에 있다. 즉 경기자 A가 가격을 올리면 경기자 B 역시 가격을 올리는 것이 유리하기 때문에 각 경기자의 반응곡선은 양의 기울기를 갖는다. 이와 반대로 꾸르노 게임(Cournot Game)에서는 각 경기자의 선택변수인 산출량 사이에 전략적 대체관계가 있다.

기관투자자들의 쏠림 현상을 이들의 조사연구 행위 간의 전략적 보완 관계에 기초하여 분석한다는 점에서 Froot 등의 모형은 네트워크 효과에 근거하여 기술의 선택 여부를 설명하는 Katz 및 Shapiro(1985)나 Farrell 및 Saloner(1985)의 모형과 유사하다. 그러나 Froot 등의 모형에서 이러한 긍정적 여파나 전략적 보완관계는 정보의 처리 과정에서 발생하는 것이기 때문에 정보의 폭포(information cascade) 모형들과 유사점을 찾을 수도 있다.

한편 De Long, Shleifer, Summers 및 Waldmann(1990) 등은 추종거래자가 존재할 경우 전문적인 투자자들이 추종거래를 예상하고 공격적으로 투자함에 따라 버블이 형성될 수 있음을 이론적으로 보였다. 즉, 전문적인 투자자가 추종거래를 예상하고 더욱 대규모로 투자할 경우 주가가 더 오르고 이에 따라 추종거래자는 더욱 강력한 신호(signal)를 얻어 대규모로 투자함으로써 결국 버블이 형성될 수 있는 것이다. De Long 등은 George Soros의 주식투자 전략을 예로 들고 있다. Soros는 주식투자 전략에 있어 주식의 내재 가치보다는 앞으로의 추종매수에 중심을 두고 투자를 하였다. 소로스는 특정 주식에 대한 공격적인 투자를 통하여 정보를 가지고 있지 않은 투자자들의 투자를 이끌었으며 이러한 전략은 많은 경우 성공적이었다.

추종거래자의 존재에 대한 증거는 많이 있다. Andreassen 및 Kraus(1988)은 실험을 통하여 추종거래가 쉽게 이루어질 수 있음을 보였으며 Frankel 및 Froot(1988)은 1980년대 미국의 외환시장에 대한 실증분석을 통하여 추종거래의 존재를 보인 바 있다. 이외에도 많은 실증분석 및 사례연구가 우리 주위에서 추종거래자를 쉽게 찾아볼 수 있다는 것을 보여주고 있다.

우리나라의 경우 '개미군단'이라고 불리는 주식시장의 개인투자자, 부동산시장의 소규모 투자자 등의 일부가 추종거래를 많이 한다고 알려져 있다. De Long 등이 보인 것처럼 이들의 추종거래를 예상한 전문적 투자자의 공격적 투자에 따라 버블이 형성된 사례도 많이 찾아볼 수 있을 것이다. 예를

들어 특정 지역의 부동산 시장에 호재가 생겼을 때 이를 조금이라도 일찍 들은 부동산 투자가가 매물을 최대한 확보하고 개미 투자자들이 이들을 뒤쫓는 사례를 자주 접한다. 주식시장에서 소위 '작전'과 관련한 많은 투자행위들도 비슷한 메커니즘을 보여주고 있다. '작전'을 펴는 투자가는 당연히 추종매수를 기대하면서 소문을 유포하고 개미 투자자들은 이러한 작전 대열의 앞줄에 서있기를 희망하면서 추격매수를 한다.

그런데 추종매수자와 전문적인 투자가 사이의 動學을 보여주는 De Long 등의 모형은 이 글의 주제와는 다소 차이가 있다. De Long 등의 모형에서는 하나의 자산이 거래되는데 추종매수자와 전문적인 투자가 사이에서 도착 시점이 다른 정보는 하나의 변수에 대한 것일 뿐이다. 즉, 전문적인 투자가와 추종매수자는 하나의 변수를 알게 되는 시점이 다르며 이에 따라 그 자산의 거래에서 버블이 형성될 수 있다는 것이 De Long 등의 요지이다. 한편 이 글은 이와는 조금 다르게 '주제의 쓸림'을 다루고 있기 때문에 하나의 변수를 둘러싼 추종매수자와 전문적인 투자가 사이의 동학이 아니라 여러 개의 변수가 있을 때 추종매수자의 존재가 전문적인 투자가 사이의 쓸림 현상에 어떠한 영향을 주느냐가 주요 관심사이다.

추종거래자의 존재가 기관투자가 사이의 쓸림 현상에 어떠한 영향을 미치는지를 보기 위한 모형 설정은 크게 두 방향으로 이루어질 수 있다. 즉, 기관투자가 사이의 쓸림 현상에 대한 모형에 추종거래자의 존재를 포함시키는 방법과 추종거래자와 기관투자가 사이의 관계에 대한 모형을 2변수 이상으로 확대하는 방법이 있다. 여기서는 전자를 택하여 Froot 등의 모형(1992)에 추종거래자를 포함시켜 분석한다. 후자의 방법도 충분히 가능할 것으로 생각되는데 이는 추후의 연구과제로 남겨두기로 하겠다.

Ⅲ. 모형 설정 및 균형 분석

이 모형은 앞 절에서 소개된 Froot 등(1992)의 모형에 추종거래자 및 수동적 투자자(passive investors)를 추가한 것이다. 특히 β 로 대변되는 추종거래자의 존재가 기관투자자의 조사연구에 대한 의사결정에 어떠한 영향을 주는지에 대하여 주목한다. β 에 대한 정보가 기관투자자와 시장조성자 사이에 대칭적일 경우에는 스피릴 현상은 오히려 완화된다. 그러나 β 에 대한 정보가 기관투자자와 시장조성자 사이에 비대칭적일 경우에는 장기투자의 경우 부정적 여파(negative spillover)와 전략적 대체관계를 증폭하며 단기투자의 경우에는 긍정적 여파(positive spillover)와 전략적 보완관계를 확대하는 효과를 지닌다. 기관투자자 사이의 스피릴 현상은 전략적 보완관계에 기초하고 있기 때문에 β 의 크기에 따라 스피릴 현상이 더욱 심화될 수 있다는 것이 이 모형의 요지이다. 그럼 보다 자세히 모형을 살펴보기로 하자.

1. 모형 설정

가. 정보 변수, 투자가 및 시장조성자에 대한 가정

2개의 변수에 의해 설명되는 하나의 자산이 있다고 가정하자. 즉, $v = a + b$. 이 때 a 와 b 는 서로 독립이며 정규분포를 따르는 확률변수이다. $a \sim N(0, \sigma_a^2)$, $b \sim N(0, \sigma_b^2)$.

시장에는 기관투자자, 노이즈 트레이더와 추종거래자(또는 수동적 투자자)의 세 종류 거래자가 있다. Froot 등의 모형에서는 기관투자자와 노이즈 트레이더만이 존재하는데 여기서 기관투자자는 a 또는 b 에 대한 조사연구를 하는 전문적 투자자이다. 노이즈 트레이더는 a 와 b , 즉 v 에 전혀 관심이 없이 투자를 하는데 이들의 수요는 정규분포를 따르는 확률변수로 표현된다.

한편 추종거래자는 기관투자자의 움직임을 면밀히 관찰하면서 때로는 추격매수 행태를, 때로는 수동적 투자자의 행태를 보이는데 이들의 수요는 기

관투자가의 수요에 β 를 곱한 값으로 표시된다. 추종거래자는 보통 가격이 오르면 매입하고 가격이 떨어지면 매각하는 거래 행태를 보이는데 Froot 등의 모형에 이러한 행태를 보이는 추종거래자를 설정할 경우 모형이 매우 복잡하게 된다. 모형을 보다 간단하게 만들기 위하여 추종거래자의 수요를 기관투자가의 수요에 β 를 곱한 값으로 표시하였는데 우리나라 주식시장이나 부동산시장에서 '큰 손'을 뒤따르는 추종거래자들이 꼭 가격의 움직임에 따라 반응하기보다 '큰 손'의 매수를 쫓는 경우가 많다는 것이 하나의 근거로 제시될 수 있다.

β 역시 a 및 b 와 독립적인 정규분포를 따르는데 계산의 편의를 위하여 β 의 기대값을 0, 분산을 1이라고 가정하자. β 가 양일 경우 추종거래가 더 많고 β 가 음일 경우는 수동적 거래자가 더 많음을 의미한다. 그런데 시장조성자는 β 의 분포만을 알고 있는 데 반해 기관투자가들은 그 실현치를 관찰할 수 있다고 가정하자. 이는 추종거래자들이 기관투자가들의 움직임을 쫓기 위하여 이들과 일정한 관계를 형성하기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

각 투자가의 거래는 위험중립적인 시장조성자에 의하여 중개되는데 시장조성자는 약한 형태의 효율적 시장 역할, 즉 각 투자가의 매매 요청으로부터 v 에 대한 정보를 추출하여 가격을 결정하는 역할을 수행한다. 한편 시장조성자는 잠재적인 경쟁압력에 의하여 아무런 이윤을 얻지 못한다.

나. 게임의 순서

a 와 b 에 대한 조사연구와 각 투자가들의 투자행위는 네 단계를 거쳐 이루어진다. 먼저 시점0에서는 각 기관투자가들이 a 와 b 가운데 어느 변수에 대하여 조사연구할지 정한다. 어느 기관투자가도 두 변수 모두를 조사연구하지 못하며 하나의 변수에 대해서만 조사연구할 수 있다.

시점1에서는 기관투자가들과 노이즈 트레이더들이 각각의 수요를 시장조성자에게 제시한다. 모든 기관투자가는 시점1에 β 의 실현치를 알게 된다. 그런데 모든 기관투자가들의 수요가 시장조성자에게 의하여 반영되지 않고 절반의 기관투자가들이 제시한 수요만이 자산가격에 반영되며 나머지 절반의 기관투자가들이 제시한 수요는 시점2의 가격에 반영된다. 이를 달리 해석하

면 절반의 기관투자가들이 먼저 조사연구의 결과를 얻고 나머지 절반은 나중에 조사연구의 결과를 얻는다고 할 수 있다. 이와 같은 가정은 Froot 등이 기관투자가의 정보가 자산가격에 점진적으로 반영되도록 하기 위해 만든 일종의 장치이다. 결국 시점1과 2의 기관투자가 수요는 $\frac{1}{2}n_a q_a + \frac{1}{2}n_b q_b$ 가 된다. n_a 는 a 를 조사연구한 기관투자가의 숫자이며 q_a 는 a 를 조사연구한 한 기관투자가의 수요를 나타낸다. 여기에는 a 또는 b 를 조사연구한 기관투자가들은 각각 동일한 수요를 갖는다는 가정이 들어 있다.

한편 시점1과 2의 노이즈 트레이더들의 수요는 다음과 같은 확률변수로 표시된다. $\epsilon_1, \epsilon_2 \sim N(0, \sigma_\epsilon^2)$. 물론 ϵ_1 과 ϵ_2 는 서로 독립이며 a 와 b 에 대해서도 독립이다.

시점2에서는 절반의 기관투자가들의 수요와 노이즈 트레이더들의 수요뿐 아니라 추종거래자들의 수요도 시장조성자에게 제시되어 자산가격에 반영된다. 앞에서 가정한 바와 같이 추종거래자들의 수요는 $\beta(\frac{1}{2}n_a q_a + \frac{1}{2}n_b q_b)$ 로 표시된다.

시점3에서는 모든 거래자들이 각자의 포지션을 청산한다. 즉 기관투자가의 시점3 수요는 $-(n_a q_a + n_b q_b)$ 이 되며 추종거래자들의 수요는 마찬가지로 $-\beta(\frac{1}{2}n_a q_a + \frac{1}{2}n_b q_b)$ 이 된다. 노이즈 트레이더들의 수요도 $-(\epsilon_1 + \epsilon_2)$ 가 된다. 시점3에서 각 거래자의 수요가 시점2까지의 수요 합계에 음의 부호를 붙인 것에 불과하기 때문에 시점3의 거래는 자산가격에 아무런 변화를 초래하지 못한다. 따라서 시점3의 자산가격과 시점2의 자산가격이 동일하게 된다.

여기서 자산의 참된 값인 v 가 시점3의 초기에 관측되는 경우를 생각해 보자. 시장조성자는 모든 공개 정보를 자산의 가격에 반영하기 때문에 시점3의 자산가격은 v 가 된다. 자산의 참된 가격이 실현되는 것을 기대하여 투자하는 것을 장기투자자로 부르고 자산의 참된 가격이 실현되기 이전에 자산을 매각하는 것을 단기투자자로 부르기로 하자. v 가 시점3에 관측될 확률이 α 일 때 $\alpha = 0$ 이면 각 기관투자가는 전적으로 단기투자를 하고 있는 것이고 $\alpha = 1$ 일 경우에는 장기투자를 염두에 두게 된다. 마찬가지로 α 가 0에 가까

을 때 각 기관투자자의 시야가 단기적이라고 할 수 있으며 반대로 α 가 1에 가까울 때에는 각 기관투자자의 시야가 장기적이라고 할 수 있다. Froot 등은 α 가 충분히 낮을 경우에 각 기관투자자의 조사연구가 한 쪽으로 쏠리는 현상이 나타난다는 것을 보인 것이다. α 는 외부로부터 주어진 값으로 모두에게 알려져 있다.

각 투자자의 거래 패턴에 대한 가정으로부터 시점1의 매수주문 합계는 $F_1 = \frac{1}{2}n_a q_a + \frac{1}{2}n_b q_b + \epsilon_1$ 이 된다. 이는 Froot 등의 모형에서와 같다. 그러나 시점2의 매수주문 합계는 $F_2 = \frac{1}{2}(1 + \beta)n_a q_a + \frac{1}{2}(1 + \beta)n_b q_b + \epsilon_2$ 로서 Froot 등의 모형에서의 $F_2 = \frac{1}{2}n_a q_a + \frac{1}{2}n_b q_b + \epsilon_2$ 와 달라지는데 이는 추종거래자의 매수주문까지 합쳐졌기 때문이다.

다. 시장조성자의 가격 설정

시장조성자는 위와 같은 매수주문의 흐름 및 투자자의 전략에 대한 예측으로부터 v 에 대한 기대값을 구하여 가격을 설정한다. 매수주문 F_1 에는 추종거래자의 주문이 포함되어 있지 않기 때문에 시장조성자는 a, b 의 확률분포만을 기초로 F_1 의 관측에 따라 v 에 대한 예측치를 구하게 된다. $\lambda_1 F_1$ 이 시장조성자의 v 에 대한 예측치가 되는데 λ_1 은 v 를 F_1 에 대하여 회귀분석했을 때의 계수와 같다.

$$\lambda_1 = \frac{cov[v, F_1]}{var[F_1]} = \frac{cov\left[a + b, \frac{n_a}{2}q_a + \frac{n_b}{2}q_b + \epsilon_1\right]}{var\left[\frac{n_a}{2}q_a + \frac{n_b}{2}q_b + \epsilon_1\right]} \dots\dots\dots (1)$$

매수주문 F_2 에는 추종거래자의 주문도 포함되어 있기 때문에 시장조성자의 β 에 대한 정보가 중요한 역할을 한다. 여기서 앞에서의 가정과 달리 시장조성자가 β 를 정확히 알고 있을 때, 즉 시장조성자와 기관투자자의 β 에 대한 정보가 대칭적인 경우를 생각하여 보자. β 를 정확하게 알고 있는 시장

조성자는 v 에 대한 예측치를 구할 때 $\frac{F_1 + F_2}{2}$ 를 사용하지 않는다. 즉

$$F_2 = \frac{1}{2}(1 + \beta)n_a q_a + \frac{1}{2}(1 + \beta)n_b q_b + \epsilon_2$$

이고 β 를 정확하게 알고 있으므로

$$F_2$$
를 $1 + \beta$ 로 나눈 $\frac{1}{2}n_a q_a + \frac{1}{2}n_b q_b + \frac{\epsilon_2}{1 + \beta}$ 를 사용할 것이다. 이 때 β 가 0

보다 크면 $\frac{F_2}{1 + \beta}$ 는 F_2 보다 높은 가치의 정보를 제공한다. 특히 β 가 매우

클 때에는 $\frac{\epsilon_2}{1 + \beta}$ 가 0에 가까워지기 때문에 노이즈 트레이더의 존재가 거의

무시될 수 있다. 즉, β 의 값이 클수록 시장조성자는 시점2의 매수주문으로부터 순수한 기관투자자의 주문을 추정해낼 수 있고 v 에 보다 근접한 예측치를 구할 수 있다. 이에 따라 시점2의 가격이 v 에 가깝게 되면 단기투자자와 장기투자의 차이가 점차 사라지게 된다. 이러한 현상은 Froot 등의 모형이 자산 가격을 오로지 정보의 흐름으로부터만 도출되는 Kyle의 모형(1985)을 따르기 때문이다. 현실에서는 추종거래자의 매수도 자산 가격을 상승시키는 경우가 더 많다. 기관투자자와 시장조성자 사이에 β 에 대한 정보의 비대칭성이 존재한다고 가정하는 것은 이러한 현실을 모형에 반영하는 방법의 하나로 해석될 수 있을 것이다.

앞에서 가정한 것처럼 시장조성자가 β 의 분포만을 알고 있을 경우에 시장 조성자의 v 에 대한 예측치는 $\lambda_2 \left(\frac{F_1 + F_2}{2} \right)$ 가 된다. 시장조성자는 추종거래자가 기관투자자를 좇아 매수주문을 했다는 사실을 알고 있기 때문에 v 에 대한 예측치를 구할 때 β 를 감안하고자 하나 β 가 $a, b, \epsilon_1, \epsilon_2$ 와 독립이고 기대값과 분산이 각각 0과 1이므로 F_1 과 F_2 에 대하여 같은 가중치를 주게 된다. λ_2

는 λ_1 와 마찬가지로 v 를 $\frac{F_1 + F_2}{2}$ 에 대하여 회귀분석했을 때의 계수이다.⁴⁾

4) 각 기관투자자의 수요 전체가 시점1에 반영되고 β 의 평균이 1이라고 가정하여도 비슷한 결과가 도출될 것으로 보인다. 이 경우 Froot 등의 모형에서 부자연스러운 가정 한 가지를 제거하는 효과가 있다.

$$\lambda_2 = \frac{\text{cov}\left[v, \frac{F_1 + F_2}{2}\right]}{\text{var}\left[\frac{F_1 + F_2}{2}\right]} = \frac{\text{cov}\left[a + b, \frac{n_a}{2}q_a + \frac{n_b}{2}q_b + \frac{\beta}{4}(n_aq_a + n_bq_b) + \frac{1}{2}(\epsilon_1 + \epsilon_2)\right]}{\text{var}\left[\frac{n_a}{2}q_a + \frac{n_b}{2}q_b + \frac{\beta}{4}(n_aq_a + n_bq_b) + \frac{1}{2}(\epsilon_1 + \epsilon_2)\right]} \dots\dots\dots (2)$$

여기서 λ_1 과 λ_2 의 크기를 비교하여 보자. β 가 0인 경우, 즉 Froot 등의 모형에서 λ_2 는 아래와 같다.

$$\lambda_2 = \frac{\text{cov}\left[v, \frac{F_1 + F_2}{2}\right]}{\text{var}\left[\frac{F_1 + F_2}{2}\right]} = \frac{\text{cov}\left[a + b, \frac{n_a}{2}q_a + \frac{n_b}{2}q_b + \frac{1}{2}(\epsilon_1 + \epsilon_2)\right]}{\text{var}\left[\frac{n_a}{2}q_a + \frac{n_b}{2}q_b + \frac{1}{2}(\epsilon_1 + \epsilon_2)\right]} \dots\dots\dots (3)$$

식 (1)과 비교하여 보면 λ_2 가 λ_1 보다 크음을 쉽게 알 수 있다. β 의 도입은 식 (3)의 좌변에서 분모와 분자 모두에 영향을 미치기 때문에 λ_2 의 값을 크게 만들 수도, 작게 할 수도 있으나 시점2의 정보가 시점1보다 많기 때문에 λ_2 가 λ_1 보다 크다는 사실은 유지된다.

2. 균형 분석

전체 게임의 균형을 도출하기 위해 backward induction을 이용하여 마지막 시점의 균형부터 차례로 구하여 보자. 먼저 n_a 및 n_b 가 주어졌을 때 기관투자가의 기대이윤함수를 도출하여 기관투자가의 최적 주문량을 구하여야 한다. 또한 시장조성자의 가격 설정은 이러한 기관투자가의 최적 주문량에 대한 예상이 포함되어 있어야 하므로 시장조성자의 가격설정 방정식과 기관투자가의 최적 주문량 조건을 연립하여 풀어야 시점1의 해를 구할 수 있다. 먼저 기관투자가의 수요로부터 기관투자가의 기대이윤함수 및 최적 주문량을 도출하고 시점1의 균형을 구하도록 하자. 이후 시점1의 균형으로부터 시점0의 조사연구 게임에서 어떠한 균형이 형성되는지 살펴보기로 하겠다.

가. 기관투자가의 기대이윤

기관투자가의 수요는 a 와 b 의 관측치에 달려 있다. 이들이 매수주문을 내는 것은 시점0의 리서치 게임이 끝난 후이기 때문에 n_a 및 n_b 를 주어진 것으로 간주한다. 변수 a 에 대하여 조사한 기관투자가 i 의 주문 q_a^i 가 시점1과 2에서 실현될 확률이 서로 같기 때문에 기관투자가 i 는 $\frac{P_1 + P_2}{2}$ 의 가격을 지불할 것으로 예상하게 된다. P_i 는 시점 $i = 1, 2$ 에서의 자산 가격을 나타낸다. 이 때 v 의 진정한 가치가 시점3에 관측된다면 P_3 는 v 와 같게 되므로 기관투자가 i 는 $E[v - \frac{P_1 + P_2}{2} | a]$ 만큼의 이윤을 기대한다. 한편 v 의 진정한 가치가 시점3 이후에 관측되고 기관투자가 i 의 주문이 시점1에 실현된다면 $E[P_2 - P_1 | a]$ 만큼의 이윤이 예상된다. 그러나 v 의 진정한 가치가 시점3 이후에 관측되고 기관투자가 i 의 주문이 시점2에 실현된다면 아무런 이윤도 기대할 수 없다. 따라서 기관투자가 i 의 기대이윤을 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$U_a^i = q_a^i E \left[\alpha \left(v - \frac{P_1 + P_2}{2} \right) + (1 - \alpha) \frac{P_2 - P_1}{2} \mid a \right] = q_a^i E \left[\alpha v - \frac{P_1}{2} + \frac{P_2}{2} (1 - 2\alpha) \right] \quad (4)$$

a 가 관측된 시점에 v 의 기대값은 a 이다. 따라서 $E[P_1 | a]$ 및 $E[P_2 | a]$ 을 구하면 식 (4)의 기대이윤 U_a^i 를 계산할 수 있다. $P_1 = \lambda_1 F_1$ 이기 때문에 $E[P_1 | a] = \lambda_1 E[F_1 | a] = \lambda_1 (q_a^i + (\frac{n_a}{2} - 1) q_a^{-i})$ 을 구할 수 있다. 여기서 q_a^{-i} 는 a 에 대하여 조사연구한 기관투자가 가운데 i 를 제외한 어느 기관투자가의 주문량이다. 이들이 서로 대칭적이라고 가정하였기 때문에 $(\frac{n_a}{2} - 1) q_a^{-i}$ 를 써서 a 에 대하여 조사연구한 기관투자가 가운데 i 를 제외한 기관투자가의 주문 합계를 표시하였다.

$$P_2 = \lambda_2 \left(\frac{F_1 + F_2}{2} \right) \text{로부터} \quad E(P_2 | a) = \lambda_2 \left\{ \frac{1}{4} (2 + \beta) (q_a^i + (n_a - 1) q_a^{-i}) \right\} \text{를}$$

알 수 있으며 이를 식 (4)에 대입하면 다음과 같은 표현을 얻을 수 있다.

$$\frac{1}{8}q_a^i(8a\alpha - \lambda_2(-1+2\alpha)(2+\beta)(-q_a^{-i} + n_a q_a^{-i} + q_a^i) - 2\lambda_1((-2+n_a)q_a^{-i} + 2q_a^i)) \dots\dots\dots (5)$$

β 가 기관투자자의 투자 결정에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보기 위해 식 (5)를 q_a^{-i} 에 대하여 미분해 보자. 그러면 아래와 같은 표현을 얻을 수 있다.

$$-\frac{1}{8}(2(-2+n_a)\lambda_1 + (-1+2\alpha)(2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2)q_a^i \dots\dots\dots (6)$$

기관투자자의 투자시야가 장기($\alpha = 1$)일 때 q_a^{-i} 가 U_a^i 에 미치는 영향을 살펴 보자. 식 (6)은 $-\frac{1}{8}(2(-2+n_a)\lambda_1 + (2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2)q_a^i$ 이 된다. n_a 가 2보다 크면 전체 값이 마이너스가 되기 때문에 q_a^{-i} 는 U_a^i 에 부정적 여파(negative spillover)가 주고 있음을 알 수 있다. 여기서 β 의 값이 크면 부정적 여파의 크기 또한 커지게 된다.

반면 $\alpha = 0$ 이면 식 (6)은 $\left\{ \frac{1}{8}((2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2 - 2(-2+n_a)\lambda_1) \right\} q_a^i$ 이 된다. 이 가운데 $2(-2+n_a)\lambda_1$ 는 항상 $(2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2$ 보다 작기 때문에 q_a^{-i} 는 U_a^i 에 긍정적 여파(positive spillover)를 주고 있음을 알 수 있다. 이 경우에도 β 의 값이 크면 긍정적 여파의 크기 또한 커지게 된다.

나. 균형 주문량 도출

앞 절의 U_a^i 함수를 이용하여 기관투자자의 최적 주문량을 구해보자. U_a^i 를 q_a^i 에 대하여 1계 미분한 FOC로부터 최적 q_a^i 는 다음과 같다.

$$-\frac{8a\alpha - 2(-2+n_a)\lambda_1 q_a^{-i} - (-1+2\alpha)(2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2 q_a^{-i}}{-8\lambda_1 - 2(-1+2\alpha)(2+\beta)\lambda_2} \dots\dots\dots (7)$$

최적 q_b^i 역시 비슷한 과정을 통하여 다음과 같이 도출할 수 있다.

$$-\frac{8b\alpha - 2(-2+n_b)\lambda_1 q_b^{-i} - (-1+2\alpha)(2+\beta)(-1+n_b)\lambda_2 q_b^{-i}}{-8\lambda_1 - 2(-1+2\alpha)(2+\beta)\lambda_2} \dots\dots\dots (8)$$

여기서 특정 변수에 대하여 조사연구한 기관투자자들 사이의 전략적 보완(strategic complementarity) 및 전략적 대체(strategic substitutability) 관계 여부를 알아보기 위하여 최적 q_a^i 를 q_a^{-i} 로 미분해보자. 식 (7)로부터 다음을 구할 수 있다.

$$-\frac{2(-2+n_a)\lambda_1 + (-1+2\alpha)(2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2}{2(4\lambda_1 + (-1+2\alpha)(2+\beta)\lambda_2)} \dots\dots\dots (9)$$

기관투자자의 투자시야가 장기($\alpha = 1$)일 때 q_a^{-i} 가 최적 q_a^i 에 미치는 영향을 살펴보면 식 (9)로부터 $-\frac{2(-2+n_a)\lambda_1 + (2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2}{2(4\lambda_1 + (2+\beta)\lambda_2)}$ 을 얻게 되는데 n_a 가 2보다 크면 전체 값이 마이너스가 되기 때문에 q_a^{-i} 과 최적 q_a^i 사이에는 전략적 대체관계가 있음을 알 수 있다. 이 때 β 의 값이 크면 전략적 대체관계가 커지게 된다.

반면 단기($\alpha = 0$)에는 식 (9)가 $\frac{(2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2 - 2(-2+n_a)\lambda_1}{2(4\lambda_1 - (2+\beta)\lambda_2)}$ 이 된다. 이 때 $2(-2+n_a)\lambda_1$ 는 항상 $(2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2$ 보다 작기 때문에 분모의 부호에 따라서 전략적 대체 또는 보완 관계가 결정된다. 즉 $(2+\beta)\lambda_2$ 가 $4\lambda_1$ 보다 크면 분모가 마이너스가 되기 때문에 전략적 대체관계가 되고 $(2+\beta)\lambda_2$ 가 $4\lambda_1$ 보다 작을 경우에는 전략적 보완관계가 된다. 그런데 $(2+\beta)\lambda_2$ 가 $4\lambda_1$ 보다 작은 한, 즉 전략적 보완관계가 지속되는 한, β 의 값이 크면 클수록 분모는 작아지고 분자는 커지기 때문에 전략적 대체효과가 커지게 된다.

결국 β 는 장기투자자의 경우 부정적 여파(negative spillover)와 전략적 대체관계를 증폭하며 단기투자자의 경우에는 긍정적 여파(positive spillover)와 전략적 보완관계를 확대하는 효과를 지닌다. 기관투자자 사이의 스펀링 현상은 전략적 보완관계에 기초하고 있기 때문에 β 의 크기에 따라 스펀링 현상이 더욱 심화될 수 있음을 알 수 있다. 이 사실의 발견이 이 절의 주된 결론인데 그 경제적 시사점에 대해서는 다음 절에서 보다 상세히 검토하기로 하고 이하에서는 게임의 균형을 도출하는 문제를 조금 더 살펴보자.

n_a 및 n_b 가 주어져 있을 때 a 를 조사연구한 기관투자자들의 수요가 동일하다는 가정으로부터 최적 q_a^i 를 나타내는 n_a 개의 식이 하나의 식으로 전환된다. 이를 풀면 다음과 같이 구할 수 있다.

$$q_a = \frac{8a\alpha}{2(2+n_a)\lambda_1 - (1-2\alpha)(2+\beta)(1+n_a)\lambda_2} = \theta_a a \quad \dots\dots\dots (10)$$

한편 q_b^i 에 대해서도 마찬가지로의 방법을 통하여 다음을 구할 수 있다.

$$q_b = \frac{8b\alpha}{2(2+n_b)\lambda_1 - (1-2\alpha)(2+\beta)(1+n_b)\lambda_2} = \theta_b b \quad \dots\dots\dots (11)$$

식 (10)과 (11)은 기관투자자들이 λ_1 과 λ_2 를 주어진 것으로 받아들인 상태에서 q_a^i 와 q_b^i 를 최적화하는 과정에서 도출된 것이다. 그러나 시장조성자는 이러한 기관투자자들의 전략을 염두에 두고 가격을 결정한다. 따라서 λ_1 과 λ_2 는 기관투자자들의 전략에 의존한다. 앞의 식 (1)로부터 다음을 구할 수 있다.

$$\lambda_1 = \frac{2(n_a\theta_a\sigma_a^2 + n_b\theta_b\sigma_b^2)}{n_a^2\theta_a^2\sigma_a^2 + n_b^2\theta_b^2\sigma_b^2 + 4\sigma_\epsilon^2} \quad \dots\dots\dots (12)$$

한편 식 (2)로부터 아래와 같이 구할 수 있다.

$$\lambda_2 = \frac{8(n_a\theta_a\sigma_a^2 + n_b\theta_b\sigma_b^2)}{5n_a^2\theta_a^2\sigma_a^2 + 5n_b^2\theta_b^2\sigma_b^2 + 8\sigma_\epsilon^2} \quad \dots\dots\dots (13)$$

이상의 식 (10)~(13)을 θ_a , θ_b , λ_1 및 λ_2 에 대하여 풀고 이에 기초하여 a 와 b 의 조사연구에 따르는 각각의 기대이윤을 비교하여 전체 게임의 해를 구할 수 있다. 그러나 Froot 등(1992)이 언급한 것처럼 위의 4원 연립방정식은 명시적인 해를 구할 수 없다고 알려져 있으며 시뮬레이션을 통하여 a 와 b 의 조사연구에 따르는 각각의 기대이윤을 구하여야 하는데 이는 차후의 연구과제로 미루도록 한다.⁵⁾

5) 이 모형에서 a 와 b 의 조사연구에 따르는 각각의 기대이윤을 구하는 것은 Froot 등의 모형에서보다 훨씬 어렵다. 이는 β 가 a 및 b 와 곱해지는 경우 정규분포를 따르지 않기 때문이다.

3. 경제적 시사점

투자자의 투자시야가 단기일 경우 조사연구의 쏠림 현상이 발생할 수 있다는 사실은 우리나라 금융시장에 시사하는 바가 크다. 우리나라의 경우 여러 가지 요인에 따라 기관투자자의 투자시야가 지나치게 단기화되어 있다는 주장이 많이 있기 때문이다. 한국은행의 금융안정보고서는 채권시장에서의 쏠림 현상을 설명하면서 “이러한 쏠림현상은... 채권운용자에 대한 인센티브 보상체계에도 크게 기인하고 있는 것으로 보인다. 즉 단기기업적주의에 기초한 성과급제도는 고수익-고위험 추구행태를 유발하여 쏠림현상을 초래하는 면이 있다”고 지적한 바 있다.⁶⁾

또한 주식시장 관련 세제가 투자의 단기화를 유도하는 측면도 있다. 우리나라의 경우 주식투자에 따른 자본이득세가 없으며 기관투자자는 거래세 면제되기 때문에 기관투자자의 투자가 단기화될 수 있다. 외국의 경우 거래세가 없거나 폐지된 사례는 많이 있지만 대부분의 경우 자본이득세를 부과하고 있어 장기투자가 그만큼 유리하며 프랑스의 경우에는 거래세도 함께 부과하고 있다.

한편 불공정 편출입 및 임의할당 관행과 공시체계의 불투명성 등으로 자산운용자에 대한 신뢰가 낮은 것도 자산운용자의 장기 투자를 가로막고 있는 것으로 보인다. 신뢰하기 어려운 자산운용자에게는 자주 성과를 확인하고 바로바로 당근이나 채찍을 내리게 되는 것이 자연스럽기 때문이다.

불공정 편출입 관행은 수익률이 양호한 개인투자자 펀드의 신탁 재산을 수익률이 부실한 기관투자자 펀드의 신탁 재산과 교체하는 행위인데 채권 시가평가 및 최근의 간투법 개정으로 많이 시정되었으나 아직도 근절되었다고 보기는 어렵다. 임의 할당(cherry picking)이란 일팔매매에 의한 유가증권을 각 펀드에 분배할 때 정해진 원칙 없이 운용사가 임의적으로 할당하는 것을 의미하는데 간투법에서 금지하고 있으나 장외 채권 등에서는 가능성이 존재한다. 한편 투자설명서 발행 주기가 길고 여기에 투자 비용 정보가 없는 데다 매매 회전율, 위탁 수수료 규모, 주문 담당 증권회사, 펀드별 수익자 수, 펀드매니저 1인당 펀드 수와 같은 자료의 제공이 미비하는 등 투자자에

6) 한국은행 금융안정보고서, 2005.4. p.33

게 전달되는 공시 자료가 아직 미흡하다.

자산운용 주체의 신뢰를 회복하기 위해서는 타 운용사의 동일한 상품으로의 이전을 허용함으로써 운용사의 도덕적 해이를 최소화하고 펀드별 회계감사 실시, 준법감시인에 대한 엄격한 기준 적용 등의 조치가 필요하다. 아울러 위법행위를 한 펀드매니저 등에 대해서는 금융업 분야에서 영원히 재취업을 금지시키는 제도의 도입도 검토할 필요가 있다.

<표 5> 우리나라와 주요 선진국의 주식시장 관련 세제

국가	자본이득과세	증권거래세
한국	<ul style="list-style-type: none"> · 등록주식: 대주주에게만 과세 · 비등록주식: 주주구분 없이 과세 	<ul style="list-style-type: none"> · 한국증권거래소나 협회중개시장에서 거래되는 주권의 양도가 과세대상 · 주권의 양도가액을 과세표준으로 하며, 기본적으로 5%의 세율 적용 · 단 증권거래소에서 양도되는 증권은 0.15%, 협회중개시장에서 양도되는 주권은 0.3% 세율 적용
일본	신고분리과세와 원천부리과세의 선택제 <ul style="list-style-type: none"> · 신고분리과세: 양도익 x 26% · 원천분리과세: 양도대금 x 1.05% 	<ul style="list-style-type: none"> · 1999년 4월 11일 폐지
미국	<ul style="list-style-type: none"> · 종합과세 원칙 · 장기자본이득에 대한 우대세율(20%, 통상세율이 15%인 경우는 10%)을 적용 	<ul style="list-style-type: none"> · 증권거래세 없음.
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> · 신고분리과세(26%의 세율, 이중 10%는 회사보장세제) · 단, 연간양도총액 5만 프랑까지 비과세 	<ul style="list-style-type: none"> · 유가증권 매매에 대해 증권거래세 부과 · 하나의 거래당 150프랑까지 세액공제 인정, 세액은 최대 4,000프랑으로 한정 · 지방증권거래소에서의 매매와 제2부시장 종목 및 비공식시장 등록종목의 매매의 경우 비과세
영국	<ul style="list-style-type: none"> · 종합과세(10,20,40%의 3단계 세율) · 7.200 파운드의 비과세(2000년 현재) 및 보유기간에 따른 단계적 공제제도 	<ul style="list-style-type: none"> · 증권거래세 없음.
독일	<ul style="list-style-type: none"> · 원칙적으로 비과세 · 단, 1:영업용자산인 주식의 양도, 2:대규모 거래, 3:보유기간 1년 이내의 양도의 경우에는 종합과세(2002년부터 일부 재검토) 	<ul style="list-style-type: none"> · 1999년 10월 1일 폐지

자료 : 김문현, 김란영(2002)

투자시야가 짧은 기관투자자들 사이에 쏠림 현상이 심화될 수 있다는 것이 주식시장 등 개별시장에서만 의 문제는 아니다. 대다수 금융기관들이 ‘뜨는’ 주제를 쫓아 이리 저리 몰려다니는 ‘금융시장 전반에 걸친 쏠림 현상’을 설명하는 데에도 단기 투자시야의 영향에 주목할 필요가 있다. 이를 보다 자세히 검토해 보자.

지동현(2005)은 “금융위기의 원인이 된 대기업 여신의 부실발생과 유사한 이유로 대규모 가계대출 부실화”가 초래되는 등 “대규모 시스템적 부실의 반복은 은행장을 포함한 거의 모든 임직원의 성과평가가 단기업적에 따라 이루어지는 은행문화에 기인한다”고 판단한다. 또한 “국내은행들과는 대조적으로 선진우량은행이 장기안정적이면서도 높은 수익성을 보이는 것은 CEO의 재임기간이 긴 데에도 일부 기인한다.” 이러한 지동현(2005)의 주장은 주로 개별 금융기관의 입장에서 바라본 것이지만 금융기관 간의 쏠림 현상에 대해서도 커다란 시사점을 준다. 즉 재임기간이 짧은 은행경영진은 단기성과에 급급하게 됨에 따라 쏠림이 유발될 수 있다.

한편 추종거래자의 존재가 투자시야가 짧은 기관투자자들 사이의 쏠림 현상을 심화시킬 수 있다는 사실도 우리나라 금융시장의 쏠림 현상을 이해하는 데 큰 도움이 된다. 대다수 금융기관들이 유행하는 주제를 쫓아 이리 저리 몰려다니는 것은 경영진의 재임기간이 짧은 데서 그 원인을 찾을 수 있지만 ‘독립적인 조사연구 능력 없이 다른 큰 금융회사의 행위를 쫓는 금융기관’이 많은 것이 이를 강화할 수 있기 때문이다.

예를 들어 주택담보대출과 중소기업대출 두 가지 중 하나에 주력해야 하는 은행의 경영자를 생각하여 보자. 이 은행 경영자의 임기가 짧다면 각 사업의 장기 수익성보다는 단기적인 성과에 더욱 관심이 많을 것이다. 만일 이 은행과 비슷한 수준의 은행들의 경영진도 임기가 짧다면 이 은행들의 영업 전략 사이에는 전략적 보완관계가 존재하게 된다. 이 때 이들 은행의 사업 선택이 다른 소규모 은행들을 끌어들인다고 하면 전략적 보완관계는 더욱 커져 쏠림 현상이 강화된다. 중소기업대출에 먼저 주력한 은행들의 경영자들은 중소기업대출의 부실이 드러나는 수년 후를 걱정할 필요가 없고 다른 은행들의 중소기업대출 러시에 따른 중소기업 대출시장 선점효과를 즐기면 되는 것이다.

지동현(2005)은 캐피탈그룹의 성공사례를 제시하면서 캐피탈그룹의 높은 수익률은 “캐피탈그룹이 투자를 결정하는 기업분석가와 포트폴리오 카운슬러의 평가기준으로 5년 이동평균수익률을 사용하는 등 장기적 고객관계를 중시하는 기업문화에 기인”하며 “캐피탈그룹의 핵심역량은 강력한 내부연구 능력에서 비롯된다”고 지적한 바 있다. “캐피탈그룹은 한해 2억 5천만달러 이상의 예산을 연구에 쓰고 있으며 한해 68개국에서 2만여개의 기업을 방문하고, 기업방문결과를 ‘캐피탈 아이디어’로 하여 로터스 노트에 등재함으로써 모든 직원들이 이를 공유하도록 하고 있다.”

우리나라 금융기관 가운데 이러한 규모의 조사연구 예산을 쓰는 곳은 없다. 그러나 단지 조사연구에 쏟는 예산의 규모만이 중요한 것은 아니다. 조사연구의 가치에 대해서도 충분한 인식이 확립되어 있지 못한 것으로 보인다. 특정 산업의 동향 및 전망에 대한 보고서가 수천 달러에 판매되는 미국에 미치지 못하는 못한다 하더라도 우리나라의 경우 조사연구는 단지 참고자료이고 중요한 의사결정은 ‘정치적’일 수밖에 없다는 인식이 광범위하게 퍼져있는 것으로 보인다. 조사연구의 지적 재산권 개념이 아직 충분히 확립되지 못한 것도 이러한 관행에 일조를 하고 있으며 조사연구 산업에 충분히 경쟁이 도입되지 못한 것도 하나의 원인으로 지적될 수 있다.

결국 은행 경영진 임기의 장기화와 조사연구 능력의 개선은 개별 은행의 입장에서는 수익성 제고의 효과가 있고 정책당국의 입장에서는 금융시스템의 안정성을 저해할 수 있는 쏠림 현상을 완화하는 효과를 유발한다.

IV. 맺음말

쏟림 현상은 일종의 시장실패이기 때문에 정부가 필요한 경우 시장에 직접 개입하는 것이 정당화될 수 있다. 그러나 정부 정책이 오히려 시장의 싹름을 유발한 경우도 많았던 것을 감안하면 정책당국의 신중한 접근이 요구된다. 한편 구조적으로 금융시장의 싹름 현상을 완화하기 위한 대책을 추진할 필요가 있다. 우선 단기업적주의에 기초한 성과급체계를 보다 장기적인 안목의 투자에 적합하도록 변경을 유도하는 것이 바람직하다. 증권시장에 떠도는 수많은 루머들과 담을 쌓을 필요는 없지만 직접 회사들도 찾아다니고 깊이 있는 조사연구를 하는 노력이 보상받을 수 있는 환경을 조성하여야 한다. 이는 소규모 금융회사에도 적용된다. 결국 독립적인 판단을 할 수 있는 경기자들이 모여 있는 시장이 보다 건실한 시장이라고 하겠다. 한편 투자의 단기화 방지 차원뿐 아니라 형평의 원칙에도 부합하기 위하여 기관투자자의 주식거래세 면제규정 폐지 및 자본이득세 도입을 검토할 필요가 있다.

자산운용 주체의 신뢰를 회복하여 장기투자를 활성화하기 위해서는 운용사의 도덕적 해이를 최소화하고 펀드별 회계감사 실시, 준법감시인에 대한 엄격한 기준 적용 등의 조치가 필요하다. 아울러 위법행위를 한 펀드매니저에 대하여 무거운 처벌 조항을 마련할 필요도 있다.

은행 경영진 임기의 장기화와 조사연구 능력의 개선은 개별 은행의 입장에서는 수익성 제고의 효과가 있고 정책당국의 입장에서는 금융시스템의 안정성을 저해할 수 있는 싹름 현상을 완화하는 효과를 지니므로 은행장 및 이사진, 특히 사외이사의 임기 확대를 유도하는 방안을 마련할 필요가 있다. 또한 금융기관 직원에 대한 다양한 연수 및 조사연구 교류 등을 통하여 각 금융기관의 조사연구 능력을 강화하여야 한다.

한편 금융회사와 금융시장 간의 보완성을 강화하는 것이 바람직하다. 은행이 기업의 필요시 유동성을 제공하는 유동성보험(liquidity insurance) 기능이 좋은 예가 될 수 있다. 미국 등 선진국의 경우 기업들의 직접금융 의존도가 점차 높아지고 있는 가운데 회사채 및 CP시장에서는 싹름 현상 등으로 가격이 과도하게 변동할 수 있는데, 이에 대하여 은행들은 유동성보험 기능을 제공하고 있다. 이는 은행들이 기업의 예금관리 및 운전자금 대출을 통해

축적된 정보를 바탕으로 시장교란이 발생할 때 기업에게 유동성을 공급해주는 것이다. 우리나라의 경우 이와는 반대로 기업들이 일시적인 유동성 애로에 빠졌을 때에도 은행들이 대출회수에 급급한 경우가 많다. 감독정책은 금융회사 자체의 건전성뿐 아니라 금융시장과의 보완성 등에도 주의를 기울여야 할 것이다.

금융시장의 쏠림 현상이라는 매우 넓은 주제를 과도하게 단순화한 문제를 극복하기 위한 향후의 연구방향에 대해서 생각해보자. 우선 경영진의 임기와 쏠림 현상에 대하여 보다 구체적인 모형 설정이 가능할 것으로 보인다. 그리고 앞에서 언급한 바와 같이 추종거래자와 기관투자가 간의 관계를 분석한 모델을 확대하여 추종거래자의 존재가 기관투자가 사이의 쏠림에 어떠한 영향을 미치는지를 생각해 보는 것도 필요하다. 한편 Froot 등(1992)에서는 시장조성자와 기관투자가들이 동시에 행동하는 것으로 가정하였는데 여기에도 순서를 집어넣어 어떠한 변화가 있는지를 살피는 것도 흥미로울 것이다.

참 고 문 헌

- 김규영, 안제욱, 「한국 주식시장에서 기관투자자의 군집행동에 관한 연구」, 『산업경제연구』, 제17권 제1호, 한국산업경제학회, 2004, pp. 233~254.
- 김문현, 김란영, 『주식투자이익 과세의 국가별 비교와 시사점』, 한국증권연구원, 2002.
- 지동현, 「고객이해에 기반을 둔 대출비즈니스」, 『주간 금융동향』, 제13권 제26호, 한국금융연구원, 2005, pp. 2~9.
- 조순, 『고용이자 및 화폐의 일반이론』 (원저자 케인즈), 비봉출판사, 1997.
- Andreassen, Paul and Stephen Kraus, "Judgmental prediction by extrapolation", Mineo, Harvard University, 1988.
- Banerjee, Abhijit V., "A simple model of herd behavior", *Quarterly Journal of Economics* 107, 1992, pp. 797-817.
- Bikhchandani, Sushil, David Hirshleifer, and Ivo Welch, "A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades", *Journal of Political Economy* 100, 1992, pp. 992-1026.
- Bikhchandani, Sushil, David Hirshleifer, and Ivo Welch, "Learning from the behavior of others: Conformity, fads, and informational cascades", *Journal of Economic Perspectives* 12, 1998, pp. 151-170.
- Brennan, Michael J., "Latent assets", *Journal of Finance* 45, 1990, pp. 709-730.
- Bulow, Jeremy, John Geanakoplos, and Paul Klemperer, "Multimarket oligopoly: Strategic substitutes and complements", *Journal of Political Economy* 93, 1985, pp. 488-511.
- Cooper, R., *Coordination Games*, Cambridge University Press, 1999.
- DeLong, J.B., Andrei Shleifer, Lawrence Summers, and Robert Waldman, "Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation", *Journal of Finance* 45, 1990, pp. 379-395.

- Devenow, Andrea and Ivo Welch, "Rational herding in financial economics", *European Economic Review* 40, 1996, pp. 603-615.
- Farrell, Joseph and Garth Saloner, "Standardization, compatibility, and innovation", *RAND Journal of Economics* 16, 1985, pp. 70-83.
- Frankel, Jeffrey and Kenneth Froot, "Explaining the demand for dollars: International rates of return and the expectations of chartists and fundamentalists", *Agriculture, Macroeconomics, and the Exchange Rate*, Westfield Press, 1988.
- Froot Kenneth A., David D. Scharfstein, and Jeremy C. Stein, "Herd on the street: Informational inefficiencies in a market with short-term speculation", *Journal of Finance* 47, 1992, pp. 1461-1484.
- Grossman, Sanford J., "On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information", *Journal of Finance* 31, 1976, pp. 573-585.
- _____ and Joseph E. Stiglitz, "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review* 70, 1980, pp. 393-408.
- Katz, Michael and Carl Shapiro, "Network externalities, competition, and compatibility", *American Economic Review* 75, 1985, pp. 429-440.
- Kyle, Alber S., "Continuous auctions and insider trading", *Econometrica* 53, 1985, pp. 1315-1336.
- Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein, "Herd behavior and investment", *American Economic Review*, 80, 1990, pp. 465-479.