

우리나라 금융시장의 썸리현상

강 경 훈

2006. 11.



한국금융연구원

KOREA INSTITUTE OF FINANCE

머 리 말

쏠림(herd behavior)현상은 사전적 의미로 一群의 개인들이 상호간의 조정(coordination) 없이도 비슷한 행동을 취하는 현상을 지칭한다. 群集行動이라고도 불리는 쏠림현상은 인간과 관련된 모든 영역에서 광범위하게 나타나지만 경제학에서도 주요한 이슈로 취급되고 있다. 이러한 쏠림현상은 세계 어느 곳에서도 발견할 수 있으나 우리나라 금융시장의 경우 유독 심하여 '꽤거리 금융문화'라고 불리기도 한다.

2000년 우리나라 주식시장의 바이코리아 열풍은 쏠림현상의 대표적 사례로 꼽을 수 있으며 카드회사들의 과도한 팽창 경쟁으로 신용카드가 남발되고 대출이 무분별하게 확대되어 결국 수많은 신용불량자가 발생하고 카드회사가 부실화된 것 또한 쏠림현상의 사례로 자주 지적되고 있다. 최근 금융회사들의 우량고객 확보 경쟁 역시 쏠림현상의 사례로 제시될 수 있다. 금융회사들이 자산건전성을 높이고 안정적인 수익원을 마련하기 위해 우량고객을 확보하는 것은 자연스러운 일이나 우량고객이 각계 각층에 광범위하게 분포되어 있는데 비하여 각 금융회사의 마케팅이 의사, 변호사 등 특정 직종에 집중되는 것은 쏠림현상으로 볼 수 있다. 실제로 이들 직종에 경쟁적으로 확대한 대출의 연체율이 일반 가계대출에 비하여 높게 나타난 사례도 발견된다.

이러한 쏠림현상은 금융회사의 건전성은 물론 금융시스템의 안정성에도 악영향을 미치고 있다. 이에 따라 쏠림현상을 유발하는 원인을 분석하고 정책 대응방안을 모색하는 것은 우리나라 금융시스템의 선진화를 위하여 시급한 과제라고 하겠다.

본 보고서는 우리나라 금융시장에서 자주 나타나는 쏠림현상의 특징으로 '主題의 쏠림현상'을 들고 이에 대한 이론적 분석을 시도하고 있다. 먼저 투자

자들 사이의 쏠림현상을 설명하는 기존의 이론 모형을 검토한 후 투자시야가 단기인 기관투자자들 사이의 쏠림현상 모델에 추종거래자를 추가하여 확대 분석한다. 이 때 추종거래자의 비중이 클수록 쏠림현상이 강화될 수 있다는 것을 보인다. 이와 같은 분석에 근거하여 본 보고서는 금융시장의 쏠림현상을 완화할 수 있도록 주식시장 관련 세제의 개편, 자산운용자에 대한 신뢰 제고, 금융회사 경영진의 임기 연장, 금융회사 조사·연구기능 확충 등의 정책처방을 제시한다.

그 동안 우리나라 금융시장의 쏠림현상과 그 악영향에 대하여 수없이 많이 지적되어 왔지만 아직까지 본격적인 분석을 거의 찾아 볼 수 없는 실정이다. 이러한 상황에서 본 보고서가 의미 있는 첫걸음이 될 수 있기를 기대한다.

본 보고서는 본 연구원의 강경훈 박사가 작성하였다. 본 보고서 내용의 질적 제고를 위해 유익한 조언을 해주신 두 분의 논평자들과 여러 세미나 참가자들에게 감사드린다. 또한 보고서 작성과정에서 조기태 연구원과 박진희 연구비서의 도움을 많이 받았는데, 이 자리를 빌어 이들의 노고를 치하하는 바이다.

끝으로 본 보고서는 집필자 개인 의견으로 연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀 둔다.

2006년 11월
한국금융연구원
원장 최 흥 식

목 차

요 약

I. 문제의 제기	1
II. 쏠림현상의 원인에 대한 이론적 연구	4
1. 네트워크 효과에 따른 쏠림현상	5
2. 정보의 폭포에 따른 쏠림현상	8
3. 단기 투자와 쏠림현상	9
III. 우리나라 금융시장의 쏠림현상 사례	13
1. 금융시장에서의 쏠림현상 사례	13
2. 주제의 쏠림현상 사례	18
IV. 주제의 쏠림현상에 대한 모형 분석	29
1. 기관투자가 사이의 쏠림과 추종거래자	29
2. 모형 설정	31
3. 균형 분석	37
V. 결론 및 정책적 시사점	43
참고문헌	50
Abstract	53

표 목 차

〈표 1〉 신용카드관련 개인신용불량자 현황	19
〈표 2〉 신용카드회사 주요 경영지표	20
〈표 3〉 5억원초과 주요 거액계좌 추이	23
〈표 4〉 개인의 자산/부채 비율	28
〈표 5〉 우리나라와 주요 선진국의 주식시장 관련 세제	44

그림 목 차

〈그림 1〉 콜금리목표와 국고채 10년 수익률 추이	14
〈그림 2〉 우리나라의 장단기 금리차 추이	15
〈그림 3〉 미국, 영국, 독일의 장단기 금리차(10년물-콜금리) 추이	15
〈그림 4〉 주가 지수 동향	17
〈그림 5〉 주식형 펀드 수탁액 추이	17
〈그림 6〉 중소기업 대출금 추세	21
〈그림 7〉 은행의 중소기업 대출 연체율 추이	22
〈그림 8〉 5억원초과 거액계좌 금액 증가율	24
〈그림 9〉 5억원초과 거액계좌 계좌수 증가율	24
〈그림 10〉 은행의 주택담보대출 추세	26
〈그림 11〉 주택매매가격 종합지수	27

요 약

I. 문제의 제기

- 群集行動이라고도 불리는 쏠림현상은 인간과 관련된 모든 영역에서 광범위하게 나타나며 세계 어느 곳에서도 발견할 수 있으나 우리나라 금융시장의 경우 유독 심하다는 평가
 - ‘폐거리 금융문화’라고도 불리는 쏠림현상은 우리나라 금융부문의 고질적인 병폐로 지적되고 있음.

- 그러나 쏠림현상에 대한 본격적인 연구는 찾아보기 힘든데, 이는 쏠림현상이라는 용어 자체가 다양한 현상들을 포괄하고 있을 뿐 아니라 금융시장의 쏠림현상에 대한 실증분석이 어렵기 때문
 - 특히 우리나라 금융시장 쏠림현상의 특징이라고 할 수 있는 주제의 쏠림현상, 즉 금융 전반에 걸쳐 대다수 금융회사들이 어떤 主題 또는 商品으로 몰리는 현상에 대해서는 실증분석이 더욱 난해
 - 이 보고서는 주제의 쏠림현상에 대한 이론적 분석을 추가함으로써 우리나라 금융시장의 쏠림현상에 대한 본격적인 논의가 시작되는 계기를 제공

II. 쓸림현상의 원인에 대한 이론적 연구

- 쓸림현상이 다양한 것처럼 이에 대한 연구도 매우 많으나 이 가운데 네트워크 효과(network effect)와 정보의 폭포(information cascade)와 관련한 문헌들을 주로 살펴보고 Froot, Scharfstein 및 Stein(1992)의 미인대회(beauty contest) 모형을 소개
- 네트워크 효과는 여러 개인들이 같은 상품을 소비하여 이 상품과 관련한 네트워크가 형성되면 그 상품의 가치는 개인 혼자 가지고 있을 때와는 다르게 변화되는 것을 의미
 - 예를 들어 만일 팩스가 유행하게 되면 내가 가지고 있던 팩스의 유용성이 증대되고 이에 따라 그 가치도 증가
 - 네트워크 효과는 표준화를 야기할 수 있기 때문에 쓸림현상의 일종인 ‘포장마차 효과(bandwagon effect)’를 설명하는 데 적합
 - 네트워크 효과는 국채 등 금융시장의 거래에서도 발견할 수 있으나, 경쟁심화 등을 통하여 개별 금융회사 및 금융시스템에 부정적인 영향을 주는 쓸림현상을 직접 설명하기는 어려움.
- 네트워크 효과가 소비자의 효용에 직접적인 영향을 주는 것과 달리 정보의 폭포(information cascade) 문헌에서는 정보의 흐름에 주목
 - 개개인의 시장 참가자들은 이전 의사결정자들의 행위를 관찰하고 이를 본인의 의사결정에 참고하기 때문에 이전 의사결정자의 행위를 따라하는 경향을 나타낼 수 있음.

- 예를 들어 주식시장에서 많은 사람들이 특정 종목이 유망하다고 하면 일부 개인들은 비록 자신의 정보가 이에 반할지라도 다수의 선택을 추종

■ Froot, Scharfstein 및 Stein(1992)은 투자자의 시야가 단기일 경우 Keynes가 언급한 바와 같은 미인대회 현상이 발생하여 쓸림이 유발될 수 있다고 주장

- Keynes는 주식시장의 전문적인 투자자들이 특정 주식의 내재가치에 대한 깊이 있는 조사·연구에 근거하여 투자하지 않고 다른 투자자들에게 매력에 있는지에 주목하여 투자하기 때문에 미인대회(beauty contest)의 심사위원들과 유사하다고 비판한 바 있음.
- 특정 종목의 자산을 장기간 보유할 경우 그 자산의 내재가치가 실현되는 것을 기다리게 되기 때문에 다른 투자자의 기대에 별로 관심을 기울일 필요가 없으나 단기에는 다른 투자자의 투자행위에 따라 가격이 변동하기 때문에 이들이 무슨 생각을 하는지에 대하여 주목하게 됨.
- 이러한 Froot 등의 모형은 네트워크 효과와 정보의 폭포 모형들을 모두 반영

Ⅲ. 우리나라 금융시장의 쏠림현상 사례

1. 금융시장에서의 쏠림현상 사례

■ 채권시장에서의 쏠림현상

- 시장에서 투자자들의 기대가 실제 상황을 제대로 예측하지 못하는 일은 다반사이거나 이러한 기대가 한 쪽 방향으로 지나치게 집중되면서 시장의 변동성을 높이는 것으로 평가

■ 2000년 주식시장에서의 바이코리아 열풍

- 금융회사들의 주식시장에 대한 장밋빛 전망과 이에 따른 개인 투자자들의 집단적인 주식 매입의 쏠림현상은 결국 IT 버블의 붕괴와 함께 막을 내렸으며 이후 주식형 펀드 수탁액 감소와 주가 하락의 악순환이 반복

2. 주제의 쏠림현상 사례

- 우리나라 금융회사들이 카드대출, 중소기업대출 등의 주제로 몰려다니는 주제의 쏠림현상에서 다수의 추종거래자를 발견할 수 있는 것이 특징적임.

■ 카드회사들의 과도한 팽창 경쟁

- 정부의 카드사용 장려책에 더하여 삼성카드, LG카드 등 후발카드사가 시장점유율 확대를 위해 공격적인 마케팅을 펼치면서 카드사간 외형 경쟁이 치열하게 전개
- 이 과정에서 카드소지자들이 자신의 결제능력을 넘어서는 수준의 현금서비스와 카드를 사용하면서 연체율이 급등하고 결국 카드회사들의 부실로 연결

■ 은행들의 중소기업대출 러시

- 외환위기 이후 대기업의 대출수요가 지속적으로 감소하고 2002년 이후 가계부실이 표면화되면서 대체 자금운용수단으로서 중소기업대출의 중요성이 증대
- 거의 모든 은행이 중소기업 대출시장에 뛰어들어 과도한 경쟁이 이루어졌으며 이러한 은행의 중소기업대출 드라이브에 편승하여 자영업 부문에서 채무상환 능력에 비하여 과다한 대출수요가 발생
- 중소기업대출 연체율이 상승함에 따라 은행들이 중소기업의 돈줄을 갑자기 죄기 시작하면서 반대 방향으로의 쏠림현상이 유발됨.

■ 은행들의 우량고객 확보 경쟁

- 우량고객이 각계 각층에 광범위하게 분포되어 있는 데 비하여 각 금융회사의 마케팅이 의사, 변호사 등 특정 직종에 집중되는 것은 쏠림현상으로 볼 수 있음.

- 실제로 의사, 변호사 등의 직종에 경쟁적으로 확대한 대출의 연체율이 다른 직종의 가계대출에 비하여 높게 나타난 사례도 발견됨.

■ 주택담보대출 확대 경쟁

- 은행의 주택담보대출은 꾸준히 증가하여 2002년 88조원에서 2004년말 169조원으로 2배가 되었으며 2005년초 각 은행들이 경쟁적으로 주택담보대출금리 할인 경쟁에 돌입
- 결국 이와 같은 경쟁은 금융감독원이 가이드라인을 제시하고 나서야 주춤하였음.

IV. 주제의 쏠림현상에 대한 모형 분석

■ 우리나라 금융시장에서 자주 발견되는 '주제의 쏠림현상'을 설명하기 위하여 앞 절에서 소개된 Froot 등(1992)의 모형에 추종거래자 및 수동적 투자자(passive investors)를 추가

- 우리나라의 경우 '개미군단'이라고 불리는 주식시장의 개인투자자, 부동산시장의 소규모 투자자 등의 일부가 추종거래를 많이 한다고 알려져 있음.
- 추종거래자의 뇌동매매 자체가 쏠림현상이지만 여기에서는 추종거래자 또는 수동적 투자자의 존재가 기관투자자 사이의 쏠림현상에 어떠한 영향을 주는지에 대하여 검토

- β 로 대변되는 추종거래자의 비중에 따라 기관투자가 사이의 스펀 현상이 달라질 수 있는데, 투자시야의 장·단기 여부에 따라 다른 영향을 초래
 - 투자시야가 장기인 경우에는 β 가 크면 부정적 여파(negative spillover)와 전략적 대체관계를 확대
 - 반대로 단기투자의 경우에는 긍정적 여파(positive spillover)와 전략적 보완관계를 증폭
 - 기관투자가 사이의 스펀 현상은 전략적 보완관계에 기초하고 있기 때문에 β 의 크기에 따라 스펀 현상이 더욱 심화될 수 있음.

V. 결론 및 정책적 시사점

- 우리나라의 경우 여러 가지 요인에 따라 기관투자자의 투자시야가 지나치게 단기화되어 있는 것으로 보임.
 - 단기업적주의에 기초한 보상체계는 주식 및 채권 등의 운용자들이 단기적 성과를 극대화하려는 유인을 제공
 - 우리나라의 경우 주식투자에 따른 자본이득세가 없으며 기관투자자는 거래세가 면제되기 때문에 기관투자자의 투자가 단기화될 수 있음.
 - 불공정 편출입 및 임의할당 관행과 공시체계의 불투명성 등으로 자산운용자에 대한 신뢰가 낮은 것도 자산운용자의 장기 투자를 가로막는 요인으로 작용

- 은행경영진의 재임기간이 전반적으로 짧아 은행경영진이 단기성과에 급급하게 됨에 따라 대다수 금융회사들이 ‘뜨는’ 주제를 쫓아 이리 저리 몰려다니는 ‘금융시장 전반에 걸친 쓸림현상’을 초래할 수 있음.

■ 한편 추종적 금융회사, 즉 독립적인 조사·연구 능력 없이 다른 큰 금융회사의 행위를 좇는 금융회사가 많은 것이 금융시장의 쓸림현상을 강화하는 것으로 보임.

- 예를 들어 주택담보대출과 중소기업대출 두 가지 중 하나에 주력해야 하는 은행 경영자의 입장에서 이 은행의 사업 선택이 다른 소규모 은행들을 끌어들인다고 하면 이 은행과 다른 대규모 은행들 간의 전략적 보완관계는 더욱 커지게 됨.
- 지동현(2005)은 캐피탈그룹의 성공사례를 제시하면서 캐피탈그룹의 높은 수익률은 장기적 고객관계를 중시하는 기업문화에 기인하며 캐피탈그룹의 핵심역량은 강력한 내부연구능력에서 비롯된다고 지적
- 우리나라 금융회사 가운데 이러한 규모의 조사·연구 예산을 쓰는 곳은 없을 뿐 아니라 조사·연구의 가치에 대해서도 충분한 인식이 확립되어 있지 못한 것도 문제점으로 지적될 수 있음.

■ 정책당국은 금융시장의 쓸림현상을 완화하기 위하여 구조적인 대책을 추진할 필요

- 단기업적주의에 기초한 성과급체계를 보다 장기적인 안목의 투자에 적합하도록 변경을 유도하고 깊이 있는 조사·연구를 하는 노력이 보상받을 수 있는 환경을 조성
- 투자의 단기화 방지 차원뿐 아니라 형평의 원칙에도 부합하기 위하여 기관투자자의 주식거래세 면제규정 폐지 및 자본이득세 도입을 검토
- 자산운용 주체의 신뢰를 회복하기 위하여 타 운용사의 동일한 상품으로의 이전을 허용하고 펀드별 회계감사 실시, 준법감시인에 대한 엄격한 기준 적용 등의 조치를 고려
- 철저한 평가제도의 도입을 전제로 은행장 및 이사진, 특히 사외이사의 임기 확대를 유도하는 방안 마련
- 유동성보험 기능과 같이 금융회사와 금융시장 간의 보완성을 강화하는 시스템을 정착

I. 문제의 제기

群集行動이라고도 불리는 쏠림(herd behavior)은 사전적 의미로 一群의 개인들이 상호간의 조정(coordination) 없이도 비슷한 행동을 취하는 현상을 지칭한다. 쏠림현상은 인간의 본원적인 행태 가운데 하나로서 인간뿐 아니라 동물들도 무리지어 같은 행동을 보이는 경우를 흔히 발견할 수 있다. 또한 쏠림현상은 인간의 흉내내기 본능으로부터 비롯되었다는 설명도 들을 수 있다. 그러나 경제학의 관점에서는 인간의 근원적인 본성으로서의 쏠림현상보다는 합리적 의사결정의 주체들이 어떠한 상황에서 쏠림현상을 나타내는지에 대한 설명이 주요 관심사이다.

그런데 경제학에서의 쏠림현상에 대한 정의도 다양하다. Devenow와 Welch (1996)는 쏠림현상을 “개인들간에 연계되어 있는 행동 패턴(behavior patterns that are correlated across individuals)”이라고 정의한 바 있으며 Banerjee (1992)는 “각 개인이 자신의 사적 정보에 따라 행동하지 않고 타인의 행동을 좇는 현상(the phenomenon by which everyone does what everyone else is doing, even when their private information suggests doing something quite different)”으로 정의한 바 있다.

이러한 쏠림현상은 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 보고서는 ‘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 우리나라

라에서 쏠림현상이 얼마나 만연해 있는지를 잘 보여준다고 하겠다.

금융시장의 쏠림현상은 개별 금융회사의 입장에서는 최선의 선택일 수 있으나 금융시스템의 안정성에 악영향을 미칠 수 있다. 카드사들의 경쟁적 카드 발급 및 카드대출 확대 경쟁이 카드대란으로 이어진 것은 쏠림현상만으로 설명될 수는 없지만 쏠림현상의 사례 가운데 하나로 자주 지적되고 있으며 전체 금융시스템의 안정성까지도 위협될 수 있다는 것을 잘 보여주고 있다. 이에 따라 쏠림현상을 유발하는 원인을 분석하고 정책대응방안을 모색하는 것은 우리나라 금융시스템의 선진화를 위하여 시급한 과제라고 하겠다.

그러나 쏠림현상이나 그 문제점에 대한 언급을 쉽게 볼 수 있는 데 반해 이에 대한 본격적인 분석은 별로 찾아보기 어려운 것이 현실이다. 우선 쏠림현상이란 용어 자체가 매우 다양한 현상들을 포함하고 있어 체계적인 분석이 어려운 실정이다. 또한 많은 사람들이 우리나라 금융시장의 쏠림현상이 지나치다고 하지만 이러한 쏠림의 정도를 정확히 측정하기가 매우 어렵다는 사실도 지적할 필요가 있다. 특정 시장, 예를 들어 주식시장이나 채권시장의 쏠림과 관련한 실증적 분석이 쉽지 않을 뿐 아니라 이 글의 주요 관심사인 '주제의 쏠림'현상에 대해서는 실증분석이 더욱 어려울 수밖에 없다.

이 글에서 '주제 또는 테마(theme)의 쏠림'은 금융 전반에 걸쳐 대다수 금융회사들이 어떤 주제 또는 상품에 전력을 기울이는 현상을 지칭한다. 즉 하나의 변수가 어떻게 움직일지에 대한 기대의 쏠림현상과 구분하여 다수의 변수 가운데 어느 하나의 변수로 쏠리는 현상을 말한다. 기대의 쏠림현상도 우리나라 채권시장이나 외환시장에서 자주 발견되는 것이 사실이나 이는 해외 사례에서도 자주 찾아볼 수 있으며 우리나라의 경우가 외국에 비하여 더 심하다는 증거도 없다. 이에 비하여 주제의 쏠림현상은 해외에서도 찾아볼 수는 있으나 우리나라에서 유독 심하다는 주장을 많이 들을 수 있다. '꽤거리

금융문화'라는 표현은 이 글에서 이야기하는 주제의 쏠림을 잘 대변한다.

특히 주제의 쏠림현상은 바이코리아 열풍이나 카드대란 등에서 알 수 있듯이 전체 금융시스템의 불안정성을 심화시킬 수 있다는 점에서 중요하다. 금융회사들이 이번에는 중소기업대출로, 다음에는 주택담보대출로, 또 다음에는 우량고객 확보 경쟁으로 물려다니는 현상은 소위 출혈경쟁을 야기할 수 있으며 금융시장의 교란을 증폭시키는 역할을 한다. 각 금융회사가 영업 전략을 짤 때 특정 이슈에 집중하는 이 현상은 마치 주식시장에서 투자자들이 특정 종목에 집중 투자하는 것과 비슷한 현상으로 보인다.

이 보고서는 주제의 쏠림현상에 대한 검토를 통하여 우리나라 금융시장의 쏠림현상에 대한 본격적인 논의가 시작되는 계기를 제공하고자 한다. 이 보고서는 다음과 같이 구성된다. 우선 제Ⅱ장에서는 쏠림현상에 대한 기존의 연구결과를 간략히 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 기존의 연구결과들을 통하여 우리나라 금융시장에서 나타나는 쏠림현상들을 고찰해 본다. 특히 우리나라 금융시장 쏠림현상의 특징 가운데 하나로 보이는 '주제의 쏠림'을 설명하는데, 제Ⅳ장에서는 그 원인에 대한 이론적 분석을 시도한다. 끝으로 제Ⅴ장은 앞에서의 분석에 기초하여 정책적 시사점을 도출한다.

II. 쏠림현상의 원인에 대한 이론적 연구

쏠림현상이 다양한 것처럼 이에 대한 연구도 많다. 그런데 합리적인 의사 결정 주체들이 떼지어 행동하는 쏠림현상을 설명하는 경제학 관점의 접근은 크게 네트워크 효과(network effect) 문헌, 정보의 폭포(information cascade) 문헌 및 미인대회(beauty contest) 문헌으로 나눌 수 있을 것으로 보인다. 이러한 구분은 쏠림현상 자체의 차이에 근거한 것이 아니라 쏠림현상을 유발하는 원인의 차이에 주목하는 것이다.

우선 네트워크 효과는 어느 경제주체의 행위가 같은 행위를 취한 다른 경제주체의 효용에 영향을 주는 외부성(externality)을 말한다. 이러한 외부성이 긍정적일 경우에 경제주체들의 행동이 같은 방향일 경우 모두의 효용이 증가하게 된다. 이에 반하여 정보의 폭포 문헌에서는 정보의 흐름에 주목한다. 어느 경제주체의 행위는 다른 경제주체들의 효용에 직접적인 영향은 없더라도 다른 경제주체들에게 관측됨으로써 이들의 정보집합을 변경시킴으로써 이들의 행위에 영향을 미치게 된다는 것이다.

미인대회 문헌은 여러 주제 또는 상품 가운데 하나의 주제 또는 상품에 경제주체들의 선택이 집중되는 현상을 다룬다. 이 글에서는 특히 Froot, Scharfstein 및 Stein(1992)의 미인대회(beauty contest) 모형을 자세히 살펴보는데, 이는 이들의 모형이 우리나라 금융시장의 주제의 쏠림현상에 보다 근접한 것으로 판단되기 때문이다.

앞에서 우리나라 금융시장에서 발생하는 쏠림현상의 특징이 ‘주제의 쏠림’이라고 하였는데, 그러면 이러한 주제의 쏠림은 왜 생기는 것일까? Keynes는 주식시장의 전문적인 투자자들이 특정 주식의 내재가치에 대한 깊이 있는 조

사·연구에 근거하여 투자하지 않고 다른 투자자들에게 매력이 있는지에 주목하여 투자하기 때문에 미인대회(beauty contest)의 심사위원들과 유사하다고 비판한 바 있다. 다른 투자자의 기대가 주요 관심사인 경우 자연스럽게 인기 종목으로의 쏠림현상이 발생하게 된다.

Froot, Scharfstein 및 Stein(1992)은 투자자의 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 투자자의 기대에 별로 관심을 기울일 필요가 없다. 그러나 단기에는 다른 투자자의 투자행위에 따라 가격이 변동하기 때문에 이들이 무슨 생각을 하는지에 대하여 주목하여야 한다는 것이다. 이러한 Froot 등의 모형은 네트워크 효과와 정보의 폭포 모형들을 모두 반영하고 있다. 이하에서는 먼저 네트워크 효과와 정보의 폭포에 대해서 알아본 후 단기 투자시야와 쏠림현상에 대한 Froot 등의 이론을 살펴보기로 하겠다.

1. 네트워크 효과에 따른 쏠림현상

네트워크 효과는 네트워크 외부성(network externality)이라고도 불리는데 여러 개인들이 같은 상품을 소비하여 이 상품과 관련한 네트워크가 형성되면, 그 상품의 가치는 개인 혼자 가지고 있을 때와는 다르게 변화되는 것을 의미한다. 예를 들어 만일 팩스가 유행하게 되면 내가 가지고 있던 팩스기의 유용성이 증대되고 이에 따라 그 가치도 증가하게 된다.

네트워크 효과에 대한 관심은 정보통신 산업의 성장과 함께 증가하였다. 그 이유는 IT 산업과 같은 첨단 산업들에서 전통적인 산업에서 찾기 어려운 여러 가지 새로운 문제들이 많이 발생하였기 때문이다. 예를 들어 IT 산업에

서의 선점효과, 첨단 기술산업에서의 표준화 및 기술혁신 등은 전통적인 산업에서와 다른 양상을 보였으며 네트워크 효과의 개념을 사용하여 보다 적절히 설명되고 있다.

네트워크 효과는 상품의 가치를 구성하는 요인 가운데 동시적 가치(synchronization value)의 변화에 따라 발생한다. 상품의 가치는 크게 자급자족 가치(autarky value)와 동시적 가치(synchronization value)로 나눌 수 있다. 자급자족 가치는 다른 사람이 이 상품을 사용하는 것과 무관하게 그 제품에 의해서 가치가 생성되는 반면, 동시적 가치는 상품의 다른 사용자들과 상호작용함으로써 생성되는 추가적인 가치이다. 네트워크 효과는 이러한 동시적 가치의 증가에 따라서 발생하는 것이다.

네트워크 효과의 종류에는 크게 두 가지가 있는데, 첫째는 직접네트워크 효과(direct network effect)이고, 둘째는 간접네트워크 효과(indirect network effect)이다. 직접네트워크 효과는 물리적으로 특정 상품을 많이 구매함으로써 다른 이들도 같은 상품을 구매하게 하는 것이다. 예를 들어 가정집이 전화를 사는 이유는 회사나 다른 가정에 전화가 있기 때문이다. 간접네트워크 효과는 특정 제품을 구입함으로써 다른 제품의 사용이나 판매를 용이하게 만드는 방법으로, 예를 들어 특정 하드웨어 구입으로 이에 적용되는 특정 소프트웨어의 사용이 증가하게 되는 경우에 해당한다.

네트워크 효과는 표준화(standardization)의 문제와 밀접하게 연관되어 있다. 표준화는 네트워크를 보다 확대하기 때문에 가격을 저렴하게 하고 가용성을 높이는 등 사회의 후생수준을 높이게 된다. 반면 이미 자리를 잡은 네트워크를 보유한 기업에는 협상력(bargaining power)을 높여주는 문제도 내포하고 있다. 소비자의 입장에서는 표준화되지 않은 다양한 상품이 보다 바람직할 수도 있으며 기업의 경우 표준화에 따른 다른 회사와의 협동의 문제 때

문에 이를 꺼릴 수도 있을 것이다. 한편 몇 개의 표준화 기준이 서로 부딪힐 때 높은 전환비용이 필요하게 되는 문제도 있다.

표준화가 야기하는 네트워크 효과는 스펙현상의 일종인 ‘포장마차 효과 (bandwagon effect)’를 설명하는 데 매우 유용하다. 여러 기업이 새로운 표준을 채택할 것인가를 고민하는 상황을 가정하여 보자. 이 기업들 가운데 변화를 강하게 희망하는 기업들은 일찍 변화시키는 반면, 변화에 대한 욕구가 크지 않은 기업들은 다른 기업들이 바꾸는지를 살핀 후 이를 추종할 것이다. 한편 바꾸는 것을 싫어하는 기업들도 대다수의 다른 기업들이 새로운 표준을 채택할 경우 이를 따를 수밖에 없게 된다. 즉 변화를 강하게 희망하는 기업들을 좇아 다른 기업들이 줄줄이 따라가는 포장마차 효과가 발생할 수 있는 것이다. Farrell과 Saloner(1985)는 각 기업들이 새로운 기술로 이전하는 선호가 상이하고 정보가 완전하지 않을 때 (incomplete information) 이러한 포장마차 효과(bandwagon effect)가 발생함을 보였다. 만일 모든 회사들이 새로운 표준으로의 변화에 따라 이익을 얻고 정보가 완전(complete information)할 경우에는 이러한 포장마차 효과가 발생하지 않고 각 기업들은 동시적으로 새로운 표준의 채택 여부를 결정할 것이다. 우리나라 이동통신업체들이 CDMA와 TDMA를 놓고 고민하던 상황이 이와 유사하다고 할 수 있다.

이러한 네트워크 효과의 사례는 금융시장에서도 찾아볼 수 있다. 예를 들어 국채와 같은 금융상품의 거래에는 네트워크 효과가 존재하는데, 이에 따라 거래를 한 곳에 집중할 경우 거래참가자들의 효용이 증가하게 된다. 그러나 이러한 긍정적인 네트워크 효과를 금융회사들이 같은 주제를 쫓아다니는 ‘주제의 스펙’에 직접 적용하기는 어렵다. 주제의 스펙은 각 금융회사들의 이익을 증가시키기보다는 경쟁 심화 등을 통하여 이익을 축소시키고 나아가 금융시스템의 안정성도 위협할 우려가 있기 때문이다.

2. 정보의 폭포에 따른 쏠림현상

네트워크 효과는 소비자의 효용함수에 직접적인 영향을 주는 것으로 가정되는 경우가 흔하다. 많은 연구들은 소비재 x 의 소비행위에 네트워크 효과가 있다는 것을 소비자의 효용함수에 x 를 소비하는 소비자의 수가 직접적으로 포함된다고 가정한다. 아래에서 살펴보는 정보의 폭포(information cascade) 문헌에서는 이와 달리 정보의 흐름만이 문제가 된다. 개개인의 시장 참가자들은 의사결정 시 이전의 의사결정자들의 행위를 따라하는 경향이 있다. 이러한 쏠림현상의 원인은 개개인들의 정보 및 선택사항 등이 서로 비슷한 상황에서 의사결정에 직면하게 된 사람들이 다른 사람과 의사소통을 하거나 아니면 다른 사람들의 행위를 관찰하기 때문이다. 물론 개인이 직접 분석을 할 수도 있지만 이에선 비용과 시간이 필요하기 때문에 개인들은 다른 사람의 행위를 관찰하고 이를 따라하는 경우가 자주 발생한다.

쏘림현상이 일어나는 과정은 다음과 같다. 처음에 행동하는 개인들은 선택을 볼 수 없기 때문에 각자가 가지고 있는 사적인 정보(private information)에 따라 행동을 결정한다. 그러나 이들보다 나중에 행동하는 개인들은 이들의 행동 자체가 중요한 정보가 된다. 여러 사람이 같은 방향으로 행동한 것을 관찰한 뒤 행동하는 개인의 경우 자신의 사적 정보를 무시하고 이들을 뒤따르는 것이 합리적인 판단이 될 수도 있다. 이와 같이 각 개인이 자신의 사적 정보에 따라 행동하지 않고 타인의 행동을 좇는 현상을 정보의 폭포(information cascade)라고 한다. 정보의 폭포에서는 앞서 행동한 어느 개인이 실수를 할 경우 이를 추종하는 다른 모든 개인들이 실수를 반복할 수 있다.

한편 앞선 사람들을 따라하지 않은 소수의 사람들이 그들만의 합리적인 이유로 추종하지 않는다면 정보의 집합은 순식간에 바뀌고 사람들의 행동 패턴

도 변화하게 된다. Bikhchandani, Hirshleifer 및 Welch(1998)는 이와 같은 논리로 일시적인 유행(transient fads) 또는 지속적인 선택(permanent choice)을 설명한다. 이와 같은 정보의 폭포는 소수의 개인들에 의해 시작된 실수들이 사회 전체로 전이될 수 있다는 것을 보여준다.

주식시장의 예를 들자면 많은 사람들이 특정 종목에 대해서 좋다고 할 경우 일부 개인들은 비록 자신의 정보가 이에 반할지라도 다수의 선택을 따라갈 것이다. 시장이 안정적인 시기에는 추종하는 것이 더 효율적일 수도 있으나 시장의 변동성이 높아 향후 장세에 대하여 정보가 매우 부족할 경우 소수 개인의 행동이 큰 영향력을 발휘하게 되면 결과적으로 주식시장의 변동성을 높이는 결과를 야기할 수 있다.

또한 기업에 대한 금융지원 결정을 생각해 보자. 금융시장에서 자금 압박을 받는 어느 기업이 자금조달을 위하여 채권자와 협상을 할 때 만일 첫번째 채권자와의 협상이 결렬될 경우 다른 채권자들은 이 기업에 대하여 회의적인 견해를 갖게 될 것이다. 이와 비슷하게 어느 은행으로부터 일부 예금자들이 예금을 인출하는 것이 그 은행의 경영에 문제가 있다는 신호로 해석될 경우 다른 예금자들도 예금인출을 서두르게 되고 이러한 과정을 거쳐 그 은행은 실제로 경영에 아무런 문제가 없다고 하더라도 결국 파산할 수도 있다.

3. 단기 투자와 쏠림현상

전통적인 경제학에서는 투자의 단기 또는 장기 여부가 시장의 효율성에 아무런 영향을 주지 않는다. 만일 어떤 투자자가 1시간 이내에 주식을 판다고 하더라도 이 투자자는 1시간 이후의 주식가격을 예상하고 있으며 1시간 이후의 주식가격 역시 미래의 주식가격에 대한 예상을 반영하고 있기 때문이다.

그러나 현실의 금융시장에서 단기 투자자들은 가격을 형성하는 기초여건보다 다른 투자자들의 기대에 보다 관심이 많으며 이는 단기투자가 성행하는 시장의 효율성이 저해될 수 있다는 것을 시사한다. Froot, Scharfstein 및 Stein (1992)이 예시하는 어느 외환시장 투자자의 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 투자자의 말은 Keynes가 일반이론에서 지적한 미인 대회의 비유와 매우 흡사하다. 전문적인 투자자들이 특정 자산의 내재가치에 대한 분석보다는 다른 투자자들의 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, 거기에도 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 있

는가를 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)은 투자자의 투자시야가 단기일 때 투자자들은 조사·연구를 한 쪽 방향으로 수행할 가능성이 높다고 주장하였다. 이는 단기투자를 할 경우 투자자들의 조사·연구 행위 간에 긍정적 여파(positive spillover) 및 전략적 보완관계(strategic complementarity)가 있기 때문이라는 것이다. Cooper(1999)는 전략적 보완 관계를 '어느 경기자의 높은 수준의 행위가 다른 경기자들로 하여금 높은 수준의 행위를 선택할 유인을 제공하는 관계'로 정의하고 있다.¹⁾ 이에 대한 보다 엄밀한 정의는 다음과 같다.²⁾

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 있는데, 이 때 각 경기자의 가격은 상호간에 전략적 보완관계에 있다. 즉 경기자 A가 가격을 올리면 경기자 B 역시 가격을 올리는 것이 유리하기 때문에

1) "...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), p.19

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

각 경기자의 반응곡선은 양의 기울기를 갖는다. 이와 반대로 꾸르노 게임 (Cournot Game)에서는 각 경기자의 선택변수인 산출량 사이에 전략적 대체 관계가 있다.

기관투자자들의 쏠림현상을 이들의 조사·연구 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 모형들과 유사점을 찾을 수도 있다.

Ⅲ. 우리나라 금융시장의 쏠림현상 사례

Ⅱ장에서 살펴본 이론틀을 가지고 우리나라 금융시장의 쏠림현상을 살펴보면 ‘정보의 폭포’ 문헌의 설명과 ‘미인대회’ 모형의 설명이 함께 적용될 수 있는 경우가 매우 많다는 것을 알 수 있다. 물론 채권시장에서 향후 금리의 움직임에 대하여 기대가 한 쪽으로 몰리는 것은 ‘정보의 폭포’ 모형에 보다 근접해 있다. 그리고 금융회사들이 카드대출로, 중소기업대출로 우량고객 확보 경쟁으로 몰려 다니는 것은 ‘주제의 쏠림’이라고 할 수 있다. 그러나 이 경우에도 카드대출이나 중소기업대출이 부실화될 우려가 발생했을 때 이러한 우려가 증폭되는 것은 정보의 폭포 모형과 매우 유사하다. 이 점을 염두에 두면서도 이 장에서는 다양한 쏠림현상을 크게 금융시장에서의 쏠림과 주제의 쏠림으로 구분하여 설명한다. 전자의 경우에는 정보의 폭포 모형에서와 같이 금융회사 등 경제주체들의 행위가 순차적으로 이루어지면서 다른 경제주체들의 정보집합에 영향을 주는 것이 주요 원인이라고 할 수 있으며, 후자는 금융회사들이 여러 가지 주제 가운데 하나를 동시에 선택하는 미인대회 모형에 보다 가깝다고 할 수 있다.

1. 금융시장에서의 쏠림현상 사례

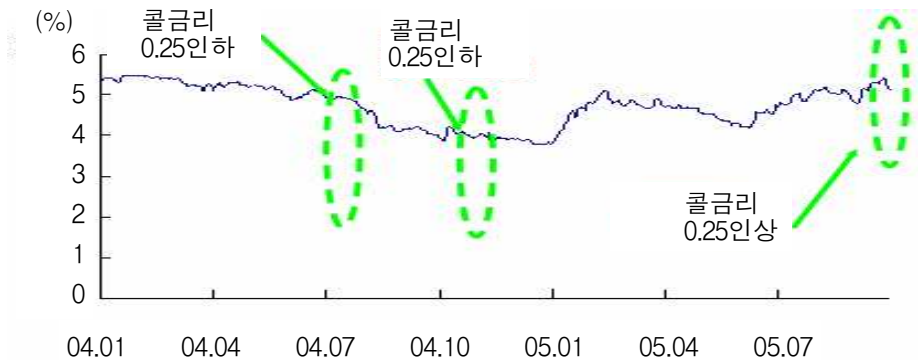
1) 채권시장에서의 쏠림현상

해외의 채권시장에서처럼 우리나라의 채권시장에서도 쏠림현상이 자주 발견된다. 2004년말 채권시장에서의 쏠림현상은 그 대표적인 사례이다. 2004년

중 금융통화위원회가 8월과 11월 각각 0.25%씩 콜금리목표를 내림에 따라 2004년말에는 추가적인 정책금리 인하 및 향후 금리 하락에 대한 기대가 지배적이었다. 이에 따라 채권투자자들은 각 기관의 자산 포트폴리오나 리스크에 상관 없이 앞다투어 장기채를 매입하였다. 그러나 2005년초 경기회복 기대감, 미국의 지속적인 금리인상 및 이에 따른 한미간 금리역전에 대한 우려감이 시장에 반영되면서 거꾸로의 쏠림현상이 일어나 장기채 금리가 급격히 상승하였다. 이에 따라 장기채를 과도하게 매입한 기관들은 큰 폭의 손실이 불가피하게 되었다.

시장에서 투자자들의 기대가 실제 상황을 제대로 예측하지 못하는 일은 다반사이다. 그러나 문제는 이러한 기대가 한 쪽 방향으로 집중되면서 시장의 변동성을 높이는 데 있다. 한국은행 금융안정보고서³⁾는 2004년말에서 2005년초 사이의 금리 급변동은 채권투자자들 간의 쏠림현상에 기인한다고 지적하고 있다.

<그림 1> 콜금리목표와 국고채 10년 수익률 추이

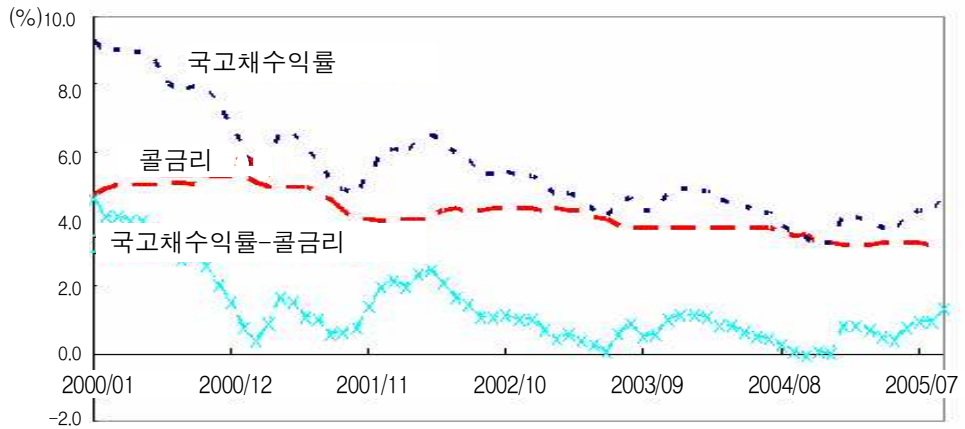


자료 : 한국은행

3) 한국은행, 『금융안정보고서』, 2005.4. p.33

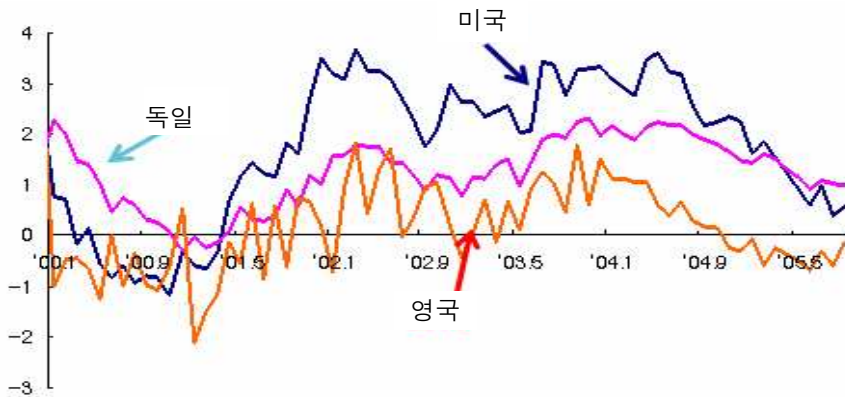
한편 최근 미국, 영국, 독일 등 주요 선진국의 장단기 금리차가 계속 줄어들고 있는 가운데 우리나라의 장단기 스프레드가 확대되었던 것 역시 채권시장에서 기대의 쏠림이 나타난 데 기인한다는 분석이 있다. 즉 우리나라의 경

〈그림 2〉 우리나라의 장단기 금리차 추이



자료 : 한국은행

〈그림 3〉 미국, 영국, 독일의 장단기 금리차(10년물 - 콜금리) 추이



자료 : DataStream

우 향후 경기회복 등으로 금리상승세가 지속될 것이라는 기대가 팽배한 가운데 정책금리 인상이 지연되면서 금리 상승 쪽으로 기대가 쏠리게 되었다는 것이다. 이에 따라 채권에 대한 수요가 급격히 줄어드는 가운데 기업들은 금리상승 기대에 따라 회사채 발행을 늘려 채권시장의 수급조건이 심한 불균형을 이루게 되었다.

2) 주식시장에서의 쏠림현상

일반적으로 주식시장은 다른 시장에 비해서 변동성이 높고 내부나 외부요인에 의한 충격에 민감하고 빠르게 반응한다. 이에 따라 주식시장에서의 쏠림현상은 다른 금융시장에 비해서 매우 강하고 빈번하게 나타나는 편이다. 특히 정확하지 않은 루머로 인해 주식시장이나 개별주식에 대한 수익률과 변동성이 움직이는 것은 대표적인 주식시장의 쏠림현상 중 하나이다.

주식시장 쏠림현상의 대표적인 사례는 1999년말 바이코리아 펀드 붐을 들 수 있다. 외환위기 이후 주식시장은 하향세를 걷다가 정보통신산업의 급성장과 함께 활황을 맞이하게 되었다. 1999년초 500에서 600포인트 사이를 오가던 주가지수는 <그림 4>에서 보는 것과 같이 1999년말 1000포인트까지 거의 두 배로 상승하였다.

정보통신산업의 급성장과 주식시장의 활황을 발판 삼아 대부분의 주식투자 관련 기관들이 향후 주식시장에 대한 장밋빛 전망을 내놓았다. 이에 따라 개인들 역시 주식투자에 열을 올리는 과열 현상이 벌어지게 되었다. 특히 펀드를 통한 간접투자가 급속히 늘어났는데 그 시발점은 미래에셋 자산운용의 박현주펀드와 발매 하루만에 7천억원 판매를 기록하였던 현대증권의 바이코리아펀드 등의 선전에서 찾을 수 있다. 이에 따라 너도 나도 펀드를 개설하여

격렬한 수익률 경쟁에 들어갔는데 증권사 및 투신사들은 최근 1~2개월 동안 20~30%의 단기수익률을 올렸다고 발표하면서 서로 자사 상품의 수익률이 높다고 선전하였다. 이에 따라 주식형 펀드 수탁액은 급격한 증가세를 나타

<그림 4> 주가 지수 동향

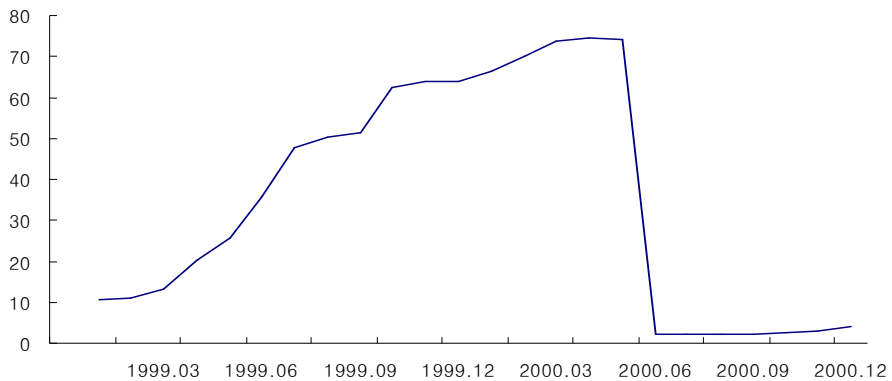
(단위 : p)



자료 : 증권거래소

<그림 5> 주식형 펀드 수탁액 추이

(단위 : 조원)



자료 : 자산운용협회

내어 1999년 1월 10조에서 35조(1999.6월), 63조(1999.12월), 73조(2000.3월)로 약 1년 사이에 7배 이상으로 증가하였다. 주식형 펀드에 시중자금이 대규모로 모이면서 주가도 상승세를 지속하였다.

그러나 이와 같은 주식자금 증가와 주가 상승의 선순환은 오래 지속되지 못하였다. 경제의 기초여건에 기반하지 못하고 IT 산업의 일시적인 호황과 막대한 자금유입에 의존하였던 주가상승은 2000년 IT 버블이 붕괴되자 급격히 반전되어 주가는 2000년말 600선 이하로 하락하였다. 이에 따라 주식형 펀드 수탁액도 크게 감소하였으며 이 과정에서 주식자금 감소와 주가 하락의 악순환이 반복되었다. 결국 바이코리아 열풍은 주식투자기관과 개인의 주식투자에 대한 집단적인 쏠림으로 인하여 특히 개인투자자들이 큰 손해를 보는 것으로 귀결되었다.

2. 주제의 쏠림현상 사례

우리나라 금융회사들이 카드대출, 중소기업대출 등의 주제로 몰려다님에 따라 '꽤거리 금융문화'라는 표현을 탄생시켰다는 것은 이미 언급한 바 있다. 이하에서는 이러한 쏠림현상들을 하나 하나 살펴보기로 한다. 그런데 이와 같은 주제의 쏠림현상에서 다수의 추종거래자를 발견할 수 있는 것이 특징적이다. 바이코리아 펀드 붐에서의 개인투자자들이 추종거래자 역할을 한 것과 마찬가지로 주택담보대출, 가계대출, 중소기업대출 러시가 벌어졌을 때에도 대다수의 금융회사들은 자체적인 수익성 분석에 기초했다기보다는 남들이, 특히 대형 금융회사들이 뛰어들다는 사실에 추동된 것으로 보인다. 이러한 특징은 IV장에서 검토할 이론적 분석의 동기를 제공한다.

1) 쏠림현상과 신용카드 위기

1999년부터 정부는 내수진작 차원에서 신용카드 한도 철폐(1999년 5월), 신용카드 사용금액에 대한 소득공제(1999년 6월), 신용카드 영수증 복권제도(2000년 1월) 등 다양한 카드사용 장려책을 실시하였다. 이에 더하여 삼성카드, LG카드 등 후발카드사가 시장점유율 확대를 위해 공격적인 마케팅을 펼치면서 카드사간 외형 경쟁이 치열하게 전개되었다. 신용이 충분하지 못한 사람들에게도 복수의 카드가 발급되었으며 미성년자에게도 경쟁적으로 신용카드를 발급해 주는 기현상이 나타나기도 하였다.

이 과정에서 카드소지자들이 자신의 결제능력을 넘어서는 수준의 현금서비스와 카드를 사용하면서 연체율이 급등하였다. 대출비즈니스를 수익의 원천으로 삼은 경영전략과 외형을 늘려 수익규모를 키우고자 한 경영전략이 서로 맞물리면서 카드부실을 초래한 것이다. 즉 카드시장의 대출서비스는 신용부적격자 입장에서는 손쉽게 사용할 수 있는 저금리 대부시장이었다. 결국 신용카드 관련 신용불량자가 급속하게 양산되어 2001년 12월 104만명에서 2003년말에는 239만명까지 증가하였다.

〈표 1〉 신용카드관련 개인신용불량자 현황¹⁾

(단위 : 명)

연 도	2001.12	2002.3	2002.6	2002.9	2002.12	2003.3	2003.6	2003.12
인 원	1,042,070	1,106,494	1,123,214	1,303,464	1,494,329	1,766,701	1,984,909	2,397,185

주 : 1) 순인원 중에는 신용카드와 신용카드 이외의 사유 등으로 중복등록된 인원도 있을 수 있음(신용카드 이외의 사유 : 대출금 연체, 대위변제·대지급 등).

자료 : 전국은행연합회, 보도자료(신용불량정보 관리 현황)

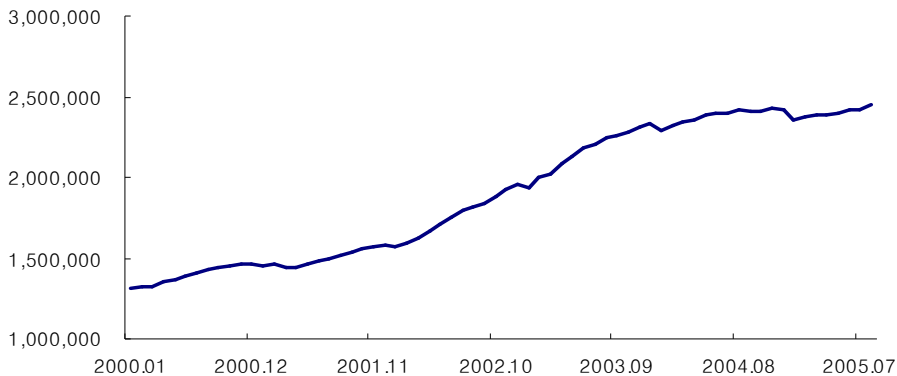
2) 쏠림현상과 중소기업대출 경쟁

은행들의 중소기업 대출시장에서의 쏠림현상도 하나의 사례로 제시될 수 있다. 외환위기 이후 대기업의 대출수요가 지속적으로 감소하고 2002년 이후 가계부실이 표면화되면서 대체 자금운용수단으로 중소기업대출의 중요성이 증대하였다. 그런데 문제는 중소기업 대출시장에 거의 모든 은행이 뛰어들어 과도한 경쟁이 이루어진 것이었으며, 이러한 은행의 중소기업대출 드라이브에 편승하여 자영업 부문에서 채무상환 능력에 비해 과도한 대출수요가 발생한 것이다. 더욱이 외환위기 이후 정부가 대기업에 대해서는 대규모 구조조정을 요구한 반면, 중소기업에 대해서는 공적보증, 정책자금 지원 확대 등을 통해 보호 위주의 중소기업 금융정책을 지속한 것도 한 요인으로 작용하였다.

이러한 요인들에 따라 중소기업대출은 1998년~2003년 동안 연평균 17.5% 증가하였으며 특히 2001년말 151조원에서 2003년말 237조원으로 2년 동안의 연평균 증가율은 28%에 달하였다.

〈그림 6〉 중소기업 대출금 추세

(단위 : 억원)



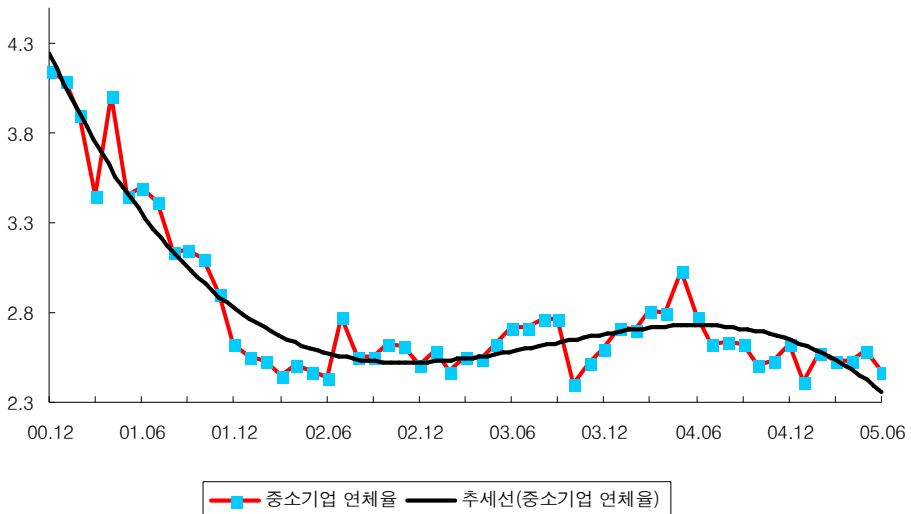
자료 : 한국은행, 『금융시장 동향』, 각호

급격하게 늘어난 중소기업대출이 제대로 된 대출심사 없이 이루어졌던 것을 반영하여 중소기업대출의 연체율이 지속적으로 상승하였는데 2002년 6월 2.5%이었던 연체율이 2004년 5월에는 3%를 기록하였다.

이와 같은 연체율 상승은 다른 방향에서의 쏠림현상을 유발하였다. 중소기업대출의 연체율이 높아지는 데다 경기침체도 지속되어 중소기업의 경영이 어려워질 것으로 전망되면서 은행들은 중소기업의 돈을 갑자기 죄기 시작한 것이다. 그런데 이 또한 은행들의 중소기업에 대한 신용심사가 엄정하게 이루어졌기 때문이 아니라 제대로 심사가 이루어지지 못했기 때문이라는 것이 사실에 가깝다. 채무상환 능력에 대한 충분한 검토 없이 중소기업에 자금을 공급한 은행은 경기가 나빠져 연체율이 높아지기 시작하면 추가적인 손실을 줄이기 위해 자금을 회수할 수밖에 없다. 즉, 우량차주와 불량차주의 옥석

<그림 7> 은행의 중소기업대출 연체율 추이¹⁾

(단위 : %)



주 : 1) 중소기업 연체율은 계절조정 연체율
 자료 : 금융감독원, 『보도자료』, 『은행대출 연체율 현황』

을 가릴 수 없는 은행은 경기악화로 중소기업 부도가 늘어나면 모든 중소기업 대출에 대하여 보수적인 입장을 취하게 된다. 이 때 한 중소기업이 여러 금융회사로부터 대출을 받고 있다면 각 금융회사들은 채권 확보를 위하여 자금 회수 경쟁에 돌입하게 된다. 중소기업의 자금난이 가중되므로 연체율은 더욱 높아지게 되는데 여기서 중요한 것은 건전하지만 일시적으로 자금난을 겪고 있는 중소기업과 부실한 중소기업 간의 구별이 이루어지지 않고 자금이 회수됨에 따라 단기적인 경기변동의 심화뿐 아니라 장기적인 성장잠재력의 저하 현상도 나타날 수 있다는 점이다.

3) 우량고객 확보 경쟁

외환위기 이후 카드대출, 중소기업대출, 가계대출 등의 부실화를 연거푸 경험 하였던 은행들이 또 한번 집중적으로 매달렸던 것이 우량고객 확보 경쟁이다. 말 그대로 우량고객은 은행의 자산건전성을 높이고 안정적인 수익성 확보에

〈표 3〉 5억원초과 주요 거액계좌 추이

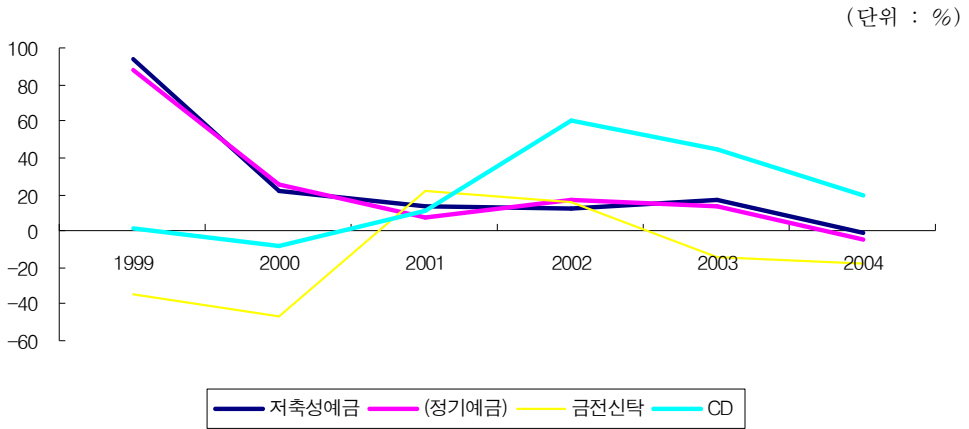
(단위 : 천좌, 조원)

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
저축성예금	계좌수	28.7	41.6	46.9	54.7	60.0	67.5	63.0
	금 액	49.2	95.6	115.9	131.8	148.1	173.8	172.5
(정기예금)	계좌수	14.0	26.2	33.1	35.6	42.0	45.3	42.1
	금 액	35.3	66.5	83.4	89.1	103.8	117.8	112.6
금전신탁	계좌수	40.3	22.8	8.9	9.4	9.6	7.4	6.4
	금 액	67.0	43.6	23.3	28.5	33.0	28.2	23.2
CD	계좌수	3.2	2.5	2.0	2.1	3.0	4.1	5.3
	금 액	14.0	14.2	13.1	14.5	23.3	33.8	40.3

자료 : 한국은행, 『보도자료』, 『은행수신 동향』, 각호

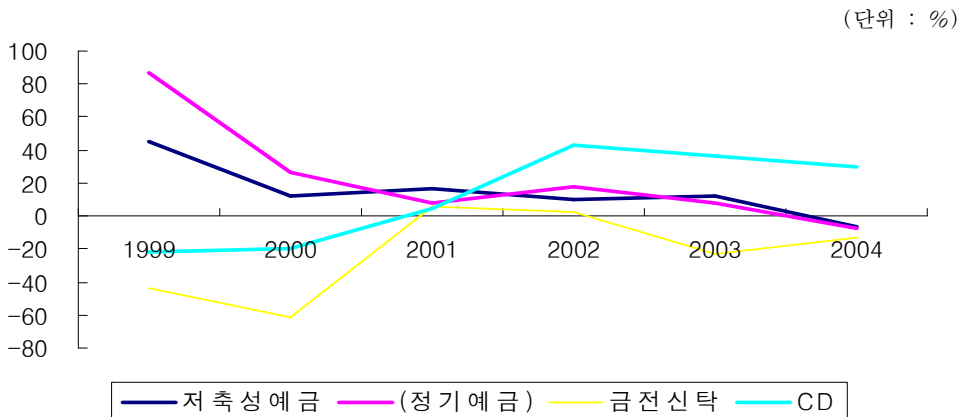
큰 도움이 된다. 더욱이 경제 전체적으로 소득의 양극화가 광범위하게 진전되면서 우량고객의 중요성이 더욱 커졌다. 저축성예금 가운데 5억원을 초과하는 거액 계좌 금액은 1998년말 49조원에서 지속적으로 증가하여 2004년말

〈그림 8〉 5억원초과 거액계좌 금액 증가율



자료 : 한국은행, 『보도자료』, 『은행수신 동향』, 각호

〈그림 9〉 5억원초과 거액계좌 계좌수 증가율



자료 : 한국은행, 『보도자료』, 『은행수신 동향』, 각호

3배가 넘는 172조원을 기록하였다. 거액 계좌수 또한 같은 기간중 29만좌에서 2배가 넘는 63만좌로 늘어났다.

이러한 거액 저축성예금 계좌수와 금액의 연평균 증가율은 1999년도부터 2004년 사이에 각각 15.0%와 26.4%에 달하고 있다. 명목GDP 성장률을 훨씬 웃도는 이러한 성장세는 결국 소득 양극화 등으로 설명될 수 있으며 이에 따라 은행들이 부유층 고객에 눈을 돌리는 것은 당연하다. 그러나 모든 은행들이 이들을 확보하기 위하여 지나친 경쟁을 벌일 경우 제 살을 깎는 출혈경쟁으로 귀결될 수 있으며 승자의 재앙(winner's curse)⁵⁾이 초래될 수도 있다.

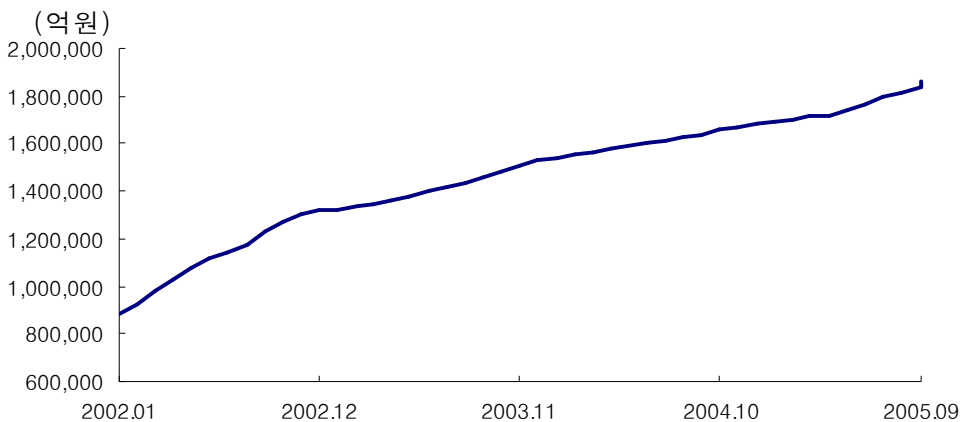
한편 은행들의 우량고객 확보 경쟁은 대출시장에서도 나타난 바 있다. 의사, 변호사 등 고소득층을 대상으로 각 은행은 저마다 특별 대출금리와 대출조건을 제시하였다. 미래소득의 흐름이 클 것으로 기대되는 고소득층에 대하여 낮은 금리를 제시하는 것은 당연하다. 그러나 각 은행이 특정 직종의 차입자에 대해서만 적용되는 변호사론, 의사론 등의 상품을 경쟁적으로 취급하면서 소득과 상환능력이 상대적으로 낮은 의사, 변호사에 대한 대출이 늘어나 일부 은행의 경우 일반 가계대출의 연체율보다 높은 연체율을 기록하기도 하였다.

5) 우량고객을 확보하기 위한 은행들의 경쟁은 제한된 숫자의 고객을 확보하기 위해 저마다 높은 금리를 제시하여 가장 높은 금리를 제시한 은행이 승리한다는 점에서 共通價値競賣(common value auction)와 유사하다. 이 때 어느 은행도 '우량고객'의 정확한 가치를 모르고 각 은행이 이에 대해 부분적인 정보만을 갖고 있을 경우 어느 한 은행의 입찰가격(금리)은 다른 은행에 중요한 정보가 되어 경쟁을 격화시킬 가능성이 있다. 이러한 공통가치경매에 있어 부분적인 정보를 가지고 있는 입찰자들 가운데 입찰물의 가치를 가장 높게 기대하는 입찰자가 입찰물의 정확한 가치보다 높은 가격으로 낙찰받는 사례, 즉 승자의 재앙(winner's curse)이 발생할 가능성이 있다. 즉 우량고객으로부터 획득할 수 있는 기대이익을 가장 높게 예상하고 있는 은행이 가장 높은 금리를 제시하게 되며, 이 경우 가장 많은 '우량고객'을 확보하더라도 은행 수익에는 부정적으로 작용할 수 있다.

4) 주택담보대출 경쟁

카드대출, 가계신용대출, 중소기업대출의 부실화에 따라 우량고객 확보 경쟁 외에 은행들이 적극적으로 늘린 것이 주택담보대출이다. 경기 진작을 위한 저금리 기조가 지속되면서 부동산담보 대출금리가 낮았던 것도 주택담보대출의 싹틔움현상을 심화시키는 데 기여하였다. 더욱이 은행의 여신심사 기능이 미흡하기 때문에 은행의 입장에서 주택담보대출의 가치는 더욱 크다고 할 수 있다. 이러한 배경 아래 은행의 주택담보대출은 꾸준히 증가하여 2002년 88조원에서 2004년말 169조원으로 2배가 되었으며 주택담보대출로의 싹틔움현상은 2005년초에 재연되었다. 외환, 제일, 씨티 등 외국계은행들이 앞을 다투어 최저금리 주택담보대출을 제시하자 토종은행들도 경쟁적으로 주택담보대출금리 할인프로그램을 가동하였다. 이와 같은 경쟁은 결국 금융감독원이 가이드라인을 제시하고 나서야 주춤하였다.

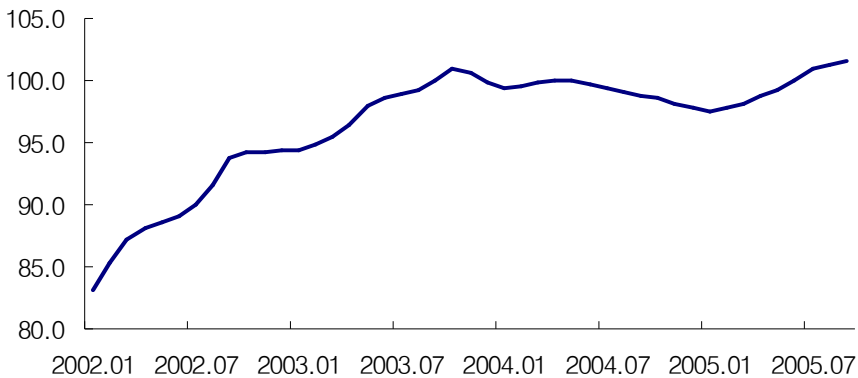
〈그림 10〉 은행의 주택담보대출 추세



자료 : 한국은행, 『금융자산부채잔액표』, 각호

이 기간 중에 부동산가격은 일시적인 하락기를 제외하고 전반적으로 상승세를 지속하였다. 주택담보대출과 부동산가격은 어느 한쪽이 원인으로 뚜렷하게 작용한다기보다는 서로 영향을 주고받는 것으로 보인다. 따라서 부동산가격이 하락하면 일부 은행이 대출 회수를 서두르고 이에 따라 부동산가격이 더욱 하락하는 순환이 나타날 소지가 있다.

〈그림 11〉 주택매매가격 종합지수



자료 : 국민은행, 『전국주택가격동향조사 결과』, 각호

이러한 부동산시장의 급락 가능성은 그 동안 부동산 담보대출에 주력해 온 금융회사의 부실 문제를 야기할 수 있다. 우선 주택담보대출의 급증은 가계 부채 규모를 크게 늘려 가계의 부채/자산 비율이 2000년 0.38에서 2001년 0.41, 2002년 0.48로 계속 증가한 후 2005년 2/4 분기까지 계속해서 0.49 수준을 유지하고 있다. 이러한 수준은 아직 위험수위라고 하기는 어렵지만 부동산가격이 급락할 경우 가계부채 부실문제가 대두될 여지가 있다.

〈표 4〉 개인의 자산/부채 비율

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 2/4
개인 자산	775	861	951	993	1044	1081
개인 부채	293	352	458	482	507	532
부채/자산 비율	0.38	0.41	0.48	0.49	0.49	0.49

자료 : 한국은행, 『금융자산부채잔액표』, 각호

또한 그 동안 낮은 수준을 유지하였던 시장금리가 최근 상승세를 나타내고 있는 것도 잠재적 위험을 증가시키는 요소이다. 금융통화위원회는 2005년 10월과 12월, 2006년 2월 콜금리 목표를 기존의 3.25%에서 0.25%포인트씩 올려 4.00%로 상향 조정하였으며 금리상승 기조는 시장금리의 동향에서도 찾아볼 수 있다. 금리가 상승세를 지속하면 가계의 주택담보대출 이자 부담은 지속적으로 증가될 것이다. 여기에 정부의 8.31 부동산 종합대책에 따른 세금부담까지 더해져 부동산투자자들이 보유물건을 투매할 경우 부동산가격이 급락할 가능성이 있다. 부동산시장은 자산시장의 일종인데 자산시장에서는 미래가격이 떨어질 것이라는 전망이 우세할 경우 가격의 과민반응(undershooting)이 나타나 현재가격이 급락하는 것이 일반적이기 때문이다.

IV. 주제의 쏠림현상에 대한 모형 분석

1. 기관투자가 사이의 쏠림과 추종거래자

II장에서 살펴본 Froot 등(1992)의 이론은 우리나라 금융시장의 쏠림현상에 대하여 많은 시사점을 준다. 우리나라의 경우 펀드매니저 및 딜러 등의 성과급체계가 단기업적주의에 기초해 있으며 기관투자자의 경우 주식거래에 따른 자본이득세 및 거래세 등이 없기 때문에 투자의 단기화가 초래되어 쏠림현상을 자주 유발한다는 점이 지적될 수 있다. 이 장에서는 이러한 단기 투자시야의 문제를 보다 확대하여 기관투자자의 투자시야가 단기일 때 추종거래자가 어떻게 기관투자자 사이의 쏠림현상을 강화시키는지에 대하여 생각해 보고자 한다.

우리나라의 개인투자가 가운데는 자산가격이 오르고 내릴 때 뇌동매매(雷同賣買)하는 추종거래자가 많이 있다고 한다. 이 경우 추종거래자의 뇌동매매 자체가 쏠림현상이지만 이보다 더욱 유의할 것은 추종거래자가 따라올 것을 예상하여 전문적인 투자자들이 보다 공격적으로 투자할 수 있다는 점이다. 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 내재가치보다는 앞

으로의 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. 이 외에도 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 부동산시장에 호재가 생겼을 때 이를 조금이라도 일찍 들은 부동산 투자자가 매물을 최대한 확보하고 개미 투자자들이 이들을 뒤쫓는 사례를 자주 접한다. 주식시장에서 소위 '작전'과 관련한 많은 투자행위들도 비슷한 메커니즘을 보여주고 있다. '작전'을 펴는 투자자는 당연히 추종매수를 기대하면서 소문을 유포하고 개미 투자자들은 이러한 작전 대열의 앞 줄에 서있기를 희망하면서 추격매수를 한다.

그런데 추종매수자와 전문적인 투자자 사이의 動學을 보여주는 De Long 등의 모형은 이 글의 주제와는 다소 차이가 있다. De Long 등의 모형에서는 하나의 자산이 거래되는데, 추종매수자와 전문적인 투자자 사이에서 도착 시점이 다른 정보는 하나의 변수에 대한 것일 뿐이다. 즉, 전문적인 투자자와 추종매수자는 하나의 변수를 알게 되는 시점이 다르며 이에 따라 그 자산의 거래에서 버블이 형성될 수 있다는 것이 De Long 등의 요지이다. 한편 이 보

고서는 이와는 조금 다르게 ‘주제의 스펀’을 다루고 있기 때문에 하나의 변수를 둘러싼 추종매수자와 전문적인 투자자 사이의 동학이 아니라 여러 개의 변수가 있을 때 추종매수자의 존재가 전문적인 투자자 사이의 스펀현상에 어떠한 영향을 주느냐가 주요 관심사이다.

추종거래자의 존재가 기관투자가 사이의 스펀현상에 어떠한 영향을 미치는지를 보기 위한 모형 설정은 크게 두 방향으로 이루어질 수 있다. 즉, 기관투자가 사이의 스펀현상에 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.

2. 모형 설정

이 모형은 앞 장에서 소개된 Froot 등(1992)의 모형에 추종거래자 및 수동적 투자자(passive investors)를 추가한 것이다. 특히 β 로 대변되는 추종거래자의 존재가 기관투자자의 조사·연구에 대한 의사결정에 어떠한 영향을 주는지에 대하여 주목한다. β 가 기관투자가 사이의 스펀현상에 미치는 영향은 기관투자가 투자시야의 장·단기 여부에 따라 달라진다. 장기투자의 경우에 β 는 부정적 여파(negative spillover)와 전략적 대체관계를 증폭하며 단기투자의 경우에는 긍정적 여파(positive spillover)와 전략적 보완관계를 확대한다. 기관투자가 사이의 스펀현상은 전략적 보완관계에 기초하고 있기 때문에 β 의 크기에 따라 스펀현상이 더욱 심화될 수 있다는 것이 이 모형의 요지이다. 그러면 보다 자세히 모형을 살펴보기로 하자.

1) 정보 변수, 투자자 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.

$$a \sim N(0, \sigma_a^2), \quad b \sim N(0, \sigma_b^2).$$

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 조사·연구를 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 기관투자자의 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 기관투자자의 수요에 β 를 곱한 값으로 표시하였는데 우리나라 주식시장이나 부동산시장에서 '큰 손'을 뒤따르는 추종거래자들이 꼭 가격의 움직임에 따라 반응하기보다 '큰 손'의 매수를 좇는 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 기관투자자들은 그 실현치를 관찰할 수 있

다고 가정하자. 이는 추종거래자들이 기관투자자들의 움직임을 좇기 위하여 이들과 일정한 관계를 형성하기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

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

2) 게임의 순서

a 와 b 에 대한 조사·연구와 각 투자자들의 투자행위는 네 단계를 거쳐 이루어진다. 먼저 시점0에서는 각 기관투자자들이 a 와 b 가운데 어느 변수에 대하여 조사·연구할지를 정한다. 어느 기관투자자도 두 변수 모두를 조사·연구하지 못하며 하나의 변수에 대해서만 조사·연구할 수 있다.

시점1에서는 기관투자자들과 노이즈 트레이더들이 각각의 수요를 시장조성자에게 제시한다. 모든 기관투자자는 시점1에 β 의 실현치를 알게 된다. 그런데 모든 기관투자자들의 수요가 시장조성자에 의하여 반영되지 않고 절반의 기관투자자들이 제시한 수요만이 자산가격에 반영되며 나머지 절반의 기관투자자들이 제시한 수요는 시점2의 가격에 반영된다. 이를 달리 해석하면 절반의 기관투자자들이 먼저 조사·연구의 결과를 얻고 나머지 절반은 나중에 조사·연구의 결과를 얻는다고 할 수 있다. 이와 같은 가정은 Froot 등이 기관투자자의 정보가 자산가격에 점진적으로 반영되도록 하기 위해 만든 일종의 장치이다. 결국 시점1과 2의 기관투자자 수요는 $\frac{1}{2}n_a q_a + \frac{1}{2}n_b q_b$ 가 된다. n_a 는 a 를 조사·연구한 기관투자자의 숫자이며 q_a 는 a 를 조사·연구한 한 기관투자자의 수요를 나타낸다. 여기에는 a 또는 b 를 조사·연구한 기관투자

가들은 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 기관투자자들의 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 기관투자자의 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 기관투자자는 전적으로 단기투자를 하고 있는 것이고 $\alpha=1$ 일 경우에는 장기투자를 염두에 두게 된다. 마찬가지로 α 가 0에 가까울 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 조사·연구가 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.

3) 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.

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

매수주문 F_2 에는 추종거래자의 주문도 포함되어 있기 때문에 시장조성자의 β 에 대한 정보가 중요한 역할을 한다. 앞에서 가정한 것처럼 시장조성자가 β 의 분포만을 알고 있을 경우에 시장조성자의 v 에 대한 예측치는 $\lambda_2 \left(\frac{F_1 + F_2}{2}\right)$ 가 된다.⁶⁾ 시장조성자는 추종거래자가 기관투자자를 쫓아 매수주

문을 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.⁷⁾

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

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

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

식(1)과 비교하여 보면 λ_2 가 λ_1 보다 크기를 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.

6) 이 경우에 합리적인 시장조성자는 1기와 2기의 주문흐름에 같은 가중치를 두지 않고 1기의 주문흐름에 보다 큰 가중치를 두게 된다. 2기의 주문흐름에는 β 의 도입에 따라 노이즈가 추가되기 때문이다. 그러나 이 경우 분석결과에는 큰 영향을 주지 못하면서 계산이 매우 복잡하게 되므로 같은 가중치를 두는 것으로 분석하였다. 강경훈·한재준(2006)은 보다 엄격한 모형 설정에 기초하고 있는데, 분석결과는 대동소이하다.

7) 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.

3. 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 조사·연구 게임에서 어떠한 균형이 형성되는지 살펴보기로 하겠다.

1) 기관투자가의 기대이윤

기관투자가의 수요는 a 와 b 의 관측치에 달려 있다. 이들이 매수주문을 내는 것은 시점0의 조사·연구 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. 이때 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 기관

투자가 i 의 주문이 시점2에 실현된다면 아무런 이윤도 기대할 수 없다. 따라서 기관투자가 i 의 기대이윤을 다음과 같이 나타낼 수 있다.

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

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 조사·연구한 기관투자가 가운데 i 를 제외한 어느 기관투자자의 주문량이다. 이들이 서로 대칭적이라고 가정하였기 때문에 $(\frac{n_a}{2} - 1)q_a^{-i}$ 를 써서 a 에 대하여 조사·연구한 기관투자가 가운데 i 를 제외한 기관투자자의 주문합계를 표시하였다.

$P_2 = \lambda_2 \left(\frac{F_1 + F_2}{2} \right)$ 로부터 $E(P_2|a) = \lambda_2 \left\{ \frac{1}{4} (2 + \beta) (q_a^i + (n_a - 1)q_a^{-i}) \right\}$ 를 알 수 있으며 이를 식(4)에 대입하면 다음과 같은 표현을 얻을 수 있다.

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

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.

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

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)를 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.

2) 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.

$$-\frac{8a\alpha-2(-2+n_a)\lambda_1q_a^{-i}-(-1+2\alpha)(2+\beta)(-1+n_a)\lambda_2q_a^{-i}}{-8\lambda_1-2(-1+2\alpha)(2+\beta)\lambda_2} \quad (7)$$

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

$$-\frac{8b\alpha-2(-2+n_b)\lambda_1q_b^{-i}-(-1+2\alpha)(2+\beta)(-1+n_b)\lambda_2q_b^{-i}}{-8\lambda_1-2(-1+2\alpha)(2+\beta)\lambda_2} \quad (8)$$

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

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

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 장기투자의 경우 부정적 여파(negative spillover)와 전략적 대체관계를 증폭하며 단기투자의 경우에는 긍정적 여파(positive spillover)와 전략적 보완관계를 확대하는 효과를 지닌다. 기관투자자 사이의 쏠림현상은 전략

적 보완관계에 기초하고 있기 때문에 β 의 크기에 따라 쏠림현상이 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 조사·연구한 기관투자가들의 수요가 동일하다는 가정으로부터 최적 q_a^i 를 나타내는 n_a 개의 식이 하나의 식으로 전환된다. 이를 풀면 다음과 같이 구할 수 있다.

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

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

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

식(10)과 (11)은 기관투자가들이 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 기관투자가들의 전략을 염두에 두고 가격을 결정한다. 따라서 λ_1 과 λ_2 는 기관투자가들의 전략에 의존한다. 앞의 식(1)로부터 다음을 구할 수 있다.

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

한편 식(2)로부터 아래와 같이 구할 수 있다.

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

이상의 식(10)~(13)을 θ_a , θ_b , λ_1 및 λ_2 에 대하여 풀고 이에 기초하여 a 와 b 의 조사·연구에 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 조사·연구에 따르는 각각의 기대이윤을 구하여야 하는데 이는 차후의 연구 과제로 미루도록 한다.⁸⁾

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

V. 결론 및 정책적 시사점

투자자의 투자시야가 단기일 경우 조사·연구의 쏠림현상이 발생할 수 있다는 사실은 우리나라 금융시장에 시사하는 바가 크다. 우리나라의 경우 여러 가지 요인에 따라 기관투자자의 투자시야가 지나치게 단기화되어 있기 때문이다. 주식시장이나 부동산시장 등에 광범위한 추종거래자가 존재함에 따라 기관투자자간의 쏠림현상이 강화될 수 있는 우리나라의 경우 기관투자자들의 투자시야를 장기화시킬 필요가 더욱 크다고 할 수 있다. 이하에서는 먼저 우리나라에서 기관투자자들의 투자시야가 단기화되는 원인에 대하여 생각해 보고 이후에 추종거래자의 문제를 좀더 자세히 검토하기로 한다.

우선 투자시야의 단기화를 초래하는 제도적 장치로서 단기업적주의에 기초한 보상체계를 들 수 있다. 한국은행의 금융안정보고서는 채권시장에서의 쏠림현상을 설명하면서 “이러한 쏠림현상은... 채권운용자에 대한 인센티브 보상체계에도 크게 기인하고 있는 것으로 보인다. 즉 단기업적주의에 기초한 성과급제도는 고수익-고위험 추구행태를 유발하여 쏠림현상을 초래하는 면이 있다”고 지적한 바 있다.⁹⁾

또한 주식시장 관련 세제가 투자의 단기화를 유도하는 측면도 있다. 우리나라의 경우 주식투자에 따른 자본이득세가 없으며 기관투자자는 거래세가 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.

9) 한국은행, 『금융안정보고서』, 2005.4. p.33

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.

<표 5> 우리나라와 주요 선진국의 주식시장 관련 세제

국 가	자본이득과세	증권거래세
한 국	<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
일 본	<ul style="list-style-type: none"> · 신고분리과세와 원천분리과세의 선택제 · 신고분리과세 : 양도익 x 26% · 원천분리과세 : 양도대금 x 1.05% 	<ul style="list-style-type: none"> · 1999년 4월 11일 폐지
미 국	<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.
프 랑 스	<ul style="list-style-type: none"> · 신고분리과세(26%의 세율, 이 중 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
영 국	<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.
독 일	<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)

불공정 편출입 관행은 수익률이 양호한 개인투자자 펀드의 신탁 재산을 수익률이 부실한 기관투자자 펀드의 신탁 재산과 교체하는 행위인데 채권 시가 평가 및 최근의 간투법 개정으로 많이 시정되었으나 아직도 근절되었다고 보기는 어렵다. 임의 할당(cherry picking)이란 일괄매매에 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 없는데다 매매 회전율, 위탁 수수료 규모, 주문 담당 증권회사, 펀드별 수익자 수, 펀드매니저 1인당 펀드 수와 같은 자료의 제공이 미비하는 등 투자자에게 전달되는 공시 자료가 아직 미흡하다.

투자시야가 짧은 기관투자자들 사이에 쏠림현상이 심화될 수 있다는 것이 주식시장 등 개별시장에서만 문제가 아니다. 대다수 금융회사들이 ‘뜨는’ 주제를 좇아 이리 저리 물려다니는 ‘금융시장 전반에 걸친 쏠림현상’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 금융회사의 입장에서 바라본 것이지만 금융회사간의 쏠림현상에 대해서도 커다란 시사점을 준다. 즉 재임기간이 짧은 은행경영진은 단기성과에 급급하게 됨에 따라 쏠림이 유발될 수 있다.

한편 추종거래자의 존재가 투자시야가 짧은 기관투자자들 사이의 쏠림현상을 심화시킬 수 있다는 사실도 우리나라 금융시장의 쏠림현상을 이해하는데 큰 도움이 된다. 대다수 금융회사들이 유행하는 주제를 좇아 이리 저리 몰려다니는 것은 경영진의 재임기간이 짧은 데서 그 원인을 찾을 수 있지만 ‘독립적인 조사·연구 능력 없이 다른 큰 금융회사의 행위를 좇는 금융회사’가 많다는 사실이 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 영업전략 사이에는 전략적 보완관계가 존재하게 된다. 이 때 이들 은행의 사업 선택이 다른 소규모 은행들을 끌어들인다고 하면 전략적 보완관계는 더욱 커져 쏠림현상이 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 내부연구능력에서 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 금융회사 가운데 이러한 규모의 조사·연구 예산을 쓰는 곳은 없

다. 그러나 단지 조사·연구에 쏟는 예산의 규모만이 중요한 것은 아니다. 조사·연구의 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 조사·연구는 단지 참고자료이고 중요한 의사결정은 ‘정치적’일 수밖에 없다는 인식이 광범위하게 퍼져 있다. 조사·연구의 지적 재산권 개념이 아직 충분히 확립되지 못한 것도 이러한 관행에 일조를 하고 있으며, 조사·연구 산업에 충분히 경쟁이 도입되지 못한 것도 하나의 원인으로 지적될 수 있다.

쏟림현상은 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.

지금까지의 단기 투자시야 및 추종거래자 형성 원인에 대한 검토는 정책당국이 구조적으로 금융시장의 싹름현상을 완화하기 위한 대책을 추진할 필요가 있음을 시사한다. 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 조사·연구를 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 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 등 무거운 처벌 조항을 도입하는 방안을 검토할 필요가 있다.

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

한편 금융회사와 금융시장 간의 보완성을 강화하는 것이 바람직하다. 은행이 기업의 필요 시 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 쏠림현상 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 쏠림현상이라는 매우 넓은 주제를 과도하게 단순화한 문제를 극복하기 위한 향후의 연구방향에 대해서 생각해보자. 우선 경영진의 임기와 쏠림현상에 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 살펴보는 것도 흥미로울 것이다.

참고문헌

- 강경훈 · 한재준, 「추종거래자가 기관투자자 사이의 쏠림현상에 미치는 영향」, Mimeo, 2006.
- 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.
- 조 순, 『고용이자 및 화폐의 일반이론』 (원저자 케인즈), 비봉출판사, 1997.
- Andreassen, Paul and Stephen Kraus, “Judgmental prediction by extrapolation,” Mimeo, 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.
- _____, “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.

Abstract

Herd Behavior in Korean Financial Markets

Herd behavior, a situation in which a group of individuals or institutions react coherently without any coordination between them, is said to be relatively more frequent in Korean financial markets. This paper introduces many examples of herd behavior in Korean financial markets and tries to provide a theoretical explanation about them. In particular, to deal with the issue of "herding for certain themes", this paper uses the model in Froot, Scharfstein & Stein (1992). Adding positive feedback traders to the model, this paper finds that positive feedback traders can weaken the herd behavior between speculators' research activities if the information is symmetric to the speculators and the market maker. However, the presence of the positive feedback traders can strengthen the herd behavior between speculators' research activities, when the information about the positive feedback traders is known to the speculators but not to the market maker. This effect arises from the strategic complementarity between speculators when their time horizons are short. From this analysis, this paper suggests various policy options to enlarge institutional investors' time horizon and to enhance the research abilities of financial institutions.

한국금융연구원 자료판매 코너

총판 : 정부간행물 판매센터(02-394-0337)

지역	서 점 명	전 화 번 호	위 치
서울	본사 직영서점	(02) 734 - 6818	한국언론재단빌딩 www.gpcbooks.co.kr
	교보문고(본점)	(02) 397 - 3628	광화문사거리 www.kyobobook.co.kr
	영풍문고(본점)	(02) 399 - 5632	종각 www.ypbooks.co.kr
	(강남점)	(02) 6282 - 1353	강남고속버스터미널
	리브로엘지	(02) 757 - 8991	을지로 입구 www.libro.co.kr
	서울문고 (반디앤루디스)	(02) 6002 - 6071	삼성역(무역센터내)
부산	영광도서	(051) 816 - 9500	서면로타리
	동보서적	(051) 803 - 8000	태화백화점 옆
광주	삼복서점	(062) 222 - 0258	도청 옆
인터넷서점	yes 24	www.yes24.com	
	알라딘	www.aladdin.co.kr	

※ 위 코너 외에 교보문고 및 영풍문고는 각 지방 분점에서도 판매 중입니다.

강경훈(姜京勳)

■ 약력

- 서울대학교(경제학 학사)
- University of Maryland at College Park(경제학 석사·박사)
- 한국은행 조사국
- 현) 한국금융연구원 금융시장팀 연구위원

■ 주요 논저

- Strategic Abandoning of Market Power and Asymmetric Integration Decisions in System Markets, 2006.4.(EARIE 2006 Amsterdam(2006.8)에서 발표)
- 우리나라 기업집단의 선단식 경영관행과 거시경제(한국경제의분석11권2호, 2005.8)

금융조사보고서 2006-08

우리나라 금융시장의 쏠림현상

2006년 11월 13일 인 쇄

2006년 11월 17일 발 행

발 행 인 최 홍 식
발 행 처 한 국 금 융 연 구 원

서울시 중구 명동 1가 41 은행회관 5·6·7·8층

전 화 : 3705-6300 FAX : 3705-6309

<http://www.kif.re.kr> ; wmaster@kif.re.kr

등록 제1-1838(1995. 1. 28)

ISBN 89-503-0343-4 93320

값 6,300원