

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

An Empirical Study on Behaviors of Global Portfolio Managers

김 동 순

(중앙대학교 경영대학 경영학부 부교수, d kim@cau.ac.kr)

본 논문은 경제주간지인 *The Economist*에서 매분기 발표하는 글로벌 자산관리회사들의 추천 글로벌 주식포트폴리오, 5개 선진국의 주식시장 수익률, 환율변화, 거시경제지표 등의 자료를 토대로 글로벌 포트폴리오 투자관리자의 행태와 성과에 관한 실증분석을 시도하였다. 1989년 1/4분기부터 2000년 2/4분기까지의 연구기간 동안 추천포트폴리오의 시장별 투자성과는 평균적으로 높지 않은 것으로 평가되었다. 이에 따라 이러한 추천포트폴리오를 받아들인 투자자는 심지어 분기 평균으로 손실을 기록할 수도 있었을 것으로 추론된다. 또한 국제투자에서 환위험이 중요한 변수임을 보여주었다. 추천포트폴리오의 분기별 수익률은 Morgan Stanley가 발표하는 벤치마크 세계시장 수익률과 비교하여 성과가 다소 높게 나타났다. 자산관리회사의 국적별로 성과차이가 존재하였다. 국가별 투자비중은 투자대상 국가들의 거시경제지표와는 상관관계가 낮은 것으로 나타났다. 그러나 환율변화는 유의한 변수로 나타났다. 또한 투자비중 변화들간의 상관관계는 특히 미국시장에 대해 높게 나타났으며, 투자비중 결정에는 해당 국가에 속한 선도 투자회사가 주도적인 역할을 하는 것으로 해석되어, 이에 따라 군집투자 현상도 있는 것으로 추론된다. 또한, 자산관리회사의 주가에 즉력은 낮은 것으로 평가되었으며, 멕시코, 아시아, 러시아 금융위기시에도 선진국 주식시장에 대한 투자비중은 크게 조정되지 않는 것으로 나타났다.

Key words : 이코노미스트지, 글로벌추천포트폴리오, 시장수익률, 사프비율, 켄센의 알파, 주가에즉력, 금융위기

논문 접수일 : 2001년 7월 19일 게재 확정일 : 2001년 11월 12일

** 이 논문은 한국학술진흥재단의 1999년 선도연구자 과제 학술연구비에 의해 지원되었음.
논문의 계량적 분석을 위해 중앙대학교 대학원의 박상안 조교가 많은 도움을 주었음.

I. 서 론

1990년대 들어서 금융의 글로벌화(globalization)는 포트폴리오투자 측면에 있어서도 가장 중요한 환경으로 등장하였다. 예를 들어, 미국을 비롯한 선진국의 펀드매니지먼트 회사, 연금기금, 뮤추얼펀드 등은 자국시장외에 글로벌 주식 및 채권 시장, 개도국 내지 신흥국시장(emerging markets)에 대한 투자규모를 크게 늘리고 있는 가운데, 미국의 경우 과거 15년간 전체포트폴리오에서 차지하는 외국주식 투자의 비중이 2.5%에서 8%로 급증하고 있다. 그러나 여전히 미국 등 선진국의 글로벌포트폴리오도 본국시장에 대한 투자비중이 이론적인 수준보다 훨씬 높은 본국편의성(home bias)을 극복하지 못하고 있다. 이러한 실무계의 흐름에 따라 많은 재무학자들이 이러한 주제에 대한 이론적 및 실증적 연구들을 하고 있다.

한국의 글로벌포트폴리오 투자는 리서치인력, 데이터베이스 등 인프라의 부족 등으로 인해 겨우 걸음마 단계에 해당한다고 할 수 있는 반면, 이는 한국의 자본 자유화와 맞물려 외국인의 대내투자에 따른 원화절상, 통화증발 등 부작용을 완충시킬 수 있는 중요한 순기능을 할 수 있다.

국제재무 분야에서는 풀리지 않은 이슈들이 많이 존재하는데, 특히 자료의 부족은 이러한 문제를 더욱 악화시킨다. 예를 들어, 주식투자의 본국편의성에 관해서도, 거래비용, 투자장벽, 정보비대칭성 등이 어떻게 이러한 편의성을 야기하는지를 분석하는 데 이용할 수 있는 세부적인 자료가 없다. 또한, 개도국 금융위기를 둘러싼 외국인투자자들의 역할을 분석하기 위한 자료도 부족하다. 본 연구에서는 이러한 자료의 한계를 어느 정도 극복하기 위해 영국의 권위있는 경제주간지인 *The Economist*지에서 매분기 발표하는 글로벌 자산관리회사에 대한 서베이 자료를 가지고 여러 이슈들을 분석하고자 한다. 이러한 서베이 자료는 투자관리자가 실제로 다음 분기에 투자하려고 하는 포트폴리오가 아닌 추천포트폴리오에 대한 것이지만, 이들의 행태를 간접적으로 분석할 수 있는 좋은 자료라고 할 수 있다.

한편, 국제자본의 흐름(flow) 내지 스톡(stock)과 관련한 많은 연구들이 있어 왔으나, 본 연구는 자료의 특성상 다음과 같은 이점을 지닌다. 첫째, 대부분의 이전 자료들이 자금의 플로우 또는 스톡과 관련한 자료를 이용하였지만, 이 자료는 플로우와 스톡 양 측면을 동시에 고려하고 있다. 둘째, 이전의 연구들이 미국투자자에 편중된 자료를 이용한 반면, 이 자료에서의 투자회사는 여러 선진국에 걸쳐 있다. 즉, 미국계 투자회사가 2개, 일본계가 2개, 유럽계가 4개이다. 셋째, 추천포트폴리오의 특성상 국제자본이동에 중요한 영향을 미칠 수 있는 거래비용 또는 투

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

자규제 등의 영향력을 배제할 수 있다. 즉, 투자회사들이 추천포트폴리오를 제시할 때에는 투자관련 비용이나 장벽은 무시할 것으로 가정된다. 넷째, 이러한 투자회사들은 글로벌정보네트워크를 구축한 대규모 글로벌투자기관들이기 때문에 그들이 정보우위를 점하고 있다는 가정하에 정보의 비대칭성과 관련한 실증연구를 할 수 있다.

글로벌 포트폴리오투자에 대한 연구가 진전됨에도 불구하고 글로벌자산관리 회사(global asset management companies, 이하 투자회사)의 행태에 대한 연구는 이제 초창기라고 할 수 있다. 특히, 실제 서베이 자료를 통한 투자회사들의 투자행태 — 본 연구에서는 엄밀한 의미에서 그들의 추천포트폴리오를 통해 나타난 간접적인 투자행태 —와 관련하여 다음과 같은 연구주제들을 실증분석하고자 한다.

첫째, 전분기 시장수익률과 투자회사의 금분기 추천포트폴리오내 투자비중 변화간의 관계를 분석함으로써, 투자회사의 분기별 투자행태 내지 투자전략을 모멘텀전략(momentum strategy) 내지 반대매매전략(contrarian strategy)의 관점에서 간접적으로 추론할 수 있다.

둘째, 투자회사가 제시한 추천포트폴리오의 전기에서 금기로의 투자비중 변화가 금기의 시장수익률을 예측할 수 있는지를 분석한다. 즉, 투자회사의 특정시장에 대한 투자비중 변화가 투자비중 상향으로 제시될 경우 동 시장의 주가도 상승하는지를 분석함으로써 이들의 주가예측력을 검증할 수 있다.

셋째, 추천포트폴리오의 투자성과를 분석함으로써 이들 투자회사가 글로벌주가지수를 따라가는 인덱스펀드(index fund)와 비교하여 우월한 성과 내지 정보우위를 보이는지 간접적으로 분석한다.

넷째, 특정국가의 거시경제 변수들이 추천포트폴리오의 투자비중 조정에 영향을 미치는지를 분석한다. 즉, 투자회사가 해당 국가에 대한 분기별 거시경제 예측을 통해 해당 주식시장에 대한 분기 투자비중도 변화시키는지 분석한다.

다섯째, 멕시코 폐소화위기, 아시아 금융위기, 러시아 모라토리움 등 개도국 위기를 전후한 선진국 시장 또는 개도국 시장에 대한 투자비중의 변화를 분석한다.

II. 기존연구와 시사점

2.1 글로벌포트폴리오 투자에 관한 연구

국제포트폴리오의 투자 흐름은 어떠한 패턴을 보이고 있는가? 이러한 흐름은 자산 및 통화 수익률에 어떠한 영향을 미치고 있는가? 특히 신흥국시장의 주가나 환율은 이러한 흐름에 더욱 민감하지 않을 것인가? 이러한 질문들은 투자자, 경제 전문가, 정부 정책결정자 등의 꾸준한 관심사가 되어 왔으며, 특히 금융위기시에는 더욱 부각되었다. 예를 들어, 금융위기를 전후한 외국인투자 자금의 유출은 신흥국 주가의 과민반응과 전염현상을 낳았다고 주장되었다. 이에 대해, 국제투자자는 금융위기를 야기하지는 않았으며 그들의 투자패턴은 신흥국의 경제 펀드멘탈(fundamentals)을 반영한 것에 지나지 않는다는 주장도 제기되었다.

그러나 글로벌포트폴리오 투자에 관한 여러 대립된 주장들에도 불구하고, 실제 글로벌포트폴리오 흐름과 본국 통화 내지 자산 수익률과의 관계에 대한 연구는 많지 않다. 더욱이, 글로벌포트폴리오 투자회사의 행태에 관한 연구도 거의 전무하였다. 다만, 주요 자본시장에 대한 투자자의 총체적 매입규모와 관련한 분기별 또는 월별 자료를 통한 연구는 있었다. 예를 들어, Tesar and Werner(1994, 1995b), Bohn and Tesar(1996), Brennan and Cao(1997)는 총체적인 국제포트폴리오 흐름의 추정치를 통해 자금유입과 주식수익률간에 동시적인 (+) 관계를 발견하였다. 더욱이 Bohn and Tesar는 금기의 자금유입이 전기의 투자흐름과 (+)의 관계를 보이며, 또한 금기 및 전기의 기대수익률 추정치와도 (+)의 관계를 보임을 밝혔다. 그러나 자료의 빈도가 낮아 통계분석상 한계가 있으며, 이에 따라 군집투자(herding) 또는 추세투자(trend-following)에 대한 실증이 어려웠으며, 본국 자산 수익률에 대한 효과도 측정할 수 없었다. 또한 Brennan and Cao는 자금유입과 주식수익률간의 동시적인 상관관계는 본국 시장에 관한 공개된 정보에 대하여 본국 투자자보다 더 신속하게 국제투자자들이 예측치를 수정하는 데 기인한다고 주장하였다.

Clark and Berko(1996)는 1980년대 말 이후 1994년말 멕시코 페소화위기 상황까지의 멕시코 시장을 분석한 결과, 시가총액의 1%에 해당하는 기대되지 않은 자금유입이 주가를 13% 상승시키는 결과를 보여주었다. 이러한 효과에도 불구하고 이러한 주가변화가 영구적인 것인지 일시적인 것인지에 관한 증거는 발견하지 못하였다. 투자자의 구성이 주가에 미치는 영향에 관해서도 여러 실증적 연구들이 있다. Warther(1995)는 뮤추얼펀드에 유입되는 월별 총체적 자금흐름이 주가

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

및 채권가격에 미치는 영향을 분석하였는데, 기대되지 않은 유입이 동시에 증권가격에 유의한 (+)의 관계를 가지지만, 기대된 유입은 그렇지 못함을 밝혔다.

군집투자자에 관한 연구는 Wermers(1999)가 미국 주식에 대한 기관투자자들의 군집투자 정도를 분석하였는데, 전분기의 극단적인 수익률과 관련하여 주가 상승에 대해서는 매입, 하락에 대해서는 매도의 군집이 있음을 밝혔다. 이는 추세투자 또는 (+)의 피트백 투자(positive feedback trading) 행태의 증거로 볼 수 있으며, 또한 다음 분기의 수익률도 매입 군집투자자의 경우 추가적인 (+)의 수익률을, 매도의 경우에는 (-)의 수익률이 나타났다. 그는 이를 기관투자자의 펀드멘탈에 관한 정보우위에 기인한다고 해석하였다.

Froot, O'Connell and Seasholes(1998)는 미국의 글로벌예탁은행(global custodian bank)인 State Street Bank의 기관투자자 고객들의 일별 국제증권거래 자료를 이용하여 지역요인들이 국제투자자의 포트폴리오 흐름을 가져오는 주요 요인들이며 특히 동아시아의 경우 더욱 그러하다는 사실을 발견했다. 또한, 국제투자자는 추세투자 패턴을 보이며 정보면에서 열위에 있지 않음을 주장했다.

국제포트폴리오 보유에 관한 연구는 French and Poterba(1991a)와 Tesar and Werner (1995a)가 선진국 투자자의 총체적인 국제주식 보유에 관한 분석에서 본국 투자로부터의 기대수익률이 외국 투자로부터의 기대수익률을 상당히 초과할 경우에 본국편의가 있음을 보여 주었다. Cooper and Kaplanis(1994)는 5개 OECD 회원국 투자자의 총체적 국제주식 보유에 관한 분석에서 본국편의는 인플레이션을 헤지하려는 동기에 의해서 설명되기 보다는 국제투자자와 관련한 정보의 열위 등 보이지 않는 장벽들에 의해 설명될 수 있다고 주장하였다. Coval and Moskowitz(1999)는 미국의 국내 뮤추얼펀드의 포트폴리오도 펀드가 소재한 미국 내 해당 본부 지역에 대해 편의를 보이고 있음을 보이면서 정보비대칭성을 주장하였다.

2.2. 모멘텀 또는 반대매매 투자전략에 관한 연구

자산가격결정과 관련한 여러 기존연구들은 주식수익률의 예측가능성을 발견

하였다. 특히 단기적으로는 주가 모멘텀을, 장기적으로 주가의 역전 현상을 발견하였다. 이를 토대로 투자전략면에서 시장수익률 대비 초과수익률을 올릴 수 있는 가능성에 대한 연구가 진행되었다.

반대매매 전략은 일반적으로 이전 2~5년간에 걸쳐 수익률이 낮은 주식을 매입하고 반대로 수익률이 높은 주식을 매도하는 전략이다. 반대매매 전략의 토대가 되는 주가 역전 또는 평균회귀(mean reversion) 현상은 자산가격이 장기추세 과정으로 회귀하는 경향을 일컫는다. 평균회귀 현상 또는 주가의 과민반응(overreaction) 현상이 존재한다면 반대매매 전략을 활용할 수 있다고 주장된다. 주가의 평균회귀 현상이 존재하는지에 관해서는 많은 논의가 있지만, Fama and French(1988)와 Poterba and Summers(1988)는 미국 주식시장에 있어 장기간에 걸쳐 평균회귀 현상이 존재함을 최초로 실증적으로 밝혔다. 이에 대해 Lo and MacKinlay(1988)는 주간 주가 자료를 이용하여 이에 반대되는 결과를 발견했다.

DeBondt and Thaler(1985)는 주가의 과민반응 가설을 설명하기 위해 채택한 반대매매 전략이 향후 1개월에 걸쳐 10.5%의 초과수익률을, 36개월에 걸쳐서는 24.6%의 초과수익률을 올릴 수 있음을 보여주었다. Richards(1995, 1997)도 개별 국가들의 주식시장에서 평균회귀 현상을 이용하여 초과수익률을 올릴 수 있다고 밝혔다. Baytas and Cakici(1999)는 주가의 과민반응 가설을 실증하기 위해 미국 등 선진 7개국 주식시장에 대해 분석한 결과, 미국 시장의 경우 과민반응은 존재하지 않지만 기타 시장들에 있어서는 이전 5년에 걸친 성과를 토대로 구성된 포트폴리오의 향후 3년간에 걸친 장기적인 반대매매 전략이 유효함을 밝혔다. 또 다른 연구들에서도 단기(Lehmann, 1990; Jegadeesh, 1990) 및 장기(Jegadeesh, 1990; De Bondt and Thaler, 1990) 반대매매 전략이 동시에 지지되었다.

이에 대해 모멘텀 전략이 초과수익률을 올린다는 연구결과도 많이 제시되고 있다. Jegadeesh and Titman(1993)은 3~12개월에 걸친 투자기간에 있어서 이전 기간에 수익률이 높은 주식은 수익률이 낮은 주식에 비해 월평균 1% 정도의 높은 수익률을 올릴 수 있음을 보였다. Rouwenhorst(1997)도 1980~1995년 기간에 12개 유럽시장들에 대해서 이전 3~12개월에 걸쳐 높은 초과수익률을 올린 주식을 통한 모멘텀 전략이 향후 1년간 월평균 1%의 초과수익률을 올림을 밝혔다.

모멘텀 전략이 유효하다는 실증결과들은 두가지 이유로 설명되고 있다. 첫째, 주가는 정보에 대해 오히려 과소반응(underreaction) 한다는 것이다. Chan, Jegadeesh, and Lakonishok(1996)은 주가가 순이익 뉴스에 대해 점진적으로 반응

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

하며 모멘텀 효과의 대부분은 추후적인 순이익 발표시점들에 집중되며 순이익이 기대치 않게 증가한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 향후 1년 동안 8% 정도의 높은 초과수익률을 올림을 보여주었다. 둘째, 투자자들은 군집행태를 보이기 때문에 모멘텀 전략이 유효하다는 것이다.

본 연구에서는 글로벌자산관리 회사의 투자전략을 구체적으로 분석하기 보다는 이들이 추천한 포트폴리오의 성과, 투자비중 변화의 미래 수익률에 관한 정보 역할에 초점을 맞추고자 한다. 왜냐하면 본 연구에서 이용하는 연구 자료는 주식 포트폴리오의 국가별 또는 지역별 투자비중이므로 과거 주가나 순이익, 거래량을 이용하는 투자전략에 대한 직접적인 분석을 할 수 없는 한계가 존재하기 때문이다.

한편, 모든 연구에서 본국편의 현상이 존재한다고 실증되는 가운데 본국편의를 낳는다고 가정되는 투자장벽들 중 정보비대칭성이 하나의 이유라고 할 수 있다. 본 연구에서는 *The Economist*지가 분기별로 실시하는 소위 “이코노미스트 분기별 포트폴리오 조사”(The Economist Quarterly Portfolio Poll)와 관련하여 정보비대칭성 내지 정보우위의 문제에 접근할 수 있다. 이 조사에서는 미국, 일본 및 유럽계 주요 자산관리 회사의 추천포트폴리오를 제시하고 있는데, 이들 회사의 추천포트폴리오는 이들의 글로벌정보네트워크를 이용한 정보우위가 있다는 가정하에 벤치마크 포트폴리오보다 높은 수익률을 올릴 수 있을 것으로 기대된다. 더 나아가 투자회사가 속한 국가 내지 지역의 시장에 대해 정보 우위가 있을 것으로 가정한다. 본 연구의 내용은 다음과 같다. 3절에서는 연구의 내용, 범위 및 방법론을 제시하며, 4절에서는 실증연구의 결과를, 5절에서는 논문의 요약과 결론을 내린다.

III. 연구내용, 범위 및 방법

주요 연구내용으로는 첫째, 글로벌 투자회사의 추천포트폴리오의 시장별 투자비중에 영향을 주는 요인으로서 먼저 시장요인을 살펴본다. 즉, 전분기의 해당 국가 내지 지역의 주가가 상승하였을 경우, 이들은 금분기의 추가적인 주가상승을 기대하면서 해당 국가 내지 지역의 투자비중을 상향조정할 수 있다. 이러한 분석의 결과는 이들 투자회사가 분기를 기준으로 모멘텀전략을 사용하는지, 반대매매

전략을 사용하는지에 관한 간접적인 정보도 될 수 있다.¹⁾

$$\Delta w_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 R_{C,t} + \beta_2 R_{W,t} + \varepsilon_t \text{ ----- (식 1)}$$

여기서 $\Delta w_{i,t+1}$ 는 각 투자회사의 전분기에서 금분기로의 투자비중 변화를 나타내며, $R_{C,t}$ 는 전분기 국가별 시장수익률을, $R_{W,t}$ 는 전분기 세계시장수익률을 나타낸다.

다음으로 해당 국가의 경제 펀드멘탈(fundamentals)이 변화하면서 투자회사의 행태에 영향을 미치는지를 분석한다. 분기별 펀드멘탈을 측정하기 위한 거시경제 지표로서 실질GDP성장률, 산업생산증가, 인플레이션을, 국제수지(경상수지와 자본수지), 명목 및 실질이자율, 환율변화 등을 채택한다. 이러한 분석은 분기 시계열이 짧고 설명변수가 많은 관계로 회귀분석상의 한계가 존재하므로, 투자회사의 거시경제 예측력이 어느 정도 있을 것이라는 가정하에 투자비중 변화와의 동시적인 상관관계를 분석한다. 즉, 전분기에서 금분기로의 특정국가의 경제상황이 개선될 것으로 예측될 때에는 전분기에서 금분기로의 동 시장에 대한 투자비중도 상향조정할 것으로 기대된다. 다만, 실질GDP성장률의 경우에는 주식시장이 경기선행지표로 인식되는 점을 고려하여 여러 시차(lag)를 두고 주식시장수익률과 투자비중 변화와의 상관관계를 분석한다.

둘째, 글로벌 투자회사의 정보우위 가정에 근거하여, 전분기에서 금분기로의 해당 국가 내지 지역에 대한 추천투자비중의 변화가 금분기의 해당 국가 내지 지역의 수익률에 긍정적인 영향을 미치는지를 분석한다. 이 때 다음 분기의 세계시장 수익률을 통제변수로 채택한다.

$$R_{C,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta w_{C,t} + \beta_2 R_{W,t+1} + \varepsilon_t \text{ ----- (식 2)}$$

(식 1)과 마찬가지로 $\Delta w_{C,t}$ 는 각 투자회사의 전분기에서 금분기로의 투자비중 변화를 나타내며, $R_{C,t+1}$ 는 금분기의 각 국가별 시장수익률을, $R_{W,t+1}$ 는 금분기의 세계시장수익률을 나타낸다.

1) 익명의 심사자의 지적대로 모멘텀전략은 단기투자전략이고 반대매매전략은 중장기 투자 전략으로서 서로 배타적인 전략이 아닐 수 있지만, 여기서는 추천포트폴리오가 분기별로만 발표되기 때문에 투자전략에 대한 정치한 실증분석을 할 수 없으며 전략간 구분을 하고자 하는 의도는 없음을 밝혀둔다.

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

한편, 글로벌 투자회사간의 투자군집(herding) 현상을 살펴보기 위해 이들이 추천한 포트폴리오의 투자비중 변화간의 상관관계를 분석한다.

셋째, 글로벌 투자회사의 정보우위를 가정할 때, 이들의 추천포트폴리오가 벤치마크인 세계시장 수익률과 비교하여 초과수익률을 낳을 수 있는지를 분석한다. 특히 세계 주요 기업들의 활동이 글로벌화되면서 글로벌 요인 내지 지역요인이 중요한 변수로 등장함에 따라 글로벌네트워크를 형성하고 있는 이들 투자회사가 다른 투자자들에 비해 정보우위에 있다고 말할 수 있으며, 이는 Froot, O'Connell and Seasholes(1998)에서도 선진국의 투자자가 신흥국 현지투자자에 비해 정보우위에 있다는 사실로부터 간접적으로 검증되고 있다. 이를 위해 투자회사의 각 분기의 추천투자비중에 따라 세계주식시장 포트폴리오를 구성하고 Morgan Stanley의 세계주식시장 포트폴리오를 벤치마크로 하여 위험조정후 초과수익률을 올릴 수 있는지를 분석한다. 여기서 초과수익률의 존재여부 내지 투자성과는 샤프비율(Sharpe Ratio) 또는 Jensen's α 로 분석한다. 무위험이자율은 유로시장의 은행간 이자율 또는 미국 재무부가 발행한 T-Bill의 유통수익률을 사용한다.²⁾

$$R_{i,t} - R_{euro,t} = \alpha + \beta (R_{wt} - R_{euro,t}) + \varepsilon_t \text{ ----- (식 3)}$$

여기서 i 는 10개의 글로벌 투자회사를 나타낸다. $R_{i,t}$ 는 각 투자회사의 분기별 글로벌 추천포트폴리오의 가중수익률을 나타내며, R_{euro} 는 3개월 만기 유로달러은행 간금리를 나타내며, R_w 는 Morgan Stanley의 세계시장 수익률을 나타낸다.

넷째, 신흥개도국의 금융위기시 투자회사의 투자행태에 변화가 있었는지를 분석한다. 개도국에 대한 투자비중 시계열은 *The Economist*지의 지역분류가 변화하였기 때문에 연속적으로 충분한 시계열을 구할 수 없다. 이에 따라 선진국 시장들에 대한 투자비중 변화를 통해 간접적으로 개도국에 대한 투자비중 변화를 분석한다.

$$\Delta w_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \varepsilon_t \text{ ----- (식 4)}$$

여기서 Δw 는 다음 기간의 투자비중의 변화를 나타내며, D_1 은 멕시코 페소화 위
2) 실제로 거의 동일한 결과가 나왔다.

기발생시기에 1의 값을, 그렇지 않을 경우에는 0의 값을 갖는 더미변수이다. 또한, D_2 는 아시아 금융위기시 1의 값을, D_3 은 러시아 모라토리움시 1의 값을 각각 가진다.

이러한 연구를 수행하기 위한 자료는 여러 데이터베이스에서 구한다. 가장 중요한 자료는 *The Economist*지의 매분기 포트폴리오 서베이조사에서 제시되는 10개 주요 선진국 글로벌자산관리회사들의 추천포트폴리오(recommended portfolio)이다. 이들 투자회사의 명칭 및 국적은 다음 <표 1>과 같다. 이 조사는 1989년 4월 25일 처음 발표되었으며, 기본적으로 3개 분야에 대한 조사로 구성되어 있다. 첫째, 10개 글로벌 투자회사에 대해 현금, 채권 및 주식에 대한 투자배분에 관한 질문이 행해지고 이들이 이 3개 부문에 대한 투자비중을 제시한다. 둘째, 전세계 8개 지역에 대해 주식포트폴리오의 투자비중에 관한 질문이 행해지고 추천 주식포트폴리오가 제시된다. 이 8개 지역은 미국, 미국외 기타 아메리카, 영국, 독일, 프랑스, 기타 유럽, 일본, 기타 아시아 지역이다. 그러나, 분기에 따라 이러한 국가 내지 지역 구분이 달라지기도 하는데, 이는 이 조사자료의 한계이다. 셋째, 미달러화, 엔, 파운드, 마르크, 프랑 및 기타 통화의 6개 통화표시로 된 국채(government bonds) 포트폴리오의 투자배분에 관한 질문이 이루어지고 추천 채권 포트폴리오가 제시된다. 본 연구에서는 일단 추천 주식포트폴리오에 대한 실증분석만을 하고자 한다.

세계시장주가지수(Morgan Stanley Capital International World Index) 및 각국 시장의 주가지수, 환율 등은 *Datastream* 데이터베이스에서 구한다. 거시경제변수와 관련한 자료는 IMF의 *International Financial Statistics* CD-ROM과 *Datastream*에서 구한다. 또 하나의 중요한 자료로서 추천포트폴리오의 분기별 시가총액 가중수익률(value-weighted return)을 구하기 위해 각국 주식시장의 시가총액을 매년 *International Finance Corporation*이 발간하는 *Emerging Stock Markets Factbook*에서 구한다. 시가총액 가중수익률을 계산하는 방식은 국가별 미달러화 또는 현지통화 표시 주가지수를 토대로 추천포트폴리오에 나타난 국가의 경우 시가총액을 가중치로 한 주가지수 수익률을 계산한다. 추천포트폴리오에 나타나지 않은 국가의 경우에는 동일한 가중치로 한 주가지수 수익률을 계산한다. 특히 1992년 이후 예를 들어, 영국, 독일, 프랑스를 제외한 기타유럽국가들의 수익률을 구하기 위해 해당 국가에 대한 IFC의 시가총액 자료가 있는 경우 시가총액 가중치를 사용하고, 시가총액 자료가 없는 국가에 대해서는 동일한 가중치를 사용

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

한다. <부표 1>에는 시가총액과 관련한 국가 자료가 제시되어 있다. 예를 들어, 기타유럽전체에 대한 시가총액 가중수익률은 다음과 같이 계산한다. 영국, 독일, 프랑스는 이미 투자비중이 주어져 있고 이들 3개국의 시가총액이 유럽전체 시가총액에서 94%를 차지한다고 가정하면, 기타유럽전체 시가총액 비중은 6%가 된다. 또한 스위스(시가총액 50), 이태리(30), 네덜란드(20), 스웨덴(10), 핀란드(10), 노르웨이(10), 기타 국가들(40)을 가정하면 기타유럽의 시가총액 소계는 170이며, 이 경우 기타유럽 수익률은 $6\% \times 50/170 \times \text{스위스 분기수익률} + 6\% \times 30/170 \times \text{이태리 분기수익률} + \dots + 6\% \times 40/170 \times (\text{기타국가의 동일가중(equally weighted) 분기수익률의 합} / \text{기타국가의 수})$ 로 계산된다.

<표 1> 글로벌 투자회사의 명칭 및 국적

글로벌 투자회사 명칭	국적
Merrill Lynch	미국
Lehman Brothers	미국
Nikko Securities	일본
Daiwa Europe	일본
Credit Agricole	프랑스
Robeco Group Asset Management	네덜란드
Bank Julius Baer (Zurich)	스위스
UBS Phillips & Drew	영국
Commerz International Capital Management	독일
Credit Suisse Asset Management	스위스

IV. 실증연구 결과

4.1. 상관관계 분석

투자회사들의 미국, 영국, 독일, 프랑스, 일본 등 5개 선진국, 그리고 기타국가 전체에 대한 투자비중 변화의 상관관계를 분석한 결과,³⁾ 먼저 미국시장에 대한 투자비중 변화간의 상관관계는 대체로 (+)의 관계를 나타냈다. 특히 미국의 투자회

3) 상관관계 표는 지면 관계상 생략하지만 필요한 독자에게 제공할 수 있다.

사인 Merrill Lynch의 투자비중 변화는 다른 9개 투자회사중 5개 회사와 0.30~0.55의 상관계수를 나타내어 다른 투자회사들의 투자비중 조정과 관련하여 벤치마크 역할을 하는 것으로 해석된다. 그러나 예외적으로 (-)의 유의한 상관관계를 나타내는 경우도 있었는데, UBS와 Julius Baer간에는 -0.569, Daiwa와 Nikko간에는 -0.443을 나타냄으로써 동일한 지역 내지 국가에 속한 투자회사라도 그들의 추천 포트폴리오 내지 추천투자전략이 서로 상이할 수 있는 것으로 나타났다.

영국시장에 대한 투자비중 변화간 상관관계는 미국의 경우에 비해 (+)의 관계가 적게 나타났다. 오히려 (-)의 관계가 많이 나타나서 영국에 대한 추천포트폴리오의 제각기 다르게 구성되는 것으로 해석할 수 있다. 특히 Julius Baer는 Merrill Lynch, Commerz와는 (+)의 관계를 나타냈지만, 다른 7개 회사와는 모두 (-)의 유의한 관계를 보였다.

프랑스시장에 대한 투자비중 변화간 상관관계도 영국의 경우와 유사하게 나타난 가운데, 프랑스계 회사인 Credit Agricole의 투자비중 변화는 다른 국가에 속한 투자회사들의 투자비중 변화와 대체로 (+)의 관계를 보임으로써 그들의 추천포트폴리오들의 벤치마크 역할을 하는 것으로 추론된다.

독일시장에 대한 상관관계는 (+)와 (-)의 관계가 동시에 나타나는 가운데, Commerz, UBS, Merrill Lynch, Credit Agricole의 4개 회사간에 매우 유의한 (+)의 상관관계가 존재하였다.

일본시장의 경우에는 (+)의 유의한 상관관계가 보다 많이 나타났는데, 특히 일본계 회사인 Nikko는 UBS만을 제외한 나머지 8개 회사와, Daiwa는 6개 회사와 매우 유의한 (+)의 관계를 나타냄으로써 다른 국가에 속한 투자회사들의 벤치마크 역할을 하는 것으로 해석된다.

위의 5개 선진국들을 제외한 기타 국가전체에 대한 투자비중 변화간에는 유의한 관계가 적은 가운데, (+)와 (-)의 유의한 관계가 모두 나타났다. 이에 따라 개도국을 포함하는 기타국가들에 대한 추천포트폴리오는 투자회사들간에 큰 차이를 나타내는 것으로 해석될 수 있다. 종합적으로 각국 주식시장에 대한 투자비중 결정에는 해당 국가에 속한 선도 투자회사가 존재할 수 있으며, 이에 따라 군집투자 현상도 다소 존재되는 것으로 추론된다.

다음으로 10개 투자회사의 5개 선진국 주식시장에 대한 투자비중 변화와 해당 선진국 거시경제변수 변화간의 상관관계를 분석하였다. 미국의 경우 거시경제변수간의 상관관계에서 주식시장 수익률과 자본수지간에는 (+)의 관계가 나타났

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

다. 미국의 경상수지 적자를 보전하기 위한 미국에 대한 순자본유입이 증가하면 미국시장은 상승하는 것으로 해석될 수 있다. 주식시장 수익률과 인플레이션율간에는 (-)의 관계로서 일반적인 현상이 나타났다. 투자회사의 추천포트폴리오 변화와 관련하여서는 Merrill Lynch의 투자비중 변화와 미국 자본수지간에는 (-)의 관계가 나타났다. 또한, Credit Suisse, Lehman Brothers의 투자비중 변화와 미국의 실질금리간에는 (+)의 관계가 나타났다. 이에 따라 대부분의 거시경제변수는 추천포트폴리오 선정과는 아무런 관계가 존재하지 않는 것으로 해석된다.

영국시장에 대해서는 환율변화와 투자비중 변화간에 (-)의 상관관계가 1개 회사에서 나타났다. 즉, 파운드화가 달러화에 대해 강세일 때 영국시장에 대한 투자비중은 상향되었다. 인플레이션율과 Credit Agricole의 투자비중 변화간에는 (-)의 상관관계가 나타났으며, Lehman Brothers와 Credit Agricole의 투자비중 변화와 시장수익률간에는 (+)의 관계가 나타났다.

프랑스시장에 대해서도 환율변화와 Daiwa Europe의 투자비중 변화간에 (-)의 상관관계가 나타났으며, 시장수익률과 Credit Agricole, Commerz, Robeco Group의 투자비중 변화간에 (+)의 관계가 나타났다. 또한 인플레이션과 Nikko의 투자비중 변화간에는 (-)의 관계가 나타났다.

독일시장에 대해서도 환율변화와 Commerz, UBS, Merrill Lynch, Lehman의 투자비중 변화간에 (-)의 상관관계가 나타났으며, Nikko와 Merrill Lynch의 투자비중 변화와 시장수익률간에 (+)의, 반대로 Daiwa와 Lehman의 경우에는 (-)의 상관관계가 나타났다.

일본시장에 대해서는 6개의 투자회사들의 투자비중 변화와 시장수익률간에 (+)의 상관관계가 나타났으며, Commerz와 Credit Agricole의 투자비중 변화는 환율변화와 (-)의 관계를 나타냈다.

종합적으로 환율변화가 투자비중 변화에 대해 유의한 상관관계를 보이면서 현지통화가치가 상승하는 경우 현지시장에 대한 투자비중도 상향조정되는 것으로 나타났다. 또한 일부 국가의 주식시장 수익률과 투자회사의 동 시장에 대한 투자비중 변화간에도 (+)의 관계가 나타남으로써 어느 특정 분기에 투자비중이 상향조정되면 동시적으로 주가도 동 기간동안 상승하였다.

4.2. 글로벌자산관리회사의 추천 주식포트폴리오

: 전분기의 시장수익률과 금분기로의 투자비중 변화간의 관계

1989~2000년 연구기간 동안 시계열자료가 획득가능한 미국, 영국, 프랑스, 독일, 일본 등 5개 선진국 주식시장에 대한 글로벌자산관리회사의 분기별 추천포트폴리오 변화를 분석하였다. 즉, 이들 투자회사의 전분기에서 금분기로의 해당 국가 시장에 대한 추천투자비중 변화가, 전분기의 해당 시장수익률과 유의한 관계가 존재하는지를 분석하였다. 예를 들어, 전분기의 어느 특정국가의 시장수익률이 높을 때에는 금분기에 있어서 투자비중을 상향조정할 수 있다. 특히 분기를 투자기간(investment horizon)으로 하는 모멘텀 투자전략(momentum strategy)을 사용할 때에는 더욱 그러할 수 있다. 이와는 반대로 반대매매전략(contrarian strategy)를 사용할 때에는 전분기에 시장수익률이 높았을 때에는 금분기에는 투자비중을 축소할 수 있다. 여기서 추천포트폴리오의 분석은 간접적으로 투자전략에 관한 추론을 제공할 수 있는데, 예컨대 전분기 시장수익률이 높을 때 금분기 투자비중을 높이는 것은 금분기의 수익률도 높을 것으로 예측하는 것과 같으므로 사전적으로 모멘텀 전략을 사용하는 것의 간접적 증거로 파악할 수 있다.

<표 2>에서 보는 바와 같이, 대부분의 투자회사들이 금분기의 미국시장에 대한 추천포트폴리오를 결정할 때 전분기의 미국시장 수익률을 거의 고려하지 않는 것으로 나타났다. 다만 Credit Agricole 1개 투자회사만이 전분기 미국시장 수익률이 상승할 때, 금분기 투자비중은 오히려 하향조정하는 것으로 나타났다. 한편, 통제변수로 사용된 세계시장 수익률과의 관계에서는 3개의 회사에서 전분기의 세계시장 수익률이 높을 때에는 금분기의 미국시장 투자비중은 하향조정하는 것으로 나타났다. 이는 미국시장과 세계시장이 대체적인 투자관계에 있다는 시사점을 제공한다고 할 수 있다. 조정된 결정계수의 크기는 Credit Agricole의 경우 0.3 이상을 기록함으로써 앞서 거시경제변수 분석과는 달리 시장수익률이 투자비중 변화에 중요한 영향을 미치는 것으로 보인다.

미달리화 표시로 영국시장 수익률이 전분기 상승할 경우 Lehman Brothers와 Credit Agricole 2개의 투자회사는 금분기의 영국시장에 대한 투자비중을 상향조정하는 것으로 나타났다. 이에 대해 파운드화 표시 영국시장 수익률이 전분기 상승할 경우 오히려 Merrill Lynch는 투자비중을 하향시켰다. 결정계수는 Lehman Brothers의 경우 0.425까지 올라갔다.

프랑스 시장에 대해서는 Commerz, Credit Suisse, Lehman Brothers, Credit Agricole, Robeco 등 5개 회사가 프랑스 시장수익률이 상승할 때 투자비중을 상향

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

하는 것으로 나타났다. 독일 시장에 대해서는 Commerz 1개 회사만이 미달러화 표시 독일시장 수익률이 상승할 때 동 시장에 대한 투자비중을 상향조정하였다.

한편, 일본 시장에 대해서는 대부분의 투자회사들이 미달러화 내지 일본엔화 표시 일본시장 수익률이 상승할 때 금분기의 일본시장에 대한 투자비중을 상향조정하여 추천하는 것으로 나타났다. 이는 일본시장이 다른 선진국 시장들에 비해 다소 비효율적인 시장이라는 관점에서, Froot et al. (1998)에서 비효율적인 신흥국 시장들에 대해서 특히 국제포트폴리오 투자흐름이 모멘텀 전략과 연관되어 있다는 실증결과와 유사하다고 할 수 있다.

전체적으로 미달러화표시 시장수익률로 분석하였을 때에는 총 50개(5개 시장수익률 \times 10개 투자회사)의 관계중 35개의 유의하지 않은 관계가 나타났다. 나머지 15개의 유의한 관계중에서는 (+)의 유의한 관계가 압도적으로 13개를 차지하였다. 그러나 현지통화표시 시장수익률의 경우에는 유의한 관계가 9개로 크게 줄어들었으며, 다만 (+)의 유의한 관계는 8개로 압도적으로 많았다.

이러한 추천포트폴리오에 관한 실증결과로부터 일부 투자회사들이 미국시장을 제외한 선진국 시장들에 대해 분기별 모멘텀전략을 추천하고 있다고 추론할 수 있다. 특히 일본시장에 대해서는 더욱 그러할 수 있다는 점을 발견하였다. 한편, (-)의 유의한 관계가 거의 나타나지 않은 것은 투자회사들이 대체로 분기별 반대매매전략은 추천하지 않는다는 것을 시사할 수 있다.

4.3. 글로벌자산관리회사의 주가에측력: 금분기로의 투자비중변화와 금분기의 시장수익률간의 관계

5개 선진국 주식시장에 대한 투자회사들의 미래주가 예측력을 사후적으로 분석하기 위해, 전분기에서 금분기로의 이들 시장에 대한 투자비중 변화가, 금분기의 이들 시장수익률(미달러화 및 현지통화 표시)과 어떠한 관계가 존재하는지를 분석하였다. 즉, 전분기에 대비하여 금분기에 특정시장에 대한 어느 투자회사의 추천투자비중이 상향조정되면, 이는 이 회사가 금분기에 있어 해당 주식시장이 상승할 것임을 예측하고 있다는 사실을 나타낸다고 할 수 있다. 또한, 세계시장 수익률에 대한 통제를 통해 투자비중 변화가 특정시장 수익률에 미치는 순수한 효과를 측

정하였다.

<표 3>에서 보는 바와 같이, UBS가 금분기에 추천포트폴리오에서 미국과 일본시장에 대한 투자비중을 상향조정할 때, 미국과 일본시장 수익률은 유의하게 하락하는 경향을 보였다. 이에 따라 동사의 투자비중 추천을 받아들인 투자자들은 평균적으로 (-)의 수익률을 얻었을 것으로 추정된다. 특히 일본시장에 대해서는 1% 포인트의 투자비중이 상향조정되었을 때, 미달러화표시 일본시장 수익률이 분기 평균 2.72% 포인트 추가 하락한 것으로 나타났다. 그러나 일본엔화 표시 수익률은 거의 변화가 없어서, 추천포트폴리오를 받아들인 일본 투자자들의 경우에는 손실이 없는 것으로 해석될 수 있다. 또한, 통화표시가 다름에 따른 이러한 수익률의 차이는 국제포트폴리오 투자와 관련하여 환위험의 중요성을 나타내고 있다.

UBS와는 대조적으로 Merrill Lynch의 영국시장에 대한 투자비중 상향은 파운드화표시 영국시장 수익률 상승으로 이어졌다. 또한, Julius Baer의 독일시장에 대한 추천 투자비중이 1% 포인트 상향조정됨에 따라, 국제투자자는 독일시장에서 1.32%(2.19%) 포인트 내외의 미달러화(마르크화) 표시 수익률을 추가 달성한 것으로 추정된다.⁴⁾ Daiwa Europe도 프랑스프랑화 표시 수익률면에서 프랑스시장에 대한 추가예측력이 어느 정도 나타나는 것으로 보였다.

한편, 독일계 투자회사인 Commerz의 경우에는 미달러화표시 수익률면에서 독일시장에 대해서도 (-)의 유의한 관계가 나타남으로써 자국시장에 대한 추천투자전략 측면에서의 경쟁력도 낮은 것으로 해석된다. Nikko와 Robeco의 경우에도 영국시장 및 미국시장에 대해 각각 (-)의 유의한 관계가 나타났다.

전체적으로 미달러화표시 시장수익률로 분석하였을 때에는 총 50개(10개 투자회사 x 5개 시장수익률)의 관계중 45개의 유의하지 않은 관계가 나타났다. 나머지 5개의 유의한 관계중에서도 (-)의 유의한 관계도 4개를 차지하였다. 현지통화표시 시장수익률로 나타냈을 때에도 5개의 유의한 관계만이 나타났다. 결국, 이들 투자회사의 추가예측력은 평균적으로 추가적인 수익률 증가를 가져올 만큼 높지는 않다고 볼 수 있다. 심지어 추천포트폴리오가 (-)의 수익률도 가져오고 있음을 주의할 필요가 있다.

한편, 통제변수인 세계시장 수익률과 각 선진국 시장수익률간의 관계는 대체로 (-)의 관계를 보임으로써 기존연구에서 보인 (+)의 관계 내지 시장동조화 현상

4) 이는 독일 시장만을 대상으로 한 수익률이므로 추천된 글로벌포트폴리오의 투자성과는 다른 시장의 수익률들을 동시에 고려하므로 이와는 상이할 것이다.

과는 대조를 이루었다. 이는 본 연구의 수익률 측정기간이 분기인 가운데, 분기수익률의 경우에는 특히 각국의 거시경제변수가 주식수익률에 영향을 미칠 수 있고 각국의 경기사이클이 연구기간 동안 상이한 형태를 보인 데 기인한 것으로 추정된다.

4.4. 글로벌자산관리회사의 투자성과: 추천 주식포트폴리오의 성과

선진국 투자회사들이 정보우위가 있다는 가정하에 이들이 추천한 글로벌 주식포트폴리오의 사후적 성과를 측정·분석하였다. 두가지 일반적인 투자성과 측정기준으로서 수익률의 표준편차와 평균을 사용하는 샤프비율(Sharpe Ratio)과, 시장베타와 기간별 수익률을 사용하는 켄센의 알파(Jensen's α)를 채택하여 분석하였다.

<표 4>에서 보는 바와 같이 샤프비율로 측정한 미달러화 표시 투자성과에서, Daiwa Europe만 제외하고 대부분의 투자회사가 추천한 포트폴리오들이 Morgan Stanley의 벤치마크 포트폴리오(0.293)보다 높은 투자성과를 나타냈다. Credit Agricole가 0.630으로 가장 높은 비율을 보인 가운데 Credit Suisse와 Robeco Group도 0.453으로 상대적으로 높은 수준을 보인 반면, 일본계 회사들인 Daiwa Europe과 Nikko는 각각 0.241, 0.321로 낮게 나타났다.

현지통화표시 투자성과에서도 Daiwa Europe만 제외하고 전체적으로 벤치마크보다 높은 투자성과를 나타냈다. 또한 미달러표시의 경우보다는 다소 높은 투자성과를 나타냈는데, 이는 연구기간 동안 달러화가 상대적으로 약세인 것을 반영한 것으로 보인다. 이 기준으로도 Credit Agricole가 0.718로 가장 높은 성과를 보인 반면, 일본계 회사들이 낮은 수준을 보였다. 이에 따라 투자회사간의 성과차이가 발생하는 것으로 해석할 수 있다.⁵⁾

두 번째 투자성과 지표로서 켄센의 알파를 사용하였다. 켄센의 알파는 Morgan Stanley의 투자비중을 이용하여 구성된 세계주식포트폴리오 수익률을 벤치마크 수익률로 하고, 이에 따라 추정된 시장베타를 위험측정치로 사용함으로써 국제분산투자를 가정한다. <표 5>에서 보는 바와 같이 켄센의 알파를 토대로 한

5) 유의적인 성과차이가 있는지에 관한 분석은 표본수의 한계 때문에 이루어질 수 없었다.

투자성과는 (+)와 (-)의 초과수익률이 혼재되어 나타났다. 그러나 대부분의 경우 유의하지 않은 것으로 나타나서 위험조정 초과수익률이 평균적으로 0에 근사한 것으로 보인다. 한편, 앞서 샤프비율의 경우와 마찬가지로 일본계 회사인 Daiwa와 Nikko가 각각 -0.375%, -0.766%로서 (-)의 유의한 분기 위험조정수익률을 기록하여 매우 낮은 투자성과를 보였다. 세계시장 베타는 거의 1에 가까워서 이들의 추천포트폴리오는 인덱스펀드(index fund)의 성격을 지니는 것으로 보인다.

한편, <표 6>에서 보는 바와 같이 개도국 위기와 관련하여 5개 선진국 시장에 대한 추천포트폴리오의 투자비중 변화를 살펴보면, Credit Suisse만이 러시아 위기시 선진국에 대한 투자비중을 상향조정한 것을 제외하고는 개도국 위기와 투자비중 변화간에는 유의한 관계가 거의 나타나지 않았다. 이에 따라 이들 투자회사는 개도국 위기 때에도 선진국 또는 개도국에 대한 투자비중을 크게 변경시키지 않았던 것으로 해석된다. 다만, 투자비중이 분기별로 변경되는 반면, 개도국 위기의 효과는 보다 짧은 기간 지속되기 때문에 향후 보다 짧은 시계열 자료를 통해 추가적인 분석이 요구된다.

V. 요약 및 결론

본 논문은 경제주간지인 *The Economist*에서 매분기 발표하는 글로벌 자산관리 회사들의 추천 글로벌주식포트폴리오, 5개 선진국의 주식시장 수익률, 환율변화, 거시경제지표 등의 자료를 토대로 1989년 1/4분기부터 2000년 2/4분기까지의 연구기간 동안 글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태와 성과에 관한 실증분석을 시도하였다.

세계주요 글로벌 자산관리회사 내지 투자회사들의 분기별 추천포트폴리오에서 미국, 영국, 독일, 프랑스, 일본, 기타국가 전체에 대한 투자비중 변화간의 상관관계를 분석한 결과, 미국시장에 대한 투자비중은 유사하게 조정되는 것으로 나타났다. 특히 미국의 Merrill Lynch는 다른 국가에 속한 투자회사들의 투자비중 조정과 관련하여 벤치마크 역할을 하는 듯이 보인다. 일본시장에 대한 투자비중 변화간에도 (+)의 상관관계가 많이 나타났으며, 일본계 회사인 Nikko와 Daiwa도 다른 국가에 속한 투자회사들의 벤치마크 역할을 하는 것으로 추정된다. 이러한 결과들은 미국과 일본의 경우 경제펀드멘탈이나 기타 시장요인 등의 측면에서 유사한

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

추천포트폴리오를 선정하기 쉽기 때문인 것으로 보인다. 또한, 투자비중 결정에는 미국과 일본의 경우 이들 국가에 속한 선도 투자회사가 주도적인 역할을 하면서, 이에 따라 군집투자 현상도 있는 것으로 추론된다.

그러나, 영국, 프랑스, 독일 시장에 대한 투자비중 변화는 (+)와 (-)의 관계가 혼재하여 나타났다. 5개 선진국들을 제외한 기타 국가 내지 지역에 대한 투자비중 변화간에도 유의한 관계가 적은 가운데, (+)와 (-)의 유의한 관계가 동시에 나타나서 이들 선진국 및 개도국 시장에 대한 추천포트폴리오는 투자회사들간에 큰 차이를 나타나는 것으로 해석된다.

5개 선진국 시장에 대한 투자비중 변화와 이들 선진국 거시경제변수 변화간의 상관관계 분석에서는 특히 환율변화가 매우 유의한 (-)의 상관관계를 나타내어 현지국 통화가치가 상승하는 경우 투자비중도 상향조정되는 것으로 나타났다. 그러나 국가별 투자비중은 투자대상 국가들의 거시경제지표와는 상관관계가 낮은 것으로 나타났다.

둘째, 투자회사들의 금분기에 대한 어느 시장에 대한 추천투자비중이 전분기의 해당 시장수익률과 관계가 있는지를 분석하였는데, (-)의 유의한 관계가 거의 나타나지 않은 것은 투자회사들이 대체로 분기별 반대매매전략은 추천하지 않는다는 것을 시사할 수 있다. 한편, 일부 투자회사들이 미국시장을 제외한 선진국 시장들에 대해 모멘텀전략을 추천한다는 것을 추론해 볼 수 있다. 특히 일본시장에 대해서는 대부분의 투자회사들이 (+)의 유의한 관계를 나타냈는데, 이는 일본시장이 다른 선진국 시장들에 비해 다소 비효율적 시장이라는 관점에서 Froot et al. (1998)에서 밝힌 바와 같이 신흥국 시장들에 대해 국제포트폴리오 투자흐름이 모멘텀전략과 연관되어 있다는 실증결과와 유사하다고 할 수 있다.

셋째, 선진국 주식시장에 대한 투자회사들의 미래 주가 예측력을 사후적으로 측정하기 위해, 전분기에서 금분기로의 투자비중 변화가 금분기의 이들 시장에 대한 수익률과 (+)의 관계가 존재하는지를 분석하였는데, 전체적으로 유의하지 않은 관계가 많은 가운데 (-)의 유의한 관계도 나타나는 것은 투자회사들의 주가예측력이 뛰어나지 않은 가운데 심지어 추천포트폴리오를 받아들인 투자자는 심지어 분기 평균으로 손실을 기록할 수도 있었을 것으로 추론된다. 또한, 국제투자와 관련한 환위험의 중요성이 부각되기도 하였다.

넷째, 선진국 투자회사들이 정보우위가 있다는 가정하에 이들이 추천한 글로벌 주식포트폴리오의 사후적 성과를 측정하였다. 샤프비율로 본 미달러화 및 현지통

화 표시 투자성과는 대부분의 투자회사가 추천한 포트폴리오들이 Morgan Stanley의 벤치마크 포트폴리오보다 높은 투자성과를 나타냈다. Morgan Stanley의 투자비중을 이용하여 구성된 주식포트폴리오를 벤치마크로 사용하고, 켄센의 알파를 토대로 한 투자성과는 위험조정수익률이 대체로 0에 근사한 것으로 보인다. 한편, 앞서 샤프비율의 경우와 마찬가지로 일본계 회사인 Daiwa와 Nikko가 (-)의 위험조정수익률을 기록하여 상대적으로 매우 낮은 투자성과를 보여서, 투자회사의 국적별로 성과 차이가 존재하는 것처럼 보였다.

다섯째, 멕시코, 아시아, 러시아 금융위기 때에도 선진국 또는 개도국 주식시장에 대한 투자비중은 크게 조정되지 않은 것으로 나타났다.

향후 본 연구와 관련하여 다양한 주제들에 대한 보다 심층적인 연구가 필요하다고 생각되는데, 자산관리회사가 주로 사용하는 평균분산접근방법(Mean variance approach), 자산관리회사의 실제적인 투자전략 자료 등을 이용하여 추가적인 투자행태 및 성과 연구를 진행할 수 있을 것이다. 또한, 본 논문 자료의 한계로서 분기 자료에 덧붙여 국제포트폴리오 투자흐름과 관련한 단기 또는 장기의 시계열 자료들을 획득함으로써 모멘텀 또는 반대매매 전략, 군집투자 등에 대한 심층적인 실증분석을 할 수 있을 것으로 기대된다. 특히 모멘텀 전략과 관련하여 일간이나 주간자료를 이용하여 보다 의미있는 연구를 할 수 있을 것이다. 금융위기와 관련하여서도 마찬가지로 보다 단기의 자료들이 요구된다. 그밖에도 자산관리회사의 정보우위에 관한 실증분석, 그리고 정보우위가 존재한다면 그 원천은 무엇인지에 관한 실증분석 등을 추진할 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- Baytas, Ahmet and Nusret Cakici(1999), "Do Markets Overreact: International Evidence," *Journal of Banking and Finance*, 23, pp. 1121-1144.
- Bohn, Henning and Linda L. Tesar(1996), "U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing," *American Economic Review*, AEA Papers and Proceedings, 86(2), pp. 76-81.
- Brennan, Michael J. and H. Henry Cao(1997), "International Portfolio Investment Flows," *Journal of Finance*, 52, pp. 1851-1880.
- Chan, L., N. Jegadeesh, and J. Lakonishok(1996), "Momentum Strategies," *Journal of Finance*, 51(5), pp. 1681-1713.

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

- Clark, J. and E. Berko(1996), "Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico," Federal Reserve Bank of New York working paper.
- Cooper, Ian and Evi Kaplanis(1994), "Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging and International Capital Market Equilibrium," *The Review of Financial Studies*, 7(1), pp. 45-60.
- Coval, Joshua D. and Tobias J. Moskowitz(1999), "Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios," *Journal of Finance*, 54(6), pp. 2045-2074.
- De Bondt, W.F.M and R. Thaler(1990), "Do Security Analysts Overreact?" *American Economic Review*, 80, pp. 52-57.
- DeLong, J. Bradford, Andrei Schleifer, Lawrence H. Summers, and Robert J. Waldmann (1990), "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculators," *Journal of Finance*, 45, pp. 379-395.
- Fama, Eugene and Kenneth French(1988), "Permanent and Temporary Components of Stock Prices," *Journal of Political Economy*, 96, pp. 246-273.
- French, Kenneth R. and James M. Poterba(1990), "Japanese and U.S. Cross-Border Common Stock Investment," *Journal of International Economics*, 4, pp. 476-493.
- French, Kenneth R. and James M. Poterba(1991a), "Investor Diversification and International Equity Markets," *American Economic Review*, 81(2), pp. 222-226.
- French, Kenneth R. and James M. Poterba(1991b), "Were Japanese Stock Prices Too High?," *Journal of Financial Economics*, 29, pp. 337-363.
- Froot, Kenneth A., Paul G.J. O'Connell and Mark S. Seasholes(1998), "The Portfolio Flows of International Investors," NBER Working Paper No. 6687.
- Froot, Kenneth A., David S. Scharfstein, and Jeremy C. Stein(1992), "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation," *Journal of Finance*, 47, No. 4, pp. 1461-1484.
- Gompers, Paul, and Joshua Lerner(1997), "Money Chasing Deals? : The Impact

- of Fund Inflows on the Valuation of Private Equity Investments,” unpublished paper, Havard Business School.
- Gorman, Larry and Bjorn Jorgensen(1996), “Domestic versus International portfolio selection: A statistical examination of the home bias,” Working Paper, Kellog Graduate School of Management, Northwestern University
- Grinblatt, Mark, Sheridan Titman, and Russ Wermers(1995), “Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior” *American Economic Review*, 85, No. 5, pp. 1088-1105.
- Hirshliefer, David, Avanidhar Subrahmanyam, and Sheridan Titman(1994), “Security Analysis and Ttrading Patterns When Some Investor Receive Information Before Others,” *Journal of Finance*, 49, No. 5, pp. 1665-1698.
- International Finance Corporation, *Emerging Stock Markets Factbook*, each annual edition.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, each CD-ROM.
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny(1992), “The Impact of Institutional Trading on Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*, 32(1), pp. 23-43.
- Jegadeesh, N.(1990), “Evidence of Predictable Behavior of Security Returns,” *Journal of Finance*, 45, pp. 881-899.
- Jegadeesh, N. and S. Titman(1993), “Return to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency,” *Journal of Finance*, 48(1), pp. 65-91.
- Lehmann, B. N.(1990), “Fads, Martingales, and Market Efficiency,” *Quarterly Journal of Economics*, 105, pp. 1-28.
- Levich, Richard(1994), “Comment on International Equity Transactions and US Portfolio Choice,” in J. Frankel, editor, *The Internationalization of Equity Markets*, University of Chicago Press, pp. 221-227.
- Lewis, Karen K.(1999), “Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption,” *Journal of Economic Literature*, 37, pp 571-608.
- Lo, Andrew W. and A. Craig MacKinlay(1988), “Stock Market Prices Do Not

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

- Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test," *Review of Financial Studies*, 1, pp. 41-66.
- Poterba, James and Lawrence Summers(1988), "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications," *Journal of Financial Economics*, 22, pp. 27-59.
- Richards, Anthony J.(1995), "Comovements in National Stock Market Returns: Evidence of Predictability, but Not Cointegration," *Journal of Monetary Economics*, 36, pp. 631-654.
- Richards, Anthony J.(1997), "Winner-Loser Reversals in National Stock Market Indices: Can They Be Explained?," *Journal of Finance*, 52 pp. 2129-2144.
- Rouwenhorst, K.G.(1998), "International Momentum Strategies," *Journal of Finance*, 53(1), pp. 267-284.
- Tesar, Linda L. and Ingrid M. Werner(1994), "International Equity Transaction and U. S. Portfolio Choice," in J. Frankel, editor, *The Internationalization of Equity Markets* University of Chicago Press, pp. 185-220.
- Tesar, Linda L. and Ingrid M. Werner(1995a), "Home Bias and High Turnover," *Journal of International Money and Finance*, 14(4), pp. 467-492.
- Tesar, Linda L. and Ingrid M. Werner(1995b), "U.S. Equity Investment in Emerging Stock Markets," *World Bank Economic Review*, 9, No. 1, pp. 109-130.
- Warther, Vincent A.(1995), "Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns," *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 209-236.
- Wermers, Russ(1999), "Mutual Fund Herding and The Impact on Stock Prices," *Journal of Finance*, 54, pp. 581-622.

<표 2> 전분기의 시장수익률과 금분기로의 투자비중 변화간의 관계

$$\Delta w_{i+1} = \beta_0 + \beta_1 R_{C,i} + \beta_2 R_{W,i} + \varepsilon_i$$

Δw_{i+1} 는 각 투자회사의 전분기에서 금분기로의 투자비중 변화를 나타내며, $R_{C,i}$ 는 전분기 국가별 시장수익률을, $R_{W,i}$ 는 전분기 세계시장수익률을 나타낸다. 아래 표에서 투자회사별 회귀계수는 위의 셀은 달러표시, 아래 셀은 현지통화표시의 수익률로 계산된다.

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

	미국시장 수익률	세계시장 수익률	Adj R ²
UBS의 투자비중 변화	-0.353 (-1.43)	0.045 (0.14)	0.026
	-0.298 (-1.32)	-0.021 (-0.08)	-0.015
Merrill Lynch의 투자비중 변화	0.613 (1.49)	-0.930 (-1.72)	0.256
	0.402 (1.03)	-0.769* (-1.80)	0.172
Julius Baer의 투자비중 변화	0.014 (0.05)	-0.563 (-1.52)	0.037
	0.125 (0.46)	-0.067 (-0.23)	-0.117
Daiwa의 투자비중 변화	0.318 (1.33)	-0.357 (-1.13)	0.130
	0.035 (0.16)	-0.481* (-2.05)	0.138
Commerz의 투자비중 변화	-0.040 (-0.07)	-0.525 (-0.70)	-0.102
	-0.109 (-0.22)	-0.685 (-1.27)	-0.025
Credit Suisse의 투자비중 변화	0.057 (0.48)	-0.012 (-0.07)	-0.120
	-0.020 (-0.19)	-0.108 (-0.93)	-0.076
Lehman Brothers의 투자비중 변화	-0.864 (-1.55)	-0.307 (-0.42)	0.025
	-0.539 (-1.05)	0.334 (0.60)	-0.012
Nikko의 투자비중 변화	0.331 (1.29)	-0.369 (-1.09)	0.117
	0.199 (0.83)	-0.339 (-1.30)	0.056
Credit Agricole의 투자비중 변화	-0.287* (-2.00)	-0.504*** (-3.21)	0.388
	-0.263 (-1.54)	-0.655** (-2.92)	0.303
Robeco Group의 투자비중 변화	-0.158 (-0.50)	0.364 (0.88)	-0.036
	-0.165 (-0.57)	0.168 (0.53)	-0.084

	영국시장 수익률	세계시장 수익률	Adj R ²
UBS의 투자비중 변화	0,011 (0,14)	-0,213 (-1,52)	0,019
	-0,073 (-1,01)	-0,165 (-1,55)	0,061
Merrill Lynch의 투자비중 변화	-0,078 (-0,57)	0,064 (0,26)	-0,112
	-0,214* (-1,81)	0,080 (0,46)	0,100
Julius Baer의 투자비중 변화	0,029 (0,15)	0,012 (0,03)	-0,141
	0,118 (0,66)	0,207 (0,78)	-0,073
Daiwa의 투자비중 변화	-0,171 (-1,69)	-0,017 (-0,09)	0,052
	0,062 (0,61)	-0,127 (-0,85)	-0,049
Commerz의 투자비중 변화	-0,050 (-0,27)	0,156 (0,46)	-0,120
	-0,0004 (-0,002)	0,255 (0,99)	-0,066
Credit Suisse의 투자비중 변화	0,022 (0,45)	0,054 (0,61)	-0,098
	0,005 (0,10)	-0,049 (-0,71)	-0,100
Lehman Brothers의 투자비중 변화	0,384*** (2,98)	-0,524** (-2,23)	0,425
	0,029 (0,18)	-0,349 (-1,47)	0,018
Nikko의 투자비중 변화	0,052 (0,83)	-0,138 (-1,21)	0,008
	0,082 (1,35)	0,012 (0,13)	-0,010
Credit Agricole의 투자비중 변화	0,284** (2,86)	0,076 (0,42)	0,285
	0,118 (1,02)	-0,049 (-0,29)	-0,050
Robeco Group의 투자비중 변화	0,152 (0,97)	0,032 (0,11)	-0,070
	-0,036 (-0,25)	-0,329 (-1,56)	0,026

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

	프랑스 시장수익률	세계시장 수익률	Adj R ²
UBS의 투자비중 변화	-0.003 (-0.03)	0.060 (0.30)	-0.135
	-0.030 (-0.36)	0.182 (1.25)	-0.026
Merrill Lynch의 투자비중 변화	-0.073 (-1.28)	-0.017 (-0.13)	-0.022
	-0.064 (-1.11)	0.004 (0.05)	-0.049
Julius Baer의 투자비중 변화	0.006 (0.03)	0.283 (0.72)	-0.100
	0.108 (0.62)	-0.058 (-0.20)	-0.111
Daiwa의 투자비중 변화	0.068 (0.86)	-0.024 (-0.13)	-0.077
	0.031 (0.39)	-0.143 (-1.07)	-0.053
Commerz의 투자비중 변화	0.222** (2.36)	-0.021 (-0.10)	0.202
	0.238** (2.68)	-0.177 (-1.16)	0.264
Credit Suisse의 투자비중 변화	0.043 (1.50)	0.058 (0.90)	0.033
	0.068** (2.87)	0.036 (0.87)	0.334
Lehman Brothers의 투자비중 변화	0.062 (0.66)	0.099 (0.47)	-0.101
	0.180** (2.28)	-0.188 (-1.38)	0.211
Nikko의 투자비중 변화	-0.075 (-1.58)	0.036 (0.34)	0.061
	-0.027 (-0.53)	0.004 (0.04)	-0.121
Credit Agricole의 투자비중 변화	0.251** (2.85)	0.622*** (3.15)	0.440
	0.186* (1.84)	0.281 (1.61)	0.240
Robeco Group의 투자비중 변화	0.099* (1.82)	-0.260* (-2.13)	0.343
	0.062 (0.93)	-0.133 (-1.17)	-0.004

	독일시장 수익률	세계시장 수익률	Adj R ²
UBS의 투자비중 변화	-0.040 (-1.38)	0.133* (2.11)	0.226
	0.003 (0.11)	0.137** (2.91)	0.304
Merrill Lynch의 투자비중 변화	-0.001 (-0.01)	0.096 (0.72)	-0.102
	-0.003 (-0.05)	-0.021 (-0.19)	-0.139
Julius Baer의 투자비중 변화	0.011 (0.13)	0.062 (0.34)	-0.132
	-0.020 (-0.27)	-0.093 (-0.66)	-0.096
Daiwa의 투자비중 변화	0.005 (0.07)	0.286* (1.97)	0.105
	0.084 (1.32)	-0.048 (-0.40)	-0.015
Commerz의 투자비중 변화	0.263** (2.72)	-0.233 (-1.10)	0.303
	0.119 (1.20)	-0.310 (-1.63)	0.083
Credit Suisse의 투자비중 변화	0.032 (0.69)	0.033 (0.33)	-0.099
	0.013 (0.32)	0.032 (0.40)	-0.116
Lehman Brothers의 투자비중 변화	0.032 (0.51)	-0.048 (-0.34)	-0.111
	0.074 (1.48)	-0.174* (-1.80)	0.136
Nikko의 투자비중 변화	-0.031 (-0.58)	-0.158 (-1.35)	0.005
	-0.048 (-0.99)	-0.053 (-0.57)	-0.025
Credit Agricole의 투자비중 변화	0.017 (0.23)	0.107 (0.69)	-0.103
	-0.026 (-0.42)	0.138 (1.16)	-0.040
Robeco Group의 투자비중 변화	-0.024 (-0.23)	-0.125 (-0.55)	-0.116
	-0.110 (-1.25)	0.167 (1.00)	0.009

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

	일본시장 수익률	세계시장 수익률	Adj R ²
UBS의 투자비중 변화	-0.139*** (-2.82)	0.172 (1.00)	0.282
	-0.070 (-1.14)	-0.017 (-0.09)	-0.006
Merrill Lynch의 투자비중 변화	0.045 (0.40)	0.567 (1.45)	0.030
	0.010 (0.08)	0.326 (0.90)	-0.051
Julius Baer의 투자비중 변화	0.348* (1.86)	-0.136 (-0.21)	0.085
	0.386* (2.03)	-0.183 (-0.33)	0.150
Daiwa의 투자비중 변화	0.350*** (2.40)	-0.073 (-0.14)	0.192
	0.115 (0.69)	0.461 (0.94)	0.044
Commerz의 투자비중 변화	0.411*** (2.85)	0.225 (0.45)	0.301
	0.277 (1.66)	0.223 (0.46)	0.162
Credit Suisse의 투자비중 변화	0.025 (0.39)	0.212 (0.94)	-0.055
	0.083 (1.25)	0.011 (0.06)	0.014
Lehman Brothers의 투자비중 변화	0.294*** (2.15)	-0.424 (-0.89)	0.156
	0.273* (1.82)	-0.230 (-0.52)	0.088
Nikko의 투자비중 변화	0.253*** (3.26)	0.192 (0.71)	0.387
	0.215*** (2.42)	0.009 (0.03)	0.274
Credit Agricole의 투자비중 변화	0.159* (1.94)	0.055 (0.19)	0.110
	0.055 (0.60)	0.198 (0.73)	-0.011
Robeco Group의 투자비중 변화	0.228* (1.79)	0.470 (1.06)	0.158
	0.259*** (2.24)	0.355 (1.05)	0.373

주: ***, **, * 기호는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 회귀계수가 유의함을 나타냄.

이하 표들에서도 동일하게 사용됨.

<표 3> 금분기로의 투자비중변화와 금분기의 시장수익률간의 관계

$$R_{C,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta w_{C,t} + \beta_2 R_{W,t+1} + \varepsilon_t$$

$\Delta w_{C,t}$ 는 각 투자회사의 전분기에서 금분기로의 투자비중 변화를 나타내며, $R_{C,t+1}$ 는 금분기의 각 국가별 시장수익률을, $R_{W,t+1}$ 는 금분기의 세계시장수익률을 나타낸다. 아래 표에서 투자회사별 회귀계수는 위의 셀은 달러표시, 아래 셀은 현지통화표시의 수익률로 계산된다.

	UBS의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	-0.534** (-2.35)	-0.383 (-1.28)	0.255
	-0.339 (-1.11)	-0.179 (-0.58)	0.032
영국시장 주가수익률	0.160 (0.19)	-0.188 (-0.37)	-0.125
	0.789 (0.72)	0.220 (0.44)	-0.102
프랑스시장 주가수익률	0.515 (0.74)	-1.032* (-1.90)	0.093
	-0.157 (-0.18)	0.478 (0.93)	-0.075
독일시장 주가수익률	0.537 (0.31)	-0.537 (-1.01)	-0.060
	-0.646 (-0.25)	0.514 (0.84)	-0.087
일본시장 주가수익률	-2.720** (-2.35)	-0.731 (-0.74)	0.185
	0.071 (0.06)	1.558* (2.07)	0.137

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

	Merrill Lynch의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	0.076 (0.54)	-0.393 (-1.11)	-0.017
	0.095 (0.64)	-0.327 (-1.13)	-0.024
영국시장 주가수익률	0.401 (0.83)	-0.252 (-0.52)	-0.075
	0.865* (1.93)	0.010 (0.03)	0.098
프랑스시장 주가수익률	0.948 (0.93)	-0.802 (-1.51)	0.113
	1.487 (1.14)	0.671 (1.28)	0.014
독일시장 주가수익률	1.421 (1.55)	-0.567 (-1.15)	0.089
	1.592 (1.15)	0.452 (0.80)	0.003
일본시장 주가수익률	-0.456 (-0.71)	0.526 (0.50)	-0.096
	-0.535 (-0.95)	1.677*** (2.34)	0.189

	Bank Julius Baer의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	0.267 (1.14)	-0.293 (-0.82)	0.050
	0.209 (0.71)	-0.189 (-0.55)	-0.017
영국시장 주가수익률	0.191 (0.53)	-0.278 (-0.55)	-0.106
	0.200 (0.55)	-0.069 (-0.18)	-0.119
프랑스시장 주가수익률	0.196 (0.57)	-0.892 (-1.68)	0.079
	0.216 (0.50)	0.460 (0.90)	-0.059
독일시장 주가수익률	1.319* (2.00)	-0.367 (-0.77)	0.171
	2.193*** (2.40)	0.692 (1.36)	0.226
일본시장 주가수익률	0.495 (1.38)	-0.143 (-0.14)	-0.001
	0.129 (0.37)	1.457* (1.91)	0.145

	Daiwa Europe의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	0.171 (0.67)	-0.401 (-1.15)	-0.006
	0.212 (0.73)	-0.385 (-1.28)	-0.015
영국시장 주가수익률	-0.233 (-0.29)	-0.329 (-0.52)	-0.121
	-0.558 (-0.89)	-0.088 (-0.23)	-0.082
프랑스시장 주가수익률	0.611 (0.80)	-0.799 (-1.47)	0.099
	1.734* (1.94)	0.783 (1.62)	0.150
독일시장 주가수익률	0.730 (0.91)	-0.527 (-1.02)	-0.007
	0.341 (0.27)	0.430 (0.69)	-0.086
일본시장 주가수익률	-0.134 (-0.27)	0.457 (0.39)	-0.130
	-0.362 (-0.93)	1.538** (2.18)	0.187

	Commerz의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	-0.017 (-0.12)	-0.440 (-1.14)	-0.037
	-0.010 (-0.07)	-0.317 (-1.08)	-0.053
영국시장 주가수익률	-0.172 (-0.47)	-0.250 (-0.50)	-0.111
	-0.535 (-1.52)	-0.133 (-0.36)	0.019
프랑스시장 주가수익률	0.206 (0.37)	-0.960* (-1.77)	0.067
	0.472 (0.69)	0.437 (0.86)	-0.043
독일시장 주가수익률	-1.060** (-2.53)	-0.345 (-0.77)	0.267
	-0.754 (-1.07)	0.564 (0.98)	-0.010
일본시장 주가수익률	-0.129 (-0.29)	0.182 (0.16)	-0.129
	-0.030 (-0.07)	1.520* (1.87)	0.137

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

	Credit Suisse의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	-0.553 (-0.95)	-0.363 (-1.04)	0.025
	-0.851 (-1.41)	-0.269 (-0.97)	0.077
영국시장 주가수익률	2.244 (1.42)	0.256 (0.45)	0.014
	0.038 (0.02)	-0.014 (-0.03)	-0.143
프랑스시장 주가수익률	1.924 (0.99)	-1.029* (-1.95)	0.120
	0.527 (0.20)	0.443 (0.82)	-0.074
독일시장 주가수익률	-0.862 (-0.64)	-0.614 (-1.13)	-0.037
	-1.055 (-0.53)	0.382 (0.62)	-0.071
일본시장 주가수익률	-0.650 (-0.59)	0.338 (0.33)	-0.109
	-0.982 (-0.98)	1.623** (2.30)	0.192

	Lehman Brothers의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	-0.064 (-0.48)	-0.514 (-1.28)	-0.022
	-0.025 (-0.18)	-0.347 (-1.04)	-0.051
영국시장 주가수익률	-0.108 (-0.29)	-0.208 (-0.42)	-0.122
	0.069 (0.18)	-0.014 (-0.04)	-0.140
프랑스시장 주가수익률	-0.132 (-0.19)	-0.873 (-1.47)	0.060
	-0.938 (-1.02)	0.793 (1.35)	-0.004
독일시장 주가수익률	-0.296 (-0.31)	-0.529 (-0.99)	-0.060
	-0.730 (-0.53)	0.491 (0.83)	-0.071
일본시장 주가수익률	-0.676 (-1.38)	0.907 (0.85)	0.001
	-0.553 (-1.33)	1.676** (2.43)	0.234

	Nikko의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	-0.102 (-0.41)	-0.455 (-1.25)	-0.026
	-0.063 (-0.24)	-0.315 (-1.07)	-0.050
영국시장 주가수익률	-1.025 (-1.05)	-0.200 (-0.42)	-0.046
	-1.752* (-1.87)	0.089 (0.25)	0.085
프랑스시장 주가수익률	1.307 (1.13)	-0.782 (-1.49)	0.137
	1.685 (1.17)	0.583 (1.16)	0.018
독일시장 주가수익률	-0.392 (-0.35)	-0.593 (-1.06)	-0.058
	0.676 (0.41)	0.557 (0.90)	-0.079
일본시장 주가수익률	-0.370 (-0.50)	0.475 (0.44)	-0.116
	0.114 (0.17)	1.548* (2.13)	0.138

	Credit Agricole의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	0.267 (0.79)	-0.323 (-0.88)	0.006
	0.328 (0.87)	-0.210 (-0.67)	0.0003
영국시장 주가수익률	0.556 (1.05)	-0.132 (-0.28)	-0.046
	0.787 (1.52)	0.020 (0.06)	0.019
프랑스시장 주가수익률	-0.440 (-0.87)	-0.761 (-1.38)	0.106
	-0.589 (-0.91)	0.652 (1.21)	-0.018
독일시장 주가수익률	-0.884 (-1.07)	-0.620 (-1.19)	0.014
	-1.347 (-1.11)	0.342 (0.59)	-0.004
일본시장 주가수익률	0.671 (0.80)	0.033 (0.03)	-0.086
	-0.180 (-0.24)	1.549* (2.14)	0.140

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

	Robeco의 투자비중 변화	세계시장 주가수익률	Adj R ²
미국시장 주가수익률	-0.501** (-2.78)	-0.643* (-2.18)	0.331
	-0.519** (-2.75)	-0.277 (-1.17)	0.315
영국시장 주가수익률	0.250 (0.60)	-0.168 (-0.34)	-0.100
	0.150 (0.34)	0.007 (0.02)	-0.133
프랑스시장 주가수익률	0.728 (0.86)	-0.983* (-1.87)	0.105
	1.762 (1.72)	0.689 (1.42)	0.110
독일시장 주가수익률	0.010 (0.02)	-0.533 (-0.99)	-0.067
	0.400 (0.47)	0.521 (0.87)	-0.076
일본시장 주가수익률	0.250 (0.49)	0.282 (0.27)	-0.116
	-0.743 (-1.67)	1.861** (2.70)	0.280

<표 4> 투자회사별 글로벌 추천포트폴리오의 투자성과(Sharpe Ratio) 분석

	분기평균 수익률	수익률 표준편차	최소수익률	최대수익률	Sharpe Ratio
UBS Phillips 글로벌 추천포트폴리오	3.802	7.104	-17.744	22.579	0.351
Merrill Lynch 글로벌 추천포트폴리오	3.802	7.224	-21.204	17.458	0.346
Bank Julius Baer 글로벌 추천포트폴리오	3.489	6.036	-18.464	16.676	0.362
	3.880	6.467	-21.458	15.662	0.398
Daiwa Europe 글로벌 추천포트폴리오	3.940	6.300	-12.032	21.365	0.418
	4.759	6.738	-14.563	20.098	0.513
Commerz 글로벌 추천포트폴리오	3.123	7.547	-18.596	20.931	0.241
	3.373	8.057	-22.666	19.319	0.257
Credit Suisse 글로벌 추천포트폴리오	3.875	6.338	-12.265	22.125	0.405
	3.989	6.681	-14.511	20.576	0.402
Lehman Brothers 글로벌 추천포트폴리오	4.128	6.238	-11.997	20.622	0.453
	4.765	6.705	-13.887	20.729	0.516
Nikko Securities 글로벌 추천포트폴리오	3.487	6.079	-11.412	21.049	0.359
	4.291	6.386	-12.240	20.061	0.468
Credit Agricole 글로벌 추천포트폴리오	3.307	6.237	-13.078	19.129	0.321
	3.498	6.557	-16.367	17.885	0.334
Robeco Group 글로벌 추천포트폴리오	3.466	3.431	-2.715	14.410	0.630
	4.097	3.889	-1.849	14.312	0.718
Morgan-Stanley 글로벌 추천포트폴리오	4.180	6.346	-12.231	21.377	0.453
	4.658	6.812	-14.535	20.551	0.492
T-Bill(3개월만기) 수익률	3.451	7.322	-18.349	21.385	0.293
	3.657	7.661	-22.069	19.269	0.307
	1.305	0.382	0.728	2.205	-

주: 위의 셀은 달러표시, 아래 셀은 현지통화표시의 수익률을 나타냄.

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

<표 5> 투자회사별 글로벌 추천포트폴리오의 투자성과(Jensen's α) 분석

$$R_{i,t} - R_{EURO,t} = \alpha + \beta (R_{w,t} - R_{EURO,t}) + \varepsilon_t$$

$R_{i,t}$ 는 각 투자회사의 분기별 글로벌 추천포트폴리오의 가중수익률을 나타내며, $R_{EURO,t}$ 는 3개월만기 유로달러은행간금리를 나타내며, $R_{w,t}$ 는 Morgan Stanley의 세계시장 수익률을 나타낸다.

	Jensen's α	MSCI 세계시장수익률	Adj R ²
UBS 글로벌 추천포트폴리오 수익률	0.330 (0.86)	0.948*** (19.48)	0.904
	0.192 (0.66)	0.946*** (26.38)	0.946
Merrill Lynch 글로벌 추천포트폴리오 수익률	-0.127 (-0.40)	0.886*** (20.63)	0.926
	0.147 (0.52)	0.921*** (24.62)	0.947
Julius Baer 글로벌 추천포트폴리오 수익률	0.027 (0.08)	0.971*** (18.17)	0.909
	0.358 (1.13)	1.014*** (21.06)	0.981
Daiwa 글로벌 추천포트폴리오 수익률	-0.375** (-2.19)	1.009*** (47.47)	0.952
	-0.232 (-1.56)	1.029*** (57.31)	0.988
Commerz 글로벌 추천포트폴리오 수익률	-0.087 (-0.42)	1.015*** (40.24)	0.979
	-0.057 (-0.37)	1.024*** (43.04)	0.982
Credit Suisse 글로벌 추천포트폴리오 수익률	-0.137 (-0.67)	0.988*** (30.03)	0.965
	0.341 (1.66)	1.036*** (32.61)	0.971
Lehman Brothers 글로벌 추천포트폴리오 수익률	0.122 (0.41)	1.004*** (20.82)	0.939
	0.579 (1.70)	0.991*** (18.73)	0.926
Nikko 글로벌 추천포트폴리오 수익률	-0.766*** (-3.12)	1.009*** (25.14)	0.952
	-0.759*** (-3.42)	1.023*** (29.16)	0.971
Crédit Agricole 글로벌 추천포트폴리오 수익률	-0.186 (-0.74)	0.930*** (14.11)	0.900
	0.174 (0.78)	0.989*** (17.92)	0.936
Hobeco Group 글로벌 추천포트폴리오 수익률	0.117 (0.83)	1.006*** (45.47)	0.985
	0.297 (1.62)	1.029*** (37.08)	0.978

<표 6> 투자회사별 선진국시장(5개국)에 대한 투자비중변화와 금융위기와
의 관계

$$\sum_{i=1}^5 \Delta w_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 D_3 + \varepsilon_t$$

$\sum w_{i,t}$ 는 각 투자회사의 선진 5개국 시장에 대한 투자비중 변화의 합을 의미하며, D_1 은 멕시코 폐쇄화 위기, D_2 는 아시아 위기, D_3 는 러시아 위기를 각각 나타내는 더미(Dummy) 변수들이다.

	멕시코 위기	아시아 위기	러시아 위기	Adj. R ²
UBS 투자비중변화	-0.001 (-0.03)	0.006 (0.23)	-0.007 (-0.19)	-0.085
Merrill Lynch 투자비중변화	-0.020 (-0.35)	0.007 (0.13)	-	-0.064
Julius Baer 투자비중변화	-0.024 (-0.63)	0.035 (0.91)	-0.010 (-0.19)	-0.058
Daiwa 투자비중변화	0.024 (0.49)	-0.007 (-0.10)	-	-0.051
Commerz 투자비중변화	0.039 (0.66)	-0.004 (-0.06)	0.037 (0.46)	-0.083
Credit Suisse 투자비중변화	0.032 (1.11)	-0.007 (-0.26)	0.114*** (2.88)	0.177
Lehman Brothers 투자비중변화	-0.036 (-0.76)	0.005 (0.08)	0.005 (0.08)	-0.111
Nikko 투자비중변화	-0.038* (-1.88)	-0.009 (-0.47)	-	0.066
Credit Agricole 투자비중변화	0.002 (0.07)	0.001 (0.05)	-	-0.117
Robeco Group 투자비중변화	0.003 (0.08)	0.003 (0.10)	0.035 (0.72)	-0.093

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

<부표 1> 투자회사 수익률 측정시 시가총액 및 동일 가중치를 사용한 국가

년도	America	
	시가총액 가중치를 사용한 국가들	동일한 가중치를 사용한 국가들
1989	Brazil Mexico	Chile Argentina
1990	Brazil Mexico Chile	Argentina
1991	Brazil Mexico Chile Argentina	-
1992	Canada Brazil Mexico Chile Argentina	-
1993 ~2000	Canada Brazil Mexico Chile Argentina	Colombia Peru Venezuela

년도	Asia	
	시가총액 가중치를 사용한 국가들	동일한 가중치를 사용한 국가들
1989	Malaysia Philippines New zealand Thailand Taiwan Korea	India Indonesia Pakistan Sri Lanka
1990	Malaysia Thailand Taiwan Korea	India Indonesia Philippines New Zealand Pakistan Sri Lanka
1991	Malaysia Philippines New zealand Thailand Taiwan Korea	India Indonesia China Pakistan Sri Lanka
1992	Malaysia Australia Thailand Taiwan Korea Hongkong Singapore	India Indonesia Philippines China Pakistan Sri Lanka
1993~2000	India Malaysia Australia Thailand Taiwan Korea Hongkong Singapore China Indonesia Philippines	Pakistan Sri Lanka

글로벌포트폴리오 투자관리자의 행태에 관한 연구

년도	Europe	
	시가총액 가중치를 사용한 국가들	동일한 가중치를 사용한 국가들
1989	Austria Spain Belgium Portugal	Greece
1990	Austria Spain Belgium Greece	Portugal
1991	Spain Belgium Greece	Portugal Austria
1992	Italy Netherlands Spain Sweden Switzerland Denmark Norway Belgium	Greece Hungary Poland Russia Portugal Finland Austria
1993	Italy Netherlands Spain Sweden Switzerland Denmark Norway Austria Belgium Finland	Greece Hungary Poland Russia Portugal
1994 ~ 1995	Italy Netherlands Spain Sweden Switzerland Denmark Norway Austria Belgium Finland	Greece Hungary Poland Russia Portugal Ireland Czech
1996 ~ 1998	Italy Netherlands Spain Sweden Switzerland Denmark Norway Austria Belgium Finland Greece Portugal	Hungary Poland Ireland Czech
1999 ~20 00	Italy Netherlands Spain Sweden Switzerland Denmark Norway Ireland Belgium Finland Greece Portugal	Austria Hungary Poland Czech

An Empirical Study on Behaviors of Global Portfolio Managers

Dong Soon, Kim

This study looked into behaviors and performances of global portfolio management companies using investment weights in global portfolios recommended by global asset management companies, stock returns of major industrial country markets, and macroeconomic variables including exchange rate changes. The recommended portfolios stem from the Quarterly Portfolio Poll of *The Economist*, a prestigious economic weekly published in England. During the study period from the 1st quarter of 1989 and the 2nd quarter of 2000, investment performances of the recommended portfolios were not good on average. As a consequence, investors might have seen a loss if they had followed the recommendation. In the meantime, quarterly returns of the recommended portfolios performed better than the benchmark portfolio of the MSCI world index, and performances varied among portfolios recommended by the global asset management companies, which was dependent upon their nationality. Investment weights by national markets was not determined by macroeconomic indicators of the nations. Exchange rate change, however, was a significant determinant. Correlation among changes in investment weight was high, especially for the U.S. market portfolios, and there seemed to be a leading asset management company in determining investment weight, headquarters of which happened to be in the market involved. Thus, it is conjectured that there was herding among asset managers. Return predictability by the asset management companies was evaluated to be a little low, and in times of the financial crises investment weights in industrialized country markets was not adjusted upward.

Key words: The Economist Quarterly Portfolio Poll, recommended global stock portfolio, market returns, Sharp ratio, Jensen's α , return predictability, financial crisis