

Ice-breaking question

1

게임1	게임2
앞면 100만 뒷면 400만	앞면 250만 뒷면 250만

Q. 어떤 게임을 선택하시겠습니까?

효용(utility)

2

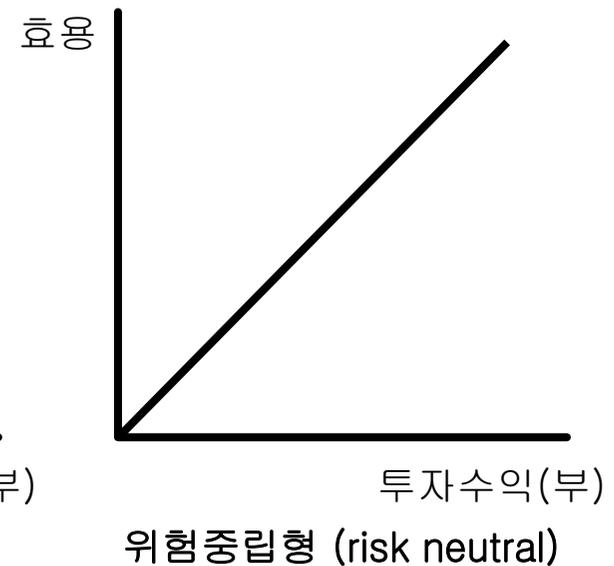
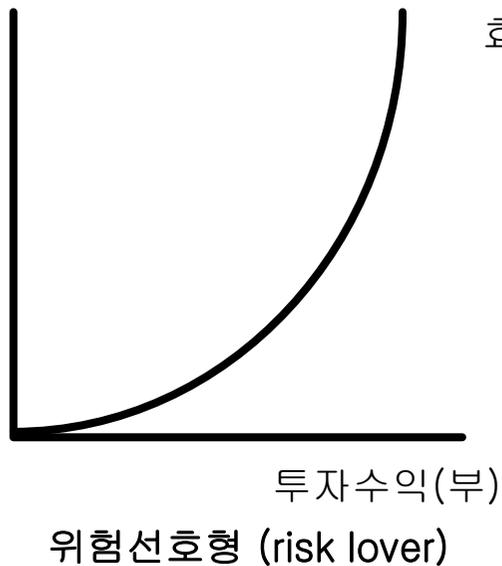
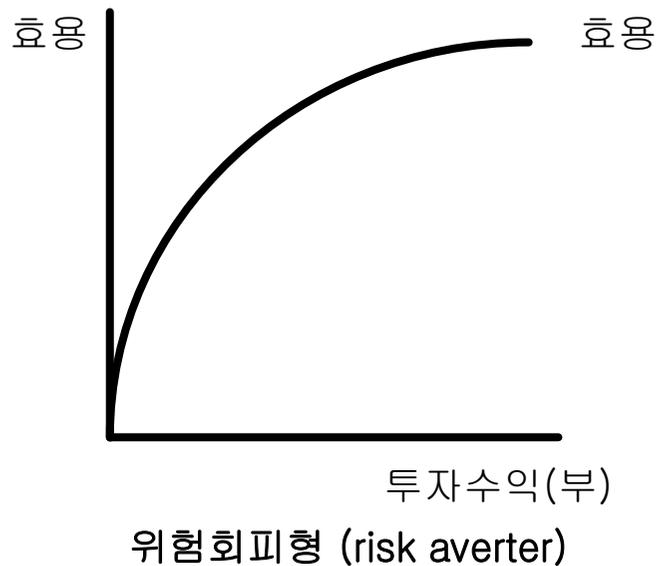
- ▷ 효용(Utility) : 기대수익과 위험이 동시에 고려된 투자자의 주관적인 만족도
- ▷ 위험 증가에 대한 투자수익 증가의 요구량은 사람마다 차이가 난다.

투자자의 위험에 대한 태도

3

- ▷ 위험회피형 (risk averter)
- ▷ 위험선호형 (risk lover)
- ▷ 위험중립형 (risk neutral)

<부와 효용>



Example

4

(예제) 다음과 같은 투자안들이 있다.

투자안	기대수익률 E(r)	표준편차 σ
국공채	7 %	0 %
주식 A	20 %	20 %
수익 증권	15 %	10 %

$$U = E(r) - 0.02 \sigma^2$$

Q. 효용함수가 위와 같을 때, 투자대안 선택의 우선순위는?

(풀이) 국공채 : $U = 7 - 0.02 \times 0^2 = 7$

주식 A : $U = 20 - 0.02 \times 20^2 = 12$

수익증권 : $U = 15 - 0.02 \times 10^2 = 13$

무차별효용곡선

5

▷ 효용곡선을 $E(r)$, σ 공간에 표시

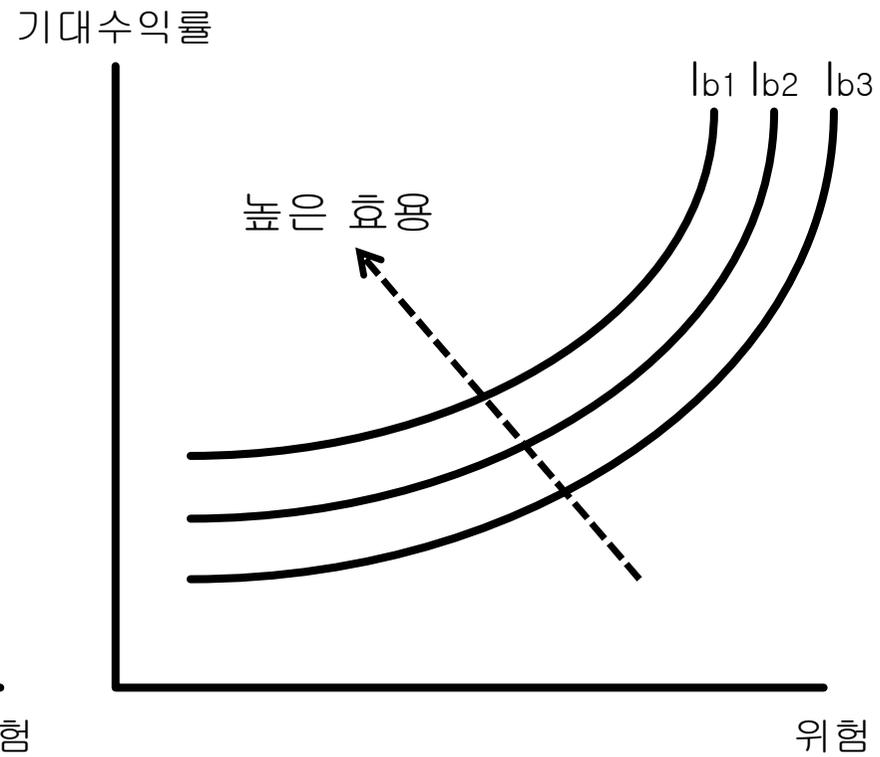
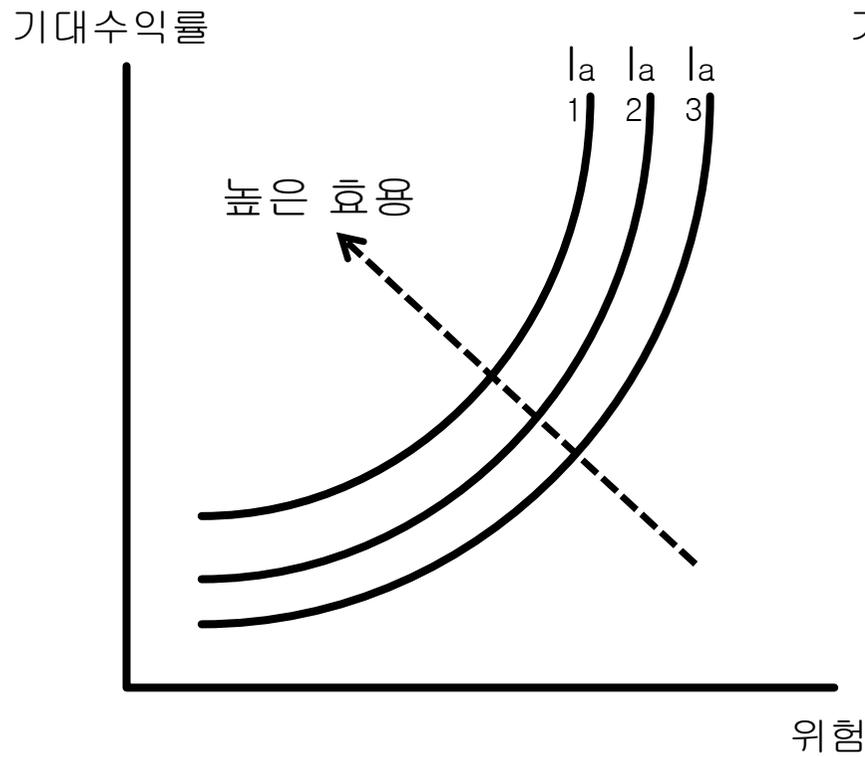
▷ 무차별효용곡선: 동일한 효용을 가져다 주는 기대수익과 위험의 조합을 연결한 곡선

기대수익률 $E(r)$	표준편차 σ	$U = E(r) - c*\sigma^2$
10 %	14.14 %	$U = 0.10 - (0.1414)^2 = 0.08$
15 %	26.45 %	$U = 0.15 - (0.2645)^2 = 0.08$
20 %	36.64 %	$U = 0.10 - (0.3464)^2 = 0.08$
25 %	41.23 %	$U = 0.10 - (0.4123)^2 = 0.08$

무차별효용곡선

6

[그림] 위험회피적 VS. 덜 위험회피적인 투자자의 무차별효용곡선 형태



주요증권의 성격

- ▷ **보통주**: 회사의 소유권을 나타내는 소유증서
- ▷ **우선주**: 이익, 잔여재산의 분배에 있어 보통주보다 우선, 채권자보다는 후위
- ▷ **회사채**: 회사에서 발행한 고정이자증권, 단순회사채, 전환사채, 수익상환채권, ABS
- ▷ **국공채, 특수채**: 이자소득에 대해서 면세, 재정증권, 국민주택채권, 양곡기금채권
- ▷ **수익증권**: 투신사가 투자자를 대신해서 투자대행 및 관리해 주고 이익을 투자자에게 분배해주기로 약정하여 발행한 권리 증서

자산배분 (Asset Allocation)

투자자(또는 고객)가 투자가 가능한 자산을 규명하고 각 자산의 구성비를 결정하기 위한 의사결정 system 이다. 이러한 시스템은 다음과 같은 사항들에 기초한다.

- ▷ 각 투자자산의 예상되는 세후 수익률과 위험
- ▷ 고객의 현재 재무상태, 투자기간 (investment time horizon)
- ▷ 고객 개인의 개인적 요인 (personal factors)
- ▷ 투자 제약 조건 (investment constraints)
- ▷ 투자목적 (investment objectives)과 투자 정책 (investment policy)
- ▷ 고객의 위험 감수 정도 (risk tolerance)

자산배분의 절차

9

1. 고객의 개인 대차대조표와 손익계산서를 이용, 현재 재무 상황을 검토한다.

- ▷ 세금상황 : tax-bracket
- ▷ 투자제한/투자가능 금액 / 투자기간 : 유동성 제한
- ▷ 투자위험에 대한 태도
- ▷ 현재 자산 배분 검토 - 개별주식, 채권, 예금, 부동산, 펀드

2. 고객의 life cycle을 고려하면서 고객의 투자목적에 파악한다

- ▷ 원금 보존, 수익증대, MIXED
- ▷ 결혼자금, 주택마련자금, 자녀교육자금, 은퇴 후 생활자금, 상속 자금
- ▷ 투자목적에 부합되도록 투자자산군 (asset classes)의 구성비율을 결정.
- ▷ 주식, 채권, 예금, 부동산, 펀드, Gold and precious metals

자산배분의 절차

10

3. 투자정책을 정한다.

- ▷ 공격적 운용 (risk taking) : 파생상품, IPO 주식, 공모도, 레버리지 활용
- ▷ 보수적 운용 (risk averse) : buy-and-hold strategy or cost averaging
- ▷ 유동성 (liquidity)과 시장성 (marketability)
- ▷ 분산투자과 집중투자

4. 투자자산군 내에서 각 개별자산의 세후 예상투자 수익률/위험, 그리고 고객의 투자위험 감수 정도를 고려하여 개별 자산을 결정한다

- ▷ Blue chip stocks, yellow chip, 성장주, 가치주
- ▷ 채권 : 국채, 무보증 AAA 회사채, High Yield Bonds, convertible bonds, callable bonds.
- ▷ 정기 예금
- ▷ 부동산 (아파트, 상가, 재개발/재건축 주택, 해외 부동산)
- ▷ 펀드 : 주식형, 채권형, 혼합형, 해외 펀드 (중국/베트남/일본/미국)

자산배분의 절차

11

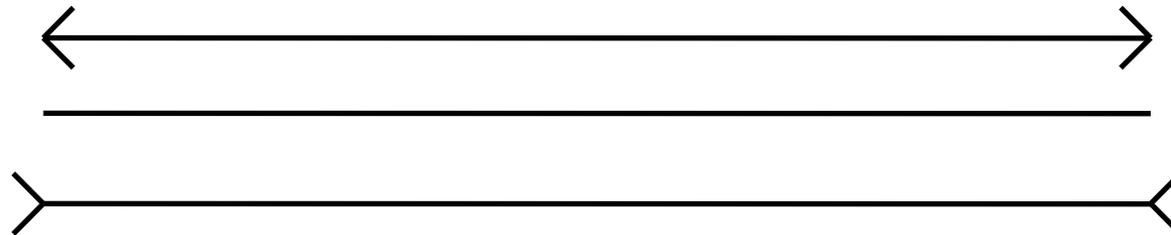
5. 선택된 개별 자산에 분배될 퍼센트를 결정하고 투자전략을 수립한다.
6. 결정된 대로 투자계획을 실행한다.
7. 정기적으로 고객의 투자 현황을 검토하고 재평가 후 자산배분을 갱신한다.

자산운용의 심리적 측면

12

◆ 투자자의 심리요인

시각적 환상 : 어느 수평선이 가장 긴가요?



◆ 참고문헌:

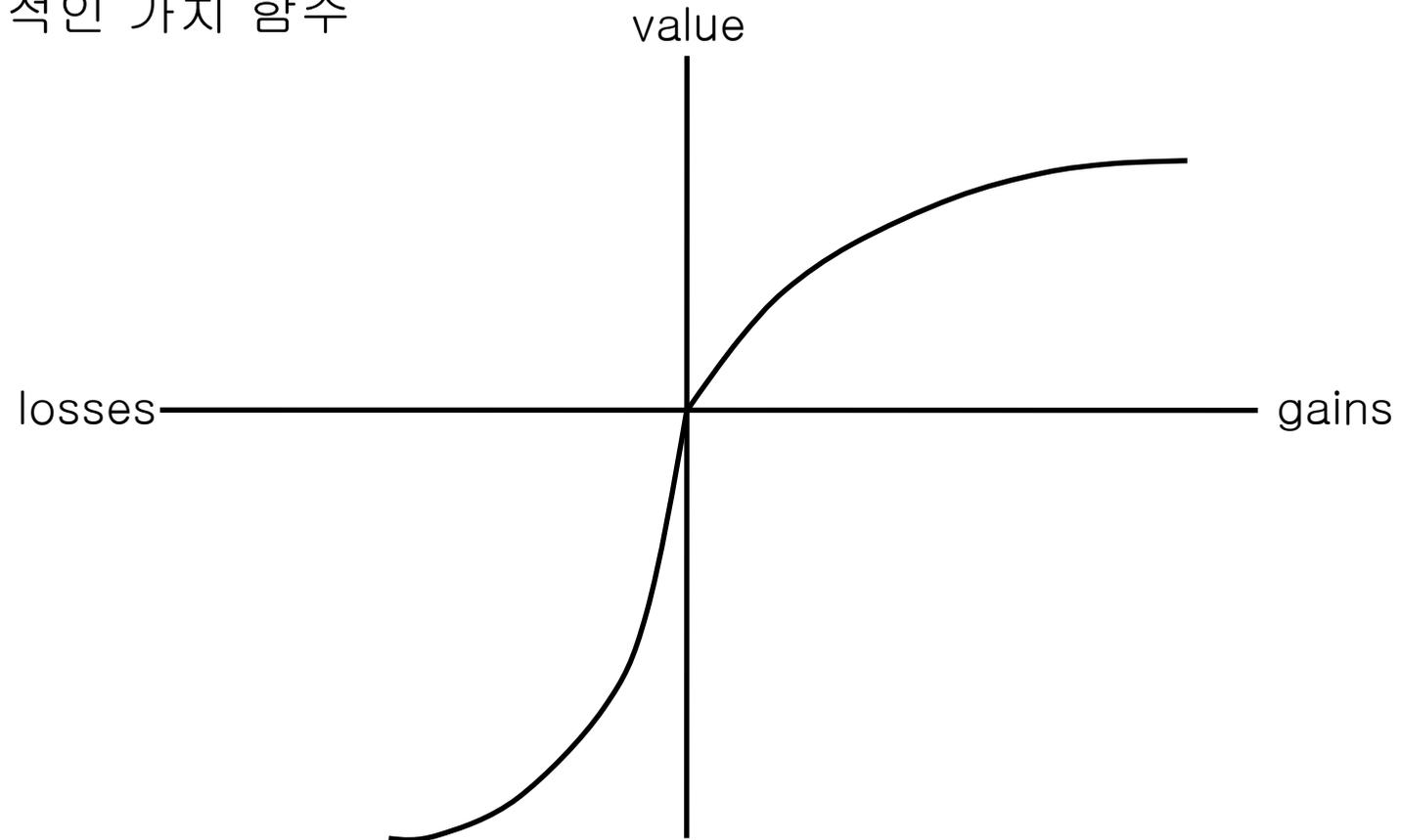
“Aspects of Investor Psychology : Beliefs, preferences, and biases investment advisors should know about”

By Daniel Kahneman and Mark W. Riepe,
Journal of Portfolio Management, Vol 24, No. 4, Summer 1998

가치 함수

13

전형적인 가치 함수



자료: "Rational Choice and The Framing of Decision"
A. Tversky & D. Kahneman

자산운용의 심리적 측면

14

1. 과신 (Overconfidence)
2. 낙관주의 (Optimism)
3. 무작위 사건에 대한 과민반응 (Over-reaction to chance events)
4. 투자자는 상태보다 변화에 더 가치를 둔다
(People value changes, not states)
5. 가치 함수 : 손실 회피
6. 투자안 평가
7. 참조가격으로서의 매수가
8. 좁은 관점
9. 장기적 관점과 단기적 관점
10. Regret of omission and commission

과신 (Overconfidence)

15

◇질문 1 :

당신은 2010년 8월 7일(지금으로부터 1달 후)의 종합주가지수는 얼마로 예측하나요? 예측을 98%의 신뢰구간으로 하여 lower bound 와 upper bound 두개의 예측치를 말해 보세요. 즉, 당신은 8월 7일의 실제 종합주가지수가 당신이 말한 upper bound 보다 작게 나타난다는 것을 99% 확신하게 되는 것입니다.

◇ 실제로 발생 가능한 세가지 가능성

- 8월 7일의 종합주가지수 < 당신의 lower bound : LOW SURPRISE
- 당신의 lower bound < 8월 7일의 종합주가지수 < 당신의 upper bound
- 당신의 upper bound < 8월 7일의 종합주가지수 : HIGH SURPRISE

과신 (Overconfidence)

16

◇ 많은 학술연구의 전형적인 결과에 따르면 too many surprises (15% – 20%)

◇ 이런 과신의 정도가 상대적으로 낮게 나타난 두 개의 직업군은 일기 예보관 /기상학자와 경마장의 도박자들로 나타났다. 이유는

1. 매번 같은 문제에 봉착한다.
2. 명시적으로 확률예측을 한다.
3. 결과에 대한 신속하고 정확한 feedback을 받는다.

과신 (Overconfidence)

17

◇ 추천/권고 사항 1

1. 자신이 과거에 저지른 과신의 예를 메모하고 기억하라
2. 고객과의 대화 중에 나타날 수 있는 당신 자신의 과신 성향에 대해 주의하라.
3. 투자결정과 관련하여 발생 가능한 불확실성을 항상 고객이 인지하도록 만들어라.
4. 과신하고 있는 고객에 동조하지 말라. 당신이 동조하면, 고객은 터무니없이 높은 투자성과를 기대하고 그 성과가 실현되지 않을 경우 그 고객과의 관계는 끝이 난다.

낙관주의 (Optimism)

18

◇ 질문 2 :

당신은 훌륭한 운전자 입니까? 출근길에 만나는 다른 모든 운전자들을 삼등분하여, 평균 이상(above average), 평균(average), 평균 이하(below average)로 나눌 때, 당신의 운전 실력은 어디에 속합니까?

◇ 자신의 능력을 과장한다.

자신의 운명을 통제할 수 있는 정도를 과장한다.

◇ 자신이 통제할 수 없는 원하지 않는 결과의 가능성을 과소평가 한다.

자신이 암에 걸릴 확률은 타인보다 낮다고 생각한다.

낙관주의 (Optimism)

19

◇ 추천/권고 사항 2

- 고객을 위해 당신이 추천한 내용을 과신하고자 하는 유혹에서 벗어나라.
- 사람들은 과거에 얻은 성공을 더 잘 기억하는 경향이 있기 때문에, 당신이 과거에 추천하여 실패한 종목추천의 list를 만들어라.
- 현실적으로 실현 가능한 투자성공확률을 고객에게 알려주어라.
- 과거자료를 고객에게 보여줄 때, upside 만을 강조하지 마라.

무작위 사건에 대한 과민반응 (Over-reaction to chance events)

20

◇ 질문 3 :

동전을 던졌을 때, 다음 중 어느 경우가 일어날 가능성이 높을 것 같은가? 앞앞앞앞앞뒤 또는 앞뒤앞뒤앞앞 ?

◇ 투자자들은 실제로 존재하지 않는 어떤 pattern 을 인식하고자 하는 경향이 있고, 불확실한 사건에 대한 자신의 판단을 과신하는 경향이 있다.

◇ 방대한 개인투자자의 구좌에 기초한 Odean (1998)의 연구결과에 따르면, 개인투자자들이 주식을 팔고 다른 주식을 바로 산 경우, 매도한 주식의 1년 수익률이 매수한 주식의 그것보다 평균적으로 3.4% 높은 것으로 나타났다.

무작위 사건에 대한 과민반응 (Over-reaction to chance events)

21

◇ 추천/권고 사항 3

1. 다른 투자자보다 당신이 올바른 정보를 더 많이 가지고 있다고 믿을 확실한 이유가 있는지 항상 자문하라.
2. 의사결정을 하기 전에, 거래가 무작위적인 요소에 기초했을 가능성을 고려하라. 주식 매수/매도주문을 무작위적인 요소에 의한 것이 아니라 당신의 확신을 나열해 보라.

투자자는 상태보다 변화에 더 가치를 둔다 (People value changes, not states)

22

◇ 질문 4 :

당신은 내일 \$20,000의 추가 수입이 생기며, 다음 A 와 B중에 하나를 반드시 선택해야 한다고 가정하자.

A : \$5,000의 현찰,

B: 당첨확률이 50%이며 당첨시에 \$10,000을 받는 로또

◇ 질문 5 :

당신은 내일 \$30,000의 추가 수입이 생기며, 다음 C 와 D중에 하나를 반드시 선택해야 한다고 가정하자.

C : \$5,000을 완전히 소각하기,

D: \$10,000을 한강물에 빠트린 후, 전액을 회수할 확률은 50% 이고 회수못할 확률도 50%이다.

투자자는 상태보다 변화에 더 가치를 둔다. (People value changes, not states)

23

- ◇ 많은 사람들은 질문 4와 질문 5가 완전히 다른 문제로 생각했을 것이며, 아마도 A 와 D를 선택했을 것이다. 왜냐하면 손실과 이익과 관련된 부적절한 감정에 의해 영향을 받아 선택을 했기 때문이다. 지극히 합리적인 사람이라면 A와 C (또는 B와 D)를 선택했을 것이다 왜냐하면 질문 4와 질문 5는 결국 같은 내용이고 중요한 것은 궁극적으로 투자자가 얼마의 부를 갖게 되는가로 귀착되는 것이기 때문이다. 이 질문들을 통해 얻는 결론은
1. 동일한 의사결정의 문제를 넓은 관점(궁극적인 부의 크기)이나 좁은 관점(수익이나 손실)에서 볼수도 있으며 어느 관점에서 보느냐에 따라 각기 다른 선호도로 귀결된다.
 2. 넓은 관점에서 그리고 변화(수익이나 손실)보다 상태(궁극적인 부의 크기)에 중점을 둬으로써 합리적인 결정을 얻어낼 수 있다.

투자자는 상태보다 변화에 더 가치를 둔다 (People value changes, not states)

24

◇ 추천/권고 사항 4

1. 넓은 관점에서 고객에게 투자제안/상담을 하라.
2. 현업에서 은퇴한 노령투자자에게는, 현재의 재산을 연금으로 전환하여 은퇴생활자금으로 사용하도록 권유해 보라.

가치 함수 : 손실 회피

25

◇ 질문 5 :

동전을 던져 앞면이 나오면 \$100을 잃게 되는 도박에서, 뒷면이 나오면 최소한 얼마를 얻게 될 때 당신은 이 도박을 하겠는가? 동전은 단 한번만 던진다고 가정한다.

◇ 많은 사람들이 최소한 \$200 에서 \$250의 금액을 받게 된다면 이 도박을 할 것이라고 답한다. 수익/손실의 비율이 2와 2.5가 된다는 것은 사람들이 수익과 손실에 대해 느끼는 효용의 비대칭성(Asymmetry)

◇ 즉, 공짜로 1만원을 줍는 경우에 느끼는 쾌감보다 가지고 있던 1만원을 잃어버리는 경우에 느끼는 불쾌감이 더 크게 느껴진다.

◇ 주식투자에서 10만원의 수익을 얻을 때 느끼는 쾌감보다 10만원을 손실을 보았을 때 느끼는 불쾌감이 더 크게 느껴진다.

가치 함수 : 손실 회피

26

◇ 질문 6 :

동전을 던져 앞면이 나오면 \$1,000을 얻게 되고 뒷면이 나오면 \$0을 얻게 되는 도박에 1회 무료로 참가하는 대신에, 현금을 받을 수 있다고 할 때, 당신에게 그 금액은 최소한 얼마이어야 하겠는가? 즉 Certainty Equivalent Value 는 얼마인가?

◇ 추천/권고 사항 5

1. 어떤 고객들은 다른 사람보다 더 위험회피적 이다. 고객별로 위험선호도를 제대로 평가하라.
2. 위험회피적인 고객에게 위험한 투자는 권유하지 말아라.

투자안 평가

27

질문 7:

아래표에 나타난 투자안들을 가장 매력적인 순서로 나열하십시오. 모든 투자안의 기대값(평균값)은 \$1,000입니다.

Gamble	Payoff 1	Probability of Payoff 1(%)	Payoff 2	Probability of Payoff 2(%)
A	\$5,000	95	\$105,000	5
B	\$5,000	50	\$15,000	50
C	\$1,000	10	\$11,000	90
D	\$1,000	90	\$91,000	10
E	\$0	50	\$20,000	50
F	(\$2,000)	90	\$118,000	10
G	(\$5,000)	50	\$25,000	50

투자안 평가

28

일련의 재무분석가들이 매력도에 따라 나열한 순위는 00였으며, 분석가 별로 순위의 편차는 상대적으로 작았습니다. 가장 이상적인 투자안은 A로서,
A high probability of moderate gain & a small probability of a very large gain

추천/권고사항 7:

- 1.재무 조연가는 downside 위험을 최소화하는 Upside gain을 최소한 조금이라도 얻을 수 있는 이상적인 투자안을 고려해야 한다.
- 2.재무분석가는 투자 가능한 개별 자산의 가격을 비교하여 이상적인 투자안의 발굴에 주력하여야 한다.

참조가격으로서의 매수가

29

질문 8:

투자자 A는 주당 \$100에 매수한 주식 X를 많이 가지고 있고, B는 \$200에 매입한 동일한 주식 X를 많이 가지고 있다. 어제 주가가 \$160에서 오늘 \$150으로 \$10 하락할 때 누가 더 열 받을까?

-많은 사람들이 B가 더 열받을 것이라는 데에 동의할 것이다. 이유인즉 투자자 A는 주식하락을 이익의 감소로 간주하는 반면 투자자 B는 손실의 증가로 간주하기 때문이다.

-앞에서 나온 Value Function 에서 본 것처럼 \$10의 손실이 \$10의 이익보다 더 유의하기 때문이다.

-투자자들은 매수를 참조가격(Reference point)도 간주하여 매도시에 이익이나 손실이 날지를 기준으로 삼는 경향이 있다.

참조가격으로서의 매수가

30

-이를 처분효과라고 하는데 손절매를 꺼려하는 경향을 말한다. 예를 들어 이익을 기록중인 주식과 손실을 기록중인 주식 중에서 현금화를 위해 하나를 반드시 팔아야 한다고 가정할 때, 개인투자자들은 이익을 기록중인 주식을 매도하는 경향이 더 크다는 것이 Odean(1998)의 연구결과이다.

추천/권고사항 8

- 손실위험은 모든 투자자들에게 있어 위험의 중요한 측면이다. 그러나 손실은 상대적이다. 이익이나 손실 계산의 기초가 되는 참조가격은 올바르게 결정되어야 한다.
- 처분효과는 강력한 bias이기 때문에, 상승중인 주식은 그대로 두고 손절매해야 하는 구체적인 실제사계를 고객에게 제공해야 한다.
- 고객과 의사교환을 하는 과정에서, 무작위적인 사건에 과민반응을 보이려는 경향을 무심코 강조하지 않도록 조심해야 한다.

좁은 관점

31

질문 9:

A와 B 중에, C와 D 중에, E와 F 중에서 각각 하나씩을 선택해야 한다면?

A : 100%확률의 \$2,400 이익

B : 25%확률의 \$10,000 이익과 75%확률의 \$0 이익

C : 100%확률의 \$7,500 손실

D : 25%확률의 \$0 손실과 75%확률의 \$10,000 손실

E : 25%확률의 \$2,400 이익과 75%확률의 \$7,600 손실

F : 25%확률의 \$2,500 이익과 75%확률의 \$7,500 손실

개별적으로 좁은 관점에서 생각하면, A, D, F를 선택할 것이다.

$A \succ B, D \succ C, E \prec F$

하지만 종합적으로 넓은 관점에서 생각하면 A와 D 대신에 B와 C를 선택하는 것이 유리하다. 왜냐하면 $E=A+D$ 이고 $F=B+C$ 이며 결국 의사결정에 있어 중요한 것은 최종적으로 결정되는 부의 크기이기 때문이다.

좁은 관점

32

추천/권고사항 9:

1. 넓은 관점에서 의사결정을 하도록 고객을 유도한다.
2. 고객의 투자정책을 수립할 때, 고객의 개별 투자목적들을 분리하여 고려하는 Bottom-up 방식을 지양하고 고객의 모든 투자목적들을 동시에 모두 고려하는 Top-down 방식을 채택한다.
3. 좁은 관점에서 의사결정을 함으로써 발생하는 비용을 고객이 인지하도록 경고하라.

장기적 관점과 단기적 관점

33

질문 10:

(미국의 경우)월별 수익률에 기초할 때 과거 71년 동안 ($71 \times 12 = 852$ 개월) 주식시장이 상승한 개월의 횟수와 하락한 개월의 횟수의 비율은? 월별 수익률이 아닌 5년 수익률($5 \times 12 = 60$ 개월)에 기초할 때, 위의 질문에 대한 답은?

-개인마다 투자기간은 다르게 마련이며, 어떤 사람은 단기적 주가 변동에 신경을 쓰며, 매일 주가를 확인하고 그렇지 않은 사람도 있다.

-월별 수익률에 기초할 때 852개월 중 528개월(62%)은 주가가 상승한 달이었고, 1개월을 투자기간으로 잡은 위험 회피적인 투자자는 이러한 도박을 하지 않을 것이며 차라리 은행예금에 자금을 넣어 둘 것이다.

장기적 관점과 단기적 관점

-반면에 5년 수익률에 기초할 때, 주가가 상승한 기간은 전체 기간의 90%에 해당하고 평균손실금은 평균이익음의 63%에 불과하였다.

즉 5년을 투자기간으로 잡은 위험회피적인 투자자도 투자를 할 것이다. 이러한 Idea를 주식시장의 분석에 적용한 Benartzi 와 Thaler의 연구 결과에 따르면 적절한 투자기간이 1년으로 나타났다. 그들의 분석에서 도출된 중요한 결론은 비록 두 그룹의 투자자들의 기본적인 위험 회피 정도가 같다고 할지라도 장기적 투자기간을 채택한 투자자는 단기적 투자기간을 채택한 투자자가 거부하는 위험을 충분히 감수할 용의가 있음을 보여 준다는 것이다.

장기적 관점과 단기적 관점

추천/권고 사항 10:

- 1.고객들로 하여금 장기적 투자를 하도록 유도하라.
- 2.많은 고객들이 말로는 장기투자를 한다고 하나 실제로는 단기 투자의 행태를 보인다. 그들의 과거 투자행태보다는 미래에 장기 투자를 하겠다는 그들의 언급에 더 주의를 기울여라.
- 3.투자자계정보고서(Account Statement)에 지난 월 대비 월별 수익률 증감뿐만 아니라 과거 1년 동안의 수익률, 또는 구좌 개설 시작부터 현재까지의 수익률을 보여 줌으로써, 고객으로 하여금 장기적인 투자를 하도록 유도한다.
- 4.고객이 일시적인 상황에 기초하여 단기적으로 투자기간을 잡고 포트폴리오의 구성을 변경하고자 하는 경우에 취할 절차에 대해 미리 고객과 협의하여 합의를 이루어야 한다.
- 5.단기적 관점에 기초하여 포트폴리오의 구성을 급격히 바꿀 경우에는 그러한 행동의 결과가 어떻게 나타날 것인지를 고객에게 요령 있게 지적해 주어야 한다.

Regret of omission and commission

36

질문 11:

갑은 A 주식의 매수를 권유한 친구의 조언을 거부한 후에 A 주식의 폭등을 보았다. 을은 보유중인 B 주식을 매도한 후 B 주식의 폭등을 보았다. 갑과 을 중에서 누가 더 열 받았을까?

- 을이 더 열 받았을 것에 모두 동의할 것이다.

-을은 자기가 한 행동에 대한 후회(regret of commission)을 하는 것이고 갑은 자기가 행동을 취하지 못한 것에 대한 후회(regret of omission)를 하게 되는 것이다. 이 둘의 차이는 결국 실제 손실과 기회비용의 차이이므로 실제 손실에 대한 후회의 정도가 기회비용의 손실에 대한 후회의 정도보다 더 크기 때문이다.

Regret of omission and commission

37

추천/권고 사항 11:

- 1.Regret of commission을 쉽게 경험한 고객이면, 투자 결정이나 투자 정책의 급격한 변화를 지양하여야 한다. 왜냐하면, 그들은 주식시장이 전반적으로 하락할 경우에 그 하락을 견디지 못하고 당신을 떠날 확률이 크기 때문이다.
- 2.의사결정 과정에서 advisor 혼자서 결정을 아닌 고객과 advisor가 함께 내린 “우리의” 결정이라는 일체감을 느끼도록 하라.
- 3.고객이 넓은 관점에서 투자결정을 내릴 수 있도록 개별 주식의 성과보다는 전체 포트폴리오의 성과를 강조하는 방향으로 투자계정보고서(Account Statement)를 재설계하라.

A check list for financial advisors

38

당신이 구한 각 문항의 답이 “결코 아니다”면 0점, “때때로”이면 1점, “자주”이면 2점을 부여하고 모든 점수를 합산하시오.

1. 나는 고객이 장기적인 관점에서 고객의 부, 투자전망/목적을 가지도록 유도한다.
2. 나는 고객이 장기 투자를 하도록 유도한다.
3. 나는 고객이 보유 주식의 주가를 너무 자주 확인하지 말라고 충고한다.
4. 나는 투자 결정과 관련하여 미래에 발생할 지도 모를 후회에 대해 고객과 토의한다.
5. 나는 특정의 투자 결정이 고객의 상황과 복합하는 지를 스스로에게 묻는다.
6. 나는 신중한 고객이 위험한 투자안에 매력을 느끼고 있을 때, 미래에 발생할 지도 모를 상황의 가능성을 고객에게 지적해 준다.
7. 나는 투자금액이 작은 투자 결정과 큰 투자 결정에 대해 각기 다른 정도의 위험을 감수하라고 고객에게 조언한다.
8. 나는 고객의 투자 성향에 부합되게 포트폴리오를 구성하고자 노력한다.
9. 나는 고객으로 하여금 투자결정과 관련된 불확실성에 대해 인지하도록 설명한다.
10. 나는 위험에 대해 느끼는 고객의 회피 정도를 먼저 규명하고 고객의 위험회피 정도를 고려하여 투자 결정을 내린다.

A check list for financial advisors

39

16점~20점 : 이 논문을 읽을 필요가 없었음

11점~15점 : 양호한 정도임

6점~10점 : 모든 면에서 많은 개선이 필요함

이상(Anomaly)현상

40

1. 무시된 기업효과(Neglected Firm Effect)
2. 소형주 효과(Small Firm Effect)
3. 1 월 효과(January Effect)
4. 저PER 효과
5. 저PBR 효과
6. 장기 Return Reversal/Winner-Loser 효과
7. 저 β 효과

한국과 외국의 자산배분전략 비교

41

1. 외국 펀드의 운용전략

- ① 기준포트폴리오 사용
- ② 스타일 투자의 보급



2. 우리나라의 자산배분전략

- ① 목표수익률 달성을 기초
- ② 동적 자산 배분 전략 사용
- ③ 우리나라 주식형 펀드의 문제점

전략적 자산 배분

42

- 투자목적을 달성하기 위해 장기적인 포트폴리오의 자산 구성을 정하는 의사결정
- 투자기간 중 기본적인 가정이 변화하지 않는 한 자산 구성을 변경하지 않는 장기적 의사결정
- 장기적 펀드 자산구성비율과 중기적 개별자산의 투자비율의 한계를 결정하는 의사결정

전략적 자산 배분의 실행 방법

43

1. 시장가치 접근방법

포트폴리오 내부의 투자자산 비중을 개별 자산의 시장에서의 시가총액의 비율과 동일하게 구성하는 방법

2. 위험수익 최적화 방법

기대수익과 위험을 축으로 하여 효율적 투자곡선을 도출하고, 효율적 투자곡선과 투자자의 효용함수가 접하는 점(최적포트폴리오)을 전략적 자산배분으로 간주하는 방법

3. 투자자 별 특수상황을 고려하는 방법

운용기관의 위험, 최소요구수익률, 다른 자산들과의 잠재적 결합 등을 고려하여 투자전략을 수립하는 방법. 정형화되어 있지 않고 투자자의 요구사항을 고려한 다양한 방법 존재

4. 다른 유사기관투자자의 자산배분을 모방

연기금, 생명보험, 투자신탁 등의 기관투자자들의 자산 배분 방법을 모방하여 전략적 자산구성을 하는 방법

전략적 자산 배분의 실행 과정

44

① 투자자의 투자 목적 및 투자제약조건의 파악

투자자의 나이, 투자자의 투자성향, 투자자금의 성격, 세금 등을 고려

② 자산집단의 선택

투자의사 결정의 대상이 되는 자산집단을 선택

③ 자산종류별 기대수익, 위험, 상관관계의 추정

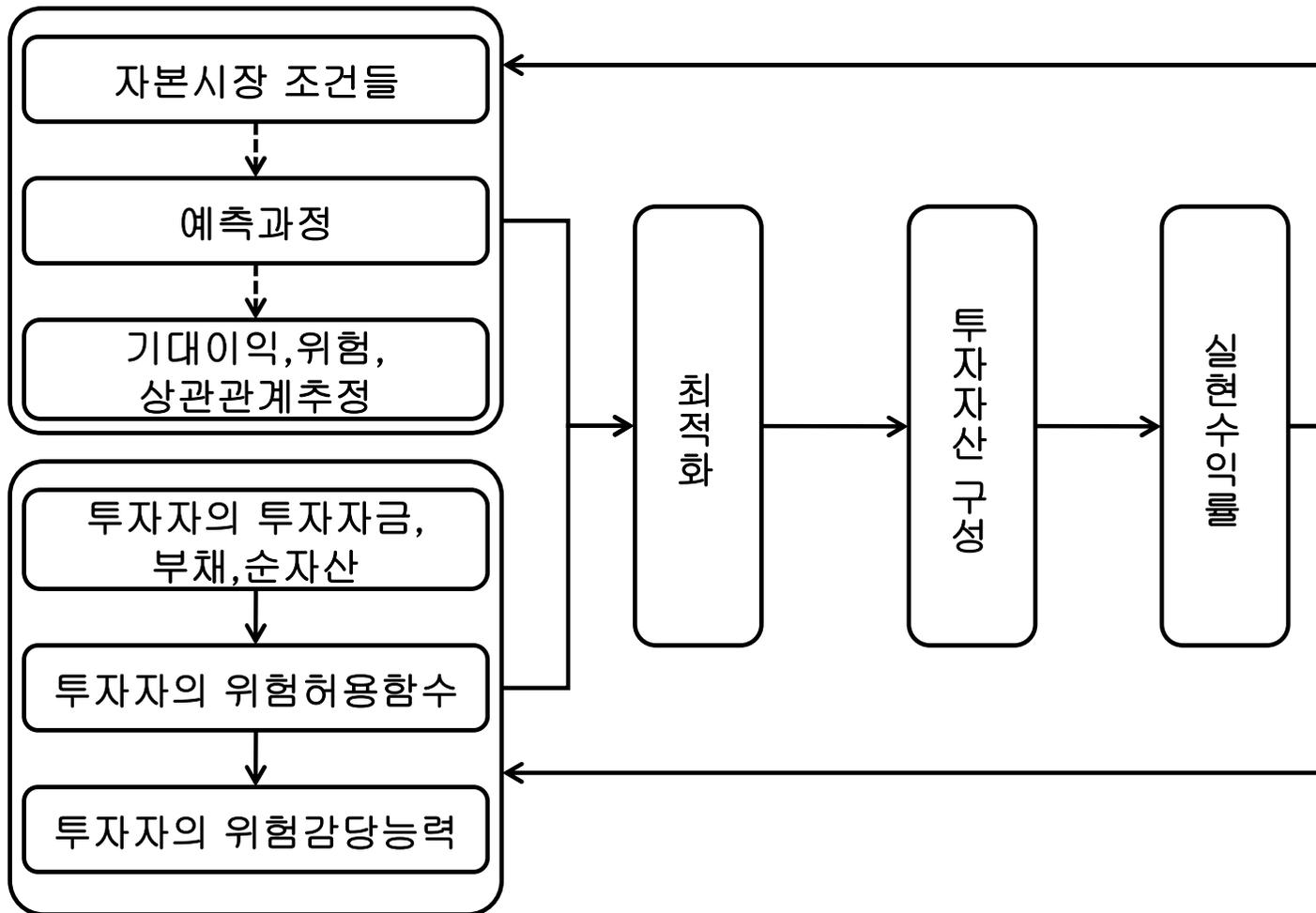
선택된 자산집단의 과거 일정 기간 동안의 수익률 등을 이용하여 평균적인 미래 수익률, 표준편차를 추정하거나 보다 적극적인 미래 수익, 위험의 추정

④ 최적자산구성의 선택

주어진 기대수익률, 위험, 상관관계 등의 준비자료를 이용하여 가장 효율적인 투자기회집합을 추출

전략적 자산 배분의 실행 과정 도표

45



주식형펀드의 초과수익율 : 2006/12/31일 현재, NAV 50

억원 이상의 펀드만을 포함.

	1년	2년	3년
펀드수	235	109	76
평균	-1.8%	2.1%	-7.5%
표준편차	4.4%	12.3%	16.6%
Positive 펀드수	71	52	17
	30.2%	47.7%	22.4%
Quantile			
100% Max	13.5%	38.1%	45.8%
99%	8.3%	30.7%	45.8%
95%	5.7%	24.4%	27.5%
90%	3.9%	20.2%	20.9%
75% Q3	0.7%	10.5%	-1.7%
50% Median	-1.6%	-0.6%	-10.2%
25% Q1	-5.1%	-5.1%	-18.7%
10%	-6.7%	-11.3%	-27.8%
5%	-8.1%	-12.4%	-29.1%
1%	-14.6%	-23.8%	-37.0%
0% Min	-17.4%	-38.0%	-37.0%