

KEITH V. SMITH 著

**「PORTFOLIO MANAGEMENT: THEORETICAL AND EMPIRICAL
STUDIES OF PORTFOLIO DECISION-MAKING」**

(Holt, Rinehard and Winston, Inc., 1971)

朴 廷 寔

Harry Markowitz의 論文「證券群의 選擇理論」(portfolio selection)이 1952년에 發表된 以來, 證券分析 및 管理에 關하여 많은 理論과 理論의 응용을 爲한 統計學的인 技法의 發展을 보았다. 證券群의 管理(portfolio management)는 근래에 와서는 Finance에 있어서 가장 關心 있고 重要的 分野로 登場하였다. 經營大學이나 大學院에서 證券分析(security analysis), 投資論 또는 證券群의 管理라는 題目하에 가르치고 있으며, 財務나 經濟學의 전문지에 있어서 가장 빈번하게 다루어지는 研究對象이 된 것이다.

이러한 시기에 本書 Portfolio Management는 學界와 實務界를 위하여 많은 貢獻을 할 著書인 것이라 볼 수 있다. 本書는 Markowitz 以後 發表된 수 많은 論文과 理論을 體系的으로 정리하는 한편, 著者의 獨自의인 理論을 加味하고 理論을 實際 證券市場의 움직임과 比較하면서 理論的인 모델의 妥當性を 보여주고 있다. 그러므로 本書는 學問的인 면에서는 물론, 직접 證券管理의 전문직에 從事하는 사람들에게도 커다란 도움을 줄 수 있을 것이라 믿는다. 事實 本書以前에 있어서는 「證券群의 管理」에 對한 單行本이 거의 없었으며 投資論 또는 證券分析의 일부분을 차지하고 있었던 것이다.

本書의 현저한 特徵은 다른 단편적인 論文이나 敎課書에 비하여, 세가지를 들 수 있을 것이다. 첫째 本書는 個人投資者(individual investor)의 立場에서가 아니라 機關投資者(institutional investor)의 立場에서 證券群의 管理를 다루고 있다는 點이다. 금융기관, 保險會社, 其他 機關投資者들이 過去 10여년 사이에, 長期投資에서 資產管理(assets management)와 短期投資로 그 投資方向을 轉換함에 따라, 證券이 投資對象으로 각광을 받게 되었다. 이러 趨勢에 따라, 전문적인 證券分析者나 證券管理者의 수요가 급격히 增加하게 되었으며, 機關의 立場에서 이 問題를 研究하는 것이 必要不可缺이 되어 버린 것이다. 둘째, 本書는 단순히 諸理論을 說明하고 정리에 그친 것이 아니라, 證券投資·選擇·管理에 있어

筆者 : 서울大學校 經營大學 講師.

서 必要한 意思決定(decision making)을 돕기 위한 것이다. Normative Approach로서 各理論에 對하여 必要性 妥當性을 強調하고 있다. 어떤 特定한 機關투자자가 制限된 條件과 制限된 資源으로 最大의 成果를 위하여 어떻게 適切한 證券選擇을 爲한 分析을 할 것인가의 問題에 方向을 提示하고 있다. 마지막으로 本書의 特徵은 高次的인 理論의 展開와 더불어, 實際 證券管理 實務者의 立場에서 統合的으로 論하고 있다. 基礎的인 概念의 정리, 이론의 전개, 理論의 實證과 Portfolio理論의 應用등을 상세히 밝힘으로써 理論과 實際의 間격을 좁혀 나아가고 있다. 證券分析에 있어서 本質的인 價値(intrinsic value)를 위주로하는 Fundamentalist의 理論, Random Walk理論 등을 多角的으로 綜合하고, 意思決定者의 行態等도 고려함으로써, 實際에 적합하고 적용될 수 있는 模型을 提示할려는 노력을 보이고 있다.

本書의 構成은 크게 4個의 部로 나누어져 있다. 第1部에서는 機關投資者와 Portfolio Management, 第2部에서는 證券投資에 關한 諸理論, 第3部는 理論을 뒷받침하기 위한 統計學的인 實證 그리고 第4部에서는 理論의 應用및 方法을 論하고 있다.

第1部는 3個의 章으로 되어 있는데 第1章에서는 本書의 構成, 目的, 特徵 등을 說明하고 있으며, 第2章에서는 各 投資者(특히 機關 投資者)들이 처하여 있는 환경에 對하여 서술하고 있다. 機關投資者의 種類, 目的, 그리고 그 目的에 따른 投資對象들의 選擇을 論하고 있다. 또한 時代에 따라 變하는 企業환경 變化로 因한 投資對象의 變化도 이 章에서 설명이 되었다. 第3章에서는 投資者의 證券群의 管理를 위한 總括的인 模型을 提示하고 있다. 또한 投資分析(investment analysis), 投資對象의 選擇, 投資의 評價, 投資構成(investment mix)와 投資構成의 變化 등의 보편적 理論을 說明하고 있다. 즉 本論에 해당하는 第2部에서 論할 問題의 전반적이고 포괄적인 說明이라 할 수 있다.

第2部가 本書의 핵심을 이루는 것으로, 理論的이고 計量的인 部分으로서 6個의 章(第4, 5, 6, 7, 8, 9章)으로 되어 있다. 第3章에서 論한 전반적이고 일반적인 模型을 具體的으로 풀이하고, 깊이있게 전개한 부분이다. 第4章에서는 投資의 基準, 目標設定問題와 이에 따르는 收益性과 危險의 關係를 論하고 있다. 즉 Markowitz가 시도한 Mean-variance Model 에다 (K. Smith는 Mean-variance model 代身 Mean-standard deviation model을 썼음) 效用無差別曲線(utility indifference curve)를 導入하여 效用最大(utility maximization)의 投資目的을 充足하기 爲한 理論을 論하고 있는 것이다. 第5章에서는 證券群管理의 基礎되는 情報를 提供할 投資分析(investment analysis)의 方法을 들고 있다. Portfolio Management 를 위하여 經濟分析(economic analysis), 產業分析(industry analysis), 未來의 期待分析(expectational analysis) 등이 本格的인 증권분석에 앞서야 할 研究라는 것이다.

第6章에서는 Mean-variance model을 利用하여, 普通株의 선택에 적용할 수 있는 模型을 수학적으로 나타내고 있으며, 投資의 危險을 감소하기 위한 多樣化模型(diversification model)를 論하고 있다. 이후에 있어서는 Markowitz가 개념적으로만 설명한 效率的投資曲線(efficient frontier)의 수학적인 計算을 爲하여 Diagonal model을 使用했다는 것이 特異한 點이다. Diagonal model을 利用함으로써 計算의 複雜性을 해소하고 模型의 明確性을 살렸다고 보겠다. 第7章은 機關投資者의 最適投資構成(optimal investment mix)에 관한 理論을 展開하였다. 投資對象인 普通株, 優先株, 社債, 不動產 및 其他에 一定 資金으로 어떻게 分配 投資하여야 最大의 效果가 있을 것인가를 數學的 模型으로 說明하고 있다. Smith가 資金分配에 Sequential Approach를 써서 對象의 選擇을 하고 있는 것도 흥미로운 方法이다.

第5,6,7章에서는 證券 및 投資의 선택 理論인데 反하여, 第8,9章은 선택된 증권과 투자가 결정된 對象을 어떻게 評價하며, 그 評價를 기초로 하여 證券의 構成을 어떻게 조절할 것이냐에 관한 것이다. 本書의 第9章 Portfolio Revision은 Smith教授의 獨創的인 部分으로서, 證券群分析의 중요한 새로운 分野로 등장할 것이라고 생각한다. 즉 Sensitivity Analysis를 證券分析에 導入하여, 機關投資者의 立場에서 外的, 內的 환경이 시간이 흐름에 따라 變化하는데 이에 따라, 最適의 證券群의 構成이 달라지게 된다. 이러한 경우의 Portfolio Management의 長期的인 Revision model을 本書에 提示하고 있음은 Smith교수의 높이 평가 할 수 있는 貢績이라 할 수 있다.

第3部는 第10章과 11章으로 되어 있는데, 第2部에서의 理論등을 實際 證券市場의 데이터로서 Empirical Study를 하였으며, 投資比較基準(investment comparison standard)로서 市場基準(market standard), Random Selection Standard, Mean-variance Standard 등을 提示하고, 증권시장의 실제 데이터로서 各 基準의 妥當性을 證明하고 있다. 第11章에서는 Mutual Fund 會社들의 資料를 利用하여 短期利益·長期利益·多樣化 등의 基準으로 收益性과 危險의 均衡이 이루어지고 있는가를 연구했다.

마지막 第4部는 第12章 13章으로 나누어져 있으며, 第13章은 電子計算機의 證券管理의 利用에 對하여 說明하고 있다. 第13章에서는 第4章에서 부터 第9章에 걸쳐 展開된 理論들이 다른 分野에도 應用될 수 있음을 強調했다. Portfolio Theory들은 國際投資(international investment), 資產管理(asset management), 資本豫算 및 投資(capital budgeting)에 쓰일 수 있다는 可能性을 시사하고 있다.

本書의 理論은 主로 效率的市場(efficient market)이라 볼 수 있는 美國의 證券市場을 中心으로 다루었고, 매우 높은 次元의 計算的인 技法, 그리고 機關投資者의 立場에서 다루어졌기 때문에, 現在 韓國의 事情으로는 大學院 교과서로나, 職業人들의 참고서로 적합하지 않을 지는 모르나, 앞으로 韓國에서도 機關投資者가 登場하고, 市場이 發展함에 따라 本書의 必要性이 대두 될 것이다.