

1강. 증권투자의 기초개념

■ 정리하기

- 투자란 미래 기대되는 수익을 현재 소비를 위해 포기하는 행위로, 정의 이득을 바라면서 자금의 일부를 투자 대상에 투입하는 것이다. 이러한 투자와 유사한 의미로 저축, 투기, 그리고 도박이 있다.
- 실물투자란 부동산, 건물 등의 실물자산에 투자하는 것을 말한다. 금융투자란 주식, 채권 등의 금융자산에 투자하는 것을 말한다. 실물 자산이 그 자체가 미래의 현금흐름을 창출하는 자산인 반면 금융자산은 직접 현금흐름을 창출할 수는 없다. 그러나 실물자산이 벌어들이는 현금흐름에 대하여 청구권을 행사할 수 있다는 측면에서 금융자산에 대한 투자는 실물자산에 대한 간접적인 투자로서의 의미를 지닌다.
- 금융시장은 자금매개방법에 따라 직접금융시장과 간접금융시장으로 분류할 수 있다. 즉 자금의 수요자가 공급자로부터 직접 자금을 조달 받는지 혹은 금융중개기관을 통해 자금을 조달 받는지에 따라 두 종류로 나뉜다. 자금 공급기간에 따라서는 화폐시장과 자본시장으로 구분할 수 있는데, 주로 단기적인 자금 거래가 이루어지는 시장을 화폐시장이라고 하고 1년 이상의 장기적인 자금의 거래가 이루어지는 시장을 자본시장이라고 한다.
- 금융자산에는 크게 고정소득증권(Fixed Income Security), 지분증권(Equity), 파생증권(Derivative Security)가 있다. 고정소득증권은 확정된 소득의 흐름, 또는 정해진 공식에 따라 결정된 소득의 흐름을 약속한다. 지분증권은 기업에 대한 소유지분을 의미하며 파생증권은 채권이나 주식과 같은 다른 자산의 가격에 따라 결정되는 지급금을 제공하는 자산이다.
- 금융상품의 종류에는 주식, 채권, 선물과 옵션, 투자신탁이 있으며, 기타 금융상품으로는 특정 주가지수와 연동되는 수익률을 얻을 수 있도록 설계된 상장지수펀드와 추가연계증권, 추가 연계예금, 추가연계펀드 등이 있다.

2강. 증권시장1:발행시장

■ 정리하기

- 증권시장은 주식 및 채권 등을 매매하는 장소로 발행시장과 유통시장으로 분류할 수 있다. 발행시장은 발행된 증권이 발행자로부터 최초의 투자자에게 판매되는 시장으로 1차시장이라고도 한다. 유통시장은 발행시장을 통하여 이미 발행된 증권이 투자기간에 유통 및 이전되는 시장으로 2차시장이라고도 한다. 이러한 유통시장의 종류에는 장내시장과 장외시장이 있다.
- 증권시장의 기능으로는 일반 대중으로부터 소규모의 자금을 모아 기업에게 대규모의 자금을 제공하는 산업자본 조달의 역할을 하며, 투자자의 입장에서는 저축 내지 재산증식을 위한 좋은 투자수단을 제공하는 역할을 한다. 또한 증권시장과 같은 공개시장에서 국공채를 매입, 매각하여 통화량과 이자율을 조절함으로써 물가안정 등 금융정책의 목표를 달성하게 해주는 역할을 한다.
- 발행시장은 신규 발행된 주식이 발행자로부터 최초의 투자자에게 판매되는 시장으로 추상적이며, 1차시장이라는 특징을 가지고 있다. 이러한 발행시장은 자본조달시장의 기능 뿐만 아니라 효율적으로 자본을 분배하고 투자 기회를 제공하는 등의 기능을 한다.
- 주식의 발행방법은 다양한데 머넌 주식의 수요자에 따라서 공모와 사모로 나눌 수 있다. 공모의 경우 불특정 다수의 발행주체를 대상으로 동일한 가격과 조건으로 주식을 발행하는 것을 말하며 사모는 소수의 특정인을 대상으로 주식을 발행하는 방식이다.
- 발행기관의 개입 여부에 따라 주식을 직접발행과 간접발행으로 나눌 수 있다. 직접발행은 발행주체가 발행위험까지도 스스로 부담하는 방식이며 자기모집이 그 예이다. 간접발행의 경우 발행주체인 발행회사가 전문적인 조직 및 경험을 가진 발행기관을 통하여 주식을 발행하는 방식으로 예로는 모집주선, 잔액인수, 총액인수가 있다.
- 기업공개는 주식 소유를 일반 투자자에게 분산시키는 방식으로 사적 기업에서 공적 기업으로의 전환과 더불어 원활한 자금 조달을 가능케하고 소유와 경영의 분리를 통한 경영합리화를 도모한다.
- 주식발행의 유형에는 주식분할, 주식병합, 기업공개 등 다양다. 채권의 경우 공모와 사모, 직접발행 방법과 간접발행 방법으로 발행되며, 회사채와 국채가 있다.
- 증권회사의 업무로는 발행시장업무(유가증권의 인수, 모집 및 매출업무), 유통시장업무(자기매매, 위탁매매), 그리고 국제자본시장에 직접 참여하는 국제업무 등이 있다.

3강. 증권시장2: 유통시장

■ 정리하기

- 유통시장은 발행시장을 통하여 이미 발행된 주식이 거래되는 시장으로 구체적 시장 또는 2차 시장이라고도 불리며 자금이 투자자들 사이에서 횡적으로 이동한다고 하여 횡적 시장이라고도 한다.
- 유통시장은 주식의 시장성과 유동성을 증진시키는 역할을 하며 주식의 담보 가치를 증가시킨다. 또한 주식의 공정한 가격형성을 도모하는 기능을 수행한다. 이러한 기능을 가진 유통 시장은 거래 대상에 따라 주식시장과 채권시장으로 분류할 수 있고, 시장조직 형태에 따라 장내시장과 장외시장으로 분류할 수 있다.
- 매매거래의 제도로 휴장일 제도, 호가, 주문이 있으며 매매거래의 체결은 가격 우선의 원칙, 시간 우선의 원칙, 수량 우선의 원칙의 3가지 원칙하에 이루어진다. 또한 가격제한폭 제도나 개별종목의 가격 안정화를 위해 도입한 종목별 변동성 완화장치 등 시장안정을 위한 제도도 마련되어 있다.
- 시장의 안정성을 도모하고 효과적으로 시장을 관리하기 위한 제도로는 가격제한폭제도, 서킷브레이커, 사이드카, 종목별 매매거래정지제도, 단기과열종목 지정제도, 관리종목 지정제도, 공매도 과열종목 지정제도, 종목별 변동성 완화장치, 단일가매매 임의연장제도, 유동성공급자제도 등이 있다.
- 코스닥 시장은 미국의 나스닥을 벤치마킹한 시장으로서, 소규모이지만 성장잠재력이 높은 유망 중소기업과 벤처기업 등의 자본조달에 편의를 제공하기 위한 목적으로 탄생된 시장이다.
- 제3시장은 비상장주식이나 상장이 폐지된 주식에 대해 유동성을 제공하기 위해 설치 운영되는 장외호가중개시장으로서 일명 K-OTC 시장이라고도 한다. 거래의 편의성과 가격의 공정성을 도모하고 유망기업이 발행한 주식을 상장 이전의 단계에서 투자할 수 있는 기회를 제공하며 불공정 거래나 사기행위로부터 투자자를 보호하는 목적으로 설립되었다.
- 채권의 유통시장은 딜러인 증권회사 중심의 상대매매시장에서 국채의 대량발행과 함께 정부의 국채 전문딜러제도의 도입으로 전산스크린에 의한 딜러 간 경쟁매매시장으로 변화하였다. 이러한 채권유통시장은 조직적 시장인 한국거래소의 채권시장 즉 장내시장과 비조직적인 시장인 장외시장으로 구분된다.

4강. 온라인 증권거래와 주가정보

정리하기

- 온라인 증권거래란 홈트레이딩시스템(HTS) 및 모바일트레이딩시스템(MTS), ARS 등 유·무선 매체를 이용하여 투자자가 직접 시세조회, 주문입력, 체결확인 등을 하는 거래방식을 말한다.
- 온라인 증권거래를 통하여 증권 관련 정보가 일반화되고 개인투자자들의 지위가 더욱더 강화되는 결과가 초래되었으며, 훨씬 저렴한 거래비용으로 증권시장의 거래량을 증가시켜 유동성을 향상시키는 효과를 불러왔다. 그러나 이러한 긍정적인 효과 외에도 투자자들 투기적 매매에 몰입하게 하는 투기적 거래 조성 효과나 거래량이 급증하면서 주문 및 거래 처리시스템에 장애가 오는 부정적인 효과가 나타나기도 하였다.
- 홈트레이딩시스템(HTS)은 온라인을 통해 주식매매를 하는 시스템으로서, 투자자가 증권회사에 가거나 전화를 이용하지 않고 가정이나 직장에서 컴퓨터를 이용해 주식매매 주문을 하는 시스템이다.
- 주식투자자는 개별주식의 가격뿐만 아니라 주식시장 전체의 주가동향을 파악할 필요가 있는데 이를 위해 필요한 것이 주가정보이다. 주가정보로는 주가평균, 주가지수, 유동성지표, 장세지표 그리고 투자판단지표 등이 있다.
- 주가평균은 시장의 전체적인 주가수준을 판단하는데 사용되며, 주식 수의 가중 여부에 따라 단순주가평균과 가중주가평균으로 구분된다.
- 주가지수는 주식시장 전체의 움직임을 파악하는 지표로 개별주식의 주가변동을 종합하여 작성한 지수이다. 기준시점과 비교시점의 주가수준을 비교하여 산정되며 주가의 평균수준을 측정하는 가중방법에 따라 가격가중식 주가지수와 시가총액가중식 주가지수로 구분된다.
- 주식시장에서 유동성이란 주식의 현금화를 의미하는데 대부분 각 나라의 증권시장은 시장의 유동성을 대표하는 지표로 거래량, 거래대금, 회전율, 거래체결률 등을 발표하고 있다.
- 증권시장의 장세를 판단하는 데 유용한 지표로는 고객예탁금, 미상환융자금, 위탁자미수금 등 증권시장의 자금 동향을 나타내는 지표가 있으며, 등락주선과 등락비율이 있다.
- 개별주식과 더불어 주식시장 전체를 대상으로 투자 여부를 판단하는 데 참고하는 지표로는 배당수익률, 주가장부가치비율, 토빈의 q 비율, 경제적 부가가치 등이 있다.

5강. 주식의 가치평가

■ 정리하기

- 증권이 내재가치는 증권이 보유함으로써 얻을 수 있는 미래 현금흐름의 현재가치를 말한다. 주식의 내재가치를 추정하기 위해서는 주식으로부터 기대되는 미래 현금흐름, 즉 배당금과 적절한 할인율에 대한 추정이 되어야 한다. 주식의 내재가치를 추정하는 방법에는 배당평가모형, 성장기회를 이용한 주식평가모형, 경제적 부가가치모형, 주가배수모형 등 여러 가지 방법이 있다.
- 배당평가모형은 기본적 주식 보유에 따른 현금흐름이 배당금에 의해 결정된다는 방식이다. 그 중 단순화된 배당평가모형은 기본적인 주식평가모형에서 기업의 배당금이 일정한 형태를 따른다는 가정을 하는 모형이다. 이러한 단순화된 배당평가모형은 크게 배당금이 매년 일정할 것으로 생각하는 성장 없는 주식의 평가모형과 주식에 대한 배당금이 매년 일정한 비율로 성장한다고 가정하는 항상성장 모형으로 분류할 수 있다.
- 성장기회를 활용하는 주식평가모형은 기업의 성장기회를 분리하여 그 가치를 평가한 후, 그것을 이용하여 주식의 가치를 평가하는 모형이다. 크게 성장 없는 주식의 평가모형과 성장주식의 평가모형으로 나눌 수 있는데 전자의 경우 기업이 순이익을 모두 배당을 한다고 보고 성장률이 0인 상황을 생각하며, 후자의 경우 기업이 순이익 중 일부를 유보하여 투자함으로써 성장기회를 가질 수 있다고 보는 모형이다.
- 경제적 부가가치는 기업의 경제활동에 따른 경제적 이익을 회계상 기록된 비용뿐만 아니라 투자된 자본에 대한 기회비용까지 감안한 지표이다. 즉, 영업활동을 통하여 얻은 이익에서 영업활동에 투자된 자본(부채 및 자기자본)과 관련된 비용, 즉 자본비용을 차감한 것이다. 기업 가치는 투자자본과 투자자본에 따른 경제적 부가가치의 합으로 나타난다.
- 주가배수모형은 주가배수를 이용하여 주가를 다른 주당 가치, 즉 주당순이익, 주당장부가치, 주당 매출액 등과 단순하게 비교함으로써 주가가 어느 정도의 수준에서 거래되고 있는가를 평가하는 방법이다. 일반적으로 사용되는 주가배수로는 주가수익비율(PER), 주가장부가치비율(PBR), 주가매출액비율(PSR), 주가현금흐름비율(PCR), EV/EBITDA비율 등이 있다.
- 주가수익비율(PER)은 주가를 주당순이익(EPS)로 나눈 것으로 기업의 주당순이익 1원에 대한 시장에서의 평가를 의미한다. 즉, PER은 기업이 벌어들이는 한 단위의 이익에 대하여 투자자들이 얼마나 대가를 지불하고 있는 가를 뜻한다.
- 주가장부가치비율(PBR)은 주가를 주당순자산(장부가치)으로 나눈 비율로 주가순자산비율이라고도 한다. PBR은 주가가 1주당 자기자본(순자산)의 몇 배인가를 나타내기 때문에 기업이 파산하여 청산할 때 주주에게 분배될 수 있는 금액을 의미한다. 따라서 PBR이 1미만인 회사는 순자산의 시장가치가 장부가적인 청산가치보다 작다는 것을 의미하므로 주가가 저평가되었다는 해석이 가능하다.

6강. 기본적 분석

정리하기

- 투자자들은 증권 투자를 위해 증권의 가치를 판단해야한다. 현재 증권가치가 적정한가, 또 앞으로 증권 가격이 어떻게 변할 것인가라는 판단을 해야한다. 이러한 투자자들의 관심사항은 증권분석을 통해서 어느 정도 해결할 수 있다. 증권분석은 기본적 분석과 기술적 분석으로 구분된다.
- 기본적 분석은 주식가치에 영향을 미치는 기업의 내적요인, 외적 요인에 대한 분석을 통해 내재가치 또는 본질적 가치를 구한 후, 이를 시장가격과 비교하여 투자여부를 결정하는 증권분석방법이다.
- 주식의 내재가치를 구성하고 있는 두 가지 중요한 요소는 주식의 미래 현금흐름과 할인율이며, 이것들은 기업을 둘러싼 경제환경, 즉 경제적인 요인, 산업요인, 기업요인 등 다양한 요인에 의해서 영향을 받는다. 기본적 분석은 접근방식에 따라 경제적 요인인 거시적 측면에서부터 진행되는 톱-다운 방식과 반대로 미시적 측면인 기업요인에서부터 순차로 분석하는 보텀-업방식으로 나뉜다.
- 주가는 경기변동과 같은 경제활동의 광범위한 움직임과 연관되어 움직인다. 경제분석은 경기변동 사이클을 미리 예상하여 주가동향을 예측하려는 시도이다. 주가와 관련있는 주요한 거시경제변수로는 통화량과 금리, 물가, 경제성장률, 환율 그리고 유가 및 외국인 투자자금 등이 있다.
- 산업분석은 산업의 경제적 위치와 전망을 분석하고 진단하여 유망한 산업을 선정하는 것이다. 이러한 산업분석의 유형으로는 산업구조분석, 원가구조분석, 유통경로분석, 제품수명주기분석이 있다.
- 기업분석은 특정기업의 주식가격이 적정한지를 판단하는데 필요한 주식의 내재가치를 구하는 작업이다. 기업분석은 업종이나 개별기업에 따라 접근방법에서 많은 차이를 보일 수 있어 정형화하기 어려우나, 일반적으로 질적 분석과 양적 분석으로 구분된다.
- 질적 분석은 기업연혁, 경영자 능력 등과 같은 계량화할 수 없는 기업의 질적인 특성을 중심으로 평가하는 것이며 대표적인 방식으로 제품포트폴리오관리가 있다. 반면 양적 분석은 기업의 재무제표를 기초로 산출된 재무비율을 이용하여 기업의 재무상태와 경영성과를 평가하는 재무제표분석이 있다.
- 재무비율분석은 재무제표에 포함된 유용한 정보를 쉽게 파악할 수 있는 수단으로서 고안된 재무비율의 경제적 의미를 분석하여 기업의 재무상태와 경영성과를 평가하는 기법이다. 분석자료로 이용되는 재무제표는 수집이 용이하고 계산방법과 이해가 쉽다는 장점이 있으나 미래 예측이 힘들고, 개별기업마다 존재하는 평가방법의 차이 때문에 완벽한 비교가 불가능하다는 점 등 여러 가지 한계점을 가지고 있다.
- 기본적 분석은 기술적 분석에 비해 접근방식이 매우 논리적인 장점이 있지만, 내재가치를 산정하는 자료의 원천이 주로 회계자료이고 이러한 자료는 역사적 사건의 결과물로서 미래 현금흐름을 대변하기 어려운 단점이 상존한다. 또한 기업과 관련한 경제적, 산업적, 기업적 요인 등을 총체적으로 감안하여야 하기 때문에 시시각각 변화하는 시장상황을 예측하는데에는 한계가 존재한다.

7강. 기술적 분석

■ 정리하기

- 기술적 분석은 과거의 주가나 거래량 같은 자료를 정형화하고 이를 분석하여 주가 변화 추세를 찾아내고 미래주가를 예측하는 방법이다
- 다우이론은 주시가격의 변동을 이용하여 주식시장의 추세를 예측하는 방법이다. 다우이론에 따르면 주가의 움직임은 단기변동, 중기변동, 장기변동 등 세 가지 변동으로 구성되는데 이 중 중기변동을 중심으로 미래 주가의 장기추세를 예측하여 주식시장의 변화 방향을 예측하는 기법이 다우이론이라 할 수 있다.
- 엘리엇 파동이론은 장기간의 주가 흐름 속에서 주가변동은 일정한 법칙하에서 반복적으로 움직인다는 이론이다. 엘리엇 파동이론에 따르면 일반적인 형태의 주가 움직임은 상승추세선을 이루는 5개의 파동과 하락추세선을 이루는 3개의 파동으로 구성되어 있으며, 추세의 방향과 같은 방향으로 움직이는 파동을 충격파동이라 하고, 추세와 반대되는 방향으로 움직이는 파동을 조정파동이라 한다.
- 캔들은 직사각형의 몸통과 꼬리로 구성되어 있는데 모양에 따라서 시가, 종가, 고가, 저가 네 가지 가격에 대한 정보를 알려준다. 이러한 캔들차트를 이용한 기초적 분석 형태에는 우산형, 살바형, 장악형, 잉태형이 있고, 캔들차트를 이용한 패턴에는 크게 전환형 패턴과 지속형 패턴으로 나뉜다.
- 이동평균선은 일정기간 동안 형성된 주가들의 평균값들을 선으로 연결하여 나타낸 것이다. 이동평균선은 주가가 연속적으로 변동하는 상황에서 주가의 흐름을 일관성 있게 제시할 뿐만 아니라 주가의 추세를 하나의 대표되는 값으로 나타낼 수 있다.
- 이동평균선분석은 캔들차트 분석과 함께 널리 쓰이는 분석 방법으로 일정기간 동안의 평균적인 주가흐름을 확인하고, 이것이 현재주가의 진행방향과 어떤 관계가 있는지를 분석함으로써 미래의 주가 움직임을 예측하는 방법이다. 이동평균선을 이용한 매매기법으로는 지지선과 저항선 분석, 배열도 분석, 교차분석, 추세분석이 있다.
- 기술적 분석의 한계로는 주가 흐름이 일정한 변동을 갖고 되풀이 된다는 가정의 비현실성, 주가변동의 시작점이 언제인지에 대한 해석의 다양성 때문에 다양한 투자전략이 사용될 수 있어 혼란을 초래할 수 있다는 점, 주가의 내재가치를 무시하고 주가의 단기적 변동에 집착한다는 점이다.

8강. 채권가격과 수익률

■ 정리하기

- 채권은 차입자가 투자자들로부터 자금을 조달하기 위해 발행하는 일종의 채무증서이다. 발행 주체에 따라 국채, 지방채, 특수채, 금융채, 회사채로 구분할 수 있으며, 이자 지급 방법에 따라 이표채, 순수할인채, 복리채로 구분할 수 있다.
- 채권가격은 그 채권을 소유함으로써 얻을 수 있는 미래 현금흐름을 적절한 할인율로 할인하여 현재가치로 환산한 값이다.
- 액면이자율이 시장이자율보다 높을 경우 채권은 액면가보다 높은 가격으로 발행되는데 이와 같은 채권을 할증채라고 한다. 반대로 액면이자율이 시장이자율보다 낮을 경우 채권은 액면가보다 낮은 가격으로 발행되는데, 이와 같은 채권을 할인채라고 한다. 마지막으로 액면이자율이 시장이자율과 같을 경우 채권은 액면가로 발행되는데, 이와 같은 채권을 액면채라고 한다.
- 채권수익률은 이용목적과 산정방법에 따라 여러 가지가 있는데 그중 대표적인 것이 만기수익률과 실현수익률이다. 만기수익률은 만기까지의 현금유입액이 투자원금에 대하여 연간 어느 정도의 수익을 가져오는가를 나타내는 예상 수익률이며, 실현수익률은 투자 시점에서 투자종료일까지 얻을 수 있는 실현 총수익의 투자금액에 대한 비율을 이용하여 연복리방식으로 계산된다.
- 채권수익률의 기간구조 이론은 만기와 채권수익률간의 관계를 설명하는 이론으로 이와 관련된 가설들로는 기대이론, 유동성선호이론, 시장분할이론이 있다. 기대이론은 채권수익률의 기간구조가 미래이자율에 대한 투자자들의 평균적인 기대를 정확히 반영하여 결정된다는 것을 의미하고 유동성선호이론은 일반적으로 투자자들이 단기채권을 더 선호하기 때문에 장기채권에 투자할 경우 예상 미래이자율 외에 추가적인 프리미엄을 요구한다는 이론이다. 마지막으로 시장분할이론은 투자계층이 서로 다른 단기채권과 장기채권의 수익률은 각각 분할된 시장에서 독립적으로 결정된다는 이론이다.
- 채무불이행위험이란 채권의 발행주체가 이자와 원금을 약속한 대로 지급하지 못할 가능성을 말하며, 채권수익률의 위험구조 이론은 다른 조건이 일정할 경우 채무불이행위험이 높을수록 채권의 만기수익률이 높아지는, 채무불이행위험과 채권의 만기수익률간의 체계적인 관계를 말한다.
- 채권등급평가는 신용평가기관이 채권의 원리금 상환에 대한 발행주체의 능력을 평가하여 이를 등급을 매겨 투자자에게 전달하는 제도로 특정 채권의 채무불이행위험에 관한 정보를 투자자에게 전달함으로써 투자자를 보호하는 데 그 목적이 있다.

9강. 채권투자관리

정리하기

- 이자율위험은 시장이자율이 변함에 따라 채권투자성과가 변동할 가능성을 의미한다. 이자율위험에는 가격위험과 재투자 위험이 있는데, 가격위험은 시장이자율이 변함에 따라 채권가격이 변동할 가능성을 의미하며 재투자위험은 시장이자율이 변함에 따라 액면 이자의 재투자수익이 변동할 가능성을 의미한다.
- 듀레이션은 만기일까지의 각 기간을, 각 기간에 들어오는 현금흐름의 현재가치가 전체 현금흐름의 현재가치(채권가격)에서 차지하는 비율로 가중하여 합한 가중평균만기를 의미한다. 듀레이션과 만기는 채권의 종류에 따라 다르게 나타나는데 순수할인채의 경우 듀레이션과 만기는 동일하며, 이표채의 경우 듀레이션은 만기보다 작고, 영구채의 경우 듀레이션은 $1 + r/r$ 로 나타낼 수 있다.
- 이자율 변동시 듀레이션에 의해 의해 측정된 채권가격은 항상 실제 채권가격보다 저평가되는데 이를 채권 가격의 불록성이라 한다.
- 소극적 채권투자 관리에는 채권지수펀드 투자전략, 면역전략, 현금흐름 대응 전략 등의 방법이 있다. 채권지수펀드 투자전략은 채권 투자의 성과가 채권지수의 성과와 같아지도록 채권지수와 동일한 종목과 구성비율로 채권포트폴리오를 구성하여 투자함으로써 채권 투자위험을 줄이고자 하는 전략이다. 면역전략에는 채권포트폴리오의 목표기간을 듀레이션과 일치시키는 목표시기면역전략과 자산과 부채의 듀레이션을 적절히 조정하여 이자율 변동에 따른 순자산가치의 변동위험을 제거하기 위한 순자산면역전략이 있다. 현금흐름대응전략은 지급해야 할 채무와 채권의 현금흐름을 일치시키는 전략이다.
- 적극적 채권투자 관리에는 크게 채권스왑, 투자기간분석, 상황별 면역화 등 세 가지로 나뉜다. 채권스왑의 경우 다섯 가지 종류가 있다. 위험, 만기 등이 동일하나 채권가격이 다른 경우 고평가 채권을 매도하는 대체스왑, 채권시장에서 비정상적 스프레드가 일시적으로 형성될 때 유리한 채권으로 교환하는 시장간 스프레드 스왑, 이자율 예측에 기초하여 듀레이션을 수정하는 이자율예상스왑, 수익률 극대화를 위해 만기수익률이 낮은 채권을 매도하고 만기수익률이 높은 채권을 매입하는 순수익률취득스왑, 마지막으로 세금상의 이점을 활용하여 세후 수익률을 극대화하기 위한 세금 스왑이 있다.
- 적극적 채권투자 관리 전략 중 투자기간 분석이란 수익률 곡선 등에 의해 투자기간 말의 미래이자율을 예측하여 높은 수익률을 올리려는 전략을 말한다. 또한 상황별 면역화는 목표가치 이상에서는 적극적 투자전략을 운용하다가, 이 수준에 이르면 소극적 투자전략인 면역화 전략으로 수정하는 전략이다.
- 자산부채관리(ALM)은 은행 등 금융 기관에서 주로 사용하는 갭관리이다. 이는 자산과 부채의 듀레이션 차이를 일정한 수준으로 제한하는 데 초점을 둔다. 갭관리를 하는 하나의 효과적인 방법으로, 자산의 시장가치로 가중된 자산의 듀레이션과 부채의 시장가치로 가중된 부채의 듀레이션을 일치시킴으로써, 이자율 변동에 따른 순자산가치의 변동위험을 면역화시키는 방법이 있다.

10강. 선물

정리하기

- 선물거래란 품질과 가격 등이 표전화된 일정량의 상품을 현재시점에서 약정된 가격으로 미래의 일정시점에 매입 또는 매도하기로 조 직화된 거래소 내에서 약정하는 거래이다.
- 선물 거래에는 경우 매입과 매도가 있으며 매입을 통해 얻는 이익은 청산일에서의 선물가격에서 선물계약일의 선물가격을 뺀 것으로 구할 수 있으며 매도를 통해 얻는 이익은 반대로 선물계약일의 선물가격에서 청산일에서의 선물가격을 뺀 것으로 구할 수 있다.
- 선물시장은 크게 선물거래소, 결제소, 선물중개회사로 구성되어 있다. 선물거래소는 거래소회원인 장내거래자가 고객의 선물 거래 또 는 자신의 계산에 의한 선물 거래를 상호경쟁적으로 체결시키는 장소이며 결제소는 선물거래소에서 이루어지는 모든 거래를 결제하 는 결제기관이다. 마지막으로 선물중개회사는 고객의 주문에 따라 선물계약 체결, 증거금 및 계좌 관리 등의 서비스를 제공하고 수수료를 받는 역할을 하는 기관이다.
- 증거금 제도는 일일정산시 발생할 수 있는 계약 불이행을 방지하기 위한 수단으로 예치해야 하는 현금 또는 현금성 자산을 말한다. 증 거금은 크게 위탁 증거금, 거래 증거금으로 분류할 수 있으며, 위탁 증거금으로는 개시증거금, 유지증거금, 추가증거금, 초과증거금 등 이 있다.
- 선물거래자의 유형으로는 헤저, 투기자, 차익거래자가 있다. 헤저는 선물의 매입 또는 매도를 통해서 예상하지 못한 현물의 가격변동 으로 발생 될 수 있는 손실을 최소화하기 위하여 선물거래를 하는 사람을 말하며 투기자는 현물시장에서의 포지션과 관계 없이 선물가 격변동에 따른 시세차익을 얻기 위하여 선물 거래를 하는 사람을 말한다. 차익거래자는 현물가격과 선물가격의 일시적인 불균형에 따 른 무위험수익을 얻기 위하여 선물거래를 하는 사람을 의미한다.
- 선물 가격을 결정하는 데 있어서 보유비형모형이란 현재 시점에서 만기일이 T인 선물을 F_0 , T로 매입하고 현재시점에서 현금을 S_0 만 큼 차입하여 그 자금으로 현물을 매입하는 전략이다. 이 두 개는 동일한 거래에 해당하므로 차익거래 기회가 존재하지 않기 위해서는 만기일 현금흐름이 같아야 한다.
- 선물가격과 기대현물가격간의 관계를 설명하는 이론으로는 기대가설, 정상적 백워드이션 가설, 콘탱고 가설이 있다. 기대가설은 투자 자들이 위험중립적이라는 다소 비현실적인 가정하에서 도출된다. 주식 또는 주가지수의 보유비용이 해당 기초자산의 선물 가격을 결 정하는 경우 선물 가격과 실제 현물 가격의 미래가는 이론적으로 보유비용만큼의 차이가 발생하게 된다. 그러나 실제로는 선물 가격이 미래 예상치보다 낮게 거래될 수도 있는데 이를 정상적 백워드이션, 선물 가격이 미래 예상치보다 높게 거래되는 경우를 콘탱고라고 한다.
- 헤지는 기본적으로 현물 시장에서 가격위험을 줄이는 것을 말한다. 현재시점에서 계약을 체결하여 상품 가격의 상승/하락에 따른 위 험을 줄이는 매입/매도 헤지가 있으며 이에 따른 손익을 베이스의 차이로 구할 수 있다.

11강. 옵션

정리하기

- 옵션은 특정 자산을 지정된 날짜 또는 그 이전에 미리 약정된 가격으로 사거나 팔 수 있는 권리를 그 소유자에게 부여하는 계약을 의미한다. 선물거래의 경우 계약쌍방이 그 계약을 이행하여야 할 의무가 있지만 옵션의 경우, 소유자가 옵션의 행사가 자신에게 불리할 경우 그 옵션의 행사를 포기할 수 있다는 점에서 차이가 있다.
- 콜옵션은 그 소유자에게 기초자산을 지정된 날짜 또는 그 이전에 미리 약정된 가격으로 살 수 있는 권리를 부여한다. 만기일에 기초자산의 가격이 행사가격보다 크면 '가치가 있다'라고 말하며, 반대의 경우 '가치가 없다'라고 말한다. 이를 다른 말로 각각 '내가격(In the money)'과 '외가격(Out of the money)'라고 한다. 또한 기초자산의 가격이 콜옵션의 행사가격과 같을 경우 우리는 이를 '등가격(At the Money)'라고 한다.
- 풋옵션은 그 소유자에게 기초자산을 지정된 날짜 또는 그 이전에 미리 약정된 가격으로 팔 수 있는 권리를 부여한다. 만기일에 기초자산의 가격이 행사가격보다 작으면 '가치가 있다' 즉 '내가격'이라 하고, 반대로 만기일에 기초자산의 가격이 행사가격보다 크면 '가치가 없다', 즉 '외가격'이라 한다. 또한 콜옵션과 마찬가지로 기초자산의 가격이 풋옵션의 행사가격과 같을 경우 이를 '등가격(At the Money)'라고 한다.
- 콜옵션과 풋옵션을 이용하면 다양한 형태의 금융상품을 만들 수 있다. 방어적 풋의 경우 주식과 풋옵션을 결합하여 주가가 폭락하더라도 결합가치를 최소한 풋옵션의 행사 가격 만큼 보장받을 수 있게 하는 결합 전략이다. 이는 가장 단순한 형태의 포트폴리오보험이라 할 수 있다.
- 풋-콜 패리티는 차익거래에 의한 이익이 존재하지 않는 균형상태하에서 동일한 행사가격과 만기를 가진 유럽형 풋옵션과 콜옵션 가치 사이의 균형관계를 말한다.
- 콜옵션의 가치는 행사가격이 낮을수록, 만기가 길수록(미국형 콜옵션의 경우), 주가가 높을수록, 주가의 변동성이 커질수록, 무위험이자율이 높을수록 가치가 상승하게 된다. 반면 풋옵션의 가치는 행사가격이 높을수록, 만기가 길수록(미국형 풋옵션의 경우), 주가가 낮을수록, 주가의 변동성이 커질수록, 무위험 이자율이 낮을수록 가치가 상승하게 된다.
- 블랙-숄즈 옵션가격결정모형은 몇 가지 엄격한 가정하에서 콜옵션의 가치를 계산하기 위해 개발된 수학적 모형이다. 이 모형에 따르면 콜옵션의 가치를 결정하는 요인은 현재주가, 행사가격, 만기, 무위험이자율, 주가의 변동성 등 5가지이며 이 중 주가의 변동성을 제외한 나머지 요인은 쉽고 확실하게 알 수 있기 때문에 다른 모형들보다 이용하기가 훨씬 간편하다.

12강. 수익률위험 및 포트폴리오 선택

정리하기

- 미래의 불확실한 상황에서는 미래에 발생할 수익과 그에 대한 확률분포를 분석하여 투자 의사결정을 내려야 하는데 이러한 확률 분포에 따라서 미래의 수익률을 기대수익률로 추정을 한다. 기대수익률은 각 상황이 일어날 확률과 그 상황에서 얻을 수 있는 수익률을 가중합한 것이다.
- 미래에 나올 결과가 불확실한 상황에서 투자자의 위험에 대한 태도에 따라 어떠한 투자행위를 할 지가 결정된다. 위험에 대한 태도의 유형은 크게 세 가지가 있는데 위험 회피성 태도는 위험이 같은 경우 기대수익률이 클수록, 기대수익률이 같은 경우 위험이 작을수록 효용이 증가하는 유형이며, 위험 선호형은 다른조건이 동일할 경우 위험이 클수록 효용이 증가하는 유형이다. 마지막으로 위험 중립형은 오직 기대수익률만 보고 투자안을 평가하는 유형이다.
- 포트폴리오 이론에서 분석하는 기대수익률과 위험은 각각 수익률의 평균과 분산으로 측정할 수 있는데 이를 평균-분산 분석이라고 한다.
- 만약 두 포트폴리오 중 하나의 포트폴리오가 다른 하나의 수익률보다 높거나 혹은 하나의 포트폴리오의 위험이 다른 포트폴리오의 위험보다 작을 경우 우리는 한 포트폴리오가 다른 포트폴리오를 '지배'한다고 하며 이를 지배원리라고 한다. 단 두 기준의 등호가 동시에 성립하는 경우는 제외한다.
- 포트폴리오 구성을 통해 위험 분산 효과를 기대할 수 있는데 움직임이 반대인 즉 상관관계수가 작으면 작을수록 포트폴리오의 위험은 줄어들며 구성자산의 수가 늘어나면 늘어날수록 포트폴리오의 위험은 줄어든다. 또한 자산의 총위험은 체계적 위험과 비체계적 위험의 합으로 나타낼 수 있는데 포트폴리오 구성을 통해 줄일 수 있는 위험은 비체계적 위험인 반면 체계적인 위험은 완전히 제거할 수 없다.
- 효율적 포트폴리오 집합은 지배원리에 의해서 투자기회집합 내에 있는 포트폴리오 중 비효율적 포트폴리오를 제거한 후, 최종적으로 남은 포트폴리오의 집합이다. 또한 최적 포트폴리오는 효율적 포트폴리오 집합과 투자자들의 무차별곡선이 접하는 점이다.

13강. 자본자산가격결정모형 1

■ 정리하기

- CAPM은 마코위츠가 개발한 포트폴리오 이론을 바탕으로 1946년 샤프가 소개하였다. 자본시장에서 균형을 이루기 위한 자산의 위험과 기대수익률간의 관계를 제시하는 모형으로 린트너와 모신 역시 각각 유사한 시기에 개발한 모형이 샤프의 CAPM과 동일한 결과를 증명하였다.
- 자본시장선은 효율적 포트폴리오의 기대수익률과 총 위험인 표준편차 간의 선형관계를 표시하는 직선이며 이는 시장포트폴리오와 위험자산을 연결한 자본배분선이다.
- 시장포트폴리오는 현재 시장에서 거래되는 모든 위험자산을 포함하는 포트폴리오로 특정 위험자산의 비중은 그 위험자산의 총시장이가를 시장전체의 위험자산의 총시장이가로 나눈 것이다. 또한 시장포트폴리오의 대응치로 코스피지수를 사용할 수 있다.
- 자본시장이 균형상태에 있다면 투자자들은 누구나 시장포트폴리오와 무위험자산을 결합하여 최적의 포트폴리오를 구성하게 되는데 시장의 균형상태에서 투자자들이 최적포트폴리오를 선택하는 과정은 두 개의 독립적인 단계로 분리가 된다. 첫 번째 단계에서는 투자자의 위험회피도에 관계 없이 접점포트폴리오인 시장포트폴리오를 찾아내는 것이고 두 번째 단계에서는 투자자가 자신의 위험회피도에 따라 무위험 자산과 시장포트폴리오 사이에 자원을 배분하는 단계이다.
- 증권 시장선은 모든 위험자산의 기대수익률과 체계적 위험의 선형 관계를 나타내는 직선이다. 이때 개별 자산의 베타는 자산 i 와 시장 포트폴리오의 공분산/시장포트폴리오의분산 이며 개별 자산의 베타가 1보다 크다면 우리는 그 자산을 경기민감주라고 하며 개별 자산의 베타가 1보다 작으면 경기 방어주라고 한다.
- CAPM에 따르면 모든 개별 자산이나 포트폴리오는 증권시장선에 존재하여야 하며 균형상태에서는 증권시장선상의 모든 자산과 포트폴리오의 베타 1단위당 위험 프리미엄이 시장포트폴리오의 위험 프리미엄과 동일해야한다.

14강. 자본자산가격결정모형 2

정리하기

- CAPM이 가지는 이론적 한계로는 비현실적인 가정을 하고 있다는 점, 체계적 위험만을 변수로 하는 모형이라는 점, 그리고 단일 기간 모델이라 다중 기간 투자에 대해서는 유효한 답을 주지 못한다는 점을 들 수 있다. 또한 현실적 한계로는 CAPM에서 주장하는 실제 시장 포트폴리오는 관찰이 불가능하고, 베타에 대한 추정이 평가 기간에 따라 다를 수 있으며 미래 수익률 추정에 있어 체계적 위험 뿐만 아니라 다른 요인 역시 필요하다는 점이다. 이러한 한계점 때문에 CAPM에 대안이 되는 여러 모형들이 등장하기 시작하였다.
- 요인모형이란 자산의 수익률이 공통 요인의 영향을 받아서 변동함을 나타내는 모형이다. 여기에서 공통 위험요인이라 거시경제지표의 변동을 나타내는 요인으로 산업생산증가율, 물가상승률, 환율 등을 예로 들 수 있다.
- 차익거래 결정 이론은 1976년 Ross, S. A가 발표한 논문의 내용으로 자산 수익률이 k 개의 공통 요인의 영향을 받아 변동하고, 무차익 거래 조건이 충족되면 자산의 기대수익률은 k 개 요인에 대한 체계적 위험이 선형 함수가 된다고 설명한다. CAPM과 달리 평균-분산기준, 동질적 예상, 무위험 자산이 이용 등과 같은 비현실적인 가정이 필요하지 않다는 장점이 있다. 반면 공통 요인이 무엇이고, 그 경제적 의미가 무엇이며, 그 개수는 특정할 수 없다는 한계도 존재한다.
- 단일 요인 APT 란 무수히 많은 자산이 포함된 잘 분산된 포트폴리오의 고유의 위험은 제거되며, 공통요인위험만이 잔존하게 됨을 나타내는 모형이다. 다요인 APT는 자산 가격에 영향을 미치는 거시적 요인이 두 개 이상일 경우의 모형이다. 여기에서 거시적 위험의 원천에는 금리변동, 인플레이션, 유가변동, 환율변동 등의 거시경제요인이 있다.
- 파마와 프렌치는 그들의 1992년 논문에서 주식의 수익률에 대한 베타의 설명력은 매우 낮은 반면, 기업 규모와 장부가/시장가 비율의 설명력이 매우 강함을 밝혀내었다. 이후 1993년 논문인 "주식과 채권 수익률의 공통 위험요인"에서 3요인 모형을 제시하였다. 여기에서 3요인은 시장요인과 더불어 미시적 요인들인 기업규모, 장부가/시장가 비율을 의미한다.
- 기타 위험요인으로는 세 가지가 있는데 과거의 주가 변동의 방향성이 지속되는 경향이 있음을 의미하는 모멘텀 요인, 주식의 유동성이 낮은 종목일수록 높은 거래비용과 매매 체결 위험이 가격에 반영된다는 유동성 위험, 현실적으로 투자자들이 갖는 자금의 한계와 선택의 제약으로 고유위험이 제거된 포트폴리오 구성의 어렵다는 고유위험 등이 있다.

15강. 효율적 자본시장과 투자성과평가

■ 정리하기

- 자본시장은 자금의 공급자와 수요자를 연결시켜 효율적으로 자금을 배분하는 역할을 담당한다. 이와 같은 측면에서 시장효율성은 정보효율성, 운영효율성, 분배효율성 등을 모두 포함하는 넓은 개념으로 이해될 수 있다.
- 효율적 시장의 개념은 주가에 영향을 미칠 수 있는 모든 정보가 주가에 신속하게 그리고 충분히 반영되고 있는지를 검증하는 하나의 가설이다. 이러한 효율적 시장가설에는 약형 효율적 시장가설, 준강형 효율적 시장가설, 그리고 강형 효율적 시장가설이 있다.
- 약형 효율적 시장가설은 과거의 주가 움직임이나 거래량 등과 같은 역사적 정보가 주가에 충분히 반영된다는 가설이며 준강형 효율적 시장가설은 과거의 주가 움직임 등에 관한 정보뿐만 아니라 공개적으로 이용 가능한 모든 정보(예를 들어, 이익, 배당, 주식분할, 유상증자 등)가 주가에 충분히 반영된다는 가설이다. 마지막으로 강형 효율적 시장가설은 과거의 주가에 대한 정보, 그리고 공개적으로 이용 가능한 공시된 정보뿐만 아니라 비공개된 내부정보까지도 주가에 충분히 반영된다는 가설이다.
- 효율적 시장과 관련해서는 몇 가지 논쟁이 있다. 먼저 투자 규모의 문제로, 주가가 적절하게 형성되어 있는 시장이라 하더라도 대규모 자금을 운용하고 있는 펀드매니저가 미세한 가격 불균형을 발견하여 수익률을 향상시킬 수 있는 기회는 존재할 수 있다. 즉 이는 시장이 얼마나 효율적인가의 문제로 생각할 수 있다. 두 번째로는 선택 편의의 문제이다. 훌륭한 투자 기법은 세상에 알려지지 않았으며 정말 검증하고 싶은 대상이 되는 투자 기법들은 이미 시장에 널리 알려진 보편적인 투자 기법들뿐이다. 마지막으로 행운의 문제이다. 단기간에 엄청난 수익을 얻었다고 해서 효율적 시장과 배치되는 것은 아니며, 높은 투자성과는 운에 의하여 이루어질 수도 있다.
- 효율적 시장에서 소극적 투자관리란 자본시장이 효율적이라는 전제하에 잘 분산투자된 포트폴리오를 구성하여 적정 이익 수준에서 위험을 최소화시키려는 데 그 목적이 있다. 반면 적극적 투자관리는 자본시장이 비효율적일 수 있다는 가정하에서 다양한 증권 분석 및 투자 기법을 활용하여 투자자가 부담하는 위험 수준에서 시장의 평균적인 수익률 이상의 투자성과를 얻고자 하는 전략이다.
- 시장의 이례적 현상이란 CAPM 등 자산가격결정이론으로 설명되지 못하는 부분이 체계적이고 지속적으로 나타내는 현상을 말한다. 저PER효과는 PER이 낮은 주식이 높은 주식보다 평균적으로 높은 수익률을 얻는 현상을 말하며 저 PBR효과는 낮은 수준의 PBR을 지닌 주식의 수익률이 높은 수준의 PBR을 지닌 주식의 주식수익률보다 높게 나타나는 이례적 현상을 말한다. 기업규모효과란 소형주일수록 초과수익률이 높게 나타나는 현상을 말하며, 주말효과는 월요일 효과 또는 요일효과라고도 하는데, 월요일의 수익률이 다른 요일보다 낮게 나타나는 현상을 의미한다. 또한 1월 효과는 1월의 주식수익률이 다른 달의 주식수익률보다 높고, 이러한 차이가 지속적으로 발생하는 이례적 현상을 말하며, 과잉 반응 효과는 주가가 새로운 뉴스에 과도하게 반응함으로써 나타나는 이례적 현상을 말한다. 마지막으로 최초공모주효과는 IPO가 실제 가치에 비하여 체계적으로 낮은 가격에 발행되는 현상을 말한다.
- 증권투자의 성과평가는 필수적인 단계로 직접 투자자 입장에서는 수익을 어느 정도 달성했는지, 간접 투자자 입장에서는 펀드에 계속 투자를 해야하는지, 자산 운용사 입장에서는 펀드매니저에게 보상을 지급해야하는지 등의 생각을 통해 성과평가를 진행한다. 이러한 성과 평가 과정에는 성과 평가의 척도가 필요한데 이를 위험조정성 과척도라고 하며 위험조정성과척도에는 샤프 척도, 트레이너 척도, 쟈센 알파(α)가 있다.
- 샤프척도는 포트폴리오의 초과수익률과 표준편차의 비율로 포트폴리오의 성과를 측정한다. 트레이너 척도는 증권시장선을 이용하여 포트폴리오의 위험프리미엄과 체계적 위험인 베타의 비율로 포트폴리오의 성과를 측정한다. 마지막으로 쟈센 알파(α)는 수익률-베타 평면에서 특정 포트폴리오와 증권시장선간의 수직거리로 성과를 측정한다. 이러한 여러 척도 중 성과평가의 목적과 평가대상 포트폴리오의 특성을 고려하여 평가 척도를 선택한다.