



돈의역사를통해살펴본투자자의지혜

19

한국 주식시장은  
왜 그렇게 변동성이 크나?



# 학습 내용

01

한국 주식시장의  
변동성이 큰 이유

02

높은 변동성의 원인





## 학습 목표

- 한국 주식시장의 특성을 설명할 수 있다.
- 한국 주식시장이 높은 변동성을 기록하는 이유를 설명할 수 있다.



01

# 한국 주식시장의 변동성이 큰 이유

1) 한국 주식시장의 변동성이 큰 이유

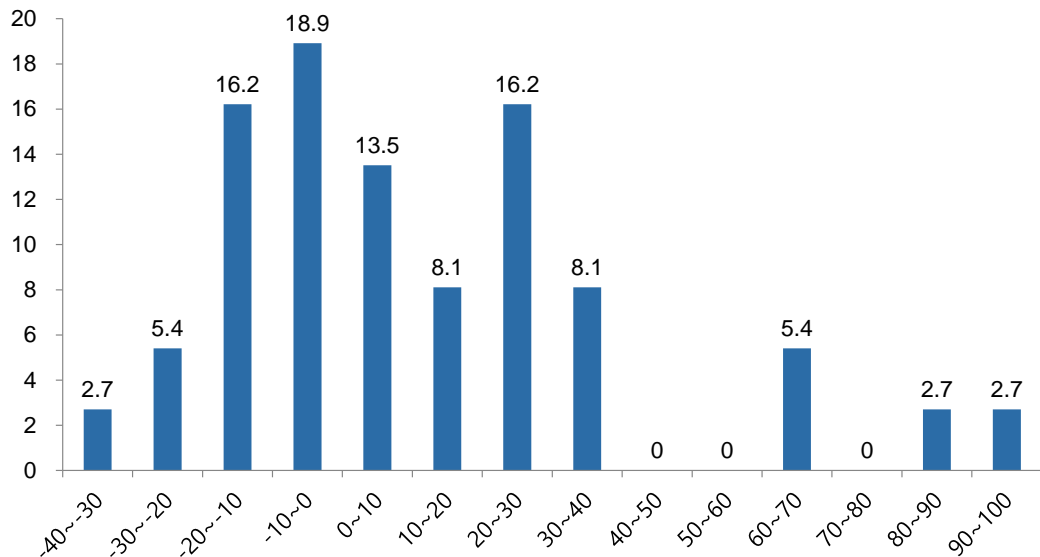
# 1) 한국 주식시장의 변동성이 큰 이유



한국 주식시장은  
왜 이렇게 변동성이 큰가?

# 1) 한국 주식시장의 변동성이 큰 이유

## 1981년 이후 한국 종합주가지수(KOSPI) 수익률 분포



- 연 평균 8.16%의 높은 성과를 올리는 시장이지만, 수익률 분포는 Twin-Top
  - 최빈값(Mode)이 마이너스를 기록하며, 극단적 성과가 자주 출현하는 이른바 Fat Tail 분포 형태



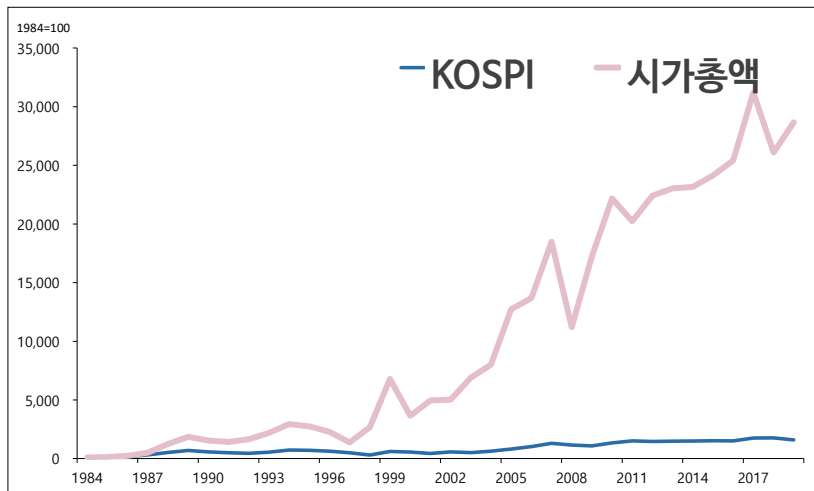


## 02

# 높은 변동성의 원인

- 1) 과도한 주식 공급
- 2) 낮은 배당수익률
- 3) 수출에 좌우되는 기업실적

## KOSPI와 시가총액 추이



시장 규모는 350배 커졌지만,  
36년간 주가는 20배 남짓 상승

↳ 거둬드는 증자와 신규 상장으로 인해 주가는  
제자리 걸음하고 있음



# 여기서 잠깐!

## IPO 기업에 대한 투자 성과

한국



보호 예수 기간이 지나자마다 쏟아져 나오는 매도 물량으로 공모주의 투자 성과는 장기적으로 부정적 영향 받아

→ 소형주일수록 상장일 최고가(이른바 '따상') 대비의 성과는 부진한 경향 발견

# 여기서 잠깐!

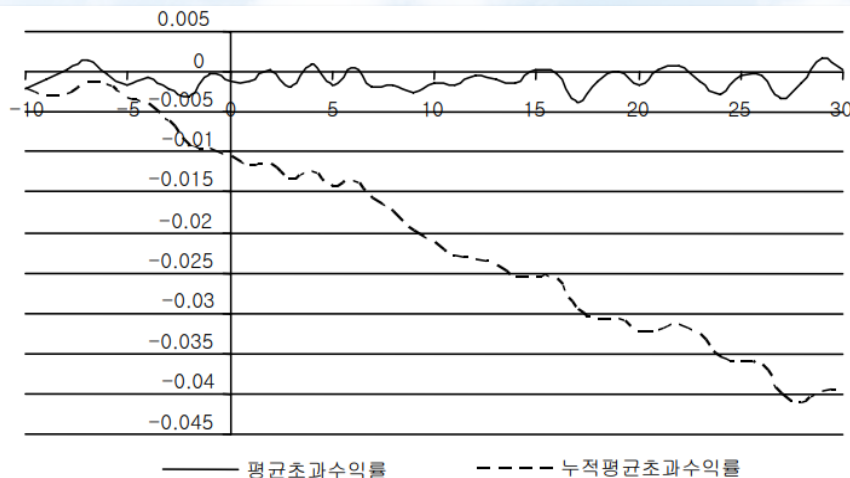
## IPO 기업에 대한 투자 성과

### 한국

누적평균초과수익률은 의무보호예수(대주주 등의 투자자들이 상장 이후 곧바로 주식을 매도하는 것을 막기 위해 설정한 기간) 종료일 10일전부터 음의 반응을 보이고 있으며, 의무 보호예수 종료일 이후 30일까지 구한 결과는 -3.94%에 달함

이는 대주주들이 의무보호예수가 종료되면 보유하고 있는 주식을 처분하는 경향이 있다고 해석할 수 있음

### [평균초과수익률 및 누적평균초과수익률]





# 여기서 잠깐!

## IPO 기업에 대한 투자 성과

미국



제레미 시겔 등 재무학자들의 연구에 따르면, IPO 주식의 성과는 미국에서도 부진한 것으로 나타났음

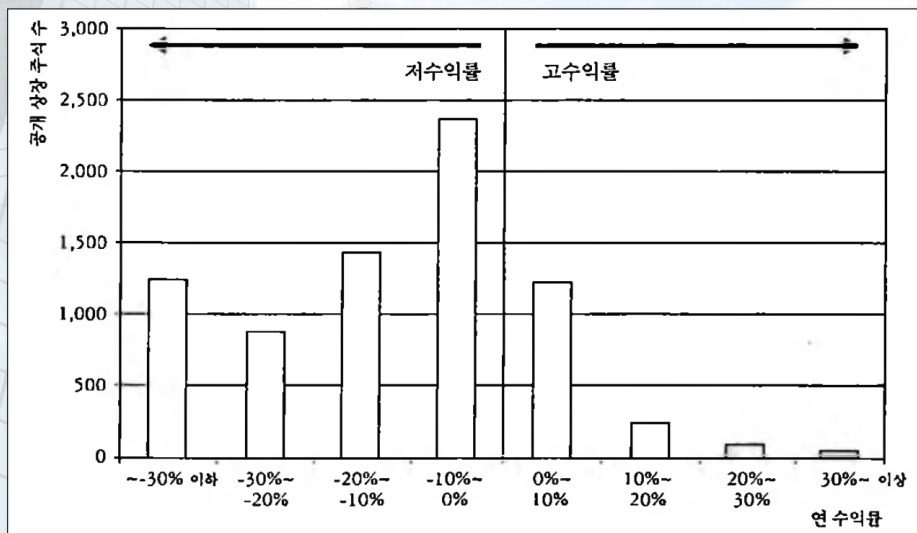
➔ 이런 현상이 나타나는 이유는 미래 성장에 대한 기대가 반영되어 '비싸게' 시장에 상장되기 때문임

# 여기서 잠깐!

## IPO 기업에 대한 투자 성과

미국

[8,606개 신규상장기업의 성과]





# 여기서 잠깐!

좋은 기업만 상장되어 있나?

매년 상장기업의 2.56%가 상장 폐지!



강환국(2017)

상장기업 중 상장폐지를 당하는 기업이 얼마나 되는지 조사한 결과,  
2002.7~2016.6월 기간 중 총 591개의 상장기업이 사라져.

**매년 상장기업 중 2.56%가 상장 폐지된 셈**

글로벌 금융위기가 발생한 직후인 2009.7~2010.6월 기간이  
가장 끔찍해, 94개 기업, 상장기업 중 5.48%  
즉, 국내 상장기업 18개사 중 1개사가 사라져





# 여기서 잠깐!

좋은 기업만 상장되어 있나?

매년 상장기업의 2.56%가 상장 폐지!



강환국(2017)

“부채비율이 50%이하이면서 ROA가 5% 넘는 종목에  
**선별 투자**”할 것을 권고

→ 이 경우 상장폐지기업을 선택할 확률은 2.56%에서  
0.72%로 하락함





# 여기서 잠깐!

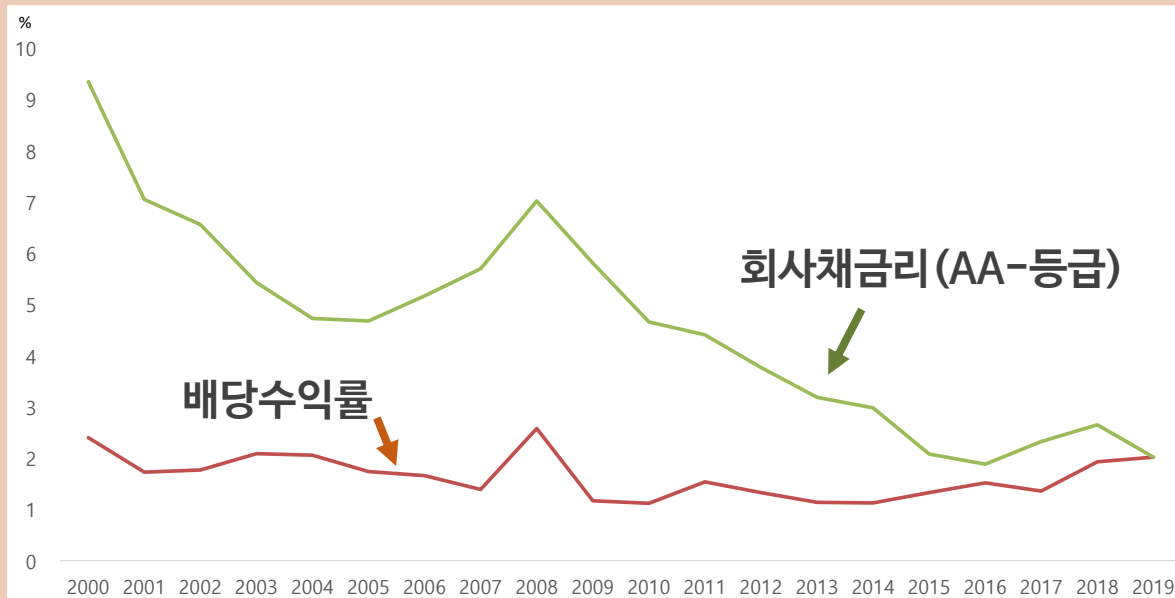
좋은 기업만 상장되어 있나?

[한국 전략 별 상장폐지 기업 선택 확률과 수익]

(2002.7~2016.6)

전략	상폐 기업 선택 확률(%)	CAGR (%)	표준편차 (%)	샤프지수
국내 전체	2.56	10.47	28.0	0.27
부채비율 < 50%	1.36	12.44	28.2	0.33
부채비율 < 50%, ROA > 5%	0.72	11.46	24.9	0.34

### KOSPI 배당수익률 Vs. 회사채 수익률



- 지배주주 지분율이  
주식공급 영향으로  
희석되며 배당에 대한  
열의도 낮아짐
- 한국 상장기업의  
배당 수익률은  
1~2% 수준에 그쳐,  
장기투자의 유인을  
제공하지 못함

# 여기서 잠깐!

세계 최하위권의 배당성향은.. 예나 지금이나

한국 기업의 배당성향(주당배당금/주당순이익\*100)은  
세계 최하위 수준

이런 흐름은 과거 그리고 지금껏 계속 되는 중임

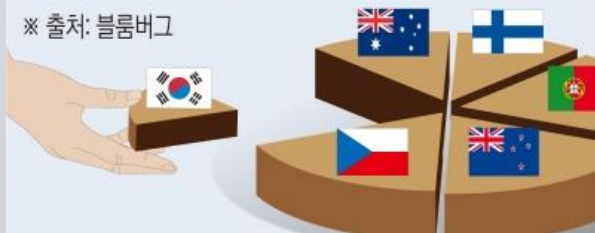
배당성향이 낮았던 것은 기업들의 자기자본이익률(ROE)가  
지속적으로 차입 금리 수준을 웃돌았기 때문이지만 한국의  
자본구성에 결함이 많았던 것도 빼 놓을 수 없는 요인임

## 한국 기업 배당성향 세계 '꼴찌' 수준

세계 51개국 배당성향 비교  
(단위: %, 2015년 9월말 기준)

1위 체코(73.363)	47위 인도(27.775)
2위 호주(69.930)	48위 일본(27.596)
3위 핀란드(67.600)	49위 아르헨티나(25.777)
4위 뉴질랜드(66.024)	<b>50위 한국(17.456)</b>
5위 포르투갈(61.468)	51위 아일랜드(14.618)

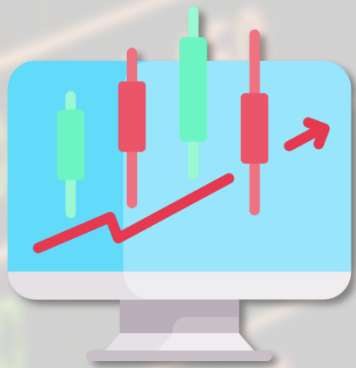
※ 출처: 블룸버그





# 여기서 잠깐!

ROE가 높다면 모르지만..



$$ROE = EPS / BPS$$

**ROE(자기자본이익율)** 하락 속에서도  
배당성향이 낮게 유지되는 것은 심각한 문제

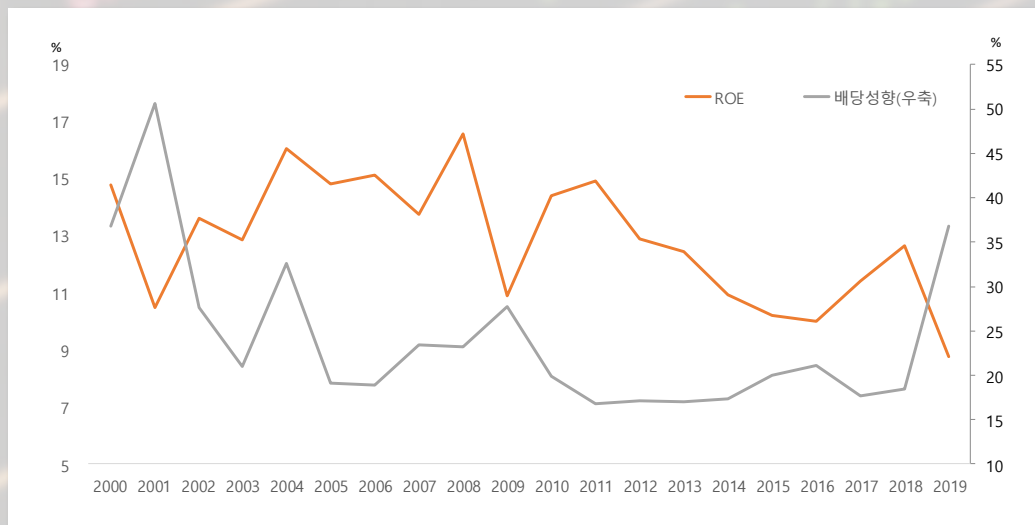




# 여기서 잠깐!

ROE가 높다면 모르지만..

## [2000년 이후 한국 상장기업 ROE와 배당성향 추이]



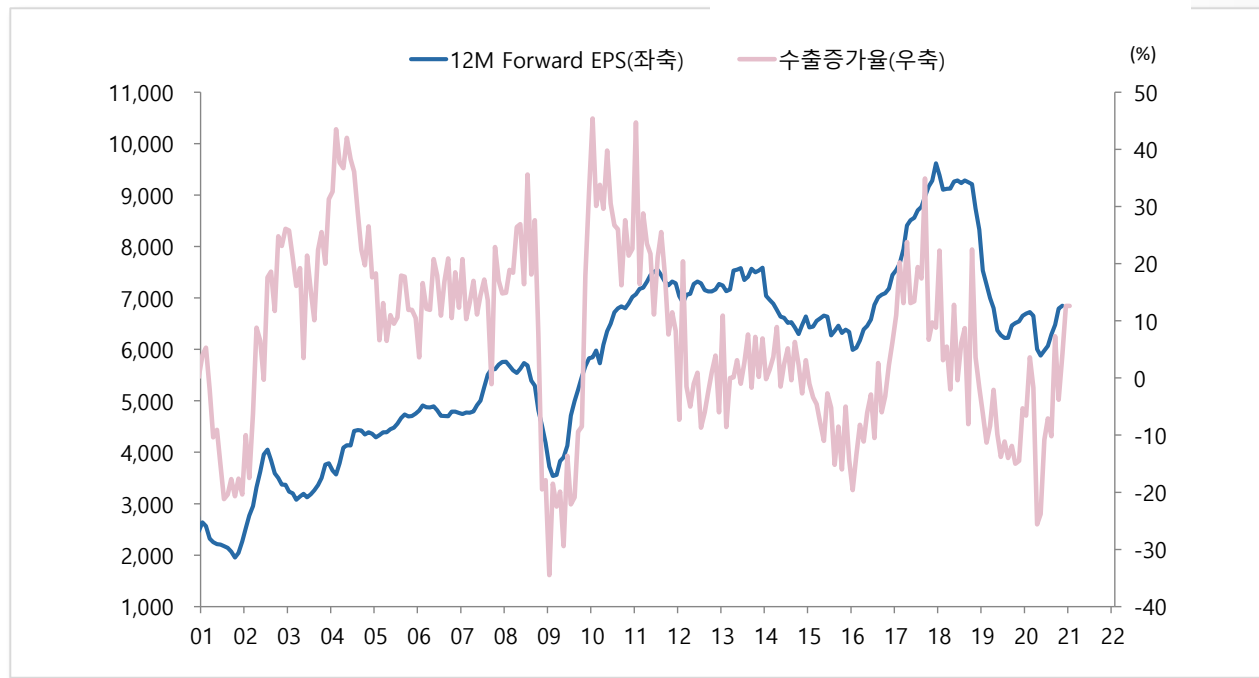
2019년의 높은 배당성향은  
'실적악화'가 주된 원인이었던  
것으로 보임

주주증시 경영 강화에 대한 기대는  
높지만, 실현 가능성은 여전히  
희박함

### 3) 수출에 좌우되는 기업실적

수출 비중이 워낙 높은 데다, 수출의 변동성도 커  
기업실적 전망이 수출 여건에 의해 좌우되는 특성 있음

[ 기업실적 전망 Vs. 수출증가율 ]







# 정리 하기

## 한국 주식시장 수익률의 특성은?

- ✓ 대단히 높은 변동성을 지닌 Twin Top 분포
- ✓ 극단적인 수익률이 자주 출현하는 Fat Tail 분포

## 한국 증시가 높은 변동성을 보이는 이유는?

- ✓ 높은 수출 비중
- ✓ 반복적인 증자·IPO에 따른 과도한 주식 공급
- ✓ 낮은 배당수익률