한국 주식시장의 모멘텀(momentum) 현상은 직관적으로 선뜻 받아들이기 어려운 점이 있다. 과거 수익률이 상승 또는 하락했던 주식은 그 경향을 유지하려는 성질을 갖는다는 모멘텀 현상은 일견 약형 효율적 시장 가설(weak form efficient market hypothesis)를 위배하는 증거처럼 보인다. 물론 이는 엄밀한 검증을 요구한다는 점을 받아들이더라도, 적지 않은 연구가 모멘텀 현상의 행태주의적(behavioral)관점에 주목하는 것도 사실이다. 그럼에도 주식에 대한 정보력을 갖춘 외국인 투자자가 본격적으로 유입된 외환위기 이후 2000년대 이후에서야 비로소 모멘텀 현상이 발견된다는 것은 생각해 볼 여지가 있다 (김상환 2012, 장지원 2017).

외환위기 이전에는 오히려 과거 수익률이 높은 승자 포트폴리오(winner portfolio)를 매수하고, 수익률이 낮은 패자 포트폴리오(loser portfolio)를 매도하는 무비용(zero investment) 포트폴리오의 수익률이 유의한 음(-)의 값을 보인다는 사실이 여러차례 보고되었다. (고봉찬 1997, 정정현 김동희 2002, 안영규 이정도 2004) 정보력을 갖춘 투자자의 행동이 반드시 합리성을 보장하지는 않는다 해도 그들의 등장이 시장의 비효율성을 강화하는 방향으로 작용한다는 것은 쉽게 납득하기 어렵다. 이에 모멘텀 현상의 행동주의적 설명에 대한 재검토가 필요하다는 문제의식에서 본연구가 시작되었다.

모멘텀 현상에 대한 해석은 크게 세갈래로 나뉜다. 첫째는 주가의 지연반응에 의한 드리프트라는 설명이다. 모멘텀 현상이 위험에 대한 보상범위를 넘어선 가격왜곡(mispricing)에 의한 것이라면 이는 차익거래에 의해 즉각적으로 해소되어야 한다. 하지만 이와 같은 시장의 차익거래 제한요소 ( limit-to-arbitrage) 가 존재한다면 가격 반응이 지연되어 모멘텀 전략의 이익이 발생하게 된다. 본 연구에서는 차익거래 제한요소를 차익거래 위험, 거래비용 그리고 정보의 불확실성으로 구분하여 살펴보았다.

차익거래 위험은 일반적으로 쉽게 접근하기 힘든 정보를 가진 소소의 투자자가 충분히 잘 분산되지 않은 포트폴리오를 보유한 경우에 발생한다. 이들 투자자자가 자신들이 보유한 차익거래 자원(arbitrage ressources)의 이익을 실현한다고 할 때, 기업의 고유 변동성(idiosyncratic volatility)이 가격을 결정하는 요소가 될 여지가 생기며 고전적 가격결정 모형이 이부분을 고려하지 않을 경우 가격왜곡은 해소되지 못한다(Shleifer and Vishny 1997).

거래비용은 거래수수료등과 같은 직접적은 비용 이외에 유동성등의 간접비용을 고려하였으며 이는 거래지연을 유발한다. 마지막으로 정보불확실성ㅇ이 크면 정보의 유포가 늦어질수록 주가에 정보가 반영되는 시점이 늦어질 것이므로 지연반응에 의한 모멘텀 현상이 발생할 여지가 생긴다. 하지만 본연구에서는 이와같은 차익거래 제한 요인에 의해 모멘텀 현상이 발생한다는 뚜렷한 증거를 찾지는 못하였다.

오히려 뚜렷하지는 않으나 예측과 반대방향으로 작용하는 것이 발견되었는데, 특히 정보불확실성의 경우에는 정보 불확실성이 작을수록 모멘텀 현상이 나타나는 것이 다소 뚜렷하게 발견되었다. 이에 대해서는 후술한다.

두번째로는 모멘텀 현상이 시장의 과잉반응에 의한 것일 수 있다. 이를 확인하기 위해 모멘텀 포트폴리오의 수익률 변화를 3년간 관찰하였는데, 3년째에 수익률 역전현상이 발견되기는 하였으나 이는 전체 누적수익률을 상쇄하기에 충분치 못한 것으로 나타나 과잉반응만으로 모멘텀 전체를 설명하기는 어려운 것으로 판단된다.

마지막으로 모멘텀 포트폴리오의 초과수익률이 그냥 위험에 대한 적절한 보상으로 생각되는 것을 고려할 수 있다. 외국인이 유입된 이후에 도대체 왜 모멘텀이 생기겠는가?

실제로 Fama French 3 요인 모형에 의해 설명되는 것으로 나타났다.

본 논문의 구성은 다음과 같다.

자료 및 연구방법

본 연구는 1980년 1월부터 2015년 12월까지 유가증권시장(KOSPI)에 상장된 펀드를 제외한 모든 종목을 대상으로 분석하였다. 개별기업의 주가자료와 회계자료는 FN GUIDE에서 제공하는 DATA GUIDE를 통해 수집하였다.