

관심 특징주에 대한 개인투자자의 집중매수 양태 분석*

김진수**

〈요약〉

본 연구는 개인투자자들이 수익률 혹은 거래량이 급등한 관심 특징종목 중심으로 매수하는 성향을 보인다는 Barber and Odean(2008)의 연구결과가 국내증시에서도 적용되는지를 살폈다. Barber and Odean(2008)은 개인들이 다수기업 중 투자대상을 선별해야 하는 어려움에 직면하므로 다수 타인들이 관심을 가지는 주가 거래량이 급등한 관심 특징주 중심으로 추종 매수하는 매매양태를 보인다고 주장한다. 본 연구는 관심 특징종목을 거래량, 수익률, 종목 토론방 게시글이 급등한 종목으로 정의한 후 동종목 중심으로 개인들의 집중매수 양태가 발생하는지를 살폈다. 우선, 코스닥시장을 중심으로 평소 거래량 대비 급격한 거래량 증가가 발생한 종목들에서 개인들의 집중매수 양태가 관찰되었고, 평소 수익률 대비 급격한 수익률 급등 혹은 급락을 보인 종목 중심으로 집중 매수 양태가 발생했다. 유가증권 및 코스닥 양 시장 모두 개인투자자들은 높은 수준의 게시글 급증이 발생하면 해당 종목을 집중 매수하는 양태를 보였다.

인터넷 증시 커뮤니티의 게시글 급증이 개인투자자들의 매매에 영향을 미쳐 매수집중 양태까지 야기한다는 점은 정책적 측면에서 주목할 필요가 있는 사항이다. 대부분의 게시글은 정보 출처와 진위를 확인하기 어려운 사항인데 이러한 게시글이 개인들의 투자양태에 영향을 미친다는 것은 투자자 보호 측면에서 우려스러운 부분이다. 따라서 주요 증권 게시판에 대한 허위나 과장의 게시글에 대한 금융당국의 높은 모니터링 강화가 필요하다.

주제어 : 관심 특징주, 집중매수, 개인투자자, 거래량 급등 지표, 매수우위 지표

논문접수일 : 2023년 02월 27일 논문게재확정일 : 2023년 03월 07일

* 본 논문은 저자의 개인적 견해이며 한국거래소의 공식적인 의견과는 무관함을 밝힙니다.

** 한국거래소 시장감시부 팀장, E-mail: ko76martin@gmail.com

I. 서 론

본 연구는 개인투자자들이 수익률 혹은 거래량이 급등한 관심 특징종목 중심으로 매수하는 매매성향을 보인다는 Barber and Odean(2008)의 연구결과가 국내증시에서도 적용되는지 검증해 보았다. Barber and Odean(2008)은 개인투자자들이 수많은 종목 가운데 투자대상 종목을 선별해야 하는 어려움에 직면하는 상황에서 증시에서 흔히 관찰되는 군집행동(Herding behavior)의 영향으로 주가, 거래량이 급등하여 다수 투자자들의 주목을 받는 관심 특징 종목 중심으로 매수하는 성향을 보인다고 주장하고 있다. 2022년 9월 말 기준 국내증시에서 인덱스펀드(ETF), 주식워런트(ELW)를 제외하고도 상장주권만 2,382개에 달한다. 개인투자자들은 주식 투자를 하겠다는 의사결정 직후 수천 개에 달하는 상장종목 가운데 향후 주가상승이 기대되는 유망종목을 선별해야 하는 도전과제에 직면하게 된다. 주류 재무이론은 투자자들이 이성적인 존재임을 전제하고 장기적인 비용(리스크)과 편익(수익)을 합리적으로 분석하여 최적의 투자선택을 행한다고 가정하고 있다. 하지만 현실적으로 개인투자자들이 수천 개에 달하는 종목을 철저한 재무분석과 가치평가를 토대로 선별하리라 기대하는 것은 불가능에 가깝다. 주식투자를 재테크 차원에서 행하는 개인들은 상장종목을 건별로 탐색하고 분석할 시간적 여유가 충분하지 않고, 전업투자자라도 개인의 분석 역량과 정보 취득 정도는 전문적 투자자들의 수준에 미치지 못한다. 이러한 시간적 제약과 낮은 분석 역량으로 인해 개인들은 전통적 재무이론에서 가정한 이성적이고 철저한 분석을 토대로 종목을 선별하기 보다는 대다수 투자자들이 주목하는 관심 특징종목에 편승할 가능성이 높다. 주식시장에서 흔히 관찰되는 군집행동이 다수 투자자들의 관심 특징종목에 대한 개인들의 매수 집중 행위를 가속화하는 것이다. 주식시장에서 군집행동이란 냉철한 분석에 기반한 투자 의사결정이 아닌 다수 군중이 선호하는 종목을 맹목적으로 추종하면서 심적인 안정감을 얻는 행위를 의미한다. 즉, 다수 투자자들의 이목을 끄는 관심 특징주로 부각되면 개인들은 면밀한 검토 없이 관심 종목을 일제히 매수 추종하는 매매전략을 취할 개연성이 높다. 더불어 Barber and Odean(2008)은 이와 같은 관심 특징종목에 대한 개인들의 추종이 매도가 아닌 매수에만 국한됨을 강조한다. 개인들은 공매도가 원활하지 못해 종목 선별을 위한 과도한 탐색 이슈는 매수행위에만 국한된다고 보고 있다. 또한 개인들이 보유한 종목수는 전문적 투자자들과 비교하면 소수에 불과하므로 적정 매도 의사결정에 대한 이슈는 매수시 과도한 탐색 비용에 비하면 미미한 수준이라 하겠다. 따라서 개인투자자의 관심 특징종목 중심의 군집매매 행위는 매도집중(순매도) 보다는 매수집중(순매수)에서 뚜렷하게 나타날 것이다.

투자자들의 이목을 집중시키는 관심 특정주를 잠재적 매수 대상으로 설정한다는 가설은 개인투자자들에게만 적용될 뿐 기관이나 외인 같은 전문 투자자들에게는 해당하지 않을 것이다. 우선, 전문적 투자자들은 공매도가 원활하므로 매도 의사 결정을 행하는 경우에도 매수 의사결정 단계에서와 유사한 종목 선별의 문제에 직면한다. 이로 인해 관심 특정주를 순매수하는 양태는 기관이나 외인들에게서는 쉽게 관찰되지 않을 것이다. 또한 투자자의 이목을 끄는 거래량·수익률 급등 정보는 전문 투자자들의 투자 의사결정에서 단순 참고 지표일 뿐이다. 우량종목 선별을 위해 체계적 노하우와 별도의 분석팀, 쿼트에 기반한 매매 타이밍, 높은 대가를 지불한 리서치 보고서와 같이 종목 선별을 위해 잘 정비된 리서치 기반이 마련된 상황에서 앞서 언급한 관심 특정주는 단순 참고지표에 불과할 것이기 때문이다. 관심 특정주 보다는 오히려 공식적 정보 발표인 공시와 애널리스트 보고서에 더 민감히 반응할 수 있다. 즉, 관심 특정주에 대한 순매수 매매양태는 개인투자자 중심으로만 발생하고 전문적 투자자인 기관·외인들은 공신력 있고 전문적 정보인 기업공시와 애널리스트 보고서에 민감히 반응하는 매매양태를 보일 것이다. 더 나아가 Seasholes and Wu(2004)는 전문 투자자들이 개인투자자들의 관심 특정주 중심 순매수 양태를 사전 인지하고 이를 차익실현을 위한 매도 타이밍으로 활용한다고 주장하고 있는 바, 개인과 외인들 간 정반대의 매매 양태가 발생하는지도 살펴보겠다.

그렇다면 다수 투자자들 주목하고 개인들의 집중 매수 양태가 발생하는 관심 특정주는 어떤 종목들일까? 투자자들을 대상으로 종목별 관심정도를 밝히도록 하면 가장 정확한 집계방법일 수 있으나 현실적으로 그러한 조사방법이 불가능한 상황에서 관심수준을 대리할 수 있는 대용지표(Proxy) 설정이 필요하다. Barber and Odean(2008)은 (i) 특정종목의 비정상적인 거래량 급등 (ii) 특정종목의 비정상적인 수익률 급등 (iii) 특정종목의 당일 뉴스 발생 여부를 투자자 관심도 대용지표(proxy)로 활용하고 있다. 우선, 비정상적 거래량 급증 혹은 수익률 급등이 발생하는 종목에 투자자들이 큰 관심을 가지는 현상은 증시에서 어렵지 않게 관찰할 수 있다. 특정종목 거래량 혹은 수익률이 큰 폭으로 급증하면 대다수 투자자들은 해당 종목에 무슨 일이 있었는지 관심을 가진다. 혹여나 본인만 인지하지 못한 중요 정보가 당해 기업에 발생한 것이 아닌지 의구심을 가지는 것이 인지상정이다. 실제로 한국거래소의 시황급변 조회공시 요구 제도도 급격한 거래량 혹은 수익률 변동에 기반하고 있다. 조회 공시 제도란 특정종목의 주가나 거래량이 특별한 이유 없이 단기간에 급등하는 경우 투자자의 맹목적 추격매수를 최소화하는 등 주의를 환기할 수 있도록 해당 상장법인에 대해 공개되지 않은 중요정보 사실 여부에 대해 공시토록 하는 제도이다. 거래소가 시황급변 조회공시 요구 조건으로 주가나 거래량을 지정하고 있는 만큼 거래량·수익률 급등은 국내

증시에서도 다수 투자자들이 관심을 가지고 추격매수까지 야기하는 요인으로 판단된다. 다음으로 Barber and Odean(2008)은 투자자들의 관심을 끝마친 이슈는 통상 언론 보도를 수반한다고 전제하고 Dow Jones 뉴스 서비스 DB정보를 활용하여 투자자 관심 여부를 판단하고 있다. 하지만 국내증시에서 단순히 뉴스 보도 여부만으로 투자자 관심 수준을 판단하기에는 부족한 부분이 있다. 뉴스 내용이 신약 개발 성공과 같이 투자판단에 중요한 사안일 수도 있고, 단순한 정보 전달 사항일 수도 있으며 주가에 우호적인 호재 혹은 비우호적인 악재일 수도 있기 때문이다. 본 연구의 목적은 관심 특징종목에 대한 개인투자자들의 순매수 집중 양태를 살피는 것이므로 주가에 악재인 내용이 보도될 경우 오히려 순매도 증가를 야기하므로 연구 결과가 왜곡될 수도 있다. 단순 뉴스 발생 여부로만 투자자 관심 수준을 측정하기는 어려운 바, 뉴스 발생 여부를 대체할 만한 적정 변수를 모색했다. 본 연구가 주목한 대체변수는 인터넷 종목 토론게시판의 게시글 수준이다. 국내 대부분의 투자자들이 이용한다고 알려진 네이버, 다음, 팍스넷의 종목토론게시판 게시글 건수로 투자자들의 관심도를 측정했다. 결국 본 연구는 투자자 관심도에 대한 대리지표로 (i) 특정종목의 비정상적인 거래량 급등 (ii) 특정종목의 비정상적인 수익률 급등 (iii) 특정종목의 종목토론 게시판 게시글 건수로 설정했다. 본 연구는 상단 세 가지 관심 특징주 대리지표(Proxy)를 개인·기관·외국인투자자에 적용하여 투자주체들간 매수도 양태에서 어떤 차이를 보이는지 살폈다. 개인투자자들은 관심정도를 대리하는 비정상적 주가 급등, 거래량 급증, 게시판 글 건수가 높아질수록 단조적으로 매수우위(순매수)의 매매양태를 보이는지를 집중적으로 살폈다. 검증결과, 국내증시도 미국증시와 유사하게 개인들은 대부분의 투자자들이 주목하는 관심 특징 종목을 집중 매수하는 추종 매수성향이 높은 것으로 보인다.

본 연구는 국내 증시에서 흔히 관찰되는 개인들의 추종 매수 현상의 발생 근원이 미국 증시의 유력한 이론임을 학문적으로 입증한 점과 개인들의 관심 특징 종목에 대한 과도한 매수는 시장 질적 측면에서 바람직하지 못하다는 정책적 함의를 제시했다는 연구 의의가 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 본 연구 논리전개의 이론적 토대가 되는 선행연구들을 소개하고, 제Ⅲ장에서 실증검증을 위한 연구방법론 및 검증을 위해 필요한 데이터와 그 출처를 밝히고, 제Ⅳ장에서 검증결과와 해석을 논하고, 제Ⅴ장에서 결론과 시사점으로 본 연구를 마무리하고자 한다.

Ⅱ. 선행연구

주식시장에서 순매수 급증과 군집거래 양태가 발현되는 현상을 관찰하고 그 원인을 규명한

연구들은 투자자 유형, 정보 그리고 종목 고유 특성이라는 세 가지 측면을 중심으로 연구를 진행하고 유의미한 결론을 도출했다.

우선, 투자자 유형별로 고유의 거래양태가 발현된다고 보고하는 주장들이 있다. Scharfstein and Stein(1990), Trueman(1994) 및 Sias(2004)는 개인보다는 전문적 기관투자자들이 다른 기관들과 유사한 양태의 거래를 행한다고 주장한다. 펀드운영자와 애널리스트는 다른 전문 기관들과의 실적 비교를 통해 평가를 받게 되는데 상대적으로 저조한 성과로 인한 평판(Reputation) 저하를 우려하여 다른 전문 기관들과 유사한 종목 운영 혹은 종목 추천을 행한다고 보고 있다. 이러한 기관간 유사성 전략이 군집거래 양태를 야기한다고 보는 것이다. Grinblatt et al.(1995) 또한 기관투자자들이 상호간 유사한 종목구성과 매수도를 행함으로써 시장 전체 거래량의 대부분을 점유하는 이들이 군집거래 양태를 발생시킨다고 주장하고 있다. Chan and Lakonishok(1995)는 수준 높은 사적정보(Private information)를 높은 댓가로 확보한 기관들이 집중적인 매수 양태를 보인다고 설명하고 있다. Odean(1998a)은 미국 증시 분석 자료를 토대로 개인에게서 역추세 추종 군집거래 양태가 관찰된다고 주장했다. Odean(1998b)은 이어서 투자자 유형을 불문하고 모든 시장참가자들은 본인들이 확보한 정보에 대한 지나친 과신(over-confident) 경향이 있으며 이러한 경향이 필요 이상의 매수 체결을 발생시킨다고 보고 있다. Nofsinger and Sias(1999)는 기관들이 수익률을 중심으로 한 추세 혹은 역추세 추종 전략을 행함으로써 상호간 유사한 종목 선별 양태를 띤다고 보고하고 있다. Wermers(1999)도 대부분의 기관이 수익률이 높은 종목을 추가 매수하고, 그렇지 못한 종목을 매도하는 추세 추종 전략을 취함으로써 매매양태의 유사성과 군집현상 양태가 발견된다고 주장하고 있다. Odean(1999)은 개인투자자들이 철저한 분석을 통한 종목 선별이 아닌 다수 투자자들이 관심을 가지는 종목 중심으로 집중 매수하는 경향이 있다고 본다. Nofsinger and Sias(1999)는 앞서 수익률에 대한 분석과 더불어 개인은 다수 타인들의 관심도가 높은 종목 중심으로 매수하는 반면 전문 투자자인 기관이나 외인들은 재무분석을 토대로 가치주를 순매수하는 양태가 있다고 밝히고 있다. Odean(1999), Barber and Odean(2000, 2001, 2002)은 투자자들이 본인이 보유한 정보에 대해 과신(over-confident) 하는 경향이 있는데 특히 개인투자자들에게 그러한 과신의 패턴이 뚜렷하고 궁극적으로 낮은 수익률을 야기하는 원인이 된다고 보고 있다. Barber and Odean(2001)은 개인투자자들은 매매종목과 매매타이밍이 상호간 비슷하다는 점에 주목하고 있다. 국내증시에서도 김우찬(2001), 홍광현, 이가연(2006)은 외인이나 기관들이 추세추종 전략을 취함에 따라 매매 유사성과 군집거래 양태가 흔히 관찰된다고 주장하고 있다. 고광수, 김근수(2004)도 기관들간 성과평가에 따른 평판 저하를 우려하여 타 기관들의 매매양태를 추종한다고 설명하고 있다.

Seasholes and Wu(2004)은 중국 상하이 증권거래소에서 특정종목이 상한가를 시현하면 익일 개인들은 동 종목을 집중적으로 매수하는 경향이 높고, 외국인들은 개인들의 이러한 매매양태를 인지하여 의도적으로 차익을 실현한다고 보고하고 있다. Grullon et al.(2004)도 투자자 유형과 무관하게 대다수 투자자들이 추세추종 혹은 역추세 추종 전략을 취함으로써 증시에서 특정종목을 대상으로 한 매수 혹은 매도 유사성은 쉽게 관찰되는 현상이라 주장한다. Kaniel et al.(2008), Barber and Odean(2008)은 개인투자자들의 매수양태는 뉴스와 같은 기업 이벤트에 주로 영향을 받고, 기관이나 외국인들은 수익률을 토대로 투자 의사결정을 행한다고 보고 있다. 박범조(2012)는 외국인들의 종목선별과 매매전략이 유사한 반면 개인들은 유망 종목에 대한 견해가 차별화되어 있다고 본다. 따라서 외국인 비중이 높은 종목에서는 빈번한 무리행동이 관찰되고 개인 비중이 높은 종목은 그렇지 않다고 본다. Merli and Rogerz(2013)는 1999년~2006년간 프랑스 개인투자자들의 매매내역(매매장)을 분석한 결과, 전문 투자자들과 유사한 양태를 보이는 매매기법이 정교한 개인들일수록 군집거래 양태를 보인다고 밝히고 있다. 김종희(2013)는 기관이나 개인은 수익률 추세를 추종하는 반면 외국인들은 역추세를 추종함으로써 모든 투자자 유형별로 군집거래 양태가 관찰된다고 보고하고 있다. 전용호, 최혁(2013)은 기관이나 개인 같은 전문 투자자들이 단기적으로 과거 수익률 추세를 추종하거나 역추세로 추종하여 단기 군집거래 양태가 두드러진다고 밝히고 있다. Carlin et al.(2014)은 개인과 전문투자자간 매매양태의 상이함이 주식 거래량이 증가하거나 변동성이 커지는 시장상황에서 더욱 가속화된다고 보고 있다. 박기봉, 박경인(2015)은 국내 유가증권시장 15년간 매매데이터분석 결과, 투자자들간 매매양태가 상호간에 영향을 미친다고 보고 있다. 이러한 타인 매매에 대한 추종 과정에서 군집거래가 발생한다고 본다.

다음으로 순매수 급증과 군집거래 양태는 시장정보(Information)와 관련이 높다고 보는 연구도 다수 존재한다. Kyle(1985)과 Barclay and Warner(1993)는 시장참여자들의 주식 거래가 사적정보(private information) 취득에 대한 비용 지불에 비례하는 행위로 보고, 높은 대가를 치른 정보일수록 타인 유출을 우려하여 신속하고 일회적인 군집거래의 양태를 보인다고 밝히고 있다. Admati and Pfleiderer(1988)도 앞선 Kyle(1985) 및 Barclay and Warner(1993)의 연구결과와 유사하게 정보 확보가 어렵고 주가에 미치는 영향도가 큰 중요정보를 보유한 투자자들일수록 타인 유출을 우려한다고 밝히고 있지만, 유출 방지를 위해 분할 체결을 통한 위장거래(st stealth) 양태를 보인다고 언급하고 있다. Merton(1987)은 투자 대상 종목에 대한 뛰어난 정보 접근성과 취득 역량을 보유한 투자자들일수록 동 종목들에 대한 매수에 집중하는 경향이 있고, 그렇지 않은 투자자들일수록 공개된 기업 이벤트에 의존해

매매하는 성향이 있다고 주장하고 있다. Scharfstein and Stein(1990)과 Dasgupta et al.(2011)은 주가 변동이 기업내 정보가 다수 시장 참가자들에게 전파되는 과정에서 발생하는 불가피한 현상이라고 정의하고 있다. Falkenstein(1996), Froot et al.(1992), Hirshlerfer et al.(1994) 및 Galarotis et al.(2015)은 기업정보 혹은 신규정보가 주가에 반영되는 과정에서 다수 투자자의 해당종목 거래 집중은 자연스럽게 발생할 수밖에 없는 부수적인 현상이라고 정의하고 있다. Banerjee(1992), Bikhchandani et al.(1992) 및 Barberis and Shleifer(2003)는 주식시장에서 발생한 중요정보가 연쇄적으로 전파(cascade)되는 과정에서 군집거래 양태가 발생할 수 있다고 보고 있다. Froot et al.(1992)은 대부분의 시장 참여자들의 종목 선별시 본인의 독단적 결정 보다 공개 정보(Public information)에 근거하여 투자 의사결정을 행하는 빈도가 높다는 연구 결과를 발표했다. Romer(1993)는 투자자가 확보한 정보의 질이 높을수록 체결가능성을 높이는 주문과 대량 체결양태가 관찰됨으로써 군집거래 양태가 발생한다고 보고 있다. Wang(1993, 1994)은 투자자들이 보유한 정보 수준이 낮을수록 수익률 추이를 추종하는 매매양태를 보인다고 언급했다. Berry and Howe(1994)와 He and Wang(1995)도 정보를 토대로 한 매매는 소수의 전문적 투자자에만 국한되고 대다수 투자자들은 공개된 공적 정보(Public information)를 기초로 매매를 행하여 뉴스, 공시와 같은 공개 정보 발표와 거래량이 유의한 상관성을 보인다고 주장하고 있다. Bamber et al.(1997), Karpoff(1987) 및 Busse and Green(2002)은 정보와 수익률이 거래량 급증을 야기한다고 보고 있는데, 보도를 통한 기업의 중요 정보 공개시 혹은 수익률 급변동 이벤트가 발생한 직후 거래량 급증이 동반된다고 주장했다. Covrig and Ng(2004)는 다수 투자자들이 기업정보를 인지하고 매매하는 과정에서 정보의 가치가 주가에 반영되며 그 과정에서 거래량 급증 등 군집거래 양태가 발생한다고 언급했다. Grullon et al.(2004)은 기업의 IR 활동이 주식 투자자들의 매매양태에 영향을 미친다고 보고 있다. 상장기업의 광고·홍보활동은 주로 기업 이미지 제고 차원에서 행해지지만 부가적으로 해당기업에 대한 투자자들의 인지도 증가가 매수 증가로까지 이어질 수 있다고 본다. 안승철 외 2인(2006)은 신규정보의 투자자 도달(the arrival of new information) 수준이 높을수록 거래량도 증가함을 밝혀 정보가 거래량 급증의 원인임을 규명했다. Choi and Sias(2009), Demirer et al.(2015)은 중요 정보를 보유하지 않은 투자자들은 공개된 정보에 의존하여 상호간 유사한 거래 양태를 보인다고 지적하고 정보 열위에 있는 개인투자자들이 타인의 매매와 유사한 군집거래 양태를 보인다고 주장한다. Blau and Smith(2014)는 중요 정보라 하더라도 다수 투자자들이 인지하지 못하거나 주목도가 낮으면 거래량 증가와 같은 매매양태는 발생하기 어렵다고 밝혀 정보의 내용 못지않게 정보의 유통도 거래 양태에 중요한 요인임을 밝히고 있다.

마지막으로 수익률과 같은 종목 고유의 특성이 군집거래와 같은 주식시장 거래 유형을 결정짓는다고 보는 연구결과들도 있다. Lo and MacKinlay(1990), Chordia and Swaminathan(2000)은 종목 거래량에 영향을 미칠 다양한 변수들을 검증한 결과 주식수익률이 거래량 급변동을 야기하는 가장 주요한 요인임을 밝혔다. Gallant et al.(1992), Campbell et al.(1993)은 다수 투자자의 거래참여로 인한 군집현상은 지수 수익률(S&P, CRSP, Dow Jones 지수)과 관련이 높다고 주장하고 있다. Lakonishok et al.(1992)은 다수 투자자들의 수익률 추세 추종이 소형주 중심으로 발생하는 바, 소형주에서 군집거래 양태가 두드러진다고 주장했다. 진태홍 외 2인(1994)은 거래량이 이상 급증한 종목 중심으로 수익률이 높아지는 인과관계를 규명하여 고봉찬(1997)이 주가 수익률이 거래량 증가의 원인이라는 의견과 정반대의 주장을 제기했다. Miller(1977), Mayshar(1983)는 특정 상장기업에 대한 장래성과 발전가능성이 투자자들의 매수 집중을 야기하여 주가 상승으로 귀결된다고 본다. 결국 매수 수요 증대와 거래량 변동, 그리고 주가 수익률 개선은 병행하는 것이라고 분석하고 있다. Odean(1998a)은 투자자들이 보유종목 가운데 수익률이 좋은 종목은 처분하여 차익을 실현하고, 그렇지 못한 종목은 보유한 후 추후 차익실현 기회를 모색한다는 처분효과(disposition effect)에 근거하여 투자하는 매매양태를 보인다고 밝히고 있다. Lee(1992), Hirshleifer et al.(2002)은 어닝서프라이즈가 발표되지만 실적 내용과 무관하게 일제히 다수 투자자들의 매수세가 집중되는 현상이 발생한다고 본다. 이는 어닝서프라이즈로 언급된다는 사실 자체만으로도 투자자들의 관심 대상이 될 수 있기 때문이다. Sias(2004)는 소형주 특성상 종목 정보가 원활하게 전파되지 못하는 상황에서 타인의 매매가 급증하면 이를 추종하는 매매양태가 빈번히 발생하고, 반대로 정보 유통이 활발한 대형주에서 투자자들은 다양한 정보를 토대로 개별적인 투자 의사결정을 행함으로써 군집거래와 거리가 먼 매매양태가 관찰된다고 본다. Gervais et al.(2001)은 거래량의 급격한 증가 직후 주가상승이 동반된다는 검증 내역을 발표했다. Huo et al.(2009)은 투자자들의 종목에 대한 관심도가 지나칠수록 적정가치 혹은 본질가치를 벗어나는 주가 고평가를 야기한다고 언급하고 있다. 이치송(2009)은 수익률 상승이 거래량 급증을 야기하는 선행지표임을 입증하고, 대세 상승장에서 거래량 급증이 발생하고 투자자들의 군집거래 양태가 자주 발생한다고 본다. Chiang and Zheng(2010)은 전 세계 18개국을 대상으로 군집양태를 분석한 결과, 아시아 국가(한국, 중국, 대만, 인도네시아, 말레이시아, 싱가포르, 태국)를 중심으로 군집거래 양태가 뚜렷하게 나타나고, 이러한 군집거래 양태는 활황기 보다 주식 침체기에 더욱 빈번하게 발생한다고 주장했다. 박진우, 김정환(2012)은 어닝서프라이즈 내용과 무관하게 실적이 발표되는 직전 시기에 매도 우위의 거래 양태가 빈번하다고 밝히고 있다. 임상수(2016)는 수익률과 군집거래 간 인과관계를

Granger 검증으로 입증했다.

한편 본 연구가 수행한 개인들의 관심 특징종목에 따른 집중매수 행위를 분석한 유사 연구들은 다음과 같다. 공옥례, 박대근(2013)은 개인들의 주의 기반(attention based) 매수 행위가 극단적으로 높거나 낮은 수익률 종목 중심으로 이루어진다고 보고 있다. 김류미(2018)는 네이버 종목 검색량을 투자자 관심 척도로 설정하여 검색 정도가 높을수록 수익률이 높아지는 추세를 증명했다. 이은정 외 3인(2019)은 기관과 외인 관심도가 높은 종목들의 초과 수익률이 유의적으로 높음을 보고하고 있다. 윤병조(2020)는 투자자 관심이 주가 변동성을 감소시킴을 GARCH 모형으로 입증했다. 엄철준 외 5인(2020)은 거래량 회전을 투자자 관심도로 보고, 관심도가 높은 종목 중심으로 음(-)의 수익률 모멘텀이 확인됨을 밝혔다. 범가 외 3인(2022)은 투자자 관심도가 낮은 상장사일수록 이익발표 후 주가 반응이 느리다고 주장한다. 전반적으로 상기 연구들은 투자자 관심도와 수익률 간의 관련성에 초점을 맞추고 있어, 종목 관심도가 높을수록 개인들의 추종 매수 대상이 될 수 있다는 본 연구 주제와 차이점이 있다. 더불어 본 연구는 투자자들의 관심종목에 대한 정의를 급변한 수익률뿐만 아니라 거래량과 정보의 급증 측면도 고려한다는 점에서 기존 선행연구와 차별성을 지닌다. 특히 정보 발생을 뉴스, 공시, 애널리스트 보고서와 같은 공식적 정보뿐 아니라 인터넷 증시 커뮤니티 게시물 급증 수준을 개인들의 종목 관심도에 대한 대용지표로 설정하여 매수 집중 행위와의 관련성을 규명한 것은 기존연구와 차별화되는 시도로 사료된다.

III. 연구방법 및 데이터 출처

본 연구는 개인투자자들이 철저한 분석에 기반하여 종목 선별을 행하기보다 대다수 투자자들이 주목하는 관심 특징종목을 집중 매수하는 행동을 취하는지를 밝히는 것이다. 서론에서 밝히 바와 같이, 다수 투자자의 관심 수준에 대한 대용지표는 (i) 비정상적인 거래량 급등 (ii) 비정상적인 수익률 급등 (iii) 인터넷 증시 커뮤니티의 게시물 급증 수준으로 설정했다. 2016년 1월 4일부터 2021년 12월 30일까지 6년 총 1,475영업일간 일별 유가증권, 코스닥시장 상장 2,422개 종목별 비정상적 거래량, 수익률, 게시물 급증 수준에 따라 투자자 유형별 매수 성향을 살피고자 한다. 이를 위해서는 비정상적 급증수준을 측정하는 지표와 그에 따른 매수 우위 성향을 측정하는 지표가 각각 필요하다. 우선, 다수 투자자들의 관심 수준(관심 특징종목)에 대한 대용치인 (i) 비정상 거래량 급증 지표(ATR), (ii) 비정상 수익률 급증 지표(AR), (iii) 비정상 게시물 급증 지표(ACP) 산식은 (1)~(3)과 같다.

ATV(Abnormal Trading Volume) =

$$(\text{종목별 당일 거래량} \div \text{직전 20영업일간 평균 거래량}) \times 100 \quad (1)$$

$$\text{AR(Abnormal Return)} = (\text{종목별 당일 초과수익률} \div \text{직전 20영업일간 종목의 평균 초과 수익률}) \times 100 \quad (2)$$

where, 초과 수익률 = 당일 종목 수익률 - 당일 해당 종목 소속 업종 지수 수익률

$$\text{ACP(Abnormal Community Post)} = (\text{종목별 당일 인터넷 주식 토론방 게시판 글 건수} \div \text{직전 20영업일간 평균 게시판 글 건수}) \times 100 \quad (3)$$

where, 네이버, 다음, 팍스넷 종목 토론방 게시글 건수 집계

거래량 급증 지표(ATV)는 당일 종목의 거래량에서 직전 20일간 평균 거래량을 나눈 값인데, 이는 직전 1개월(20영업일)간 평균적으로 거래되는 수량에 비해 당일 거래량이 얼마나 증가했는지를 파악하기 위한 것이다. 초과 수익률 급증 지표(AR)는 종목별 당일 초과 수익률을 직전 20 영업일간 평균 초과 수익률로 나눈 값이다. 한편 초과 수익률은 시장조정수익률 모형¹⁾을 적용했다. 이는 당일 종목 장종료시 종가 수익률에서 해당 종목이 속한 업종 지수 수익률을 감하여 산출한 것이다. 증권토론방 게시판 글 급증 지표(ACP)도 당일 인터넷사이트 주식토론방 종목별 게시판 게시글 수를 직전 20 영업일간 평균 게시글 수로 나눈 값이다. 인터넷사이트는 네이버(naver), 다음(daum), 그리고 팍스넷(paxnet) 증권토론방의 게시판 글 수를 기준으로 집계했다.

식 (1)~식 (3)을 통해 연구대상기간 2016년 1월 4일부터 2021년 12월 30일의 1,475영업일간 일별로 유가증권 및 코스닥 상장주권 2,422개 전 종목(유가증권 911종목, 코스닥 1,511종목, ETF, ELW, 부동산투자회사, 주식예탁증권 등은 제외했음) ATV, AR, ACP를 산정한다. 단, 관리종목 지정 등의 사유로 거래가 정지된 종목은 산정 대상에서 제외했다. 세 지표 모두 높은 양(+)의 값을 가질수록 평소(직전 20영업일간 평균 거래량) 대비 비정상적 급등이 발생한 관심 특정종목이라 할 수 있다. 종목별로 산정한 관심 특정주 지표값을 일별로 높은 수치에서 낮은 수치순으로 정렬한 후 10개 그룹으로 구분했다(10분위수). 이러한 구분 작업을 시장별(유가증권, 코스닥), 일별로 진행하여 10분위수 값을 지정했다. 정리하면

1) 단순한 초과수익률 모형을 적용했다는 지적이 있을 수 있으나, Brown and Warner(1985)의 연구에 따르면 사건연구(Event study)에서 측정되는 수익률(stock return) 유용성을 비교한 결과, BM(Bench mark)수익률을 CAPM으로 정교하게 측정하더라도 모형의 유의성에서 큰 차이가 없다는 지적을 하고 있다. 국내에서도 정형찬(1997, 2006)이 수익률 모형간 사건연구 검정력에서 큰 차이가 없음을 밝히고 있다.

유가증권 911종목을 일별로 ATV 값을 산출한 후, 당일 유가증권시장 내 ATV값이 높은 순에서 낮은 순으로 종목을 정렬한 후, 이를 10개 그룹으로 나눈다. 이러한 구분 작업을 연구기간 1,475영업일 일별로 진행한 것이다. 코스닥시장에 포함된 종목들도 동일한 방법으로 일별로 10분위 그룹을 지정한다. 이를 AR과 ACP에서도 동일하게 반복하여 모든 종목에서 일별 10분위 그룹을 지정한 것이다. 결국, 가장 높은 10분위에 속할수록 거래량, 수익률, 게시판 글이 급증한 관심 특징종목이라고 할 수 있다. 이어서 ATV, AR, ACP 분위가 높을수록 (거래량, 수익률, 게시글이 급증할수록) 하단에서 설명할 개인투자자들의 익일 매수 우위 성향(BSI지수)이 더욱 뚜렷한지를 살펴보았다.

다음으로 매수 우위 성향을 나타내는 BSI(Buy Sell Imbalance) 산식은 식 (4-1)~식 (4-3)과 같다. 매수 우위 수준을 호가량, 거래량, 거래대금 기준으로 각각 산출했다. 호가는 당일 종목에서 투자자별(개인, 기관, 외인) 매수호가량에서 매도호가량을 뺀 수치이고, 거래량은 투자자별로 매수거래량에서 매도거래량을 뺀 수치이고, 두 지표 모두 당일 종목의 거래량을 기준값(분모)으로 나누었다. 거래대금은 투자자별 매수거래대금에서 매도거래대금을 뺀 후 당일 거래대금으로 나누었다. 산식 (4) 산출값이 양(+)의 값일수록 매수 우위 성향이 높다고 할 수 있다. 단순히 당일 거래된 수량이나 금액만으로 집계하지 않고 호가량도 집계 대상으로 한 이유는 투자자들의 매수 의사도 참고하기 위함이다. 매수호가는 실제 체결은 아니더라도 투자자들의 매수하고자 하는 의사가 어느 정도 수준인지 확인할 수 있기 때문에 매수 우위 성향을 판단하는 지표로 포함했다. 실제로 매수 체결을 행한 BSI거래량, BSI거래대금을 매수 우위 성향의 주요 지표로 설정하고, BSI호가량은 보조 판단 지표로 활용코자 한다.

$$BSI_{\text{호가량}} = (\text{당일 종목 매수호가량} - \text{당일 종목 매도호가량}) \div (\text{당일 종목 거래량}) \quad (4-1)$$

$$BSI_{\text{거래량}} = (\text{당일 종목 매수거래량} - \text{당일 종목 매도거래량}) \div (\text{당일 종목 거래량}) \quad (4-2)$$

$$BSI_{\text{거래대금}} = (\text{당일 종목 매수거래대금} - \text{당일 종목 매도거래대금}) \div (\text{당일 종목 거래대금}) \quad (4-3)$$

결국, 투자자들의 관심 수준을 의미하는 거래량 급증 지표(ATV), 수익률 급증 지표(AR), 게시글 급증 지표(ACP)가 높을수록 개인투자자들의 익일 BSI가 높을지를 살펴, 개인 투자자들이 관심 특징종목을 순매수하는 성향이 있는지를 살펴보고자 한다. 이때 당일 BSI가 아니라 익일 BSI를 측정하는 것은 개인투자자들의 관심 특징종목 인지 시점을 감안한 것이다. 개인투자자들은 거래량, 수익률, 게시글 급증한 종목을 당일 장종료 시점에 인지하고 동 정보를 익일 투자에 반영할 가능성이 높기 때문이다. 투자자들의 관심을 유발하는 이벤트

발생이 개인들의 집중 매수행위를 유발했는지를 밝히는 것이 본 연구의 주요 목적이므로 전일 투자자 관심 요인 발생과 익일 개인들의 집중 매수행위 발생간 선후관계 설정으로 잠재적 내생성 이슈를 해소하고자 한다.

더불어 개인들이 관심 종목 중심의 매수양태를 보인다면 전문적 투자자들은 공신력 있고 전문적 공개정보에 의존하는 성향이 있는지를 살피겠다. 전문적 공개정보로 기업공시, 뉴스, 애널리스트 기업분석 보고서의 세 가지로 설정했다. 우리나라 자본시장법²⁾은 상장기업이 ‘주가에 영향을 미칠 주요 경영사항’을 의무적으로 즉각 공시하도록 하고 있고, 공시 대상인 ‘주요 경영사항’을 한국거래소 공시규정으로 열거하도록 하고 있다. 무엇보다 허위 혹은 불성실공시에 대해서는 상장폐지까지 가능토록 하여 투자자들이 공시정보를 신뢰하고 투자할 수 있다. 하지만 공시만으로 매수우위 혹은 매도우위를 살피는 방법론은 공시의 내용을 살피지 않는 한계가 있다. 예컨대 감사, 영업정지와 같은 악재가 있는 반면, 무상증자 같은 호재도 있어 공시내용에 대한 분석 없이 공시여부만으로 전문투자자들의 매수 우위 성향을 살피는 것은 적절하지 않을 수 있다. 따라서 공시사항 중 호재와 악재 요건을 동시에 갖추고 투자자에 미치는 영향이 큰 공시항목을 집중적으로 분석하고자 한다. 실적공시 가운데 내부결산 결과 직전 대비 매출액, 영업이익, 순이익 30%(대형법인은 15%) 이상 변동 발생 공시가 집중 분석 대상이다. 실적 급증 혹은 급감 공시와 실적 규모를 중심으로 전문적 투자자들의 매매양태를 살펴 기관이나 외인들이 공신력 있고 전문적인 정보에 민감하게 의존하는 성향이 있는지 살폈다. 이어서 공신력 있는 주요 뉴스매체 발표 직후 전문투자자들의 매매양태도 살피고자 한다. 뉴스정보는 증권관련 뉴스 제공에 특화된 언론사 뉴스제공 정보에 기반하여 연구를 진행했다. 뉴스핌, 머니투데이, 이데일리, 연합뉴스의 4개 언론사가 종목코드를 병행하여 한국거래소에 제공하고 있는 뉴스 DB를 기초로 집계했다. 연구기간 총 939,703건의 세부 뉴스 내용을 살피는 것은 불가능하여 호재 혹은 악재 파악이 어려우므로 참고용으로만 활용하고자 한다. 즉, 특정일 해당 기업에 대한 뉴스가 발표되는 익일과 그렇지 않은 영업일간 투자자 유형별 매매양태에 차이가 있는지 살폈다. 마지막으로 애널리스트 보고서는 특정일 해당기업 보고서가 발표되고 익일 투자자별 매매양태를 살폈다. 국내 애널리스트 보고서 특성상 매도 추천이 거의 존재하지 않아 기업분석 보고서가 발표된 영업일은 호재가 발표된 것으로 보아도 무방하므로 발표일 익일 전문투자자들의 매수 우위 성향이 관찰되는지 살폈다.

이상 본 연구 방법론으로 활용되는 관심 특징종목 지표, 전문 공개정보, 그리고 매수 우위 성향 판단 지표에 대한 정의 및 요약은 <표 1>과 같다.

2) 자본시장과금융투자업에관한법률 제159조~161조, 제391조

<표 1> 방법론 및 주요 지표(관심 특징주 및 매수우위 성향) 산식

구분	변수명	변수별 산식설명
관심 특징주 지표	■ 거래량 급증(ATV)	■ ATV(Abnormal trading volume) = (종목별 당일 거래량 ÷ 직전 20영업일간 평균 거래량)×100
	■ 수익률 급증(AR)	■ AR(Abnormal Return) = (종목별 당일 초과수익률 ÷ 직전 20영업일간 종목의 평균 초과 수익률)×100 where, 초과 수익률 = 당일 종목 수익률 - 당일 해당 종목 소속 업종 지수 수익률
	■ 게시글 급증(ACP)	■ ACP(Abnormal Community Post) = (종목별 당일 인터넷 주식 토론방 게시판 글 건수 ÷ 직전 20영업일간 평균 게시판 글 건수)×100 where, 네이버, 다음, 팍스넷 종목 토론방 게시글 건수 집계(게시글의 대표성이 높은 것으로 판단됨)
전문 공개정보	■ 기업공시 • 실적급변공시	■ 자본시장과금융투자업에관한법률 제159조~161조, 제391조 • 직전분기 대비 매출액, 영업이익, 순이익 중 30%(대형법인은 15%)이상 급변
	■ 뉴스정보 ■ 애널리스트 보고서	■ 뉴스핌, 머니투데이, 연합뉴스, 이데일리 제공 상장기업별 뉴스 정보 ■ FnGuide 제공 증권사별 상장기업 리포트
매수 우위 성향 지표	■ BSI호가량	■ BSI호가량=(당일 종목별 매수호가량-당일 종목별 매도호가량)÷(당일 종목 거래량)
	■ BSI거래량 ■ BSI거래대금	■ BSI거래량=(당일 종목별 매수거래량-당일 종목별 매도거래량)÷(당일 종목 거래량) ■ BSI거래대금=(당일 종목별 매수거래대금-당일 종목별 매도거래대금)÷(당일 종목 거래대금)

본 연구의 대상기간, 대상종목 및 데이터와 그 출처는 다음과 같다. 연구 대상기간은 2016년 1월 4일부터 2021년 12월 30일의 6년간 총 1,475영업일을 대상기간으로 설정했다. 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 주권 총 2,422개 종목(유가증권 911종목, 코스닥 1,511 종목)을 대상종목으로 분석했고, ELW, ETF, ETN, 부동산투자회사(리츠) 및 코넥스는 분석대상에서 포함하지 않았다. 실증검증을 위해 활용된 주요 데이터 및 요약 통계량은 <표 2>와 같다. 투자자 관심 특징주 판단 및 BSI 지표 측정을 위한 종목별·일별 호가량, 거래량, 시총, 거래대금, 종가, 수익률 및 투자주체별(개인·기관·외인) 데이터는 한국거래소 정보데이터 시스템(data.krx.co.kr)을 통해 확보했다. 상장기업의 공시여부, 공시일 및 분기별 실적상세내역(매출액, 영업이익, 순이익)은 한국거래소 기업공시채널(kind.krx.co.kr)을 통해 확보했다. 종목별 애널리스트 보고서 발표일과 발표건수는 애프엔가이드가 제공하는 증권사 기업리서치 리포트를 집계한 것이다. 종목별 게시판 글 건수는 네이버, 다음, 팍스넷 증권토론방 종목별·일별 게시판 글 건수를 합산했고, 뉴스 건수는 뉴스핌, 머니투데이, 연합뉴스, 이데일리 뉴스사가 제공하는 종목별 관련 뉴스 정보를 집계한 한국거래소 뉴스 DB를 활용했다.

<표 2> 요약통계량

호가건수는 취소주문을 제외한 매수/매도 정상 혹은 정정 주문을 합계함. 체결건수는 매수 및 매도 체결건수 합계임. 개인/기관/외인비중은 전체 매수거래량중 개인/기관/외인 투자자 매수거래량이 차지하는 비중임. 제시판글 건수는 네이버, 다음, 팍스넷 종목토론 제시판 게시글을 합산한 수치임. 애널리스트 보고서 건수는 FnGuide가 제공하는 증권사 기업리포트,합계건수임. 뉴스건수는 뉴스핌, 머니투데이, 이데일리, 연합뉴스 제공 상장기업 뉴스 건수를 합산한 수치임. 기업공시채널(kind.krx.co.kr)의 상장기업 공시건수를 합산한 수치임.

Panel A: 유가증권

연도	호가건수	체결건수	시가총액(억원)	거래량	거래대금 (억원)	개인 비중	기관 비중	외인 비중	제시판글 건수	애널리스트 보고서건수	뉴스건수	기업 공시 건수
2016	1,282,518,582	888,610,308	3,108,712,488	92,686,041,092	11,126,687	84.66%	6.24%	9.11%	6,565,939	23,934	83,386	9,279
2017	1,333,150,945	911,408,133	3,645,555,696	82,731,042,375	12,941,596	81.16%	7.19%	11.65%	5,797,220	24,248	68,069	9,369
2018	1,647,174,142	1,124,690,805	3,773,885,604	97,105,193,258	15,978,639	80.71%	5.72%	13.57%	7,813,890	21,064	85,320	9,767
2019	1,640,143,952	1,098,699,446	3,447,850,802	115,797,793,783	12,274,925	78.28%	5.96%	15.76%	6,596,554	23,040	108,858	10,041
2020	2,937,223,388	1,946,256,257	3,734,178,400	222,023,578,711	30,257,034	86.21%	4.70%	9.09%	14,576,004	20,093	131,530	10,317
2021	3,756,676,478	2,415,832,969	5,253,541,043	252,978,047,384	37,290,756	88.00%	4.05%	7.95%	15,090,125	18,336	140,781	12,335
합산	12,596,887,487	8,385,497,918	22,963,724,033	863,321,696,603	119,869,638	84.34%	5.21%	10.45%	56,439,732	130,715	617,944	61,108

Panel B: 코스타

연도	호가건수	체결건수	시가총액(억원)	거래량	거래대금 (억원)	개인 비중	기관 비중	외인 비중	제시판글 건수	애널리스트 보고서건수	뉴스 건수	기업공시 건수
2016	1,404,978,646	958,594,252	503,884,854	170,802,600,586	8,349,127	94.27%	1.22%	4.51%	10,346,637	8,462	47,334	10,288
2017	1,528,741,628	1,048,803,986	538,660,135	178,695,183,902	8,963,090	92.06%	1.60%	6.34%	9,840,890	8,672	33,977	10,830
2018	1,855,250,250	1,275,500,970	653,367,746	193,434,827,199	12,018,581	88.33%	2.13%	9.54%	10,615,581	7,092	36,167	11,278
2019	2,150,088,817	1,498,023,580	580,325,266	202,851,476,315	10,601,205	91.45%	1.51%	7.04%	10,998,342	8,309	65,237	11,613
2020	3,874,763,050	2,671,271,347	703,823,492	404,649,927,848	26,821,867	91.63%	0.80%	7.57%	18,878,066	7,639	70,357	13,079
2021	4,372,704,834	2,938,169,141	986,969,378	423,766,888,649	28,301,952	91.55%	1.28%	7.17%	18,004,635	7,154	68,687	13,232
합산	15,186,527,225	10,390,363,276	3,967,030,870	1,574,200,904,499	95,055,822	91.55%	1.28%	7.17%	78,684,151	47,328	321,759	70,320

IV. 실증 검증결과 및 분석

1. 거래량 급증 분위별 매수우위 성향

개인투자자는 거래량이 급증하여 다수 투자자들의 관심이 집중된 종목 중심으로 매수하는 경향이 있는지 살피고자 한다. 거래량 급증 지표(ATV)값을 산출 후, 이를 10분위로 구분하고, 각 분위수에 속하는 종목그룹들의 평균 매수 우위 성향(BSI)을 호가, 거래량, 거래대금기준으로 집계한 결과가 <표 3>이다. 세로축 ATV 10분위수 설정 방법은 다음과 같다. 먼저, 일별 상장 종목별로 식 (1)에 따라 직전 20영업일 대비 당일 거래량을 나누어 당일 거래가 평소(직전 20영업일 평균) 대비 얼마나 증가했는지를 측정한다. 당일 유가증권 및 코스닥 시장별 소속된 상장 종목에 대한 ATV 값을 산출한 후, 유가·코스닥 시장별로 가장 높은 ATV값부터 가장 낮은 순으로 정렬한다. 이어서 10개의 그룹으로 구분한 후 가장 낮은 1분위부터 가장 높은 10분위까지 분위값을 부여한다. 동시에 일별, 종목별로 개인·기관·외인 투자자들의 매수 우위 성향 지표(BSI)를 산출한다. 당일 매수 우위 성향은 거래량을 기준(분모값)으로 (i) 매수호가가 매도호가 보다 얼마나 많은지(BSI호가), (ii) 매도거래량을 초과하는 매수거래량 수준(BSI거래량), (iii) 매도거래대금을 초과하는 매수거래대금 규모(BSI거래대금)를 각각 산정한다. 이와 같은 ATV 분위 설정 및 BSI 산정 작업을 연구기간 1,475영업일간 일별로 상장 전 종목을 대상으로 시행한 후, ATV 분위별 BSI 평균값을 산출한 결과가 <표 3>이다. 따라서 세로축 하단방향으로 ATV 분위가 높을수록(10분위) 개인투자자들의 매수우위 성향(BSI)이 높아지는지를 중점적으로 살폈다.

우선, 코스닥시장 개인투자자들이 거래량이 급증하여 다수 투자자들의 관심이 집중되는 종목그룹에서 순매수 중심의 매매양태를 보이는 것으로 판단된다. <표 3>의 Panel B에서 보는 바와 같이, 거래량 BSI가 ATV 7분위에서부터 +0.0019로 양의 값을 보이기 시작하면서 상위 분위로 올라갈수록 +0.0039(8분위) → +0.0074(9분위) → +0.0081(10분위)로 단조적으로 증가하는 것을 확인할 수 있고, 거래량 BSI 평균값들의 t값들도 모두 유의한 수준인 것을 알 수 있다. 더불어 ATV 최상위(10분위)와 최하위(1분위)간 호가량·거래량·거래대금BSI 평균값을 차감한 값이 각각 +2.2377, +0.0231, +0.0229로 모두 유의한 양(+)의 값을 보임을 알 수 있다. 그에 비해 전문적 투자자인 기관과 외인들은 거래량 급증 분위가 높아질수록 매수 우위의 매매양태를 보인다고 보기 어렵다. 다만 외인들의 매매양태가 개인투자자들과는 정반대의 패턴을 보이는 특이점이 관찰된다. <표 3>의 Panel B 외인투자자 집계내역에서도 거래량 급증 7분위까지 매수 우위의 양(+)의 BSI거래량 값이 감소하는 패턴을 보이다가 (0.0155→0.0083→0.0059→0.0045→0.0042→0.0026→0.0018) 8분위부터는 매도 우위 양태인

<표 3> 거래량 급증 지표(ATV) 분위별 매수 우위 성향(BSI)

거래량 급증(ATV) 분위별, 투자자별(개인/기관/외인) 매수우위 성향(BSI)을 집계한 내역임. BSI(Buy Sell Imbalance)는 매수우위 성향을 나타내는 지표이며, 호가량/거래량/거래대금을 기준으로 산출(산출식 <표 2> 참조). ATV분위는 종목별/일별 거래량 급증 수준이 낮은 1분위, 가장 높은 값은 10분위를 부여함. 차이(10-1)는 최상위분위(10분위)에서 최하위(1분위) BSI평균값을 차감한 것임. t는 t-value로써 는 유의수준 90%, **는 95%, ***는 99%수준에서 유의함을 의미함. t-value 산정시 표준오차는 군집표준오차로 보정했으며 군집변수는 업종으로 함.

Panel A: 유기증권

BSI ATV 분위	개인투자자				기관투자자				외인투자자									
	거래량BSI		거래량BSI	t	거래대금BSI		거래대금BSI	t	호가량BSI		호가량BSI	t	거래량BSI		거래량BSI	t		
	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t		
1	-10.0918***	-3.88	-0.0130***	-21.37	-0.0122***	-18.90	0.3833***	2.35	-12.3238	-1.15	-86.6205	-0.96	0.2637***	3.20	-4.8172***	-2.65	-63.4250***	-2.75
2	-3.5721***	-7.14	-0.0038***	-6.14	-0.0025***	-4.04	0.3157***	20.87	0.7394	0.69	10.5182	0.97	-0.0264	-1.12	-1.0747*	-1.89	4.7717*	1.69
3	-2.0275***	-6.91	0.0013***	2.10	0.0019***	3.06	0.3044***	12.39	0.7809	0.82	6.5610*	1.71	-0.0531***	-2.87	0.6108*	1.75	-0.6210	-0.66
4	-1.5667***	-4.01	0.0042***	7.08	0.0045***	7.41	1.5791	1.20	0.6437	0.79	-0.4892	-0.23	-0.0087	-0.57	0.1854	0.39	-0.1736	-0.11
5	-1.2171***	-5.34	0.0062***	10.44	0.0064***	10.71	0.2838***	17.70	-0.4582*	-1.92	0.0676	0.07	-0.0341***	-5.88	-0.2832*	-1.66	-0.8585	-0.97
6	-0.8452***	-3.09	0.0082***	13.95	0.0086***	14.57	0.2464***	23.45	0.1000	0.28	-4.3856	-1.18	-0.0142	-0.94	-0.8403	-1.21	-0.3782	-0.91
7	-0.8652***	-4.66	0.0091***	15.64	0.0093***	15.81	0.2126***	3.34	-1.2992*	-1.70	-11.2877	-1.70	-0.0213**	-2.29	-0.1249	-0.77	0.0821	0.09
8	-1.3271***	-7.29	0.0108***	18.27	0.0111***	18.68	0.2556***	29.24	-0.0832	-0.14	-5.4079	-0.99	-0.0181***	-3.95	-0.2059	-0.73	-2.3878**	-2.01
9	-2.4134***	-3.25	0.0112***	18.49	0.0109***	17.83	0.5694*	1.91	2.6882**	2.00	10.2551	1.54	-0.0185**	-2.15	0.0923	0.32	6.4476*	1.74
10	-3.5962***	-3.72	0.0073***	11.96	0.0080***	13.03	0.2762***	2.75	-0.7791	-0.49	-60.9631	-0.91	-0.0656	-1.36	0.3178	0.38	0.2307	0.06
차이 (10-1)	6.4956***	3.80	0.0203***	4.71	0.0203***	2.94	-0.1071***	-2.55	11.5447	0.82	25.6574	0.94	-0.3293	-0.92	5.1350	1.14	63.6557	1.35

Panel B: 코스닥

BSI ATV 분위	개인투자자				기관투자자				외인투자자									
	호가량BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래량BSI							
	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균						
1	-3.4673***	-4.43	-0.0150***	-49.79	-0.0144***	-47.29	1.0728	1.08	-0.0009***	-5.08	-0.0013***	-6.92	0.0075***	5.29	0.0155***	57.74	0.0148***	55.10
2	-1.6008***	-11.22	-0.0074***	-25.08	-0.0071***	-24.10	0.3909	1.30	-0.0024***	-12.67	-0.0024***	-12.97	-0.0087***	-7.63	0.0083***	31.84	0.0079***	30.03
3	-1.4459***	-72.90	-0.0036***	-11.65	-0.0032***	-10.42	0.0264***	18.02	-0.0035***	-16.56	-0.0036***	-17.32	-0.0152***	-13.62	0.0059***	21.50	0.0054***	19.53
4	-1.4337***	-35.25	-0.0020***	-6.15	-0.0018***	-5.45	0.0289***	14.01	-0.0045***	-19.49	-0.0045***	-19.64	-0.0179***	-17.47	0.0045***	15.71	0.0041***	14.40
5	-1.3020***	-66.65	-0.0010***	-2.93	-0.0008***	-2.32	0.0335***	13.46	-0.0051***	-20.68	-0.0051***	-20.91	-0.0155***	-16.39	0.0042***	14.11	0.0038***	12.88
6	-1.3361***	-16.30	0.0002	0.67	0.0004	1.20	0.0733*	1.71	-0.0053***	-20.31	-0.0053***	-20.39	-0.0176***	-18.61	0.0026***	8.54	0.0023***	7.50
7	-1.1923***	-51.85	0.0019***	5.34	0.0021***	5.88	0.0272***	14.89	-0.0063***	-23.49	-0.0063***	-23.51	-0.0389*	-1.82	0.0018***	5.78	0.0015***	4.71
8	-1.2258***	-27.82	0.0039***	10.64	0.0040***	11.01	0.0305***	11.63	-0.0062***	-22.60	-0.0062***	-22.58	-0.0204***	-15.51	-0.0004	-1.40	-0.0008***	-2.54
9	-1.2773***	-3.76	0.0074***	20.96	0.0078***	21.95	-0.0095	-0.31	-0.0043***	-16.01	-0.0044***	-16.40	-0.0276***	-26.38	-0.0059***	-19.53	-0.0063***	-20.95
10	-1.2296***	-3.89	0.0081***	28.64	0.0085***	29.83	0.3605	1.08	-0.0012***	-5.49	-0.0012***	-5.89	-0.0285***	-37.40	-0.0089***	-37.88	-0.0093***	-39.40
차이 (10-1)	2.2377***	4.16	0.0231***	10.57	0.0229***	8.73	-0.7123	-1.08	-0.0002***	-5.29	0.0001***	6.40	-0.0359***	-16.05	-0.0244***	-9.93	-0.0241***	-7.85

-0.0004를 보이면서 -0.0059(9분위), -0.0089(10분위)로 매도 우위세가 더욱 강화됨을 알 수 있다. 전술한 개인투자자의 거래량 BSI값과는 정반대의 패턴을 보이는 것이다. 증시 참여자를 크게 개인, 기관, 외인의 3명으로만 가정하면 매수체결을 위한 매도 상대방이 존재해야 하는 상황에서 개인의 매수물량 공급을 외인들이 제공(매도체결)하는 역할을 했다 할 수 있다.

유가증권시장 개인투자자들도 거래량 급증 분위(ATV)가 높아질수록 매수우위 성향 지표(BSI)가 증가하는 추이가 관찰되지만 가장 높은 10분위에서 증가세가 반전하는 패턴도 보인다. 구체적으로 <표 3> Panel A 개인투자자 거래량 BSI를 보면 0.0082(6분위)→0.0091(7분위)→0.0108(8분위)→0.0112(9분위)까지 단조적으로 증가하다 거래량 급증이 가장 큰 10분위에서는 0.0073으로 하락했다. 또한 <표 3> Panel A에서 최상위와 최하위 간 차이값이 모두 유의한 양(+)의 값을 보인다(+6.4956, +0.0203, +0.0203). 그에 비해 기관이나 외국인에게서 거래량 급증 정도가 높아질수록 매수 우위 성향이 증가하는 패턴은 관찰되지 않는다.

2. 수익률 급증 분위별 매수우위 성향

개인투자자는 수익률이 급증하여 투자자들 관심이 집중되는 종목 중심으로 매수하는 양태가 있는지 살폈다. 당일 종목 수익률과 그 종목이 속한 업종의 수익률을 감하여 초과수익률을 산출하고, 이러한 초과수익률이 높은 순에서 낮은 순으로 배열한 후 10분위수로 구분하고, 해당 분위수에 속하는 종목그룹들의 평균 매수 우위 성향(BSI)을 호가, 거래량, 거래대금을 기준으로 집계한 결과가 <표 4>이다.

우선, <표 4>의 Panel B에서 보는 바와 같이, 코스닥시장의 매수 우위성향(BSI)은 초과수익률(AR) 수준이 가장 낮은 종목그룹(1분위(0.0038), 2분위(0.0010))과 초과수익률이 가장 높은 종목그룹(10분위(0.0026))에서 높게 나타나는 U-Shape 양태를 보이는 것을 알 수 있다. 본 연구 서론에서 개인들은 수익률이 급등한 종목들에 관심을 가져 이러한 종목 중심으로 매수하는 성향을 보인다고 가정했다. 초과수익률이 가장 낮은 그룹에서도 개인들의 집중매수 양태가 발생하는 것은 어떻게 봐야 할까? 재무이론에서 상승하는 수익률 추세에 편승하여 수익률 승자(Winner)를 매수한다는 추세추종 가설(Momentum)과 그에 비해 수익률 패자(Loser)의 상승 반전을 기대하면서 이 종목들을 매수한다는 역추세추종 가설(Contrarian)은 상호 배치되면서도 주류 이론으로 통용된다. 상기 이론에 따르면 투자자들의 관심이 집중되는 종목은 수익률이 가장 높거나 가장 낮은 종목들이라 하겠다. 이런 투자자들의 관심 추이가 매수에 반영된 양태가 U-Shape 패턴이라 할 수 있는데 코스닥시장 개인투자자가 전형적인 U-Shape 양태이다. 달리 말해, 개인들이 최고, 최저 수익률 종목 중심으로 매수할 경우 외국인들은 거래상대방이 되어 역U-Shape 양태를 보여주고 있다.

<표 4> 초과수익률 급증 지표(AR) 분위별 매수 우위 성향(BSI)

수익률 급증(AR) 분위별, 투자자별(개인/기관/외인) 매수우위 성향(BSI)을 집계한 내역임. BSI(Buy Sell Imbalance)는 매수우위 성향을 나타내는 지표이며, 호가량/거래량/거래대금을 기준으로 산출. AR분위는 종목별/일별 수익률 급등 수준이 낮은 1분위, 가장 높은 값은 10분위를 부여함. 차이(10-1)는 최상위분위(10분위)에서 최하위(1분위) BSI평균값을 차감한 것임. t는 t-value로써 *는 유의수준 90%, **는 95%, ***는 99%수준에서 유의함을 의미함. t-value 산정시 표준오차는 군집표준오차로 보정했으며 군집변수는 업종으로 함.

Panel A: 유가증권

AR 분위	BSI						개인투자자						기관투자자						외인투자자					
	호가량BSI		거래대금BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래대금BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래대금BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래대금BSI		거래량BSI	
	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t
1	-4.0613***	-5.95	0.0016***	2.63	0.0019***	3.10	0.3962***	4.88	-7.2856	-9.90	-67.5045	-1.11	-0.0822*	-1.83	-0.2230	-0.41	-1.6962	-0.76						
2	-3.8082***	-5.52	0.0018*	3.07	0.0022*	3.58	0.3859***	4.01	2.2440	1.32	-14.5879	-1.46	-0.0105	-0.39	-0.4575	-0.74	-9.3577	-0.97						
3	-1.9833***	-4.39	-0.0008	-1.30	-0.0007	-1.12	0.2681***	18.94	-0.3944	-0.30	-0.6942	-0.07	-0.0158	-0.75	-0.2683	-0.52	-12.5727	-1.38						
4	-2.8817***	-2.52	0.0019***	3.22	0.0022*	3.61	0.2603***	10.50	-0.7997	-0.65	8.6742	0.89	0.0107	0.45	-0.7545	-1.42	2.0205	0.40						
5	-2.9930***	-2.68	0.0060***	10.06	0.0063	10.58	0.5493*	1.64	0.1028	0.15	35.4242*	1.82	-0.0173	-0.68	-1.2188**	-2.00	-8.3003	-1.57						
6	-2.2432***	-2.85	0.0084***	14.10	0.0087	14.43	0.3111***	11.46	0.6792	0.65	-18.1385	-1.33	0.0240	0.89	-0.4605	-0.52	-5.3388	-1.04						
7	-1.8417***	-2.99	0.0090***	14.81	0.0096***	15.60	1.5298	1.15	0.7379	0.54	-2.4024	-0.54	0.0004	0.02	0.2372	0.23	-6.9224	-0.69						
8	-1.5307**	-2.29	0.0075***	12.21	0.0084	13.51	0.2541***	11.42	0.2469	0.36	8.8134***	2.37	0.0450	1.51	-1.3680**	-2.05	-1.8845	-1.17						
9	-1.6879***	-3.97	0.0083***	13.55	0.0087***	14.09	0.1754***	2.59	-1.7821	-1.28	-50.9824	-0.84	-0.0122	-0.69	-0.1280	-0.54	-0.4334	-0.27						
10	-1.8118*	-2.04	0.0057*	9.50	0.0061	9.92	0.2883***	5.48	-1.2086	-1.33	-22.9735	-0.89	0.0042	0.17	-0.5308	-1.43	0.8321	0.27						
차이 (10-1)	2.2495***	3.99	0.0041***	6.06	0.0042***	6.51	-0.1079***	-5.18	6.0770	1.11	44.5310	1.00	0.0864	0.83	-0.3078	-0.92	2.5283	0.25						

Panel B: 코스닥

AR 분위	BSI						개인투자자						기관투자자						외인투자자					
	호가량BSI		거래대금BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래대금BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래대금BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래대금BSI		거래량BSI	
	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t
1	-1.8384***	-8.57	0.0038***	11.47	0.0042	12.70	1.2647	1.31	-0.0012***	-5.31	-0.0014***	-6.05	-0.0331***	-24.62	-0.0048***	-16.78	-0.0052***	-18.14						
2	-1.5080***	-3.19	0.0010***	2.99	0.0013***	3.77	0.4010	1.23	-0.0018***	-7.74	-0.0019***	-8.20	-0.0269***	-27.49	-0.0019***	-6.49	-0.0024***	-8.23						
3	-1.2894***	-4.12	-0.0012*	-3.66	-0.0009	-2.76	0.0204*	1.98	-0.0024***	-10.36	-0.0025***	-10.83	-0.0170***	-15.25	0.0013***	4.42	0.0008***	2.81						
4	-1.5825***	-17.14	-0.0025***	-7.60	-0.0022***	-6.75	0.0150	1.19	-0.0028***	-12.30	-0.0028***	-12.48	-0.0143***	-13.56	0.0037***	13.14	0.0032***	11.47						
5	-1.4631***	-22.57	-0.0029***	-8.78	-0.0027	-8.17	0.0248***	9.60	-0.0046***	-20.20	-0.0046***	-19.84	-0.0113***	-11.71	0.0055***	19.40	0.0050***	17.99						
6	-1.2004***	-14.24	-0.0033***	-10.07	-0.0030***	-9.08	0.0230***	12.34	-0.0038***	-25.34	-0.0039***	-25.26	-0.0074***	-6.53	0.0069***	24.39	0.0065***	23.10						
7	-1.9871***	-3.76	-0.0036***	-10.87	-0.0032	-9.82	0.2081	0.59	-0.0063***	-26.65	-0.0063***	-26.45	-0.0047***	-4.52	0.0085***	29.74	0.0081***	28.20						
8	-1.4179***	-22.48	-0.0024***	-7.07	-0.0021	-6.36	0.0811	1.13	-0.0067***	-28.09	-0.0068***	-28.31	-0.0049***	-4.53	0.0079***	27.03	0.0074***	25.45						
9	-1.4530***	-20.96	-0.0003	-0.92	-0.0001	-0.19	0.0014	0.06	-0.0048***	-20.16	-0.0049***	-20.86	-0.0144***	-14.42	0.0037***	12.78	0.0033***	11.40						
10	-1.7762***	-4.60	0.0026***	7.95	0.0029***	8.75	0.0150	0.86	-0.0025***	-10.54	-0.0027***	-1.98	-0.0473***	-2.33	-0.002***	-7.79	-0.0025***	-8.85						
차이 (10-1)	0.0622**	6.58	-0.0012***	-9.71	-0.0013***	-10.72	-1.2497	-1.09	-0.0012***	-7.93	-0.0012***	-4.02	-0.0142***	-13.47	0.0028***	12.28	0.0026***	13.49						

유가증권시장 개인투자자들은 <표 4> Panel A에서 보는 바와 같이, 수익률 급증(AR) 분위가 높아질수록 매수 우위 매매양태(BSI)를 보이지 않는다. 따라서 유가증권시장에서 개인투자자들은 초과수익률에 따른 관심도에 따라 매수 우위의 양태를 보인다고 결론 내리기 어렵다.

3. 게시글 급증 분위별 매수우위 성향

개인투자자는 인터넷 커뮤니티 해당종목 게시글이 급증하여 투자자들의 관심이 집중한 종목 중심으로 매수하는 경향이 높은지 살피고자 한다. 당일 종목 게시글이 직전 20영업일 평균 게시글과 비교하여 급증한 정도에 따라 분위수를 집계한 것이 세로축 ACP분위이다. 해당 분위수에 속하는 종목그룹들의 평균 매수 우위 성향(BSI)을 호가, 거래량, 거래대금을 기준으로 집계한 결과가 <표 5>이다.

우선, 코스닥시장 개인투자자들은 게시글이 급증한 종목들일수록 순매수 중심의 매매양태를 보이는 것으로 판단된다. <표 5>의 Panel B에서 보는 바와 같이, 거래량 BSI가 ACP 7분위에서부터 +0.0004로 양의 값을 보이면서 8분위 +0.0001, 9분위 +0.0011, 10분위 +0.0014로 증가하는 것을 확인할 수 있다. 그에 비해 기관이나 외국인들은 게시글이 급증한 종목 위주로 매수한다고 보기 어렵다. 단, 앞선 ATV나 AR과 동일하게 ACP에서도 외국인들은 개인투자자들과 정반대의 매매패턴을 보여, 투자자 관심도 대응 세 지표에서 모두 일관되게 외국인들은 개인들의 매수 상대방이 되는 것으로 추정된다. 다음으로, 유가증권시장 개인투자자들도 거래량 급증 분위가 높아질수록 매수우위 성향이 커지는 패턴이 관찰된다. <표 5>의 Panel A 개인투자자 거래량 BSI를 보면 2분위부터 분위수가 높아질수록 거래량 BSI값이 단조적으로 증가함을 알 수 있다(0.0012→0.0029→0.0034→0.0043→0.0060→0.0073→0.0086→0.0098). 더불어 최상위(10분위)와 최하위(1분위)간 호가량·거래량·거래대금BSI 평균 값을 차감한 값이 각각 +3.1913, +0.0062, +0.0047로 모두 유의한 양(+)의 값을 보임을 알 수 있다.

앞선 ATV 및 AR에서는 코스닥 시장에서만 매수우위 성향이 뚜렷하게 나타나는 경향이 있었지만, 게시글 급증(ACP)은 유가증권 및 코스닥 양 시장 모두 게시글 급증 분위가 커질수록 매수 우위 성향이 유의한 수준(t 값을 판단)에서 더욱 뚜렷하게 나타남을 알 수 있다.

<표 5> 계시글 급증 지표(ACP) 분위별 매수 우위 성향(BSI)

계시글 급증(ACP) 분위별, 투자자별(개인/기관/외인) 매수우위 성향(BSI)을 집계한 내역임. BSI(Buy Sell Imbalance)는 매수우위 성향을 나타내는 지표이며, 호가량/거래량/거래대금을 기준으로 산출. ACP분위는 종목별/일별 계시글 급증 수준이 낮은 1분위, 가장 높은 값은 10분위를 부여함. 차이(10-1)는 최상위분위(10분위)에서 최하위(1분위) BSI평균값을 차감한 것임. t는 t-value로써 *는 유의수준 90%, **는 95%, ***는 99%수준에서 유의함을 의미함. t-value 산정시 표준오차는 군집표준오차로 보정했으며 군집변수는 업종으로 함.

Panel A: 유가증권

ACP 분위	개인투자자				기관투자자				외인투자자									
	호가량BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래량BSI							
	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t						
1	-6.3181***	-8.37	0.0036***	5.63	0.0058***	8.67	0.4291***	3.89	-9.4187***	-1.25	-93.4975	-1.20	-0.0914**	-1.98	-2.4843*	-1.68	-35.1337**	-2.19
2	-1.1459	-1.36	-0.0024***	-3.81	-0.0023***	-3.55	0.2407***	20.08	-0.0147	-0.01	17.4408	1.03	0.0128	0.34	0.2709	0.83	0.6285	0.82
3	-3.0086***	-2.64	0.0012*	1.93	0.0014**	2.28	0.6763*	1.81	-0.6498	-1.26	-5.0570	-0.71	-0.0025	-0.11	0.2168	0.38	4.9122	1.31
4	0.2054	0.23	0.0029***	4.92	0.0028***	4.65	0.2514***	7.19	0.3378	0.19	-6.7440	-0.53	0.0529	1.63	-0.0265	-0.13	1.0730	0.89
5	-0.2731	-0.12	0.0034***	5.73	0.0034***	5.68	1.6443	1.24	-0.3548	-0.42	4.7938	0.33	-0.0056	-0.32	-0.8156	-1.59	-1.7888	-0.58
6	-2.5393***	-3.09	0.0043***	7.19	0.0042***	7.10	0.2492***	13.69	0.6062	0.81	1.0358	0.05	0.0035	0.14	-0.1938	-0.51	-1.0135	-0.45
7	-1.6828*	-1.72	0.0060***	10.11	0.0062***	10.39	0.2380***	25.35	-0.1208	-0.15	-2.4477	-0.23	0.0264	1.15	-0.6953	-1.57	0.6344	0.51
8	-1.9197***	-3.11	0.0073***	12.21	0.0075***	12.54	0.2186***	4.93	0.2548	0.37	-8.0771	-0.99	-0.0238***	-3.63	-0.8563***	-2.56	-5.6799	-1.63
9	-1.5482	-2.34	0.0086***	14.13	0.0088***	14.30	0.2742***	23.50	1.9151*	1.66	13.3864	1.58	0.0099	0.43	-0.6207*	-1.86	-5.2958*	-1.69
10	-3.1268***	-3.60	0.0098***	16.19	0.0105***	17.07	0.2539***	4.17	1.0084	0.65	-30.9137	-1.29	-0.0103	-0.43	0.4502	1.11	3.4791	1.12
차이 (10-1)	3.1913***	5.98	0.0062***	10.91	0.0047***	12.87	-0.1751***	-4.03	10.4271	0.30	62.5838	1.25	0.0811	1.21	2.9345	0.29	38.6129	0.53

Panel B: 코스닥

ACP 분위	BSI				개인투자자				기관투자자				외인투자자					
	호가량BSI		거래량BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래량BSI		호가량BSI		거래량BSI		거래량BSI			
	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t		
1	-3.7084***	-4.15	-0.0014***	-3.33	-0.0010***	-2.37	1.8639	1.36	-0.0016***	-5.23	-0.0017***	-5.69	-0.0559**	-2.09	0.0002	0.60	-0.0005	-1.35
2	-1.4708***	-17.50	-0.0043***	-13.60	-0.0040***	-12.47	0.0264***	11.60	-0.0023***	-10.90	-0.0025***	-11.45	-0.0097***	-10.99	0.0056***	19.98	0.0052***	18.71
3	-1.3578***	-51.24	-0.0018***	-5.94	-0.0016***	-5.27	0.0318***	5.86	-0.0031***	-14.18	-0.0032***	-14.64	-0.0133***	-14.11	0.0037***	13.63	0.0034***	12.58
4	-1.4264***	-16.16	-0.0018***	-5.68	-0.0016***	-4.90	0.0174	1.48	-0.0033***	-14.64	-0.0033***	-14.64	-0.0158***	-11.93	0.0035***	12.62	0.0031***	11.05
5	-1.3510***	-28.66	-0.0010***	-3.16	-0.0007***	-2.20	0.0284***	22.77	-0.0037***	-16.38	-0.0038***	-16.75	-0.0171***	-14.91	0.0030***	10.60	0.0026***	9.15
6	-1.3450***	-30.13	-0.0013***	-3.93	-0.0010***	-3.20	0.0147	1.30	-0.0043***	-18.47	-0.0043***	-18.66	-0.0150***	-15.21	0.0036***	12.56	0.0031***	11.07
7	-1.3573***	-18.00	0.0004	1.14	0.0007***	2.12	0.0267***	22.49	-0.0047***	-20.08	-0.0048***	-20.35	-0.0150***	-13.47	0.0028***	9.71	0.0024***	8.31
8	-1.3626***	-23.07	0.0001	0.43	0.0004	1.30	0.0285***	15.03	-0.0048***	-20.03	-0.0049***	-20.55	-0.0168***	-16.21	0.0023***	7.89	0.0018***	6.31
9	-1.3910***	-35.71	0.0011***	3.23	0.0013***	3.77	0.0271***	8.99	-0.0056***	-23.26	-0.0056***	-23.29	-0.0171***	-17.70	0.0019***	6.45	0.0014***	4.99
10	-1.3249***	-12.41	0.0014***	4.37	0.0018***	5.45	0.0178***	4.42	-0.0049***	-21.22	-0.0050***	-21.70	-0.0164***	-17.01	0.0010	3.55	0.0005*	1.83
차이 (10-1)	2.3835***	8.28	0.0028	0.52	0.0028	1.54	-1.8461***	-2.89	-0.0033***	-13.23	-0.0033***	-13.70	0.0396***	9.55	0.0008**	2.07	0.0010	0.24

4. 거래량, 수익률, 게시글 급증 합산 분위별 매수우위 성향

이상의 분석을 통해 개인투자자들은 일반 투자자들의 관심도가 높은 거래량, 수익률, 게시글 급증 수준이 높은 종목을 중심으로 순매수하는 경향이 있음을 알 수 있었다. 본 절에서는 세 지표(거래량, 수익률, 게시글 급증)를 모두 합산하여 개인투자자들이 매수 우위 성향이 있는지 살피고자 한다. 모든 종목을 대상으로 일별 ATV, AR, ACP를 High, Middle, Low의 3분위로 구분했다. 그리고 각 분위에 속하는 종목들의 평균 거래량 BSI를 구한 후, 평균 거래량 BSI가 높은 값부터 순차적으로 정리한 결과가 <표 6>이다. ATV, AR, ACP가 모두 High인 종목들의 평균 거래량 BSI값이 높을수록 본 연구의 가설이 충족된다 하겠다. <표 6>을 보면, 유가증권 및 코스닥 시장 모두 ATV, AR, ACP가 모두 High인 종목의 거래량 BSI가 유가증권 3위, 코스닥 6위에 위치해 있어, 순위 상위일수록 세 변수 중 High 그룹의 빈도가 높은 것을 알 수 있다. 그에 비해 투자자들의 관심도가 가장 낮다고 볼 수 있는 세 변수 모두 Low인 종목의 매수 우위 성향(BSI) 순위는 유가증권 26위, 코스닥 27위로 하위권에 위치해 있는 것을 알 수 있다. 따라서 세 변수를 동시에 고려해 보아도 거래량, 수익률, 게시글 급증 수준이 높을수록 개인들의 매수 우위 성향은 높아짐을 알 수 있다.

5. 전문 공개정보에 대한 기관, 외인 매수우위 성향

정교한 분석과 신뢰성 있는 자료를 토대로 투자판단을 행하는 것으로 알려진 기관 및 외인투자자들이 공신력 있는 전문 공개정보에 대해 어떠한 매매양태를 보이는지에 대해 살피고자 한다.

1) 기업공시/뉴스정보/애널리스트 보고서 발표에 따른 매수우위 성향

전문 공개 정보중 기업공시, 뉴스, 애널리스트 보고서가 발표된 익일 및 전문 공개 정보가 발표되지 않는 영업일간 투자자들의 매수 우위 성향을 비교한 결과가 <표 7>이다. 상장기업이 주요 경영사항 공시를 공개한 47,127건의 경우와 그렇지 않은 경우, 기관투자자들의 매수 우위 성향을 나타내는 거래량 BSI 지표는 각각 -1.2615(공시), -0.8725(공시없음)로 두 경우 모두 순매도 중심의 매매양태를 보이고 있다. 이는 외인투자자들도 마찬가지로 각각 -0.0294(공시), -0.5365(공시없음)로 공시 후 매도 우위 성향이 관찰되고 BSI 평균값도 t값을 통해 볼 때 유의한 수준으로 보기 어렵다. 이러한 매매양태는 뉴스정보 유무에 있어서도

<표 6> 거래량, 수익률, 계시글 급증 합산 분류별 개인투자자의 매수 우위 상황(BSI)

일별/종목별 ATV, AR, ACP 값을 High, Middle, Low의 3분위로 구분한 후, 변수 분류에 속하는 종목들의 평균 거래량 BSI를 산정함. 예를 들어 특정종목 특정거래일 분류가 H-H-H라면 당일 해당종목의 거래량 급증 분류가 High, 수익률 급증 분류가 High, 계시글 급증 분류도 모두 High로 분류된 결과로 일반 투자자들의 관점도가 가장 높은 수준으로 해석할 수 있음. 분류별 집계 이후 평균 거래량 BSI가 가장 높은 값부터 순차적으로 정리한 결과임. t는 t-value로써 *는 유의수준 90%, **는 95%, ***는 99%수준에서 유의함을 의미함. t-value 산정시 표준오차는 군집표준오차로 보정했으며 군집변수는 업종으로 함.

유가증권										코스닥			
ATV	AR	ACP	거래량BSI	t-value	ATV	AR	ACP	거래량BSI	t-value	ATV	AR	ACP	t-value
M	M	H	0.0214***	21.10	H	L	M	0.0121***	20.19	H	L	M	0.0121***
M	H	H	0.0192***	16.69	H	L	H	0.0092***	24.30	H	L	H	0.0092***
H	H	H	0.0169***	24.59	L	M	H	0.0052***	5.36	L	M	H	0.0052***
H	M	H	0.0152***	15.72	H	L	L	0.0048***	3.91	H	L	L	0.0048***
L	M	H	0.0108***	7.08	M	M	H	0.0045***	7.94	M	M	H	0.0045***
L	H	H	0.0106***	4.92	H	H	H	0.0044***	12.30	H	H	H	0.0044***
M	M	M	0.0100***	16.11	H	H	M	0.0022***	3.63	H	H	M	0.0022***
H	L	H	0.0090***	11.84	H	H	H	0.0002	0.39	H	H	H	0.0002
M	H	M	0.0060***	7.71	H	M	L	0.0001	0.09	H	M	L	0.0001
H	M	M	0.0054***	4.68	M	M	M	0.0000	-0.06	M	M	M	0.0000
L	M	M	0.0052***	7.35	M	H	H	-0.0001	-0.08	M	H	H	-0.0001
M	L	H	0.0044***	3.92	M	L	M	-0.0002	-0.50	M	L	M	-0.0002
M	M	L	0.0041***	4.20	M	M	L	-0.0003	-0.50	M	M	L	-0.0003
H	L	M	0.0040***	3.75	L	L	H	-0.0005	-0.42	L	L	H	-0.0005
H	H	M	0.0026***	2.45	M	L	L	-0.0006	-0.95	M	L	L	-0.0006
H	M	L	0.0025	1.18	M	L	H	-0.0007	-1.05	M	L	H	-0.0007
L	L	H	0.0015	0.70	L	H	H	-0.0010	-0.79	L	H	H	-0.0010
M	L	M	0.0008	1.04	M	H	L	-0.0012*	-1.79	M	H	L	-0.0012*
H	H	L	0.0004	0.20	H	M	M	-0.0027***	-4.13	H	M	M	-0.0027***
M	H	L	0.0000	-0.04	H	H	L	-0.0037***	-2.81	M	H	L	-0.0037***
L	H	M	-0.0010	-0.90	M	H	M	-0.0037***	-8.53	M	M	M	-0.0037***
M	L	L	-0.0012	-0.98	L	M	M	-0.0038***	-9.46	L	M	M	-0.0038***
L	L	M	-0.0037***	-3.66	L	H	M	-0.0078***	-13.37	L	H	M	-0.0078***
L	M	L	-0.0042***	-6.43	L	L	M	-0.0085***	-15.43	L	L	M	-0.0085***
L	H	L	-0.0069***	-6.26	L	M	L	-0.0092***	-27.62	L	M	L	-0.0092***
L	L	L	-0.0084***	-8.17	L	H	L	-0.0096***	-17.23	L	H	L	-0.0096***
H	L	L	-0.0084***	-4.17	L	L	L	-0.0113***	-21.06	L	L	L	-0.0113***

<표 7> 전 문 공개 정보(기업공시·뉴스·보드·애널리스트 보고서) 발표에 따른 매수위 성향

기업공시, 뉴스, 애널리스트 보고서 발표 당일 투자자별(개인/기관/외인) 호가, 거래량, 거래대금 매수위 성향(BSI) 평균값을 집계한 결과임. 표본수는 공시, 뉴스, 보고서 발표 영업일을 기준으로 집계했음. 차이는 공시, 뉴스, 애널리스트 기업보고서가 존재하는 경우에서 그렇지 않은 경우를 차감한 값임. 소괄호(t는 t-value로써 *는 유의수준 90%, **는 95%, ***는 99% 수준에서 유의함을 의미함. t-value 산정시 표본은 차등 조정했으며 군집변수는 업종으로 함.

Panel A: 유가증권

공개 정보일	개인투자자						기관투자자						3외인투자자					
	BSI			거래량BSI			거래대금BSI			호가량BSI			거래량BSI			거래대금BSI		
	평균 (t)	표본수	평균 (t)	표본수	평균 (t)	표본수	평균 (t)	표본수	평균 (t)	표본수	평균 (t)	표본수	평균 (t)	표본수	평균 (t)	표본수	평균 (t)	표본수
공시일	-2.7071*** (-3.19)	47,127	0.0061*** (6.66)	47,127	0.0065*** (7.19)	47,127	-1.2615 (-0.67)	47,127	-7.3174 (-0.45)	-0.0118 (-0.99)	47,127	-0.0294 (-0.25)	47,127	-0.0294 (-0.25)	47,127	-1.4958 (-1.62)	47,127	-1.4958 (-1.62)
공시없음	-2.2240*** (-6.48)	1,135,242	0.0048*** (24.87)	1,135,242	0.0051*** (26.33)	1,135,242	-0.8725 (-0.96)	1,135,242	-12.1932 (-1.26)	-0.0057 (-0.64)	1,135,242	-0.5365*** (-2.62)	1,135,242	-0.5365*** (-2.62)	1,135,242	-4.4727** (-2.27)	1,135,242	-4.4727** (-2.27)
공시유무 차이	-0.4832*** (-4.83)		0.0013*** (15.77)		0.0014*** (16.76)		-0.3890 (-0.81)		4.8758 (0.85)	-0.0061 (-0.82)		0.5072 (1.43)		0.5072 (1.43)		2.9769* (1.94)		2.9769* (1.94)
뉴스발표일	-2.8448* (-1.82)	247,388	0.0066*** (16.80)	247,388	0.0062*** (15.86)	247,388	-5.1142 (-1.30)	247,388	-77.9115* (-1.81)	0.1375*** (4.24)	247,388	-0.1862 (-0.42)	247,388	-0.1862 (-0.42)	247,388	-6.8337 (-1.27)	247,388	-6.8337 (-1.27)
뉴스없음	-2.0849*** (-25.17)	934,981	0.0043*** (20.38)	934,981	0.0049*** (22.57)	934,981	0.2302 (0.61)	934,981	5.4411* (1.80)	-0.0436*** (-6.74)	934,981	-0.6037*** (-2.74)	934,981	-0.6037*** (-2.74)	934,981	-3.6980* (-1.92)	934,981	-3.6980* (-1.92)
뉴스유무 차이	-0.7599*** (-13.50)		0.0023*** (18.59)		0.0014*** (19.21)		-5.3444 (-0.35)		-83.3526 (-0.00)	0.1812 (1.25)		0.4175 (1.58)		0.4175 (1.58)		-3.1357 (-1.59)		-3.1357 (-1.59)
애널리스트 보고서공개일	-9.9986*** (-3.31)	94,801	0.0004 (0.54)	94,801	-0.0002 (-0.26)	94,801	-13.2538 (-1.29)	94,801	-203.1825* (-1.80)	0.4012*** (4.71)	94,801	-0.4948 (-0.44)	94,801	-0.4948 (-0.44)	94,801	-17.8513 (-1.27)	94,801	-17.8513 (-1.27)
애널리스트 보고서없음	-1.5765*** (-6.31)	1,087,568	0.0052*** (26.71)	1,087,568	0.0056*** (28.53)	1,087,568	0.1899 (0.58)	1,087,568	4.6663* (1.79)	-0.0409*** (-7.33)	1,087,568	-0.5182*** (-2.73)	1,087,568	-0.5182*** (-2.73)	1,087,568	-3.1776* (-1.92)	1,087,568	-3.1776* (-1.92)
보고서유무 차이	-8.4221*** (-4.81)		-0.0048*** (-13.63)		-0.0058*** (-14.13)		-13.4436 (-0.35)		-207.8488 (-0.00)	0.4421 (1.31)		0.0234 (1.58)		0.0234 (1.58)		-14.6737 (-1.59)		-14.6737 (-1.59)

<표 7> 전문 공개 정보(기업공시·뉴스 보도·애널리스트 보고서) 발표에 따른 매수위 성향(계속)

Panel B: 코스닥

공개 정보일	개인투자자						기관투자자						외인투자자					
	BSI			거래량BSI			거래대금BSI			호가량BSI			거래량BSI			거래대금BSI		
	평균 (t)	표본수		평균 (t)	표본수		평균 (t)	표본수		평균 (t)	표본수		평균 (t)	표본수		평균 (t)	표본수	
공시일	-0.7871*** (-7.49)	56,968	-0.0002 (-0.43)	0.0203*** (10.34)	56,968	-0.0029*** (-8.01)	-0.0028*** (-7.89)	56,968	-0.0145*** (-9.26)	56,968	0.0011*** (2.51)	56,968	0.0011*** (2.51)	56,968	0.0009*** (2.06)	56,968	0.0011*** (2.51)	56,968
공시일음	-1.5756*** (-16.90)	1,810,355	-0.0008*** (-7.73)	0.2046* (1.87)	1,810,355	-0.0038*** (-32.99)	-0.0039*** (-54.09)	1,810,355	-0.0181*** (-8.74)	1,810,355	0.0027*** (31.03)	1,810,355	0.0027*** (31.03)	1,810,355	0.0023*** (26.29)	1,810,355	0.0027*** (31.03)	1,810,355
공시유무 차이	0.7885*** (12.20)		0.0006 (4.08)	-0.1844*** (-6.10)		0.0009** (30.50)	0.0011*** (30.99)		0.0036*** (9.00)		-0.0016*** (-16.77)		-0.0016*** (-16.77)		-0.0014*** (-14.18)		-0.0016*** (-16.77)	
뉴스발표일	-0.6037*** (-6.66)	199,789	0.0058*** (20.50)	0.0431*** (16.19)	199,789	-0.0034*** (-16.19)	-0.0033*** (-15.66)	199,789	-0.0173*** (-15.91)	199,789	-0.0029*** (-11.79)	199,789	-0.0029*** (-11.79)	199,789	-0.0031*** (-12.73)	199,789	-0.0029*** (-11.79)	199,789
뉴스일음	-1.6661*** (-16.53)	1,667,534	-0.0016*** (-14.70)	0.2179* (1.83)	1,667,534	-0.0038*** (-51.10)	-0.0039*** (-52.40)	1,667,534	-0.0180*** (-8.04)	1,667,534	0.0033*** (36.36)	1,667,534	0.0033*** (36.36)	1,667,534	0.0029*** (31.68)	1,667,534	0.0033*** (36.36)	1,667,534
뉴스유무 차이	1.0624*** (11.59)		0.0074*** (2.90)	-0.1749*** (-9.01)		0.0004*** (33.64)	0.0006*** (34.03)		0.0007*** (11.98)		-0.0062*** (-12.28)		-0.0062*** (-12.28)		-0.0060*** (-9.48)		-0.0062*** (-12.28)	
애널리스트 보고서 공개일	-0.5601*** (-28.99)	42,071	0.0042*** (5.90)	0.0421*** (26.87)	42,071	-0.0043*** (-6.45)	-0.0040*** (-6.08)	42,071	-0.0186*** (-10.75)	42,071	-0.0012* (-1.85)	42,071	-0.0012* (-1.85)	42,071	-0.0013** (-2.08)	42,071	-0.0012* (-1.85)	42,071
애널리스트 보고서일음	-1.5759*** (-17.01)	1,825,252	-0.0009*** (-8.77)	0.2029* (1.86)	1,825,252	-0.0038*** (-53.44)	-0.0039*** (-54.62)	1,825,252	-0.0179*** (-8.73)	1,825,252	0.0028*** (31.80)	1,825,252	0.0028*** (31.80)	1,825,252	0.0023*** (27.02)	1,825,252	0.0028*** (31.80)	1,825,252
보고서유무 차이	1.0157*** (23.00)		0.0051 (1.44)	-0.1608*** (-14.37)		-0.0005*** (-29.95)	-0.0001*** (-30.35)		-0.0007*** (-9.74)		-0.0040*** (-14.97)		-0.0040*** (-14.97)		-0.0037*** (-12.47)		-0.0040*** (-14.97)	

유사하게 관찰된다. 해당기업 뉴스 정보가 발표된 직후 익일 외인투자자들은 -0.1862의 매도 우위 성향을 보였으나, 뉴스 정보가 없는 익일에도 -0.6037의 매도 우위 성향을 보이고 있다. 무엇보다 정보의 수준이 높고 전문성이 보장되는 해당종목 애널리스트 보고서가 발표된 직후에도 기관투자자, 외인투자자 거래량 BSI는 각각 -13.2538, -0.4948로 오히려 매도 우위 성향을 보이고 있다. 국내 애널리스트 보고서 현실상 매도 추천 등급이 거의 없는 점을 감안할 때, 전문적 투자자들이 애널리스트 보고서가 발표되는 경우와 그렇지 않은 경우에 대비되는 매수 우위 양태가 관찰되지 않는다. Panel B를 통해 코스닥시장 현황을 살펴보면, 기관투자자 공시 후 거래량 BSI는 -0.0029, 뉴스 보도 후 거래량 BSI는 -0.0034, 애널리스트 보고서 발표 후 거래량 BSI는 -0.0043, 외인투자자 공시 후 거래량 BSI는 0.0011이지만 공시가 없는 익일에도 0.0027로 매수우위의 매매양태를 보이고, 뉴스 발표 후 거래량 BSI는 -0.0029, 애널리스트 보고서 발표 후 거래량 BSI는 -0.0012로 전반적으로 매도우위 성향을 보인다. 이와 같이 코스닥 시장도 유가증권과 유사하게 투자판단에 중요한 공시, 뉴스발표, 애널리스트 보고서 등 전문적 정보가 공개된 직후에도 전문투자자들은 매수우위의 매매양태를 보이거나 전문적 정보를 매수 의사 판단에 중요한 근거로 활용하여 유사한 집중 매수 양태를 보인다고 결론 내리기 어렵다.

2) 실적관련 기업공시(실적급변 공시)

앞선 공개정보 가운데 공시와 뉴스는 악재성 정보가 있을 수 있고, 부정적 공시나 뉴스 이후 매도우위의 매매양태가 발생할 수밖에 없다. 모든 공시와 뉴스를 내용에 따라 호재 혹은 악재로 구분하는 것은 불가능하므로 기업공시 중 호재 혹은 악재의 이분법 구분이 가능한 대표적 공시유형을 선별하여 동 공시 직후 전문적 투자자들의 매매 양태를 살펴보고자 한다. 본 연구가 주목한 공시는 기업의 실적 발표 중 손익급변 공시이다. 유가증권 혹은 코스닥 상장기업은 분기별 내부 실적 가집계 결과, 매출액, 영업익, 순이익 중 하나라도 직전 직전 분기 대비 30% 이상(대형법인은 15% 이상) 변동이 있는 경우 이를 의무적으로 공시토록 하고 있다. 가집계라 함은 외부 회계법인의 감사를 거치지 않고 자체 회계부서의 1차적 집계결과를 의미한다. 비록 독립적 외부감사인의 승인이 없더라도 당해 분기의 실적이 최초로 집계되는 적시성으로 인해 투자판단에 중요한 공시항목으로 판단된다. 연구기간 4년간 상장법인들이 발표한 손익급변 공시 세부내역 중 직전대비 순이익 급증율이 높은 순서부터 배열한 후 10분위로 구분했다. <표 8>에서 보는 바와 같이, 유가증권시장을 기준으로 가장 큰 실적 급감 388개 공시(실적 1분위)는 직전 대비 평균 -262.18%의 순이익 급락을 보고한 실적 1분위 그룹이고, 가장 큰 실적 급증 438개 공시(실적 10분위)는 직전 대비

<표 8> 실적공시 1~10분위 요약 통계표

연구기간 4년간 상장법인이 발표한 손익급변 공시를 대상으로 순이익 급증율이 높은 순으로 배열하여 10분위로 구분함. 각 분위에 속하는 공시들의 순이익급변을 평균값을 구한 결과임. 1분위부터 5분위까지는 순이익이 급감한 악재성 실적공시, 6분위부터 10분위까지는 순이익 급증 호재성 실적공시임. t-value 산정시 표준오차는 군집표준오차로 보정했으며 군집변수는 엄중으로 함.

실 적 분위수	유가증권				코스닥			
	공시건수	순이익 급변을 평균(%)	t-value	공시건수	순이익 급변을 평균(%)	t-value	공시건수	t-value
1	388	-262.18**	-2.23	633	-217.92***	-6.86		
2	363	-139.97***	-64.50	632	-207.63***	-97.59		
3	366	-69.85***	-99.78	626	-95.72***	-135.37		
4	360	-41.93***	-119.80	631	-54.08***	-153.69		
5	349	-19.04***	-40.70	630	-23.07***	-51.45		
6	433	94.62***	14.71	651	23.54***	47.25		
7	441	141.51	1.20	652	58.76***	36.38		
8	424	163.83	0.54	656	98.65***	74.71		
9	457	188.46	1.57	649	162.35***	121.38		
10	438	324.74	1.59	651	213.83***	3.57		

<표 9> 실적급변 공시 발표에 따른 매수우위 상황

실적급변 분위에 따른 공시 익일 투자자별(개인/기관/외인) 호가량, 거래량, 거래대금 매수우위 상황(BSI) 평균값을 집계한 결과임. 차이(10-1)는 최상위분위(10분위)에서 최하위(1분위) BSI평균값을 차감한 것임. t는 t-value로써 *는 유의수준 90%, **는 95%, ***는 99%수준에서 유의함을 의미함. t-value 산정시 표준오차는 군집표준오차로 보정했으며 군집변수는 업종으로 함.

Panel A: 유가증권

실적급변 분위수	개인투자자						기관투자자						외인투자자					
	BSI			거래량BSI			거래대금BSI			호가량BSI			거래량BSI			거래대금BSI		
	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t
1	-0.9597***	-8.30	-0.0196**	-2.12	-0.0179**	-1.98	0.1966***	7.01	0.2468	1.10	0.0345	0.14	-0.0042	-0.27	-0.3711	-0.74	-0.5164	-0.51
2	-1.7073***	-3.16	-0.0240**	-2.19	-0.0173	-1.61	1.5333***	1.17	0.0073	0.05	-0.3677	-0.91	0.0035	0.15	-2.4512	-1.23	-1.4041	-0.82
3	-1.0424***	-5.29	0.0085	0.73	0.0058	0.50	0.3957***	3.13	-0.8882	-1.01	-0.8321	-0.91	-0.0392	-1.32	7.4447	1.17	0.8877	0.49
4	-0.7377***	-6.93	-0.0136	-1.18	-0.0147	-1.25	0.3081***	4.98	2.4272	1.46	0.3928	0.70	-0.0157	-0.73	0.4023	1.08	0.1529	0.58
5	-0.2755	-0.56	-0.0019	-0.16	0.0027	0.22	0.3040**	3.61	-0.5481	-1.10	0.1869	0.81	-0.0199	-0.58	-2.1269	-0.72	4.1856	1.13
6	-1.0596***	-2.90	0.0021	0.19	0.0065	0.57	0.2037***	6.00	-1.1538	-1.30	-0.7813	-1.54	-0.0100	-0.30	0.3227	0.84	-1.0578	-0.82
7	-0.6058***	-6.06	-0.0026	-0.21	-0.0066	-0.61	0.1809**	5.27	0.3733	1.19	0.6381	0.91	-0.0140	-0.66	-0.7457	-0.65	0.6196*	1.99
8	-0.4617*	-1.82	-0.0022	-0.25	-0.0002	-0.02	0.2227***	3.29	-0.2700	-1.61	0.1546	0.16	0.0152	0.69	0.1465	0.76	0.1481	0.51
9	-0.9007***	-7.31	0.0070	0.73	0.0121	1.22	0.1233***	3.88	0.1093	0.73	0.0147	0.07	-0.0286	-1.61	0.0869	0.49	0.2569	0.59
10	-1.1573***	-4.02	0.0149	1.41	0.0141	1.29	0.3052***	4.08	-0.0067	-0.13	-0.1874	-0.91	-0.0310	-1.17	-0.2240	-0.34	-1.0813	-1.25
차이(10-1)	-0.1976***	-6.16	0.0345	0.35	0.0320	0.34	0.1085***	5.54	-0.2535	-0.49	-0.2219	-0.39	-0.0268	-0.72	0.1471	0.54	-0.5649	-0.88

Panel B: 코스닥

실적급변 분위수	개인투자자						기관투자자						외인투자자					
	BSI			거래량BSI			거래대금BSI			호가량BSI			거래량BSI			거래대금BSI		
	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t	평균	t
1	-0.7739***	-9.22	-0.0087**	-1.99	-0.0090**	-2.08	0.0100	1.51	-0.0043	-1.58	-0.0042	-1.54	0.0230**	2.28	0.0168***	4.65	0.0167***	4.63
2	-0.8275***	-10.51	-0.0060	-1.18	-0.0062	-1.19	0.0272***	3.14	0.0002	0.07	0.0006	0.19	0.0012	0.12	0.0057	1.33	0.0052	1.22
3	-0.8598***	-12.02	0.0018	0.36	0.0022	0.44	0.0048	0.67	-0.0060*	-1.70	-0.0055	-1.56	-0.0192	-1.52	0.0016	0.36	0.0010	0.24
4	-0.8880***	-9.50	-0.0178***	-3.17	-0.0163***	-2.91	0.0306*	1.90	0.0002	0.04	-0.0004	-0.10	-0.0179	-0.56	0.0108***	2.50	0.0092**	2.14
5	-0.9858***	-12.11	-0.0172**	-3.17	-0.0162**	-2.99	0.0161**	2.03	0.0036	1.07	0.0039	1.15	0.0085	0.68	0.0123***	2.61	0.0118***	2.52
6	-0.8817***	-5.78	0.0035	0.73	0.0042	0.89	0.0062	0.14	-0.0083***	-2.37	-0.0082***	-2.35	-0.0201*	-1.77	-0.0002	-0.05	0.0008	-0.20
7	-0.8911***	-7.69	-0.0052	-1.01	-0.0056	-1.06	0.0202***	2.37	0.0005	0.13	0.0009	0.25	-0.0026	-0.21	0.0061	1.34	0.0065	1.42
8	-1.1500***	-8.04	0.0010	0.19	0.0015	0.31	0.0162***	2.99	0.0035	1.23	0.0035	1.23	-0.0403***	-3.57	-0.0080**	-2.01	-0.0079**	-1.97
9	-0.9589***	-8.94	0.0112**	2.15	0.0108**	2.10	0.0103*	1.76	0.0002	0.05	0.0003	0.09	-0.0279***	-2.41	-0.0107***	-2.57	-0.0108***	-2.60
10	-0.8413***	-12.89	0.0069	1.23	0.0071	1.25	0.0142	1.04	-0.0005	-0.13	-0.0006	-0.18	-0.0550***	-4.57	-0.0117***	-2.77	-0.0120***	-2.83
차이(10-1)	-0.0674***	-11.05	0.0156	0.38	0.0161	0.41	0.0042	1.27	0.0038	0.85	0.0036	0.86	-0.0780	-1.15	-0.0285	-0.94	-0.0287	-0.90

평균 +324.74%의 순이익 급증을 보고한 실적 10분위 그룹이다. 1분위부터~5분위까지는 직전 대비 순이익이 급감한 악재성 실적공시이며 6분위 이상은 순이익이 급증한 호재성 실적공시이다.

이와 같은 실적급변 공시 발표 익일 투자자별 매매양태를 집계한 내역이 <표 9>이다. Panel A 유가증권 시장을 기준으로 1분위 평균 -262.18%의 순이익 급락이 공시되는 경우와 10분위 평균 +324.74%의 순이익 급증이 공시되는 경우 투자자별 매수 우위 성향을 살펴보면, 개인은 급락 1분위 공시 익일 -0.0196의 순매도 우위, 급증 10분위 공시 익일 +0.0149의 순매수 우위 매매양태를 보인다. 그에 비해 급증 10분위 공시 익일 기관 및 외국인들은 각각 -0.0067, -0.2240의 순매도 우위 성향을 보이지만 t 값을 기준으로 유의한 수준이라 보기 어렵다. 이러한 추세는 Panel B 코스닥 시장에서도 관찰된다. 순이익 급증 10분위 공시에 대해 공시 익일 개인은 거래량 BSI가 +0.0069로 매수 우위, 기관 및 외국인들은 각각 -0.0005, -0.0117로 매도 우위 성향을 보인다. 전문적 투자자가 신뢰성 있는 기업 공시에 의존하여 악재에 매도 우위, 호재에 매수 우위의 유사한 매매 양태를 보일 것이라는 가정과 달리 오히려 개인들이 공시 성격에 더 민감히 반응하는 양태를 보이고 있다. 개인투자자들에게 관찰되는 타인의 매수 성향을 추종하는 집중 매수 양태가 전문적 투자자들인 기관이나 외국인들에게 관찰되지 않았다.

6. 개인투자자 매수행위와 기업 펀드멘털과 관련성 분석

주식시장에서 특정 종목이 다수의 관심을 받는 경우, 개인투자자의 매수세가 확대되는 집중매수 양태 존재 여부를 확인하는 것이 본 연구의 핵심적인 주제이다. (1) 거래량 (2) 수익률 (3) 주식토론팜 게시글 급증 수준을 투자자들의 관심도로 설정하여 개인들이 관심도가 높은 종목을 추종매수하는 거래 양태를 보이는지를 검증하고자 했다. 하지만 집중매수가 존재한다고 주장하기 위해서는 기업의 펀드멘털과 무관하게 단순히 다른 투자자가 특정 종목에 관심을 둔다는 사실 만으로 개인투자자가 특정종목을 매수한다는 점을 밝혀야 하겠다. 예컨대 기업실적이 개선되는 등 투자자들이 향후 기업의 성과 개선을 기대하여 거래량, 수익률, 인터넷 주식토론팜 게시글 수가 증가할 수 있다. 이러한 매수세 확대는 집중매수가 아니라, 기업 실적 개선에 대한 기대가 반영되었기 때문이다. 즉 개인 투자자들이 지극히 합리적이라 해도 개인투자자의 매수세가 증가할 수 있다. 따라서 개인들의 매수 집중 행위가 기업 펀드멘털 개선과 관련되어 있지 않은지에 대한 검증이 반드시 필요하다.

본 연구는 기업 펀드멘털에 대한 측정 방법으로 주가 수익률(PER)과 주가 순자산 비율(PBR)을 활용하고자 한다. 한국거래소 정보데이터시스템이 제공하는 일별·종목별 PER와 PBR 데이터를 토대로 앞선 10분위 방법론과 동일하게 시장별·종목별·일별로 PER, PBR 10분위수를 설정했다. 즉, PER, PBR가 가장 낮은 그룹은 1분위, 가장 높은 그룹은 10분위이다. 이어서 개인·기관·외인별로 각 분위별 BSI 평균값을 산출한 결과가 <표 10(PBR)>, <표 11(PER)>이다. 합리적 투자자를 가정하면 통상 주당 순이익과 순자산 대비 주가가 낮은 수준에 형성되어 있는 저평가 종목들을 매수하는 성향이 높고, 그러한 종목들을 중심으로 집중매수하는 성향을 보인다면 펀드멘털이 군집거래를 야기하는 주요한 요인이라는 해석이 가능하다. 즉, 직전의 관심도 측정치와 반대로 펀드멘털 측정치인 PER나 PBR은 분위가 낮은 종목들 중심으로 BSI값들이 유의한 양(+)의 값을 보일 것이다. 우선 주가 순자산 비율 집계결과를 보면(<표 10>), Panel A 유가증권시장에서 거래량 BSI 기준으로 외인들이 예측한 매매를 행함을 알 수 있다. 외인들의 최상위(10분위)와 최하위(1분위)간 거래량·거래대금BSI 차이도 유의한 수준에서 음(-)의 값을 보이고 있다(-0.0232, -0.0261). 하지만 개인들은 호가량 BSI와 거래량 BSI 모두 고평가된 PBR종목 중심으로 매수 우위의 양태를 보인다. 개인들의 이러한 추이는 Panel B 코스닥시장에서 더욱 뚜렷하게 나타난다. 다음으로 PER 집계결과(<표 11>)를 보면, Panel A 유가증권시장에서 개인들은 PER 분위수가 높아짐에 따라 단조적으로 증가 혹은 감소하는 등의 매수우위 패턴을 보이지 않는다. 그에 비해 기관들은 PER 분위가 낮아질수록 거래량 BSI 지표가 높아짐을 알 수 있고, 최상위와 최하위 간 거래량·거래대금 BSI 차이값도 유의한 음(-)의 값(-0.0231, -0.0240)을 보여주고 있다. Panel B 코스닥시장에서 개인은 PER 최하위분위(1분위)에서 가장 높은 수준의 음(-)의 BSI값(-0.0396)을 보여 저평가된 종목들에서 매도우위의 매매성향을 보임을 알 수 있다. 이러한 매도우위 성향은 PER분위가 높아짐에 따라 점차 감소하여 매도에서 매수추세로 변화한다 하겠다. 즉, 저평가된 종목을 매도하고 PER가 고평가될수록 점차 매수세로 바뀌는 추이를 알 수 있다. 앞선 PBR과 유사하게 PER에서도 개인들은 고평가된 종목 중심으로 매수세가 몰리는 추이가 관찰된다 하겠다. 이상 기업 펀드멘털 지표인 PBR과 PER를 통해 집중매수 양태 발생 여부를 살펴본 결과, 고평가된 종목을 집중 매수하는 양태를 보인다 하겠다. 달리 말해, 개인들의 집중 매수현상은 기업실적 개선 등 향후 기업의 성과 개선을 기대하는 펀드멘털과 무관하게 단순히 다른 투자자가 특정 종목에 관심을 둔다는 사실만으로 특정종목을 매수하는 것으로 판단 된다.

표 11 > 주가수익률(PER)과 매수아예성향(BSI)

주주가수익률(Price Earnings Ratio) 분위별, 투자자별(개인/기관/외인) 매수우위 성향(BSI)을 집계한 내역임. PER는 당일 종가에서 분기실적 발표 기준 주당 순이익을 나눈값으로 한국거래소 정보데이터시스템 자료를 활용했음. BSI(Buy/Sell Imbalance)는 매수우위 성향을 나타내는 지표이며,호가량/거래량/가매매금을 기준으로 산출. PER 분위는 종목별/일별 PER이 낮은 값은 1분위, 가장 높은 값은 10분위를 부여함. 차이(10-1)는 최상위분위(10분위)에서 최하위(1분위) BSI평균값을 차감한 것임. t는 t-value로써 *는 유의수준 90%, ***는 95%, ****는 99%수준에서 유의함을 의미함. t-value 산정시 표준오차는 군집표준오차로 보정했으며 군집변수는 업종으로 함.

Panel A: 유가증권

PER 분위	BSI			개인투자자			기관투자자			외인투자자			
	호가량BSI	거래량BSI	평균	호가량BSI	거래량BSI	평균	호가량BSI	거래량BSI	평균	호가량BSI	거래량BSI	평균	
1	-0.0563***	-24.67	-0.1823***	-3.30	0.1291	0.86	-0.7679***	-61.25	0.0192***	24.13	0.2631***	56.62	-0.6039***
2	-0.0293***	-9.75	0.0061	0.07	0.2389*	-1.74	-0.9382***	-31.14	0.0125***	15.40	0.0139***	55.86	1.1971*
3	-0.0230***	-6.20	-0.2946*	-1.71	0.4587***	-2.89	-1.2220***	-29.38	0.0068***	8.66	0.0074***	20.90	1.5654
4	-0.0189***	-4.37	-0.0193	-0.13	0.0232	-0.24	-1.0836**	-48.50	0.0042***	5.42	0.0037***	26.72	0.1129
5	-0.0764***	-4.94	-0.1486*	-1.71	0.2157	-1.53	-1.2531***	-47.56	0.0068***	9.24	0.0064***	49.09	-3.1510**
6	0.0035	0.72	-0.7673	-1.28	-0.3254*	-1.94	-1.0705*	-42.73	0.0033***	4.54	0.0027***	30.94	1.1163
7	-0.0081***	-2.71	-0.3037*	-2.76	0.5210***	-3.89	-0.9221***	-39.97	0.0070***	9.66	0.0077***	7.62	-0.1079*
8	-0.0277***	-8.08	-0.1231	-0.87	0.0747	1.05	-1.0339***	-41.04	-0.0005	-0.74	-0.0002	33.54	-0.0344
9	-0.0152***	-4.71	-0.5738	-1.38	-0.3226**	-2.59	-1.3759***	-13.50	-0.0026***	-3.99	-0.0014*	2.18	-0.2687**
10	-0.0232*	-10.66	-0.0907	-0.22	0.0089	0.18	-0.9819***	-38.43	-0.0039***	-6.54	-0.0039***	6.55	-0.1351***
차이 (10-1)	0.0331***	17.67	0.0916*	1.76	-0.1202	-0.52	-0.2140***	-49.84	-0.0231***	-8.80	-0.0240***	-9.29	0.1066***
												-50.26	0.4688***
												3.03	0.2691***

Panel B: 코스닥

BSI PER 분위	개인투자자			기관투자자			외인투자자											
	호가량BSI	거래량BSI	평균	호가량BSI	거래량BSI	평균	호가량BSI	거래량BSI	평균									
1	-0.0396***	-24.38	-0.0061***	-15.28	-0.0067***	-16.78	-1.4419***	-64.18	0.0023***	4.80	0.0026***	5.32	0.0712***	21.77	-0.0019***	-5.21	-0.0021***	-5.88
2	-0.0379***	-16.08	-0.0025***	-6.41	-0.0033***	-8.46	-1.4783***	-39.86	0.0011***	2.34	0.0020***	4.18	0.0599***	6.11	-0.0029***	-8.01	-0.0034***	-9.28
3	-0.0205***	-12.73	0.0012***	3.16	0.0006***	1.68	-1.2484***	-92.69	-0.0022***	-4.77	-0.0014***	-3.11	0.0288***	1.63	-0.0027***	-7.50	-0.0032***	-8.78
4	-0.0234***	-12.08	0.0006***	1.72	0.0001***	0.15	-1.3258***	-85.53	-0.0010***	-2.32	-0.0007***	-1.63	0.0360***	20.47	-0.0044***	-12.42	-0.0045***	-12.67
5	-0.0152***	-10.76	0.0026***	7.00	0.0022***	5.93	-1.1959***	-112.45	-0.0020***	-4.48	-0.0018***	-3.98	0.0348***	25.67	-0.0038***	-10.73	-0.0039***	-11.23
6	-0.0116***	-9.93	0.0056***	15.45	0.0052***	14.22	-1.2432***	-29.94	-0.0014***	-3.50	-0.0013***	-3.24	0.0226***	17.79	-0.0051***	-16.14	-0.0049***	-15.49
7	-0.0061***	-5.88	0.0060***	16.78	0.0056***	15.81	-1.6593***	-13.49	-0.0040***	-10.17	-0.0036***	-9.02	0.0250***	23.59	-0.0042***	-14.12	-0.0044***	-14.66
8	-0.0079***	-8.11	0.0053***	15.23	0.0050***	14.25	-1.1441***	-55.37	-0.0014***	-3.58	-0.0012***	-3.07	0.0228***	7.40	-0.0042***	-14.88	-0.0042***	-14.76
9	-0.0073***	-5.90	0.0058***	16.97	0.0053***	16.30	-1.1781***	-68.13	-0.0040***	-10.74	-0.0039***	-10.57	0.0199***	11.45	-0.0042***	-16.97	-0.0041***	-16.69
10	-0.0132***	-12.54	0.0022***	6.58	0.0019***	5.76	-2.2753***	-3.82	0.0002***	0.62	0.0004***	1.06	0.0796***	0.89	-0.0048***	-19.39	-0.0047***	-19.17
차이 (10-1)	0.0264***	18.46	0.0083***	4.35	0.0086***	5.51	-0.8334***	-34.00	-0.0021***	-2.71	-0.0022***	-3.19	0.0084***	11.33	-0.0029***	-12.30	-0.0026***	-12.53

V. 연구 결론 및 시사점

이상 개인투자자들이 종목선별의 어려움으로 다수 타인들의 관심이 집중되는 종목을 추종하는 집중매수 양태를 보인다는 Barber and Odean(2008)의 주장이 국내증시에서도 성립하는지 살펴본 결과는 다음과 같다. 비정상적 거래량, 수익률, 게시글 급증이 발생한 종목을 다수 투자자들의 관심이 집중된 종목으로 가정한 후, 이러한 종목을 중심으로 개인들의 집중 매수성향 여부를 살펴본 방법론을 취했다. 우선, 거래량 급증 변수를 토대로 분석한 결과, 코스닥시장을 중심으로 평소 거래량 대비 급격한 거래량 증가가 발생하면 개인들은 동 종목을 집중 매수하는 양태를 보였다. 유가증권시장은 코스닥시장 수준에 비해서 뚜렷한 집중매수 양태라고 할 수 없으나 거래량 급증 수준이 높은 상위 분위군을 중심으로 집중 매수 양태가 관찰되었다. 다음으로, 수익률 급증 변수를 토대로 분석한 결과, 코스닥시장에서 개인투자자들은 평소 수익률 수준 대비 급격한 수익률 급등을 보이거나 급락을 보인 종목들을 집중 매수하는 양태를 보였다. 이는 상승하는 수익률 추세에 편승하는 수익률 승자(Winner) 종목 중심으로 매수 관심도가 높다는 추세추종 가설(Momentum) 및 향후 추가상승 반전을 노리며 수익률 패자(Loser) 종목에 대한 매수 관심도가 높다는 역추세추종 가설(Contrarian)을 모두 충족하는 매매양태로 판단된다. 다만 유가증권시장에서 개인투자자들은 수익률을 토대로 타인의 매수를 추종하는 양태는 없는 것으로 보인다. 마지막 변수인 게시글 급증을 분석한 결과, 개인투자자들은 유가증권 및 코스닥 양 시장 모두 평소 게시글 수준 대비 높은 수준의 게시글 급증이 발생하면 동 종목들을 중심으로 집중매수 하는 양태를 보였다. 세 변수 모두를 합산하여 거래량, 수익률 및 게시글이 급증한 종목들에서 개인투자자들은 매수 우위의 매매 양태를 보이는 한편 관심 특정 수준이 낮은 거래량, 수익률 및 게시글 급증이 공통적으로 낮은 종목들에서 개인투자자들은 매도 우위의 매매양태를 보였다. 개인투자자들이 다수 투자자들의 이목을 집중시키는 비교적 단순한 정보에 의존하여 매수 의사결정을 행하는 추세가 있다면 기관 외인들은 정교한 분석을 토대로 신뢰성 있는 전문적 정보에 의존하여 집중 매수 양태를 보일 수 있는지를 살펴본 결과, 애널리스트 보고서 발표 직후나 실적 발표 직후에도 집중 매수 양태를 보인다고 보기 어려웠다. 개인투자자들에게 관찰되는 타인의 매수 성향을 추종하는 집중매수 양태가 전문적 투자자들인 기관이나 외인들에게는 관찰되지 않았다. 개인들의 집중매수 현상은 기업실적 개선 등 향후 기업의 성과 개선을 기대하는 펀드멘털과 무관하게 단순히 다른 투자자가 특정 종목에 관심을 둔다는 사실만으로 특정종목을 매수하는 것으로 판단된다.

본 연구가 시사하는 바는 다음과 같다. 첫째, 주식시장 이례현상(anomalies)인 매수집중 양태가 개인투자자들에게 집중되는 것을 어떻게 보아야 할 것인가? 우선, 개인들의 수익률 측면에서 시사하는 바가 있다고 본다. 관찰되는 현상만 놓고 보면 개인들의 종목선별과 매수양태는 단순하기 그지없다. 다수 시장참가자들이 관심을 가지는 종목을 별다른 의구심 없이 추종하는 매수 양태를 띤다. 그에 비해 기관, 외인들은 관심 특징주에 전혀 영향을 받지 않음은 물론 공신력 있는 기업공시(실적발표)나 애널리스트 기업추천과 같은 고급·전문적 정보에 대해서도 동질적으로 매수하는 패턴이 아니라 개별적인 행동패턴을 취하고 있음을 알 수 있다. 외인들이 유일한 집중매매 양태를 보일 때는 개인들이 급증한 주가 혹은 거래량에 과욕을 부려 집중적인 매수 수요가 급증할 때 매도 거래상대방이 되어 차익을 실현하는 시점이다. 개미들이 수익률에서 외인들에 필패(必敗)한다는 언론 내용을 자주 접하게 되는데, 이는 본 연구를 통해 밝힌 바와 같이 이미 고점인 종목을 별다른 의구심 없이 추종 매수하는 개인투자자들과 매도 상대방이 되어 주는 외인들의 투자 패턴에 기인한 것으로 보인다. 주식시장을 개인투자자와 전문 투자자라는 2명만 참가하는 상황으로 가정하면 단순한 매매전략과 타인의 행동에 큰 영향을 받는 심적 취약점을 가진 개인들이 전문 투자자를 수익률 측면에서 압도하기는 쉽지 않다. 향후 추가 검증을 통해 관심 특징주에 대한 개인들의 추종 매수가 개인들의 낮은 수익률과 관련이 있는지 밝히고자 한다. 다음으로, 시장 질적 측면에서 시사하는 바가 있다. 철저한 분석에 기반한 다양한 투자의견이 공존하지 않고 타인의 매매양태에 좌우되는 동질적 거래양태가 지배하는 시장은 질적 측면에서 결코 우월한 것으로 볼 수 없다. 증권분석의 창시자인 벤자민 그레이엄(Benjamin Graham)은 철저한 분석을 통한 투자의사결정은 투자로, 철저한 분석 없이 시장 심리나 분위기에 휩쓸려 투자의사결정이 행해질 경우는 투기로 정의하고 있다. 그레이엄의 정의에 따르자면 국내 증시 개인투자자들은 투자가 아닌 투기에 가까운 투자의사결정을 행하고 있다. 질적으로 우수한 증시라면 투기 보다는 철저한 분석을 기반으로 한 투자가 지배하는 시장일 것이다. 개인투자자들이 다수 타인들의 관심 특징종목을 추종하는 현재와 같은 집중 매수 양태를 지속한다면 본인들의 수익성 악화는 물론 투기가 우선시 되는 증시환경이 조성될 가능성이 높다. 과도한 수준의 개인 직접 투자를 간접투자로 유도하는 한편 테마주에 대한 맹목적 편승에 대한 정책적 계도를 강화할 필요가 있다. 둘째, 관심 특징주 변수 가운데 증권 토론방 게시판 글 급증이 개인들의 매수양태에 큰 영향을 미친다는 사실에 주목할 필요가 있다. 무엇보다 증권 토론방 게시글 정보는 기업공시나 뉴스와 달리 신뢰성이 검증되지 않는 정보일 개연성이 높다. 더 큰 문제는 이러한 게시글 급증이 다수 투자자의 관심을 집중시켜 개인투자자들의 집중 매수 양태로까지 이어진다는 사실이다. 공시, 뉴스 및 애널리스트

기업리포트와 같은 신뢰성 있고 전문적 정보에 유의미한 영향을 받지 않던 개인들이 출처와 진위 여부가 명확하지 않은 게시글에 큰 영향을 받는다는 것은 투자자 보호 측면에서 큰 취약점이 아닐 수 없다. 금융당국은 주요 증권 게시판에 대한 허위나 과장의 게시글에 대한 높은 수준의 모니터링 강화로 개인투자자 보호를 강화할 필요가 있다.

참 고 문 헌

- 고광수, 김근수, “투자 주체별 포트폴리오 특성과 성과 분석: 개인, 기관, 외국인”, 한국증권학회지, 제33권 제4호, 2004, 35-62.
- 고봉찬, “주가와 거래량: 반비모수적 접근방법”, 재무연구, 제13권, 1997, 1-35.
- 공옥례, 박대근, “한국 주식시장에서 주의효과가 투자자의 매수행태에 미치는 영향”, 금융공학연구, 제12권 제3호, 2013, 75-98.
- 김류미, “인터넷 검색량과 투자자별 거래 및 주식수익률의 관계에 대한 실증 연구”, 금융공학연구, 제17권 제2호, 2018, 53-85.
- 김우찬, “외국인 주식투자자들의 행태분석”, 한국경제의 분석, 제7권 제2호, 2001, 121-179.
- 김종희, “투자주체별 정보력 우위 및 추세역추종 거래행위가 주식시장의 수익률에 미치는 영향 분석”, 한국증권학회지, 제42권 제4호, 2013, 667-698.
- 박기봉, 박경인, “한국 유가증권시장에서 투자자 유형별 군집거래 현황 분석”, 국제경영리뷰, 제19권 제4호, 2015, 135-153.
- 박범조, “주식시장의 비대칭 무리행동과 변동성 연구”, 한국증권학회지, 제41권 제3호, 2012, 373-391.
- 박진우, 김정환, “이익공시와 정보비대칭에 따른 투자자 유형별 거래행태”, 재무관리연구, 제29권 제3호, 2012, 55-81.
- 범가, 위정범, 강형구, “기업 이익발표에 대한 주가반응: 투자자관심과 시장センチ먼트를 중심으로”, Korean Journal of Financial Studies, 제51권 제3호, 2022, 309-334.
- 안승철, 장승욱, 이소현, “수익률의 변동성과 거래량에 대한 연구: 연속적 정보도착가설 vs. 혼합분포가설”, 영상저널, 제14권, 2006, 19-33.
- 엄철준, 장욱, 강병진, 이우백, 박종원, “투자자관심과 시장상황이 한국주식시장의 모멘텀 효과에 미치는 영향”, 한국증권학회지, 제49권 제4호, 2020, 589-641.
- 윤병조, “투자자의 관심, 뉴스체감과 변동성에 관한 연구”, 금융공학연구, 제19권 제3호, 2020, 83-100.
- 이은정, 이유경, 채준, “투자자 관심(Investor Attention)과 기대수익률”, 선물연구, 제27권 제1호, 2019, 49-83.
- 이치송, “거래량과 주식 수익률의 동적 관계에 관한 연구”, 대한경영학회지, 제22권 제2호, 2009, 949-965.
- 임상수, “금융위기가 KOSPI 수익률과 거래량 변화율에 미친 영향”, 산업경제연구, 제29권

- 제3호, 2016, 961-981.
- 전용호, 최혁, “기관투자자 및 외국인투자자의 단기 군집거래”, 재무관리연구, 제30권 제1호, 2013, 1-37.
- 정형찬, “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안”, 재무관리연구, 제14권 제2호, 1997, 273-312.
- 정형찬, “사건연구방법론에서 소표본 문제와 모형의 검정력”, 한국증권학회지, 제35권 제3호, 2006, 107-140.
- 진태홍, 이주희, 남주하, “거래량과 주가변화에 대한 연구”, 한국증권학회지, 제16권 제1호, 1994, 513-526.
- 한국거래소, “상장법인 공시 담당자를 위한 코스닥시장 상장·공시업무해설서”, 한국거래소, 2016, 17-18, 74.
- 홍광현, 이가연, “우리나라 주식시장에서의 펀드 매니저의 군집행동에 관한 연구”, 한국증권학회지, 제35권 제4호, 2006, 1-38.
- Admati, A. R. and P. Pfleiderer, “A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability,” *Review of Financial Studies*, 1(1), (1988), 3-40.
- Bamber, L. S., O. E. Barron, and T. L. Stober, “Trading Volume and Different Aspects of Disagreement Coincident with Earnings Announcements,” *Accounting Review*, 72(4), (1997), 575-597.
- Banerjee, A. V., “A Simple Model of Herd Behavior,” *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), (1992), 797-817.
- Barber, B. M. and T. Odean, “All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors,” *The Review of Financial Studies*, 21(2), (2008), 785-818.
- Barber, B. M. and T. Odean, “Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors,” *The Journal of Finance*, 55(2), (2000), 773-806.
- Barber, B. M. and T. Odean, “Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment,” *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), (2001), 261-292.
- Barber, B. M. and T. Odean, “Online Investors: Do the Slow Die First?,” *The Review of Financial Studies*, 15(2), (2002), 455-488.
- Barberis, N. and A. Shleifer, “Style Investing,” *Journal of Financial Economics*, 68(2),

(2003), 161-199.

Barclay, M. J. and J. B. Warner, "Stealth Trading and Volatility: Which Trades Move Prices?," *Journal of Financial Economics*, 34(3), (1993), 281-305.

Berry, T. D. and K. M. Howe, "Public Information Arrival," *The Journal of Finance*, 49(4), (1994), 1331-1346.

Bikhchandani, S., D. Hirshleifer, and I. Welch, "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades," *Journal of Political Economy*, 100(5), (1992), 992-1026.

Blau, B. M. and J. M. Smith, "Autocorrelation in Daily Short-Sale Volume," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(1), (2014), 31-41.

Brown, S. J. and J. B. Warner, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, 14(1), (1985), 3-31.

Busse, J. A. and T. C. Green, "Market Efficiency in Real Time," *Journal of Financial Economics*, 65(3), (2002), 415-437.

Campbell, J. Y., S. J. Grossman, and J. Wang, "Trading Volume and Serial Correlation in Stock Returns," *The Quarterly Journal of Economics*, 108(4), (1993), 905-939.

Carlin, B. I., F. A. Longstaff, and K. Matoba, "Disagreement and Asset Prices," *Journal of Financial Economics*, 114(2), (2014), 226-238.

Chan, L. K. and J. Lakonishok, "The Behavior of Stock Prices Around Institutional Trades," *The Journal of Finance*, 50(4), (1995), 1147-1174.

Chiang, T. C. and D. Zheng, "An Empirical Analysis of Herd Behavior in Global Stock Markets," *Journal of Banking & Finance*, 34(8), (2010), 1911-1921.

Choi, N. and R. W. Sias, "Institutional Industry Herding," *Journal of Financial Economics*, 94(3), (2009), 469-491.

Chordia, T. and B. Swaminathan, "Trading Volume and Cross? Autocorrelations in Stock Returns," *The Journal of Finance*, 55(2), (2000), 913-935.

Covrig, V. and L. Ng, "Volume Autocorrelation, Information, and Investor Trading," *Journal of Banking & Finance*, 28(9), (2004), 2155-2174.

Dasgupta, A., A. Prat, and M. Verardo, "The Price Impact of Institutional Herding," *The Review of Financial Studies*, 24(3), (2011), 892-925.

Demirer, R., D. Lien, and H. Zhang, "Industry Herding and Momentum Strategies,"

- Pacific-Basin Finance Journal*, 32, (2015), 95–110.
- Falkenstein, E. G., “Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings,” *The Journal of Finance*, 51(1), (1996), 111–135.
- Froot, K. A., D. S. Scharfstein, and J. C. Stein, “Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short? Term Speculation,” *The Journal of Finance*, 47(4), (1992), 1461–1484.
- Galarotis, E. C., W. Rong, and S. I. Spyrou, “Herd on Fundamental Information: A Comparative Study,” *Journal of Banking & Finance*, 50, (2015), 589–598.
- Gallant, A. R., P. E. Rossi, and G. Tauchen, “Stock Prices and Volume,” *The Review of Financial Studies*, 5(2), (1992), 199–242.
- Gervais, S., R. Kaniel, and D. H. Mingelgrin, “The High-volume Return Premium,” *The Journal of Finance*, 56(3), (2001), 877–919.
- Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers, “Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior,” *The American Economic Review*, 85(5), (1995), 1088–1105.
- Grullon, G., G. Kanatas, and J. P. Weston, “Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity,” *The Review of Financial Studies*, 17(2), (2004), 439–461.
- He, H. and J. Wang, “Differential Information and Dynamic Behavior of Stock Trading Volume,” *The Review of Financial Studies*, 8(4), (1995), 919–972.
- Hirshleifer, D., J. N. Myers, L. A. Myers, and S. H. Teoh, “Do Individual Investors Drive Post-earnings Announcement Drift,” Fisher College of Business, Ohio State University, and University of Illinois at Urbana-Champaign, 2002.
- Hirshleifer, D., A. Subrahmanyam, and S. Titman, “Security Analysis and Trading Patterns when Some Investors Receive Information before Others,” *The Journal of Finance*, 49(5), (1994), 1665–1698.
- Hou, K., W. Xiong, and L. Peng, “A Tale of Two Anomalies: The Implications of Investor Attention for Price and Earnings Momentum, Available at SSRN 976394, 2009.
- Kaniel, R., G. Saar, and S. Titman, “Individual Investor Trading and Stock Returns,” *The Journal of Finance*, 63(1), (2008), 273–310.
- Karpoff, J. M., “The Relation between Price Changes and Trading Volume: A Survey,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1), (1987), 109–126.

- Kyle, A. S., "Continuous Auctions and Insider Trading," *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 53(6), (1985), 1315-1335.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, 32(1), (1992), 23-43.
- Lee, C. M., "Earnings News and Small Traders: An Intraday Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), (1992), 265-302.
- Lo, A. W. and A. C. MacKinlay, "When are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction?," *The Review of Financial Studies*, 3(2), (1990), 175-205.
- Mayshar, J., "On Divergence of Opinion and Imperfections in Capital Markets," *The American Economic Review*, 73(1), (1983), 114-128.
- Merli, M. and T. Roger, "What Drives the Herding Behavior of Individual Investors?," *Finance*, 34(3), (2013), 67-104.
- Merton, R. C., "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," *The Journal of Finance*, 42, (1987), 483-510.
- Miller, E. M., "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion," *The Journal of Finance*, 32(4), (1977), 1151-1168.
- Nofsinger, J. R. and R. W. Sias, "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors," *The Journal of Finance*, 54(6), (1999), 2263-2295.
- Odean, T., "Volume, Volatility, Price, and Profit when All Traders are Above Average," *The Journal of Finance*, 53(6), (1998), 1887-1934.
- Odean, T., "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?," *The Journal of Finance*, 53(5), (1998), 1775-1798.
- Odean, T., "Do Investors Trade Too Much?," *American Economic Review*, 89(5), (1999), 1279-1298.
- Romer, D., "Rational Asset-price Movements without News," *American Economic Review*, 83, (1993), 1112-1130.
- Scharfstein, D. S. and J. C. Stein, "Herd Behavior and Investment," *The American Economic Review*, 80(3), (1990), 465-479.
- Seasholes, M. and G. Wu, "Profiting from Predictability: Smart Traders, Daily Price Limits, and Investor Attention," University of California, Berkeley, Working Paper, 2004.

- Sias, R. W., "Institutional Herding," *The Review of Financial Studies*, 17(1), (2004), 165-206.
- Trueman, B., "Analyst Forecasts and Herding Behavior," *The Review of Financial Studies*, 7(1), (1994), 97-124.
- Wang, J., "A Model of Intertemporal Asset Prices Under Asymmetric Information," *The Review of Economic Studies*, 60(2), (1993), 249-282.
- Wang, J., "A Model of Competitive Stock Trading Volume," *Journal of Political Economy*, 102(1), (1994), 127-168.
- Wermers, R., "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices," *The Journal of Finance*, 54(2), (1999), 581-622.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 40, Number 2, April 2023

Analysis of Net-buying Behavior of Individual Investors on the Attention-grabbing Stocks

Jin Su Kim*

〈Abstract〉

This study examined whether Barber and Odean (2008)'s research results that individual investors tend to buy based on stocks of interest are also applied to the domestic stock market. Barber and Odean (2008) argues that individual investors tend to buy stocks that attract attention from many investors due to the difficulty of selecting issues. Due to these time constraints and low analysis capabilities, individuals are likely to ride on the attention-grabbing stocks that most investors pay attention to rather than selecting stocks based on rational and thorough analysis assumed in traditional financial theory. This study aims to set the proxy indicators for investor interest as an abnormal surge in transaction volume, an abnormal surge in returns of stocks, and the number of stock discussion bulletin board posts. The empirical test results are as follows. First, individuals showed a net-buying behavior as the trading volume increased rapidly. Next, individual investors in the KOSDAQ market showed a pattern of net buying. As a result of analyzing the surge in postings, individual investors showed a net buying trading pattern when a high level of surge in postings is happened. Financial authorities need to strengthen the protection of individual investors by strengthening high-level monitoring of false or exaggerated posts on major securities bulletin boards.

Keywords : Attention-Grabbing Stocks, Herding Behavior, Individual Investors, Abnormal Trading Volume, Buy And Sell Imbalance

* Head, Korea Exchange, E-mail: ko76martin@gmail.com