

주가 정보성과 생산적 금융

2026. 9. 18.

선임연구위원 김준석

1

연구개요

“주가의 정보성은 생산적 금융에 기여하는가?”

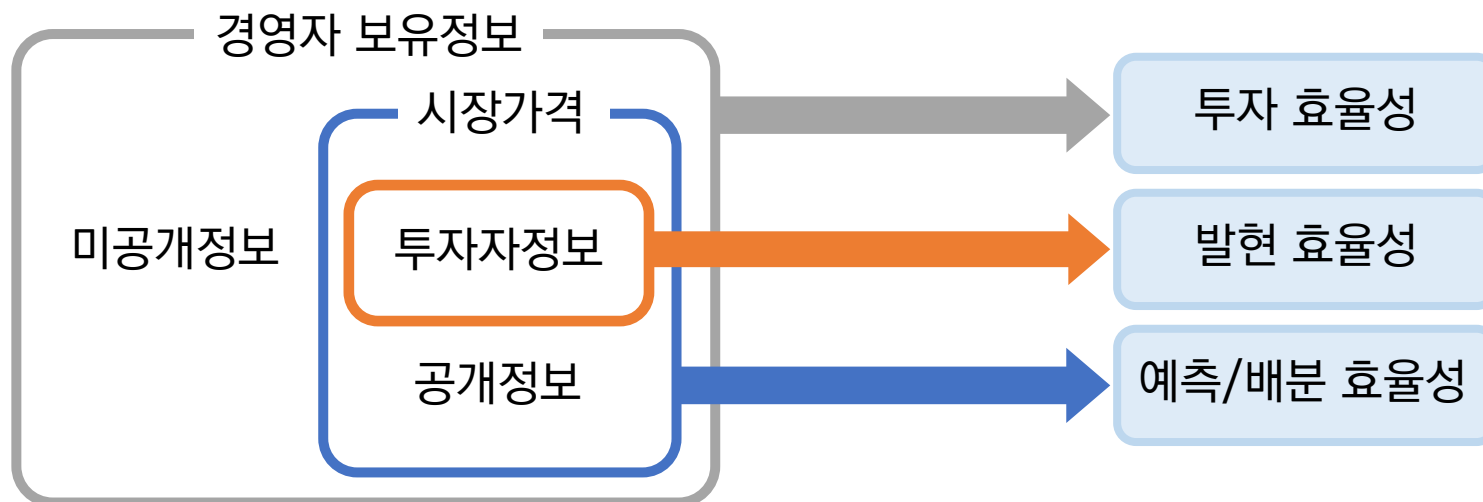
- ❖ 기업의 미래 수익성·현금흐름·성장기회에 대한 정보가 가격에 집약될 때, 가격을 기준으로 생산성이 높은 기업에 자본이 배분
 - 가격이 높게 형성될수록 자본비용이 낮아지고 투자여력이 증가(자금조달경로)
 - Tobin and Brainard(1977), Wurgler(2000), Baker et al.(2003), Campello and Graham (2013), Kusnadi and Wei (2017) 등
- ❖ 다양한 투자자가 보유한 정보가 집약된 주가는 기업 경영자에게 새로운 정보를 제공하고 경영자는 이를 바탕으로 의사결정을 개선
 - 경영자는 가격에 포함된 정보를 학습하여 의사결정에 활용(경영자 학습 경로)
 - Durnev et al.(2004), Chen et al.(2007), Bakke and Whited(2010), Bond et al.(2012), Foucault and Frésard (2014), Bai et al.(2016), Edmans et al.(2017) 등
- ❖ 주가의 정보성은 자금조달 경로와 경영자 학습 경로를 통해 생산성 제고에 기여

주식시장 효율성과 정보요소

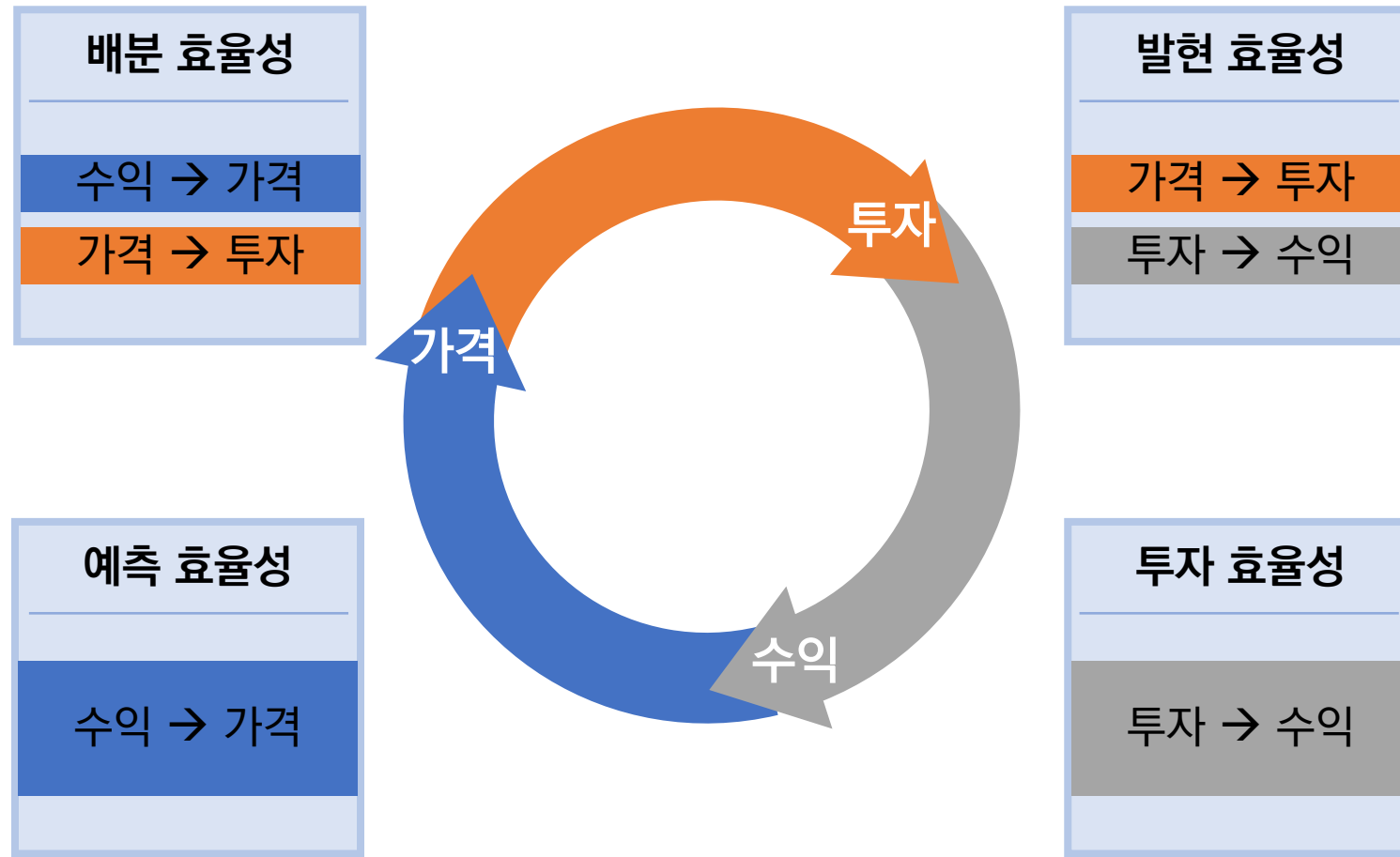
❖ 주식시장의 네 가지 효율성 개념

- 예측 효율성(forecasting price efficiency): 시장가격이 미래 수익성을 반영하는가?
- 투자 효율성(investment efficiency): 투자가 미래 수익성으로 이어지는가?
- 배분 효율성(capital allocation efficiency): 수익성이 높은 기업으로 자금이 배분되는가?
- 발현 효율성(revelatory price efficiency): 시장가격이 경영자에게 새로운 정보를 제공하는가?

❖ 각 효율성을 결정하는 핵심 정보 요소



주식시장 효율성 선순환



분석개요(1)

❖ 실증분석 모형(Bai et al., 2016)

가격 → 미래수익 $E_{i,t+h} = a_{t,h} + b_{t,h}V_{i,t} + c_{t,h}E_{i,t} + Controls + \epsilon_{i,t,h}$

가격 → 미래투자 $I_{i,t+h} = a_{t,h} + b_{t,h}V_{i,t} + c_{t,h}E_{i,t} + d_{t,h}I_{i,t} + Controls + \epsilon_{i,t,h}$

투자 → 미래수익 $E_{i,t+h} = a_{t,h} + b_{t,h}I_{i,t} + d_{t,h}E_{i,t} + Controls + \epsilon_{i,t,h}$

- 여기서,

- 가격(V)=Tobin's Q, 수익(E)=순이익/총자산, 투자(I)=자본적 지출 또는 R&D/총자산
- Tobin's Q=(시가총액+총부채)/총자산
- 통제변수(**Controls**): 기업규모, 섹터, 연도
- $h = 1, 3, 5$ 년

분석개요(2)

❖ 분석대상: 한국, 미국, 일본의 상장기업

- 한국: KOSPI, KOSDAQ 상장기업
- 미국: NYSE, NASDAQ 상장기업
- 일본: JPX 상장기업(JASDAQ, Mothers 포함)
- 금융 및 부동산 섹터 제외, 초소형주* 제외
 - 시가총액 순으로 정렬하여, 누적시가총액 95%까지 표본에 포함
 - 한국의 경우 KOSPI 상장기업 표본이 59% 차지

❖ 분석기간

- 2003년-2025년

❖ 자료출처

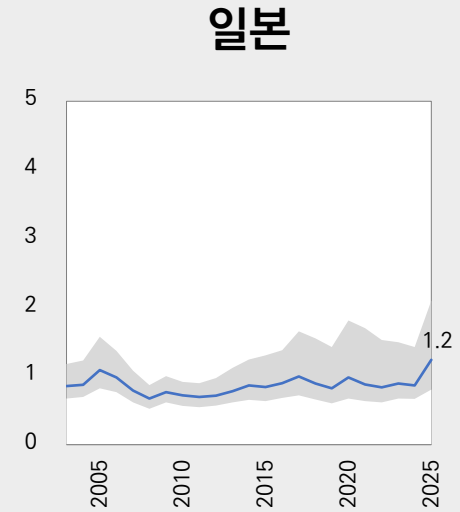
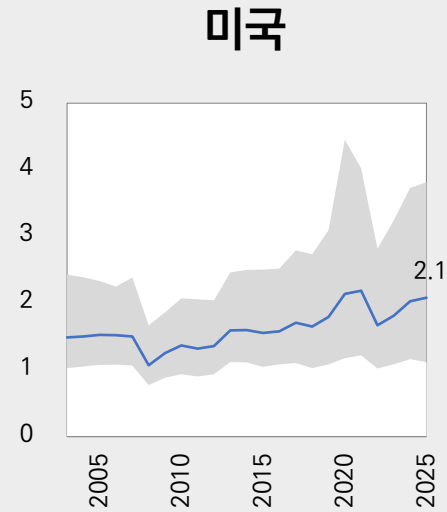
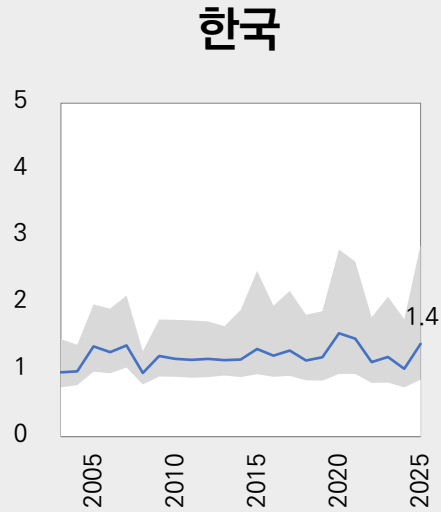
- 한국: DataGuide
- 미국과 일본: Refinitiv

2

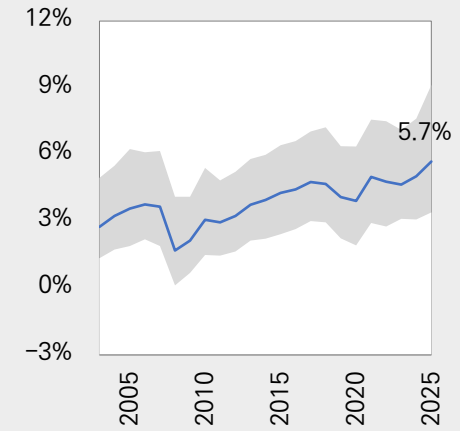
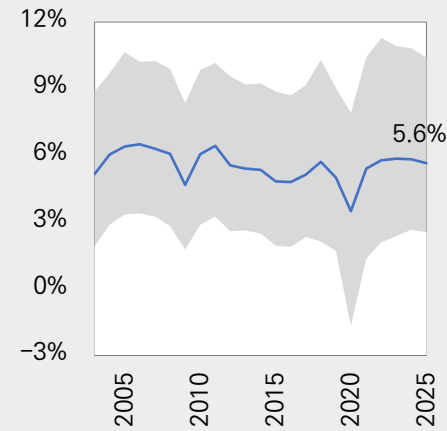
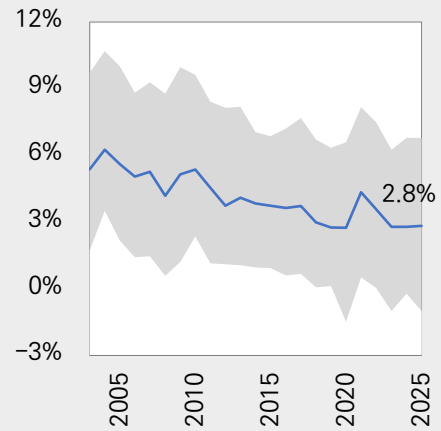
한국·미국·일본 비교분석

표본기업 특성(1)

가격(Tobin's Q)

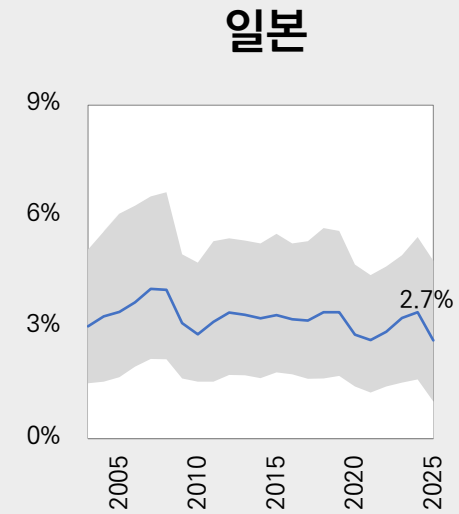
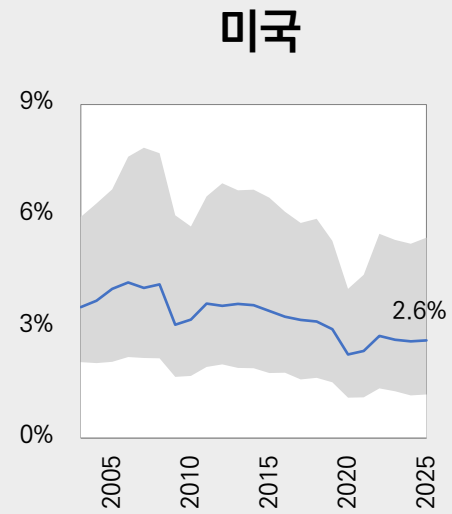
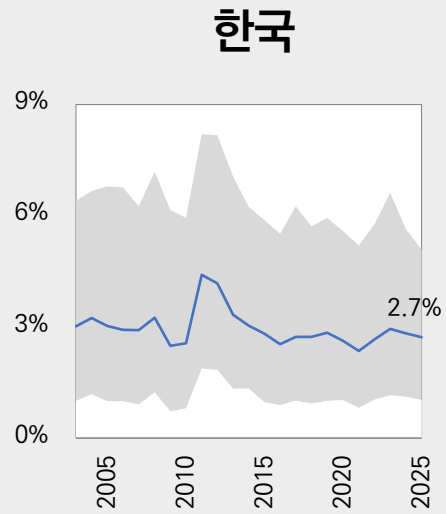


수익성(ROA)

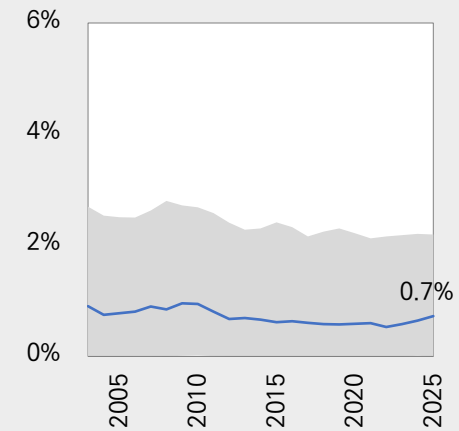
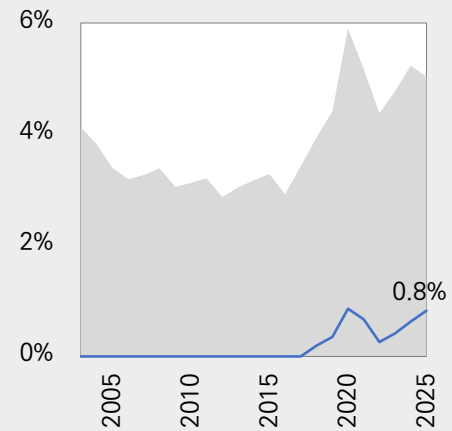
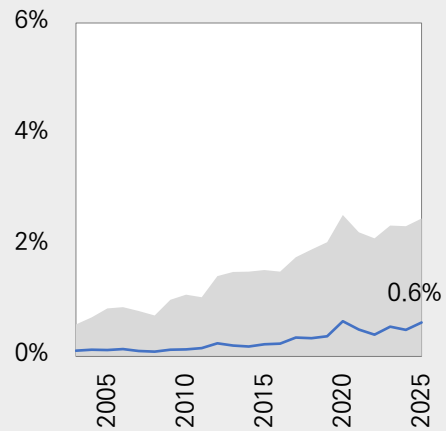


표본기업 특성(2)

투자: 자본적지출



투자: R&D

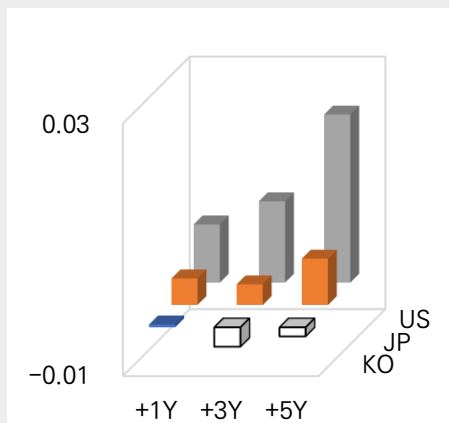


한국·미국·일본 비교분석(1)

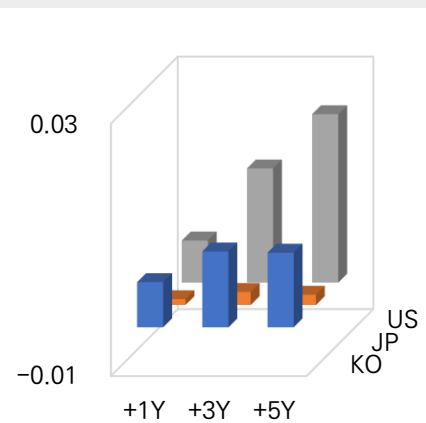
❖ 실증분석 모형의 $b_{t,h}$ 추정치

*투자:
자본적지출+R&D

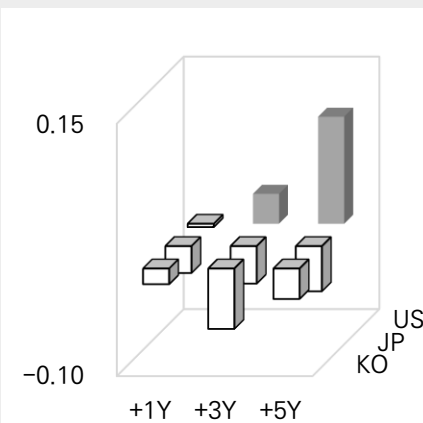
가격 → 미래수익



가격 → 미래투자*



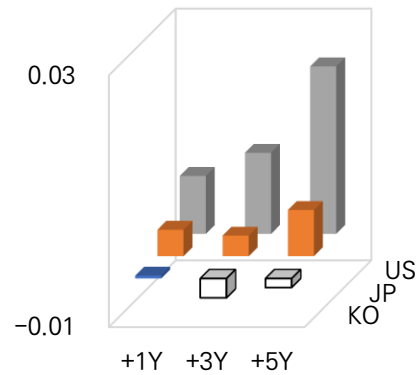
투자* → 미래수익



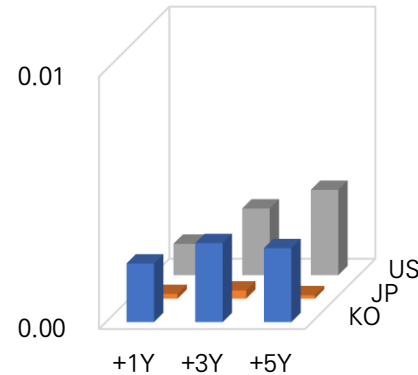
한국·미국·일본 비교분석(2)

*투자: 자본적지출

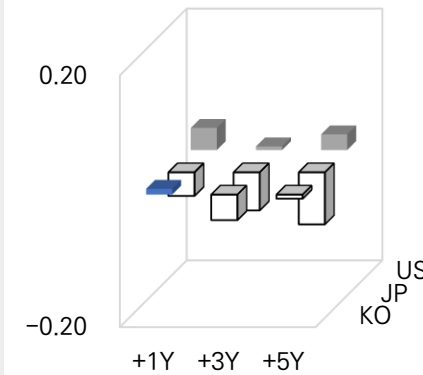
가격 → 미래수익



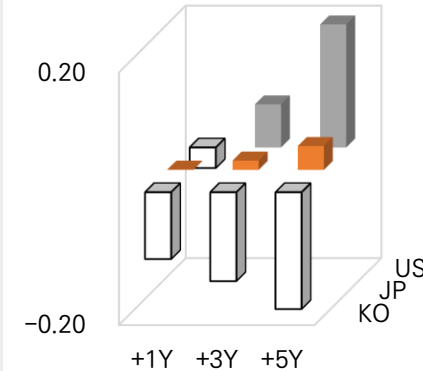
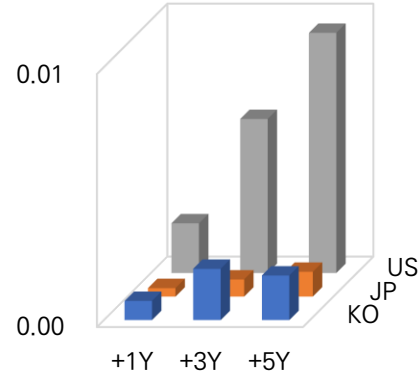
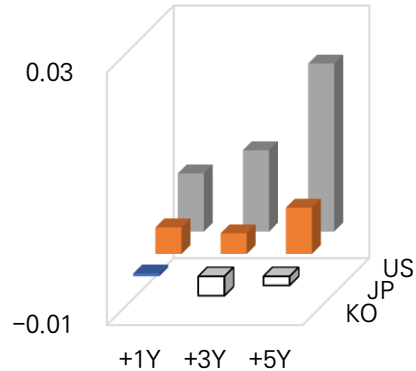
가격 → 미래투자*



투자* → 미래수익



*투자: R&D

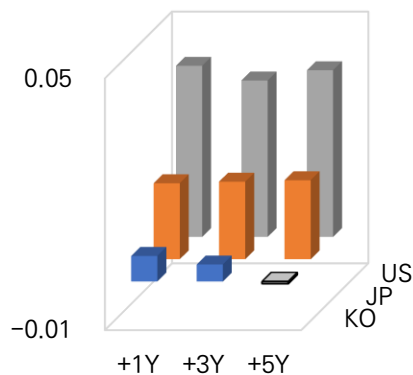


한국·미국·일본 비교분석(3)

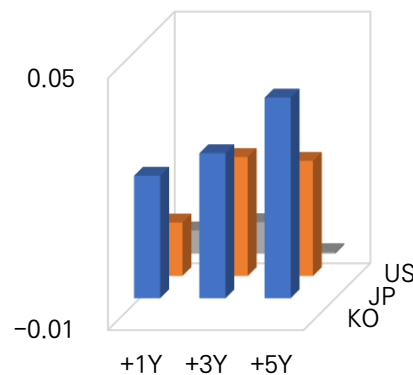
가치주(value stock)

*투자:
자본적지출+R&D

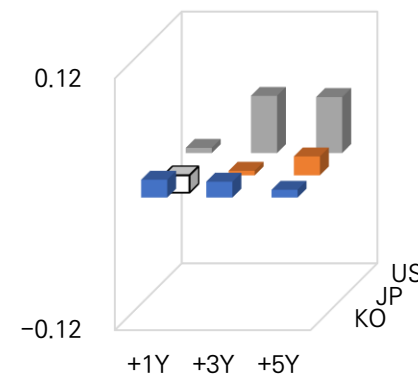
가격 → 미래수익



가격 → 미래투자*

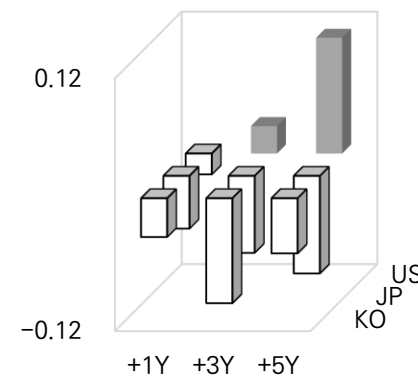
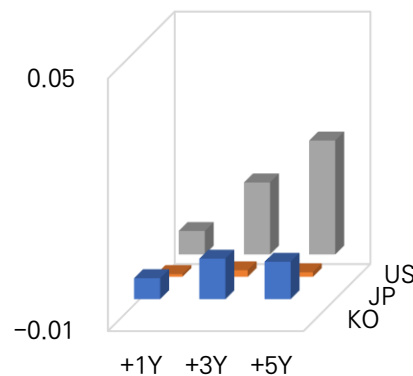
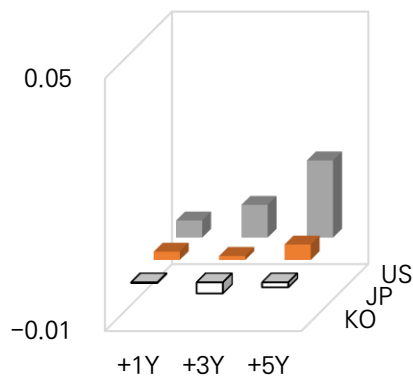


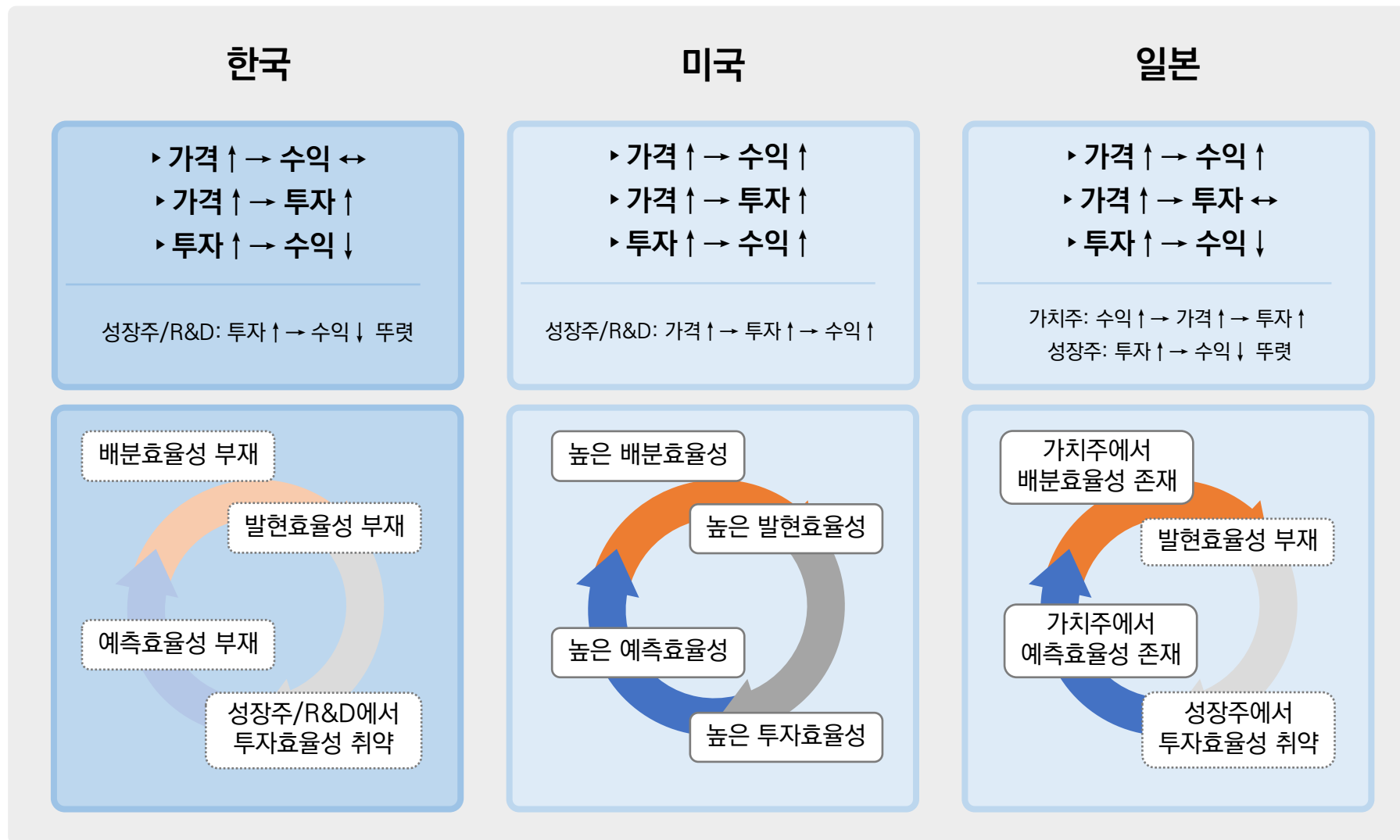
투자* → 미래수익



성장주(growth stock)

*투자:
자본적지출+R&D



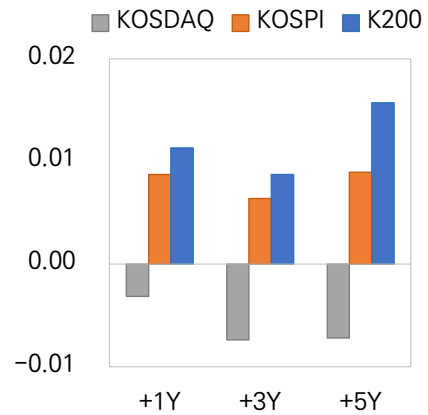


3

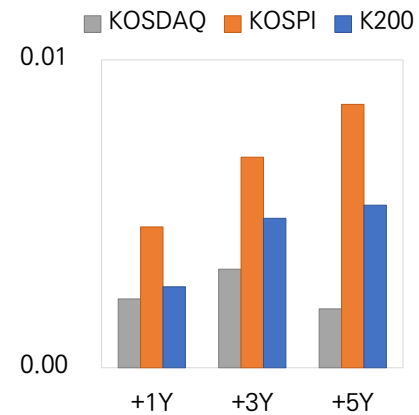
한국시장 추가분석

*투자: 자본적지출

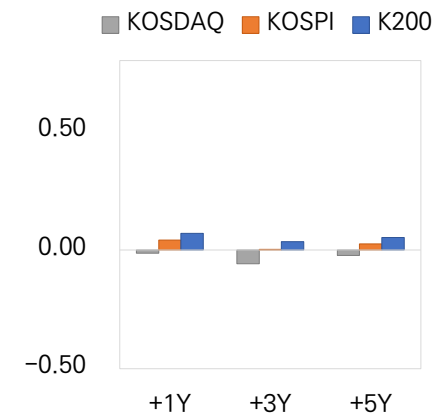
가격 → 미래수익



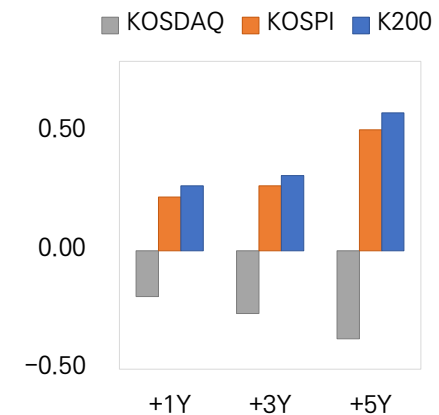
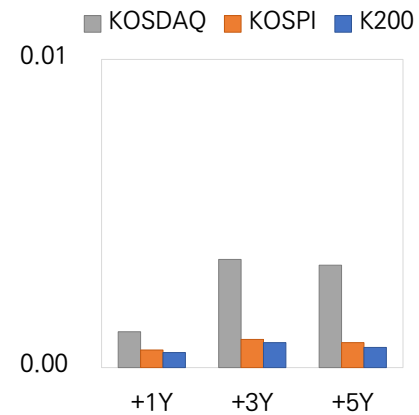
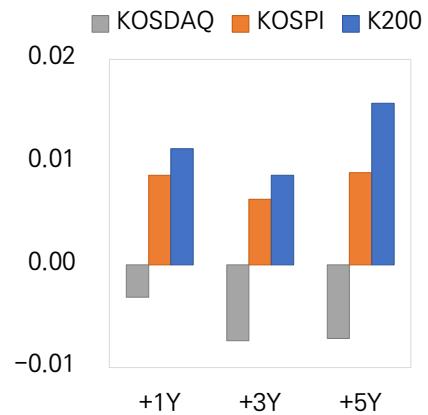
가격 → 미래투자*



투자* → 미래수익



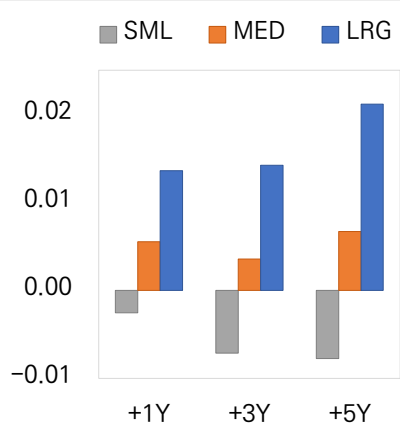
*투자: R&D



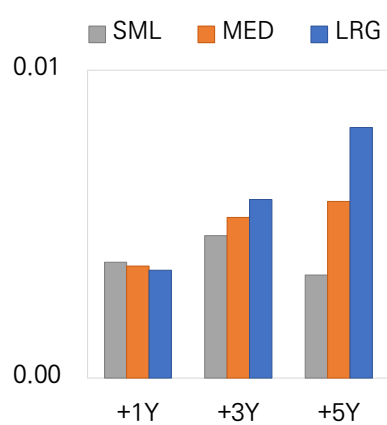
영향요인: 기업규모

*투자: 자본적지출

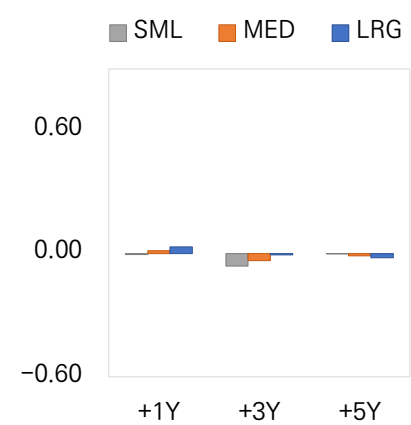
가격 → 미래수익



가격 → 미래투자*

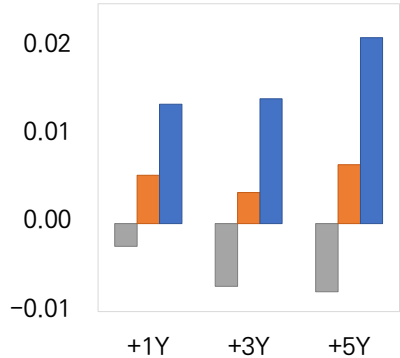


투자* → 미래수익

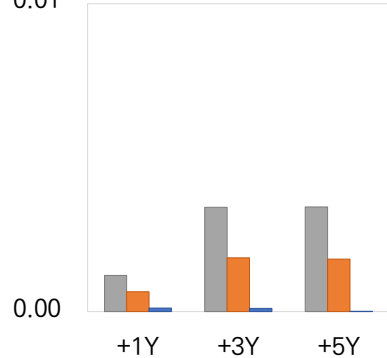


*투자: R&D

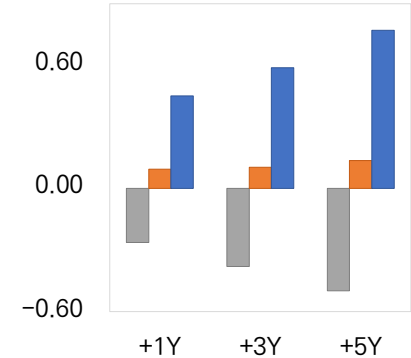
가격 → 미래수익



가격 → 미래투자*



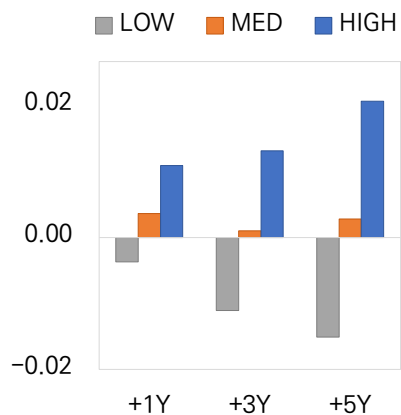
투자* → 미래수익



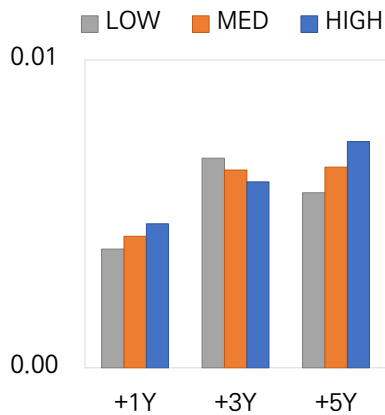
영향요인: 기관비중

*투자: 자본적지출

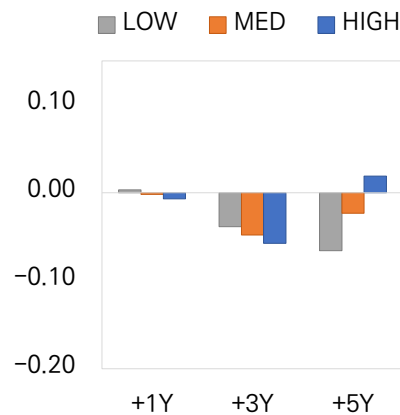
가격 → 미래수익



가격 → 미래투자*

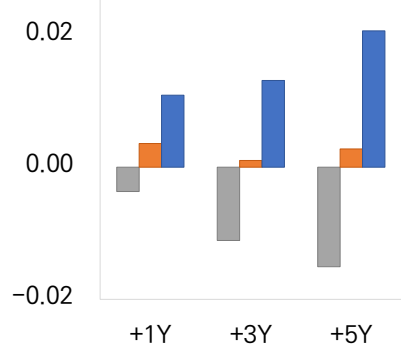


투자* → 미래수익

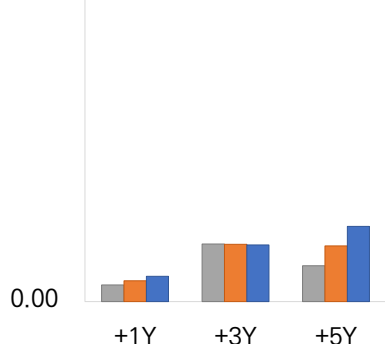


*투자: R&D

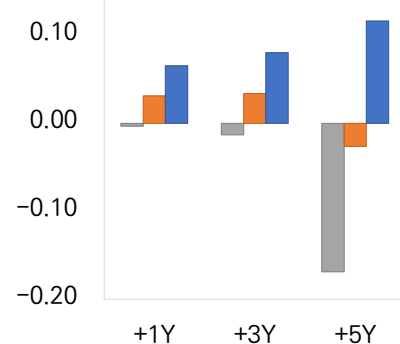
가격 → 미래수익



가격 → 미래투자*



투자* → 미래수익

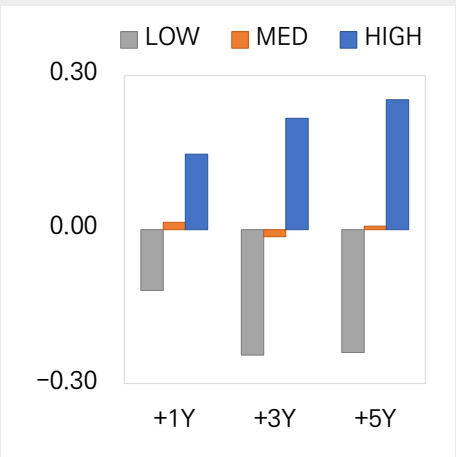
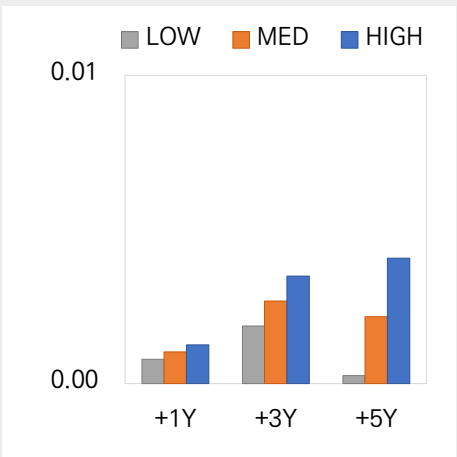
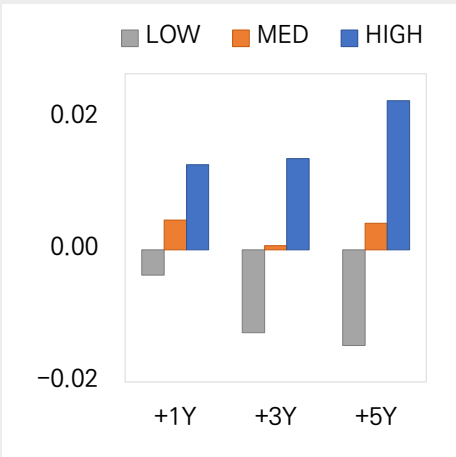
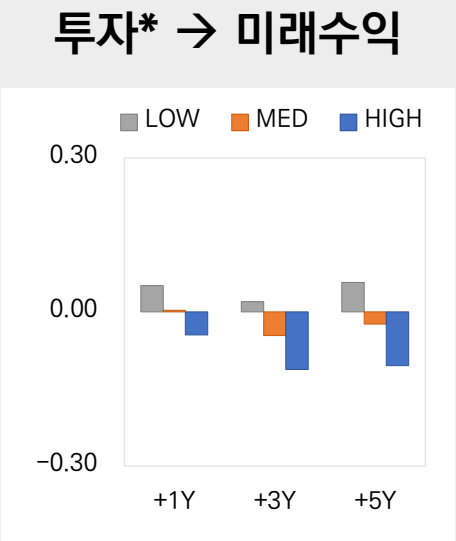
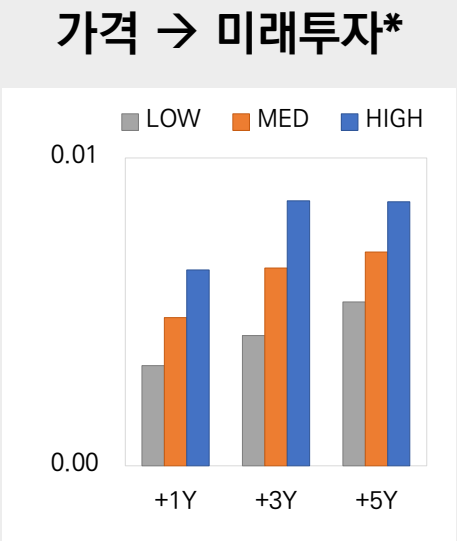
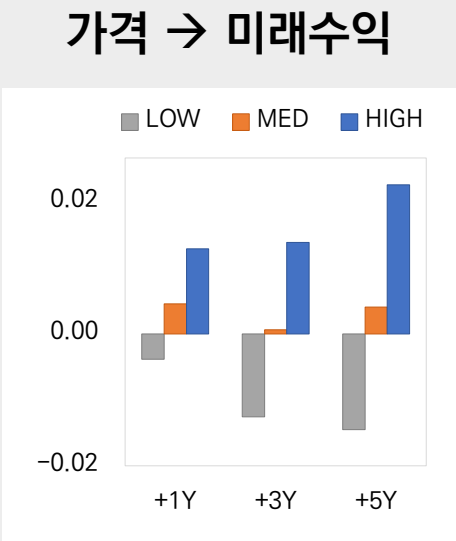


주1: 기관비중은 국내 기관투자자 및
외국인투자자의 거래대금 비중으로 계산
주2: 기업규모의 효과를 제거한 분석

영향요인: 애널리스트

*투자: 자본적지출

*투자: R&D



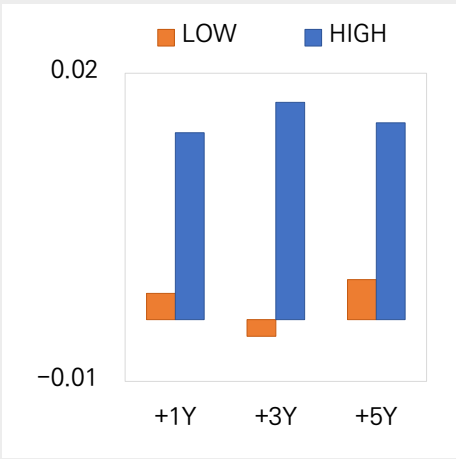
주1: 애널리스트는 각 기업에 대한
분석보고서를 발간한 애널리스트 수
주2: 기업규모의 효과를 제거한 분석

영향요인: 주주친화성

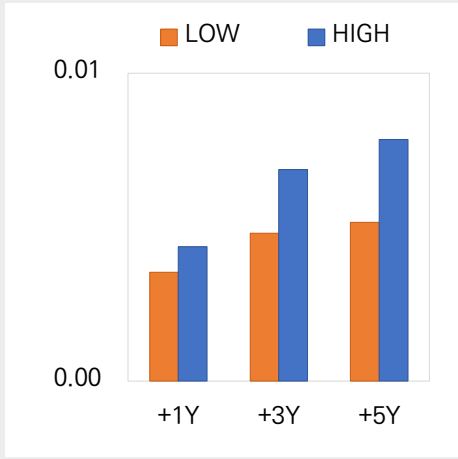
*투자: 자본적지출

*투자: R&D

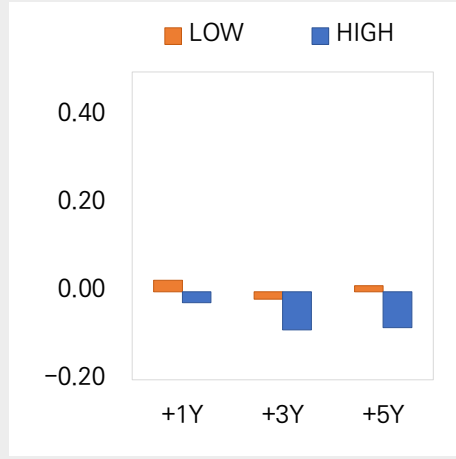
가격 → 미래수익



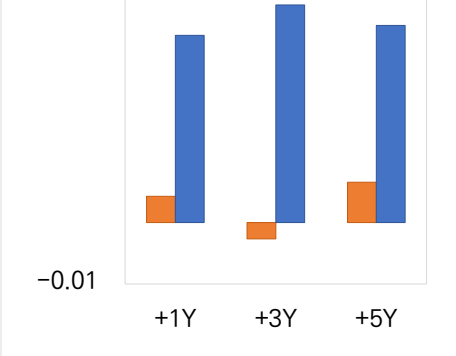
가격 → 미래투자*



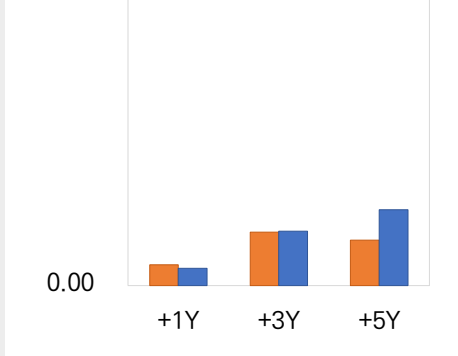
투자* → 미래수익



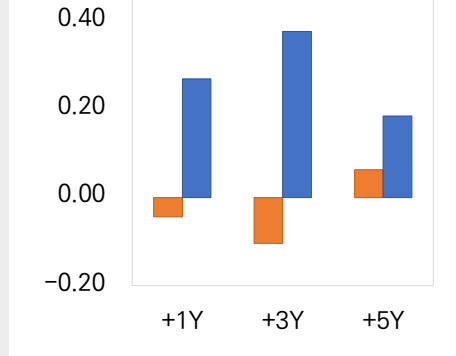
가격 → 미래수익



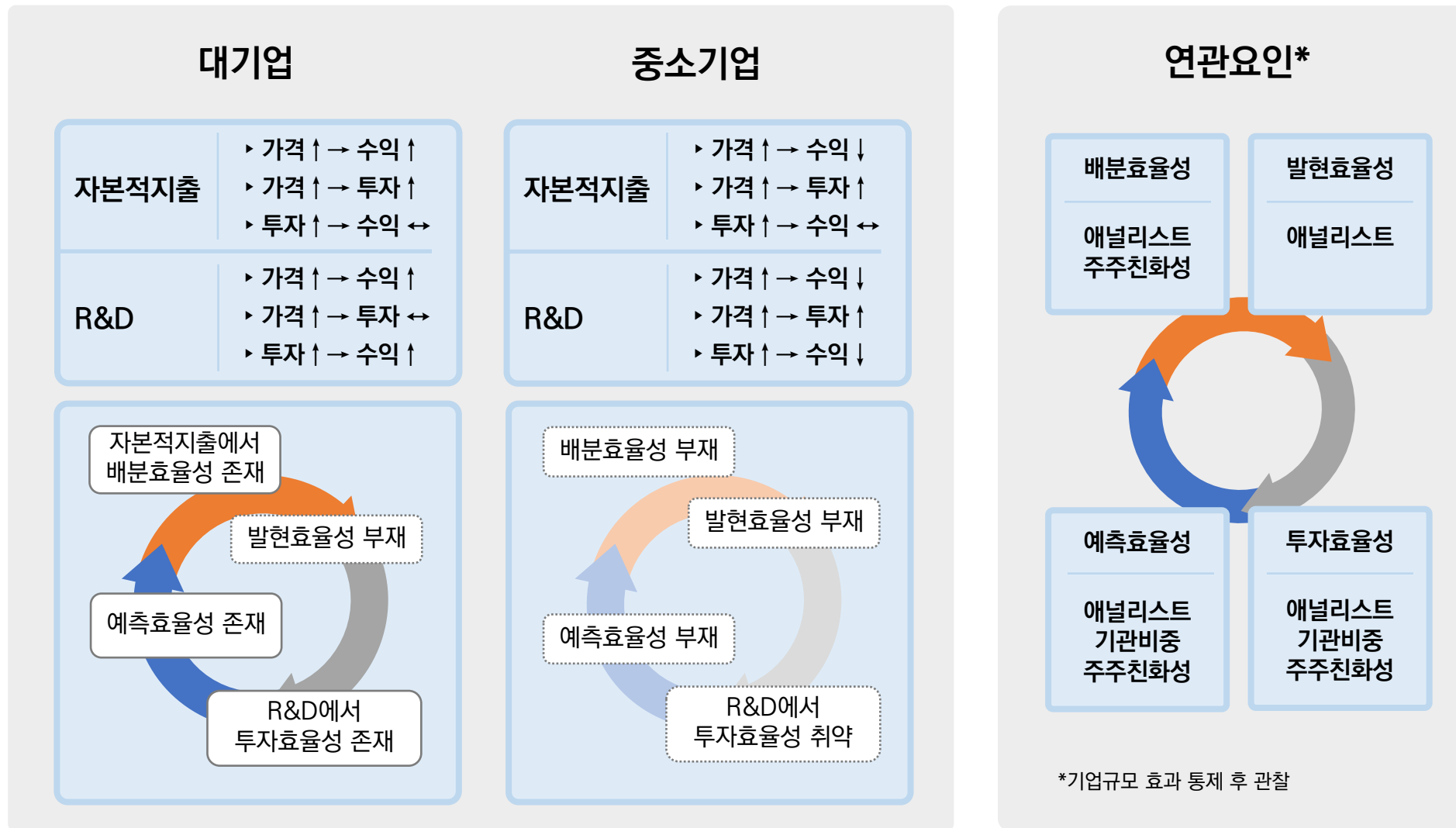
가격 → 미래투자*



투자* → 미래수익



주1: 주주친화성은 현금배당이 기대현금배당보다 높을 때 HIGH, 낮을 때 LOW로 정의. 기대현금배당은 수익성, 수익성 변동성, 부채비율, 성장성, 보유현금 규모, 이익잉여금 규모, 기업규모 등을 바탕으로 추정
주2: 기업규모의 효과를 제거한 분석



4

요약 및 시사점

“중소기업의 효율성 악순환”

정보성이 낮은 가격에 반응하여 수익성이 낮은 투자안 집행
(조달경로(Gilchrist et al., 2005), 케이터링(Polk and Sapienza, 2009))

“발현효율성의 부재”

시장가격을 통한 학습경로 미흡

기업 내부 역량의 강화

- ▶ 투자확대보다 투자선별 능력 강화가 관건
- ▶ 투자, 주주환원, 자금조달 계획의 종합적 고려
- ▶ 매출 확대 목표나 자금조달 여건이 아닌, 기대현가(NPV), 기대수익률(ROIC)에 근거한 투자 의사결정
- ▶ 기대수익률이 낮은 투자를 회피하고, 실패한 투자에서 조속히 철수할 수 있도록 하는 절차
- ▶ 투자목표와 투자성과를 사후적으로 비교, 평가하고 원인을 파악하는 절차

주가 정보성의 강화

- ▶ 기업의 정보공시와 외부의 정보생산이 강화, 결합되고 가격의 잡음이 제거되어야 정보효율성 제고가 가능
- ▶ 공시품질 및 회계품질 제고, IR·영업실적 전망공시 활성화, 무형자산 공시 확대
- ▶ 중소기업 리서치 지원, 공시 템플릿 활용
- ▶ 기관투자자 기반 확대 및 애널리스트 역량 강화(정보생산)
- ▶ 불공정거래 감시, 허위·과장·불성실 공시 제재, 테마·풍문 관리

상장기업 관리 강화

- ▶ 기업의 성과와 전망을 평가, 추적할 수 있는 정보환경 조성
- ▶ 상장기업 진입에서, 사업모델의 검증가능성, 핵심기술의 사업화 전망, 내부통제, 지배구조, 공시·소통 역량에 대한 평가를 강화
- ▶ 기업가치 제고계획 공시 등의 수단을 이용하여 자본비용, 자본배분, 투자성과를 지속적으로 점검, 관리할 수 있는 체계 강화

Thank you

본 자료의 견해와 주장은 필자 개인의 것으로 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
또한 사전동의 없는 자료 복제 및 배포, 개작 행위를 금지합니다.