

비정상적인 우선주 시장의 시사점은?

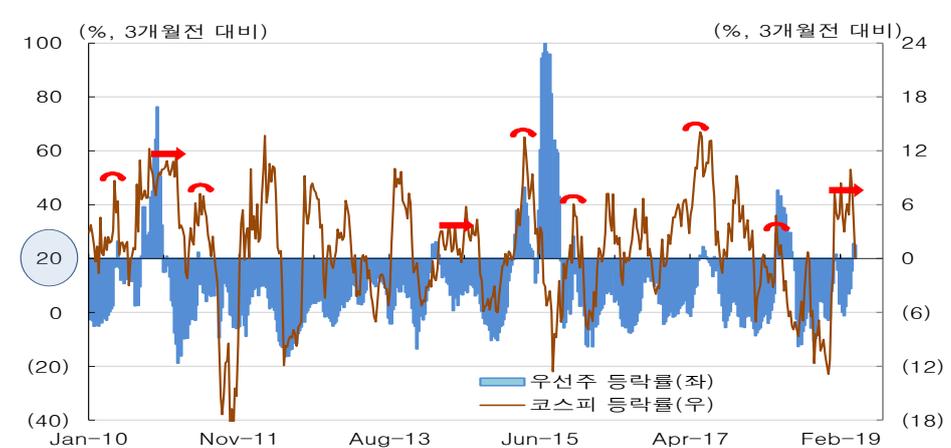
우선주 강세는 시장 약세의 신호라기보다는 시장 상승동력 약화의 결과물
 전체 우선주 중 보통주 주가를 상회하는 우선주의 비율이 40%를 상회
 전술적으로는 우선주의 배당 매력과 보통주와의 페어트레이딩 가능성을 주목

우선주 급등은 시장 상승여력 소진의 결과물

지난 4월 시장의 가장 큰 특징을 꼽으라면 코스피의 13거래일 연속 상승과 우선주 급등세를 들 수 있다. 지배구조 개편 이슈가 불거진 기업을 중심으로 우선주 급등세가 연출되었다. 5월 첫 거래에서도 매각 기대감이 부각된 진흥기업의 경우 보통주보다 의결권이 없는 우선주(진흥기업2우B와 진흥기업우B)가 훨씬 빠르게 상한가에 진입하는 등 우선주 급등세의 여진이 여전한 모습이다. 10거래일 이상의 이례적 연속 상승이 코스피의 심리적 준거선을 형성시켰듯이 우선주의 이례적 급등세는 시장 불확실성 확대를 알리는 신호 중의 하나로 해석되고 있다.

과거 코스피와 우선주의 경험적 관계를 보면 우선주가 이례적 강세국면 연출(3개월전 대비 상승률이 20%를 상회하는 경우)한 이후에는 코스피의 추가 상승은 제한되거나 조정세를 보인 것으로 조사된다. 이는 순환적 상승국면의 막바지에서 상승 동력이 소진됨에 따라 수급요인이 시장내부의 핵심변수로 작동하면서 유통주식수가 적은 우선주에 머니게임이 진행되기 때문이다. 잘 생각해보면 우선주 급등은 코스피 변동성 확대를 알리는 시그널이 아니라 코스피가 추가 상승 동력을 상실했을 때 나타나는 결과물이라고 해석하는 것이 더 타당해 보인다.

[그림 1] 2010년 이후 우선주 등락률과 코스피 등락률 비교



주: 우선주 등락률은 2017년말 기준 시총 300억원 이하 우선주들의 EWI를 이용해 산출
 자료: 와이즈에프엔, 한국투자증권

정훈석

hunseog@truefriend.com

작년 우선주 장세는
남북경협이 모티브
금년 우선주 장세는
지배구조가 모티브

4월 중 우선주 급등세도 코스피가 올 들어 10%가 넘는 상승세를 펼침에 따라 추가 상승 여지가 제한적일 것이라는 시각이 확산됨에 따라 수급에 기초한 머니게임 장세가 전개되는 가운데 상승 모티브(지배구조 논란)를 가진 종목의 우선주에 수급 쏠림이 연출된 것으로 풀이할 수 있다. 4월 중 상승률 상위 우선주를 보면 1) 대부분이 지배구조 개선 여지가 큰 기업이었으며, 2) 급등 직전의 주가는 보통주보다 할인 거래되고 있던 상태(우선주 주가가 합리적인 상태)였으며, 3) 우선주 시총이 300억원 이하(매물 층이 얇아서 일시적으로 수급논리가 관통할 수 있는 종목)였던 것으로 조사된다.

금년 우선주 급등이 지배구조 개선과 관련한 일련의 사태와 맞물려 새로운 이벤트로 보이지만 과거 사례와 별반 차이는 없다. 작년 5월 개별종목 장세에서도 당시의 핵심 화두인 남북경협을 모티브로 상승세를 연출했던 현대건설, 쌍용양회, 신원, 동부체철, 현대비엔지스틸 등은 보통주보다 우선주의 상승세가 현저히 강했던 것으로 조사된다. 다만 우선주의 이례적 강세와 우선주와 동질적 성격을 내포하고 있는 품절주 급등세가 추가적으로 연출될 경우에는 시장 여건이 한층 더 악화되고 있다는 방증이라는 점은 염두에 둘 필요가 있다.

비정상성이 구조화되고 있는 우선주 시장

전체 우선주의 40%가
보통주보다 주가가
높은 비정상적인
상황이 구조화

우선주의 주가가 보통주 주가보다 높아 우선주의 핵심투자 포인트인 배당수익률이 보통주보다 낮은데도 우선주에 투자하는 것은 비이성적이다. 우선주가 보통주 주가를 넘어서는 것은 수급 쏠림에 기반한 머니게임의 결과물이라고 판단된다. 금년 들어 전체 우선주 중 보통주보다 주가가 높게 형성된 우선주의 비율이 40%를 넘어서고 있다. 나보다 ‘더 큰 바보(the greater fool)’가 있을 것이라는 믿음으로 우선주 시장이 비정상적으로 작동하고 있는 상황이다.

[그림 2] 전체 우선주 중 보통주보다 주가가 높은 우선주의 비율



주: 116개 상장 우선주를 대상으로 조사
자료: 와이즈에프엔, 한국투자증권

물론 전술적 차원에서는 개별 종목장세에서 특정 종목에 상승 동인이 주어질 경우에는 보통주 주가보다 낮은 주가를 형성하고 있는 우선주의 존재 여부를 확인해 볼 필요가 있다. 유통주식수가 희소한 소위 품절주와 우선주는 매수세가 일시적으로 몰릴 경우 시세가 시세를 부르면서 급등세가 연출될 수 있기 때문이다. 하

지만 내가 최고의 바보(the greatest fool)가 될 수 있다는 점은 반드시 유의해야 한다.

우선주에 대한 전술적 접근은 여전히 유효

기본적으로 의결권이 없는 우선주는 보통주 대비 배당수익률이 높다. 상당수의 우선주들이 과열양상을 보이고는 있지만, 배당 매력을 내재한 우선주는 매력적인 투자처라는 사실도 간과하지 말아야 한다. 특히 스튜어드십 코드(Stewardship code) 활성화 등 지배구조 개선 흐름을 감안할 때 의결권 가치 희석과 함께 우선주 가치가 제고될 가능성이 크기 때문이다. 중기적 관점에서 지배구조 개선 여지가 크면서 보통주 대비 과도하게 할인 거래되고 있는 우선주들에 대한 전향적인 접근이 필요하다.

중기적 관점에서
과도하게
할인 거래되는
우선주에 대한
전향적 접근 유효

<표 1> 4% 이상의 배당수익률과 40% 이상의 할인을 내재한 우선주

(단위: 원, %)

코드	우선주	DPS			예상 배당수익률	우선주 할인율
		2017년	2018년	2019년		
006805	미래에셋대우우	242	242	241	5.9	(41.7)
004255	NPC우	95	100	-	4.6	(41.9)
005389	현대차3우B	3,050	3,050	4,148	4.6	(44.5)
000215	대림산업우	1,050	1,750	1,558	4.5	(57.5)
005385	현대차우	3,050	3,050	4,148	4.4	(41.5)
120115	코오롱인더우	1,150	950	1,100	4.3	(51.9)
001685	대상우	510	560	579	4.2	(46.3)
011785	금호석유우	1,050	1,400	1,326	4.1	(61.1)
006125	SK디스커버리우	800	650	-	4.1	(41.4)
00088K	한화3우B	646	595	683	4.0	(50.2)

주: 우선주 할인율은 (우선주-보통주)/보통주, 2019년 4월 30일 종가 기준
자료: 와이즈에프엔, 한국투자증권

동일기업의
보통주와 우선주는
균형관계를 유지,
과도한 괴리시
차익기회로 활용

한편 참여투자자와 정보량이 많은 보통주의 가격은 우선주에 선행하여 변동하며, 투자정보는 보통주로부터 우선주로 이전되는 경로를 거친다. 즉 보통주 주가가 상승세를 보일 경우 우선주 주가는 후행적 상승세를 보이기 마련이다. 보통주에 비해 상대적으로 소외된 우선주는 정보비대칭이 내재하고 있어 가격발견과정이 비효율적일 수밖에 없다. 또한 의결권을 확보하고자 하는 정보거래자는 우선주보다 보통주를 선호하며, 발행 물량이 보통주보다 현저히 적은 우선주는 유동성 부족으로 인해 정보거래자가 적극적으로 거래를 할 유인이 크지 않다는 점도 보통주와 우선주의 주가간에 시차성을 유발시키는 요인이 되고 있다.

그렇지만 동일한 기업이 발행한 보통주와 우선주의 가격에는 공통적인 정보요인이 작동하므로 균형관계가 성립할 수밖에 없다. 따라서 유동성이 담보되는 우선주는 보통주와의 가격괴리가 발생할 경우 차익거래 기회를 제공할 공산이 크다. 실제로 삼성전자나 현대차의 경우 보통주와 우선주 중 전월 하락폭이 큰 종목을 보유하는 단순한 매매전략만을 구사하더라도 투자 수익률을 상당 폭 제고할 수 있는 것으로 조사(그림 3, 4)된다. 거래비용을 감안하더라도 삼성전자의 경우 보통주나 우선주를 보유하는 것보다 전월에 상대적으로 낙폭이 큰 종목을 매수/보유하는 단순 전략만으로도 연간 5%p 이상의 수익률을 제고할 수 있다. 시가총액

이 1조원이 넘어 유동성이 담보될 수 있는 우선주의 경우 보통주와의 가격괴리가 일시적으로 커질 경우 차익거래 기회를 탐색할 필요가 있다.

[그림 3] 삼성전자 보통주와 우선주의 단순 전술투자



자료: 와이즈에프엔, 한국투자증권

[그림 4] 현대차 보통주와 우선주의 단순 전술투자



주: 현대차 보통주와, 현대차2우B, 현대차3우B 롤 대상으로 조사
 자료: 와이즈에프엔, 한국투자증권

■ Compliance notice

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다.
- 최종적인 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.