

OPINION

선임연구위원
김준석

애널리스트 투자의견과 목표주가의 투자가치*

본고는 국내 애널리스트가 발표한 투자의견과 목표주가를 이용하여 초과수익을 창출할 수 있는지 여부를 분석하였다. 2000년부터 2024년까지 발표된 투자의견과 목표주가를 바탕으로 포트폴리오를 구축하여 수익률을 분석한 결과, 투자의견 컨센서스 상위 포트폴리오, 예상수익률 컨센서스 상위 포트폴리오 등에서 통계적으로 유의한 초과수익률이 관찰되어 투자의견과 목표주가의 투자가치가 확인된다. 다만, 초과수익률은 2012년 이전 기간에서만 관찰되고 2013년 이후 관찰되지 않는 것으로 나타난다. 2013년 이후의 투자가치 소멸은 투자의견 및 목표주가의 낙관적 편향과 변별력 약화, 기업정보 취득경로 위축에 따른 애널리스트의 정보력 약화가 원인인 것으로 추정된다.

애널리스트는 분석대상 종목의 주가수준에 대한 종합적 판단을 투자의견과 목표주가를 통해 제시한다. 투자의견과 목표주가는 주가의 과대평가, 과소평가 여부를 간접하고 직접적인 방식으로 전달하기 때문에 애널리스트가 제공하는 정보 중에서 가장 접근성과 활용도가 높은 정보라 할 수 있다. 그렇다면, 투자자는 투자의견 또는 목표주가를 이용하여 초과수익을 창출할 수 있을까? 시장효율성 가설에 따르면 투자의견과 목표주가를 이용하여 초과수익을 창출하기 어렵다. 투자의견 또는 목표주가가 발표된 시점에 기업가치 관련 정보가 즉각 주가에 반영되기 때문에, 발표 이전에 이 정보를 취득하지 않는 이상 초과수익을 얻을 수 없다는 설명이다. 그러나 애널리스트가 많은 시간과 노력을 들여 기업을 분석하고 투자의견과 목표주가를 제시하는 것은 이 정보가 투자자의 투자수익률 제고에 기여할 수 있다는 것을 전제한다고 보는 편이 합당하다.

본고에서는 2000년부터 2024년까지 국내 애널리스트가 발표한 약 70만건의 상장기업 분석보고서를 바탕으로 투자의견 및 목표주가 컨센서스 포트폴리오를 구축하고 초과수익률을 분석한 결과를 소개하고자 한다.

투자가치의 원천

투자의견이나 목표주가로부터 초과수익을 얻을 수 있다면, 그 이유로 두 가지 가능성을 생각해 볼 수 있다. 첫 번째는 투자의견이나 목표주가에 대해 시장이 과소반응(underreaction)하는 경우이다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

투자자에 따라 정보를 취득하는 속도에 차이가 있거나, 보수적으로 혹은 느리게 반응하거나, 또는 해당 종목의 유동성이 부족할 때 주가의 반응이 지연될 수 있다. 즉 시장의 비효율성으로 인하여 초과수익이 나타날 수 있다. 두 번째는 투자의견과 목표주가에 기업 기초여건의 장기적 변화에 대한 정보가 포함되어 있는 경우이다. 투자의견과 목표주가는 분석대상 기업의 주가수준에 영향을 미치는 다양한 정보를 종합하여 요약적으로 표현한 것이다. 따라서 시장의 즉각적 반응에는 애널리스트가 고려한 정보가 모두 반영되지 않을 가능성이 있으며, 이후 기업 기초여건 변화에 대한 애널리스트의 시각이 현실화되고 투자자가 기대를 수정함에 따라 초과수익이 나타날 수 있다. 이는 초과수익의 원천이 정보의 지연된 반영 때문이 아니라 정보의 갱신에 따른 결과라는 점에서 첫 번째 가능성과 구분된다.

반면, 투자의견이나 목표주가로부터 초과손실을 얻게 될 가능성도 있다. 첫째, 투자자가 과잉반응(overreaction)하는 경우이다. 투자자가 투자의견이나 목표주가에 과도하게 의존하여 군집적으로 행동할 경우 발표 시점에 가격반응이 크게 나타나고, 이후 가격이 정상적인 수준으로 조정되면서 초과손실이 발생할 수 있다. 둘째, 투자의견과 목표주가가 낙관적으로 편향되는 경우이다. 애널리스트는 소속 증권사의 중개업무 및 투자은행업무 수익에 기여하기 위해, 또는 정보의 원천인 상장기업과의 원만한 관계를 유지하기 위해 낙관적인 평가를 내놓을 가능성이 있다. 낙관적인 투자의견과 목표주가의 발표에 대해 주가 반응이 나타난 이후 기업실질에 대한 재평가가 이루어지면서 초과손실이 나타날 수 있다.¹⁾

요컨대 투자자가 투자의견과 목표주가로부터 초과수익을 창출할 수 있는지 여부는 해당 정보의 품질과 시장효율성 수준에 달려있다고 볼 수 있다.

포트폴리오 분석방법

투자의견과 목표주가의 투자가치는 컨센서스를 바탕으로 구축한 포트폴리오의 초과수익률을 바탕으로 검증한다. 먼저 투자의견 컨센서스 포트폴리오는 다음과 같이 구성한다. 투자의견 적극매수, 매수, 보유, 매도에 대해 각각 5, 4, 3, 2점을 부여하고²⁾, 매월 말일에 지난 한 달간³⁾ 발표된 투자의견의 평균 점수를 종목별로 계산한다. 투자의견 점수가 4점 초과인 경우(H), 4점인 경우(B), 4점 미만인 경우는 두 그룹으로 구분하여(상위 그룹은 L, 하위 그룹은 LL) 포트폴리오를 구성한다. 아울러 투자의견 컨센서스가 전월 대비 상승한 경우(U), 동일한 경우(H), 하락한 경우(D)로 구분하여 포트폴리오를

1) Michaely, R., Womack, K., 1999, Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations, *Review of Financial Studies*, 12(4), 653-686.; Barber, B. M., Lehavy, R., Trueman, B., 2007, Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms, *Journal of financial economics*, 85(2), 490-517.

2) 분석기간 동안 적극매도 의견이 발표된 사례는 없다.

3) 매월 마지막 거래일에서 5거래일 이전부터 한 달간 발표된 투자의견을 기준으로 한다. 이는 투자의견 발표에 따른 단기 수익률 변화가 포트폴리오 수익률에 반영되는 것을 방지하기 위한 것이다. 목표주가 컨센서스 포트폴리오 구성에서도 동일한 기준을 적용한다.

구성한다. 매월 초 포트폴리오에 포함된 각 종목에 동일한 금액을 투자(동일가중 방식)하고 한 달간 보유 한 뒤 매월 말일에 포트폴리오 편입종목을 재조정한다.

목표주가 컨센서스 포트폴리오는 다음과 같이 구성한다. 매월 말일에 지난 한 달간 발표된 목표주가의 평균값을 종목별로 계산하고 목표주가의 평균값과 월말 종가를 이용하여 예상수익률 컨센서스를 계산한다. 각 산업별로⁴⁾ 컨센서스 수준에 따라 4분위 그룹으로 나눈 뒤, 산업별 동일 분위 그룹에 속한 종목들을 모아 산업-중립 4분위 포트폴리오(LL, L, H, HH)를 구성한다. 동일한 방식으로, 전월 대비 컨센서스 변화의 크기에 따라 산업-중립 4분위 포트폴리오를 구성한다. 여기서 산업-중립 포트폴리오를 구성하는 것은 예상수익률의 산업간 편차를 통제하는 한편 각 애널리스트가 특정 산업을 담당하고 해당 산업 내 종목을 상대적으로 평가하는데 전문성을 가지고 있다는 점을 고려한 것이다.⁵⁾ 매월 초 포트폴리오에 포함된 각 종목에 동일 금액을 투자하며, 매월 말일에 포트폴리오를 재조정한다.

이렇게 구성한 각 포트폴리오의 수익률을 산출하고, Carhart(1997)의 4요인 모형을 벤치마크로 초과수익률을 계산한다.⁶⁾ 이후 분석결과에서 제시하는 초과수익률은 모두 월간 기준이다.

포트폴리오 초과수익률

2000년부터 2024년까지 발표된 투자의견과 예상수익률의 컨센서스 수준과 변화를 토대로 구축한 포트폴리오의 초과수익률이 <그림 1>에 제시되어 있다. 먼저 투자의견 컨센서스 포트폴리오의 초과수익률을 보면((1)과 (2)), 컨센서스가 높을수록, 컨센서스가 상승할수록 초과수익률이 높다. 다만, 7개의 포트폴리오 중에서 투자의견 컨센서스 B(매수) 포트폴리오에서만 초과수익률이 통계적으로 유의하다. 투자의견 컨센서스가 매수인 종목으로 포트폴리오를 구성하여 운용했을 경우 0.24%(연 2.92%)의 초과수익률을 달성할 수 있었다는 결과다.

예상수익률 컨센서스 포트폴리오에서도 유사한 패턴이 나타난다(3)과 (4)). 예상수익률 컨센서스가 높을수록, 예상수익률 컨센서스가 상승할수록 초과수익률이 높다. 컨센서스 수준과 변화 모두에서 최하위 포트폴리오(LL)와 최상위 포트폴리오(HH)의 초과수익률이 통계적으로 유의하며, 컨센서스 수준 최상위 포트폴리오(HH)의 초과수익률은 0.48%(연 5.91%)에 이른다. 아울러, 예상수익률 컨센서스 수준 또는 변화 최상위 포트폴리오를 매수하고 최하위 포트폴리오를 매도하는 롱숏(long-short) 포트폴리오를 구성할 경우에도 통계적으로 유의한 초과수익률이 관찰된다.

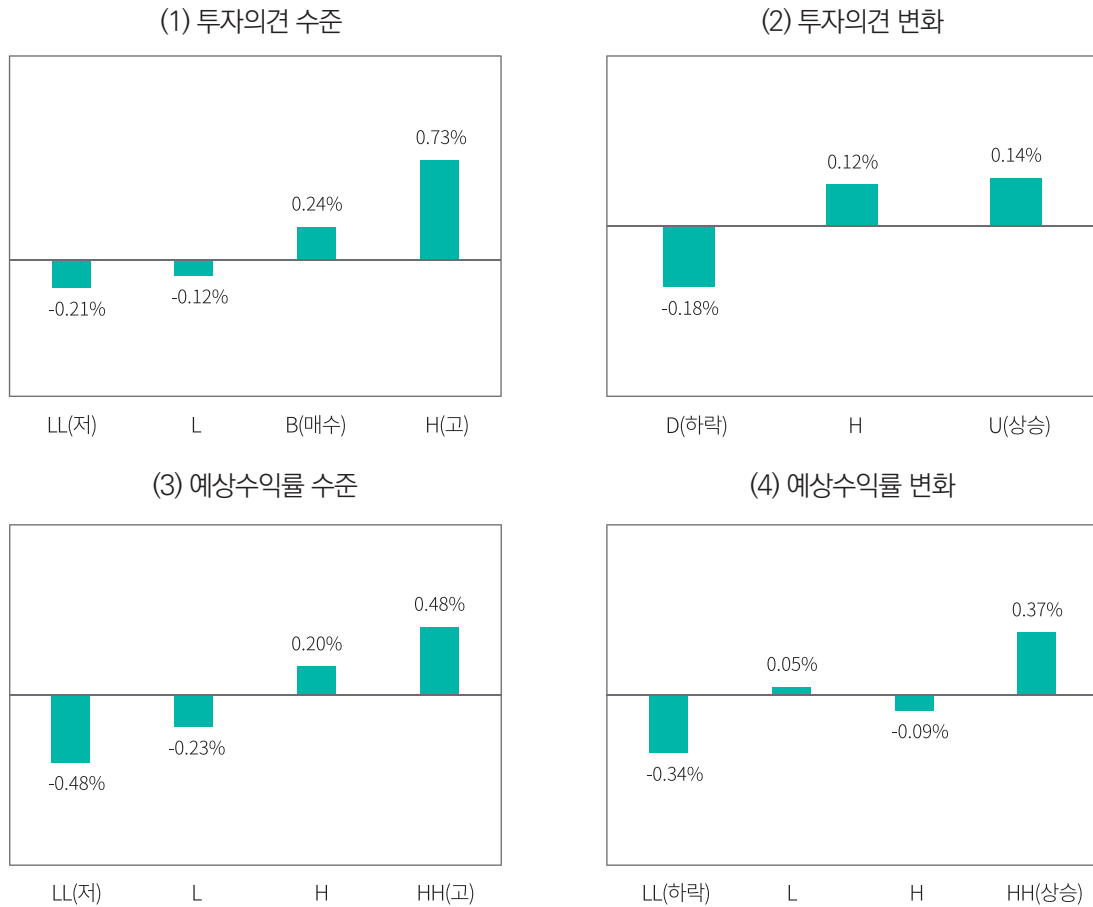
4) FnGuide의 25개 산업(중분류)을 기준으로 한다.

5) Da, Z., Schaumburg, E., 2011, Relative valuation and analyst target price forecasts. *Journal of Financial Markets*, 14(1), 161-192.

6) CAPM 또는 DGTW를 벤치마크로 이용하여 초과수익률을 산출하더라도 분석결과에 질적인 차이는 없다. DGTW는 다음 논문을 참조하기 바란다. Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R., 1997. Measuring mutual fund performance with characteristic based benchmarks. *Journal of Finance* 52, 1035-1058.

7) 본 분석에서 거래비용은 고려하지 않는다.

〈그림 1〉 컨센서스 포트폴리오 월간 초과수익률 – 전체기간 분석

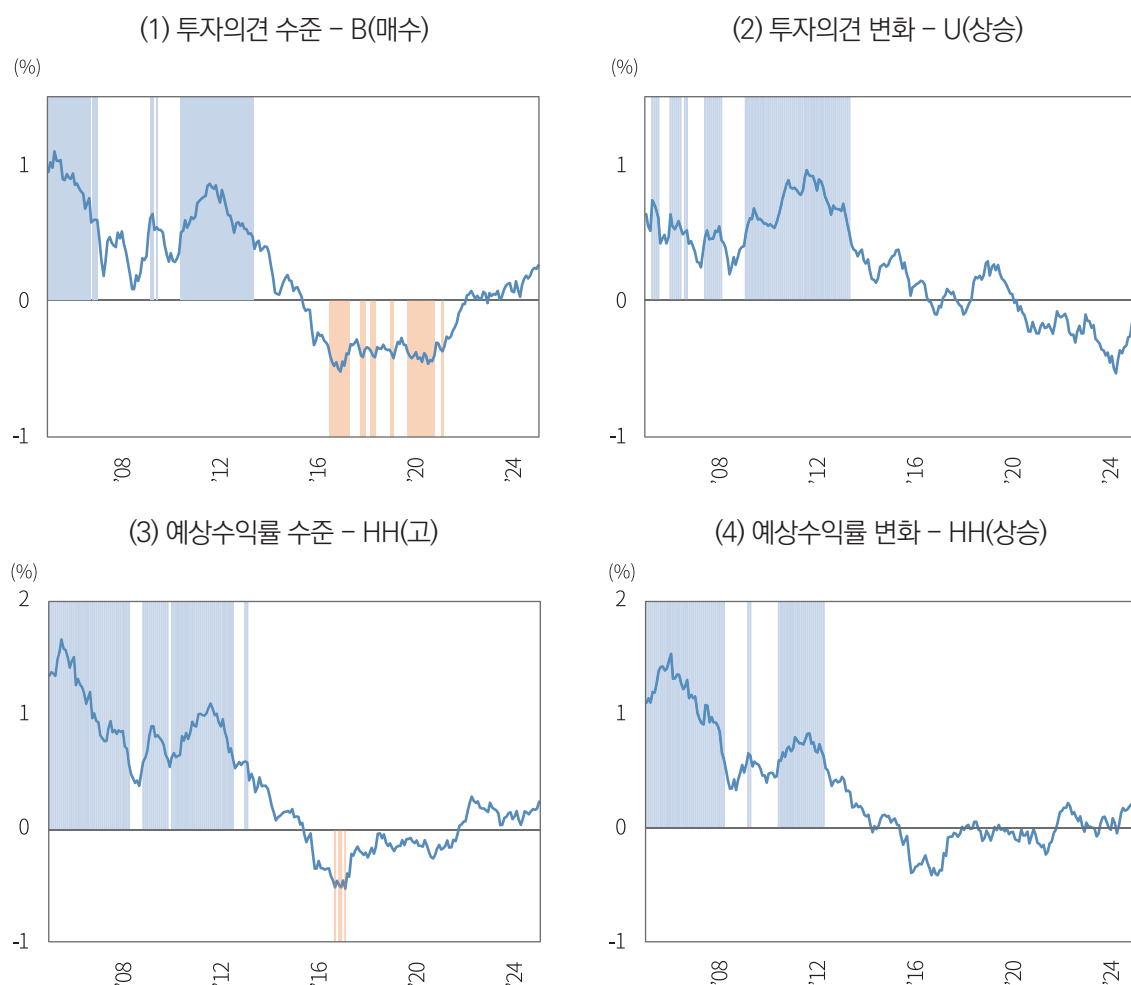


추가적인 분석에 따르면, 투자의견 컨센서스 정보와 예상수익률 컨센서스 정보를 결합할 경우 더 높은 초과수익률을 얻을 수 있는 것으로 나타나, 투자의견과 목표주가에 독립적인 투자가치가 존재한다는 사실이 확인된다. 또한 포트폴리오 편입 종목에 시가총액 비중으로 투자하는 것(가치가중 방식)을 가정할 경우 전체적으로 초과수익률의 유의성이 하락하는 것으로 분석된다. 이는 투자의견과 목표주가의 투자가치가 대형주보다는 중소형주에서 상대적으로 크다는 것을 의미한다.

이상의 결과는 투자의견과 예상수익률 컨센서스에 기업가치의 미래 변화에 대한 정보가 포함되어 있음을, 즉 장기적인 투자가치가 존재함을 보여준다. 그렇다면 투자의견과 목표주가의 투자가치는 최근에도 유효한가? 시계열적으로 어떻게 변화해 왔을까? 이를 확인하기 위해 이동구간(moving window) 분석을 시행하였다. 전체기간 분석에서 양(+)의 초과수익률이 관찰된, 투자의견 수준 B(매수), 투자의견 변화 U(상승), 예상수익률 수준 HH(고), 예상수익률 변화 HH(상승) 등 4개의 포트폴리오에 대해, 2004년 12월부터 매월 과거 5년간의 자료를 이용하여 포트폴리오 초과수익률을 산출하였다. 결과는 〈그림 2〉에 제시되어 있다. 파란색(붉은색) 음영은 해당 시점 기준 5년간의 자료에서 통계적으로 유의한 양(+)(음(-))의 초과수익률이 관찰되었음을 의미한다.

분석결과에 따르면 4개의 포트폴리오에서 공통적으로, 초과수익률이 2013년 이후 급격하게 하락하고 통계적 유의성이 사라지는 것으로 나타난다. 투자의견 수준 B(매수)와 예상수익률 수준 HH(고) 포트폴리오의 경우, 긍정적인 평가를 받은 종목으로 구성되었음에도 불구하고 2013년 이후 일부 기간에서는 통계적으로 유의한 음(-)의 초과수익률이 나타나기도 한다. 투자의견과 예상수익률 컨센서스의 투자가치가 2013년 이후 소멸되었다는 것으로, 주목할 만한 결과다.

〈그림 2〉 컨센서스 포트폴리오 월간 초과수익률 - 이동구간 분석

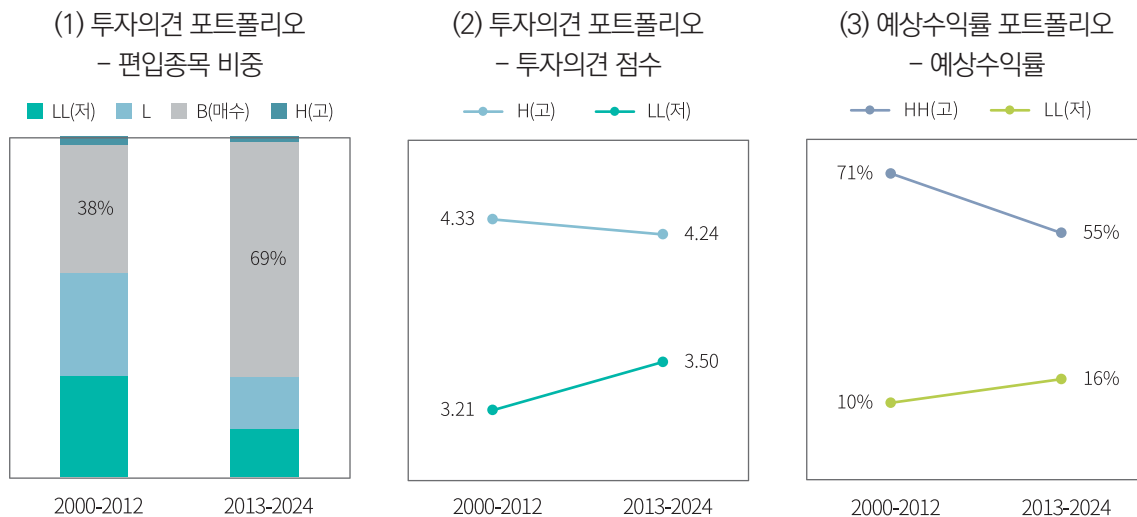


투자의견과 목표주가의 투자가치 소멸

2013년 이후 투자의견과 목표주가의 투자가치가 소멸한 배경으로 두 가지 가능성을 생각해 볼 수 있다. 첫 번째는 투자의견과 목표주가의 변별력 약화다. 〈그림 3〉의 (1)은 투자의견 컨센서스 수준별 포트폴리오에 편입된 종목 수의 상대적 비중 변화를, (2)는 투자의견 컨센서스 수준 최상위 및 최하위

포트폴리오의 투자의견 점수의 변화를 보여준다. 투자의견 컨센서스가 매수인 종목의 비중은 2012년 이전 38%에서 2013년 이후 69%로 크게 증가하고, 컨센서스 최상위 및 최하위 포트폴리오의 투자의견 점수 차이는 2012년 이전 1.12에서 2013년 이후 0.75로 감소한다. 이는 애널리스트의 투자의견의 매수편향이 심화되면서 나타난 결과로, 투자의견의 낙관적 편향과 이에 따른 변별력 약화가 투자가치 하락의 원인일 가능성을 시사한다. (3)은 예상수익률 컨센서스 최상위 및 최하위 포트폴리오의 예상수익률 변화를 보여준다. 두 포트폴리오의 예상수익률 격차 역시 2012년 이전 0.61에서 2013년 이후 0.39로 크게 줄어든다. 예상수익률의 종목간 격차의 감소가 예상수익률 정보의 선별효과 약화, 투자가치 감소와 연관되었을 것으로 추정할 수 있다.

〈그림 3〉 컨센서스 포트폴리오 월간수익률 - 이동구간 분석



두 번째 가능성은 애널리스트의 정보력 약화다. 2013년 10월, CJ E&M의 미공개 실적정보를 일부 애널리스트가 펀드매니저에게 유출한 사건이 발생하였다. CJ E&M과 CJ E&M의 IR 담당자 3명, 애널리스트 4명과 소속 증권사가 미공개 중요정보 이용행위 금지 위반으로 검찰에 고발 또는 통보되었고, 4개 증권사는 기관경고 내지 기관주의 조치를 받았다.⁸⁾ 같은 해 4월 정부는 관계기관 공동으로 시장질서 교란행위 규제 계획이 포함된 ‘주가조작 등 불공정거래 근절 종합 대책’을 발표하였다. 시장질서 교란행위 규제는 미공개정보를 생산 또는 수령(2차 이후 포함)하는 자가 이 정보를 이용하거나 타인에게 이용하도록 할 수 없도록 하는 것을 주요 내용으로 한다.⁹⁾ 이 두 사건은 기업 관련 정보의 취득과 생산에 따르는 법적 위험을 높여 애널리스트와 기업의 소통을 크게 위축시킨 것으로 평가된다. 애널리스트의 정보 취득 경로의 위축은 애널리스트의 정보력 약화로 이어졌을 가능성이 높다.

8) 이 중 CJ E&M IR 담당자 3명과 애널리스트 2명은 2022년 최종적으로 유죄가 확정되었다.

9) 시장질서 교란행위 규제는 2014년 12월 국회를 통과, 2015년 7월 시행되었다.

애널리스트의 정보력 약화는 투자의견 및 목표주가의 변별력 약화, 낙관적 편향과 밀접하게 맞닿아 있는 현상이다. 고유정보의 부재는 독자적인 평가, 특히 부정적 평가를 어렵게 만들고 실적공시와 같은 공적정보에 대한 의존도를 높여 투자의견이나 목표주가의 군집화, 즉 변별력의 약화를 유발할 수 있다. 또한 정보취득 경로의 위축이 기업과의 우호적 관계를 구축하고자 하는 유인을 강화시킨다면 낙관적 편향의 원인이 될 수 있다.

물론 투자가치의 소멸이 주식시장 효율성의 개선으로 정보반영의 지연이 완화된 결과일 가능성도 배제할 수는 없다. 정보기술 및 인프라의 발전과 함께 정보유통 속도가 증가하고 거래비용이 하락해 온 것을 부인할 수 없기 때문이다. 다만 2013년 전후로 시장효율성에 급격한 영향을 미쳤을 만한 제도적, 행태적 변화는 확인되지 않는다는 점에서 시장효율성의 개선은 점진적 변화에 가깝고, 따라서 간접적인 요인으로 평가하는 것이 적절해 보인다.

향후 과제

한국 주식시장에서 애널리스트는 경제적으로 매우 중요한 역할을 수행한다. 매년 2만건에 이르는 상장기업 분석보고서를 발간하고 있으며, 경제와 산업에 대한 진단과 전망, 상장기업 의사결정에 대한 평가를 내놓는 핵심 주체가 바로 이들이다. 그럼에도 불구하고 애널리스트 투자의견과 목표주가의 투자가치가 사라지고, 그 원인이 애널리스트의 정보력 약화와 제공 정보의 변별력 감소일 가능성이 높다는 분석은 애널리스트의 본질적 기능과 역할에 대한 우려를 낳는다. 정보의 생산·중개자이자 시장의 감시자로서 애널리스트의 경제적 기능과 역할은 정보력과 분석력, 객관성과 정확성을 전제로 하기 때문이다.

정보력과 분석력의 관점에서, 기업 정보에 대한 애널리스트의 접근성이 불가피한 규제로 인해 제한적인 상황이라면, 다양한 대체정보의 활용, 새로운 분석기법의 도입, 평가 및 분석 영역의 차별화 등에 역량을 집중하는 전략이 제공 정보의 부가가치를 높이는 대안이 될 수 있을 것이다. 객관성과 정확성의 관점에서는 애널리스트의 낙관적 편향을 줄이기 위한 노력이 필요하다. 증권사 수익에 대한 기여도 보다는 예측과 평가의 객관성, 정확성, 유용성에 근거한 평가와 보상, 증권사 내 리서치 부문의 독립성 강화, 정보 품질과 이해상충 요소에 대한 정보공개 확대 등을 통해 애널리스트의 명성이 제공 정보의 품질에 연동되는 구조를 구축하는 것이 바람직하다. 정책적으로는 주식시장의 정보환경을 개선하기 위한 지속적인 노력이 요구된다. 미공개정보에 대한 규제 강화는 주식시장의 공정성과 신뢰성에 있어 매우 중요한 조치다. 다만 이것이 주식시장의 전체 정보량을 감소시키는 결과를 낳지 않도록 해야 하며, 이를 위해 공시정보의 품질을 제고하고, 기업과 애널리스트의 공식적 소통경로를 강화하며, 비재무정보 공시를 활성화하는 정책이 병행될 필요가 있다. 이는 애널리스트가 다양하고 복잡한 정보를 처리하는 고유한 역량을 발휘할 수 있는 원천으로도 중요하게 활용될 수 있을 것이다.