

애널리스트 성과와 이직 간의 관계분석

연구위원 이석훈*

본 연구는 애널리스트의 정확한 정보생산 및 이해상충 가능성과 이직 간의 상관관계를 통해서 국내 애널리스트 노동시장을 평가하였다. 분석결과, 애널리스트의 전년도 EPS 예측정확도가 매우 높았던 경우에 이직이 두드러졌던 반면, 전년도 투자의견 매수편의는 이직에 미치는 효과가 미미하였다. 보다 상위등급인 증권회사로의 애널리스트 이직률은 EPS 예측정확도나 투자의견 매수편의에 의해 모두 영향을 받고 있었으나, 높은 수준의 EPS 예측정확도에 따른 이직률 효과가 투자의견 매수편의보다 약 2~3배 정도 컸다. 보다 하위등급인 증권회사로의 애널리스트 이직률은 EPS 예측정확도나 투자의견 매수편의에 따라 다르지 않아, 이직유형에 따라 이직한 애널리스트의 특징이 달랐다.

I. 서론

국내 증권회사들이 리서치센터를 경쟁적으로 확대함에 따라 2000년대 중반부터 최근까지 애널리스트의 수는 약 40%가량 증가하였다. 이러한 현상은 무엇보다도 연기금이나 펀드시장이 성장하면서 기관투자자에 의한 애널리스트의 기업분석과 정보제공 등에 대한 수요가 커졌기 때문이다. 투자은행부문을 확장하려는 국내 금융투자업계의 움직임 또한 리서치센터가 확대되었던 요인으로 보인다.

애널리스트 대부분이 계약직 형태로 일하기 때문에 타 증권회사로부터 보다 좋은 조건의 계약제외에 대해 이직할 유인이 충분히 높았을 뿐 아니라, 애널리스트 수요가 확대됨에 따라 경력직 애널리스트의 공급이 크게 부족하였다. 실제로, 동기간 애널리스트 이직률이 매우 높았고, 일부 경력직 애널리스트들은 증권회사 간 모시기 경쟁으로 인하여 이전에 받을 수 없었던 높은 몸값을 받게 되었다. 계약직 형태인 애널리스트의 성과가 외부에서도 쉽게 평가¹⁾되며 주

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

Tel: 02-3771-0639, E-mail: shlee@kcmi.re.kr

1) 애널리스트의 기업분석 예측이나 투자의견 등은 기업의 실제성과 비교하여 사후적으로 확인될 수 있어, 애널리스트에 대한 성과는 소속 증권회사 내부에서 뿐 아니라 애널리스트 노동시장에서도 부분적으로 노출될 수밖에 없다.

식시장의 활황여부에 따라 애널리스트에 대한 수요변화가 크기 때문에, 애널리스트의 이직률은 타 산업에 비해 꾸준히 높을 것으로 보인다.

한편, 높은 이직률로 인하여 애널리스트 자신이 이직시장에 언제든지 참여할 수 있다는 점에서 애널리스트는 자신의 커리어 관리를 이직시장에서 중요하게 여기는 평가항목에 맞출 것이다. 더욱이 경력직 애널리스트 채용과정에서 중요시하는 평가항목은 증권회사의 내부적인 임금 인센티브나 보상에서도 유사할 가능성이 높아, 이직에 대한 분석으로부터 업계가 애널리스트로부터 요구하는 바를 부분적으로 파악할 수 있다. 이러한 관점에서, 이직한 애널리스트에 대한 특징을 분석하는 것은 중요하다.

애널리스트는 보다 정확한 예측을 제공하여 고객을 유치하기도 하지만, 편향된 매수의견을 제시함으로써 고객이 소속 증권회사에서 보다 많은 위탁거래를 하도록 유도하기도 한다. 전자와 후자 모두 증권회사의 이윤을 높이지만, 전자의 경우 정확한 정보의 생산과 제공으로 시장의 효율성을 높이는 반면 후자의 경우 왜곡된 정보제공으로 자칫 투자자 손실을 유발하는 이해상충의 가능성이 높다. 이렇듯 시장관점에서 서로 다른 결과를 가지는 애널리스트의 정보가 증권회사 측면에서는 모두 중요한 애널리스트 평가요소가 된다. 따라서 애널리스트가 이해상충적인 면에 쏠려 있는지 또는 정확한 정보생산을 보다 중요하게 여기고 있는지를 파악하는 분석은 중요하다.

본고는 애널리스트 이직과 정확한 정보생산 및 이해상충의 가능성 간의 상관관계를 분석함으로써 국내 애널리스트 시장을 이해하고자 하였다. 특히 본고의 분석을 주식관련 애널리스트로 한정하는 만큼, 개별 기업의 EPS 예측오차로부터 정확한 정보생산의 지표를 구하였고 투자자의견 매수편의를 통해서 애널리스트의 이해상충 가능성을 분석하였다.

본 연구는 II장과 III장에서 최근 애널리스트의 이직 현황 및 특징과 애널리스트의 EPS 예측정확도와 투자자의견 매수편의를 파악해본다. IV장에서는 Probit 모형을 적용하여 애널리스트 이직에 관한 요인을 분석한다. 마지막으로 V장에서는 분석결과를 정리하고 시사점을 유도한다.

II. 최근 애널리스트의 이직현황 및 특징

본 연구는 FnGuide로부터 구한 2004년부터 2010년까지의 기 발표된 기업분석보고서를 기초로, 애널리스트 이직과 관련 자료를 정리하였다. 이에 따라 본 연구의 분석은 기업에 대한 주가전망 애널리스트로 한정하고 있다.

〈표 1〉 연도별 애널리스트 이직 현황

(단위: 명, %)

연도	애널리스트 수	잔류		유입	유출
		비이직	이직		
2003	502	-	-	-	-
2004	503	76.7% (386)	2.4% (12)	20.9% (105)	20.7% (104)
2005	455	72.3% (329)	8.4% (38)	19.3% (88)	29.9% (136)
2006	467	58.7% (274)	10.3% (48)	31.0% (145)	28.5% (133)
2007	526	65.4% (344)	9.9% (52)	26.6% (140)	15.4% (81)
2008	563	67.9% (382)	7.6% (43)	24.5% (138)	17.9% (101)
2009	628	65.8% (413)	11.1% (70)	23.1% (145)	12.7% (80)
2010	692	65.6% (454)	9.5% (66)	24.9% (172)	15.6% (108)

〈표 1〉은 연도별 애널리스트의 수, 이직과 비이직 애널리스트의 수 그리고 애널리스트의 유출입 현황을 보여주고 있다.²⁾ 〈표 1〉에서 알 수 있듯이, 기업분석보고서를 발표한 적이 있는 애널리스트의 수는 2004년도 503명에서 2010년도 692명으로 최근 6년 사이 약 38% 증가하였다. 특히 서브프라임 사태로 인한 금융위기로부터 주식시장이 불황이었음에도 불구하고 애널리스트 수는 2008년과 2009년 모두 증가하고 있는 모습을 보였다. 2005년 이후 타 증권회사로 이직한 애널리스트의 비율은 연간 10% 전후(7.6%~11.1%)로, 이러한 수치는 평균 2.5% 미만인 타 산업의 연간 이직률³⁾에 비해 상당히 높았다. 최근 6년간 애널리스트 수 대비 유입과 유출의 비율은 연간 평균 각각 24.3%와 20.1%로 매우 높았다. 다만, 최근에 들어와 애널리스트 유출의 비율이 15% 전후로 다소 하락하였다.

2005년 이후 타 증권회사로 이직한 애널리스트의 비율은 연간 10% 전후(7.6%~11.1%)로, 이러한 수치는 평균 2.5% 미만인 타 산업의 연간 이직률에 비해 상당히 높았다.

2) 〈표 1〉에서 애널리스트의 이직은 해당년도에 두 개 이상의 증권회사에서 기업분석보고서를 제출한 경우이고 비이직은 애널리스트가 오직 한 개의 증권회사에서 기업분석보고서를 제출한 경우를 말한다. 애널리스트의 유입이 각각 해당년도에 기업분석보고서가 처음 나온 경우인 한편, 유출은 해당년도에는 기업분석보고서가 나왔으나 다음년도에는 나오지 않은 경우를 의미한다.

3) 금융투자산업의 안정적 인적자본 구축: 애널리스트 및 펀드매니저 공시제도 개선을 중심으로, 2010. 1 금융투자협회(학술연구용역보고서) 참조

〈표 2〉 이직유형(상향/하향)에 따른 애널리스트 연도별 이직현황

(단위: 명)							
구분	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
이직	12	38	48	52	43	70	66
상향이직	9 (75.0%)	19 (50.0%)	17 (35.4%)	27 (51.9%)	12 (27.9%)	13 (18.6%)	33 (50.0%)
하향이직	3 (25.0%)	17 (50.0%)	31 (64.6%)	22 (48.1%)	31 (72.1%)	51 (81.4%)	32 (50.0%)

주: (%)는 당해년도 총 이직 애널리스트 수 대비 백분율을 의미

〈표 2〉는 애널리스트의 연도별 이직현황을 상향이직과 하향이직으로 구분하여 보여주고 있다. 여기서, 상향이직은 전직 증권회사보다 높은 등급⁴⁾의 증권회사로의 이직을 말하고 그 반대를 하향이직으로 정의하였다. 〈표 2〉에서 볼 수 있듯이, 상향이직이 이직에서 차지하는 비중이 75%로 매우 높았던 2004년을 제외하고는 하향이직이 이직에서 차지하는 비중이 상향이직보다 더 높거나 비슷한 모습을 보였다. 특히 2008년과 2009년에는 하향이직이 각각 72.1%, 81.4%로 상향이직보다 훨씬 높은 비중을 차지하였는데, 이는 동 시기 여러 중소형 증권회사들이 경쟁적으로 리서치센터를 설립하거나 확충하였기 때문이다.

〈표 3〉 애널리스트 연차별 이직의 현황

(단위: 명)				
애널리스트 연차 ¹⁾	애널리스트 수	이직한 애널리스트 수	상향 이직한 애널리스트 수	하향 이직한 애널리스트 수
2	181	28 (15.5%)	14 (7.7%)	14 (7.7%)
3	335	53 (15.8%)	22 (6.6%)	31 (9.3%)
4	308	52 (16.9%)	24 (7.8%)	28 (9.1%)
5	327	32 (9.8%)	16 (4.9%)	16 (4.9%)
6	232	37 (15.9%)	16 (6.9%)	21 (9.1%)
7	186	23 (12.4%)	8 (4.3%)	15 (8.1%)
8	145	14 (9.7%)	5 (3.4%)	9 (6.2%)
9	98	9 (9.2%)	3 (3.1%)	6 (6.1%)
10	62	5 (8.1%)	2 (3.2%)	3 (4.8%)

주: 1) %는 연차별 애널리스트 수 대비 이직한 애널리스트의 백분율을 의미

4) 증권회사의 등급은 애널리스트 규모(50%), 증권회사 자본금(30%), 리서치센터의 최근 설립여부(20%) 등을 점수화하고 이를 가중평균하여 구하였다.

〈표 3〉은 애널리스트 연차별 이직의 분포를 보여주고 있다. 여기서, 애널리스트 연차는 2001년을 시점으로 기업분석보고서를 제출하였던 해당년도까지를 포함하였기에 실제의 애널리스트 연차보다는 적게 산정된 경우가 다소 있을 것으로 본다.⁵⁾ 애널리스트 중에서는 3~5년차 애널리스트 비중이 다른 연차에 비해 상대적으로 높았다. 〈표 3〉은 애널리스트 이직률이 2~4년차 사이에서 연차가 올라갈수록 높아지고 있으나, 7년차부터는 급격히 하락하는 모습을 보여주고 있다. 이러한 이직의 특징은 이직의 유형이 상향이직이든 하향이직이든 비슷하게 나타났다. 연차 수가 낮은 애널리스트의 이직률이 15% 전후로 두드러졌지만, 연차 수가 높은 애널리스트의 이직률도 약 8~9%로 낮지 않은 것으로 평가할 만하다.

III. 최근 애널리스트의 EPS 예측정확도 및 투자의견 매수편의⁶⁾

본 연구에서는 2분기와 3분기 사이 기업분석보고서에 나타난 EPS 예측치와 투자의견 자료로부터 보고서를 작성한 해당 애널리스트의 EPS 예측정확도와 투자의견 매수편의를 구하였다. 식 (1)은 EPS 예측치와 EPS 실제치 간 차이를 보고서 발표당일의 기업주가로 나눈 값으로서, t 년도 애널리스트 i 의 기업 j 에 대한 EPS 예측오차를 나타낸다.⁷⁾ 한편, 이러한 예측오차가 작을수록 t 년도 해당 애널리스트 i 의 기업 j 에 대한 EPS 예측정확도는 높아진다.

$$EPS \text{ 예측오차}_{i,j,t} = | EPS \text{ 예측치}_{i,j,t} - EPS \text{ 실제치}_{i,j,t} | / \text{주가}_{j,t} \quad (1)$$

〈표 4〉 연도별 애널리스트 EPS 예측오차 현황

EPS 예측오차	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
평균값	0.0489	0.0388	0.0232	0.0225	0.0167	0.0376	0.0233
중위값	0.0177	0.1883	0.0116	0.0099	0.0069	0.0135	0.0099
표준편차	0.172	0.0585	0.0323	0.0347	0.0324	0.0779	0.0394
관찰 수	1,009	1,198	1,306	1,425	1,574	1,717	1,795

5) 예를 들면, 1999년부터 2004년도까지 기업분석보고서를 발표한 애널리스트는 실제 6년차임에도 불구하고 2001년을 시점으로 하였기 때문에 4년차로 적게 산정될 수 있다.

6) 이후의 모든 분석결과는 이직과 비이직으로 구분되는 잔류 애널리스트의 EPS 예측오차와 투자의견에 한하여 제시한다.

7) 본 연구는 EPS 예측오차 변수를 Hong and Kubik(2003), Jackson(2005), 고봉찬, 김진우(2007) 등의 문헌에서 사용되었던 방식으로 정의하였다.

〈표 4〉는 잔류 애널리스트들의 EPS 예측오차에 대한 연도별 통계치를 보여주고 있다. 2003

최근 애널리스트들의 EPS 예측정확도는 평균적으로 높아지고 있으며, EPS 예측정확도의 애널리스트 간 편차도 감소하고 있다. 동 기간 애널리스트 대부분의 투자 의견이 Buy와 Hold인 한편, Buy의 비중이 증가하는 추세를 보였다.

년도에는 애널리스트의 EPS 예측오차가 평균 0.0489를 보였으나, 2009년도에는 EPS 예측오차가 0.0233으로 나타나, 2003년도에 대비하여 약 52%정도의 감소폭을 보였다. 더욱이 EPS 예측오차의 연도별 평균은 2008년도를 제외하고는 매년 꾸준히 하락하는 모습을 보였다. 또한 EPS 예측오차의 중위값과 표준편차도 평균과 동일한 추세를 보여주고 있다. 이는 최근 애널리스트들의 EPS 예측정확도가 평균적으로 높아지고 있을 뿐 아니라, EPS 예측정확도의 애널리스트

간 편차도 감소하고 있음을 의미한다.

〈표 5〉 연도별 애널리스트 투자 의견 현황

(단위: 개)							
투자 의견	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
S/Buy	20 (2.0%)	10 (0.8%)	9 (0.7%)	5 (0.4%)	5 (0.3%)	25 (1.4%)	14 (0.8%)
Buy	721 (70.6%)	875 (72.8%)	1,031 (78.1%)	1,172 (82.3%)	1,382 (87.1%)	1,453 (83.9%)	1,558 (85.6%)
Hold	271 (26.5%)	311 (25.9%)	274 (20.7%)	245 (17.2%)	199 (12.5%)	254 (14.7%)	248 (13.6%)
U/Weight	9 (0.9%)	5 (0.4%)	5 (0.4%)	3 (0.2%)	1 (0.1%)	0 (0.0%)	1 (0.1%)
Sell	0 (0.0%)	1 (0.1%)	2 (0.2%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)

주: (%)는 전체 투자 의견에서 개별 투자 의견의 카테고리가 차지하는 비중을 의미

〈표 5〉는 연도별 애널리스트 투자 의견 현황을 보여주고 있다. 애널리스트의 투자 의견 중에서 Buy가 가장 높은 비중을 차지하고 있었으며 그 다음으로는 Hold로, 이 두 의견의 비중은 약 98%에 달하였다. 한편 Buy의 비중이 2008년을 제외하고는 꾸준히 증가함에 따라 Hold가 차지하는 비중이 하락하고 있는 것으로 나타났다. 예를 들면, 2003년도에 70.6%를 보였던 Buy의 비중이 2006년 이후 80% 이상을 보여주고 있다.

$$\text{투자 의견 매수 편}_{i,j,t} \begin{cases} = 1 \text{ if } \text{투자 의견}_{i,j,t} > \text{평균 투자 의견}_{j,t} \\ = 0 \text{ if } \text{투자 의견}_{i,j,t} \leq \text{평균 투자 의견}_{j,t} \end{cases} \quad (2)$$

식 (2)는 t 년도 애널리스트 i 의 기업 j 에 대한 투자의견 매수편의를 나타내고 있다. 부연하면, 식 (2)는 애널리스트 투자의견을 S/buy의 경우 5, Buy는 4, Hold는 3, U/Weight는 2, Sell은 1로 하여, 해당기간 애널리스트 i 의 투자의견이 동일기업을 분석하고 있는 여타의 애널리스트 투자의견의 평균보다 클 경우 투자의견의 매수편의가 있는 것으로 판단하고 1의 값을 부여하는 한편, 그렇지 않을 경우 0의 값을 부여한다. t 년도 애널리스트 i 의 기업 j 에 대한 EPS 예측정확도와 투자의견 매수편의에 대해서 상대적인 순위(Rank)를 정하였다. 예를 들면, Rank는 기업 j 를 분석한 K 명의 애널리스트 중에서 애널리스트 i 의 EPS 예측오차(투자의견 매수편의)가 가장 작다면 1이 되고 그 다음은 2가 되고, 반대로 가장 크다면 K 가 된다. 따라서 애널리스트 i 는 자신이 분석한 기업 j 에 대해서 EPS 예측정확도와 투자의견 매수편의에 대해 Rank를 각각 가지게 된다. 특히 EPS 예측정확도와 투자의견 매수편의를 개별 기업에 대해 상대적인 순위로 각각 평가하는 것은 개별 기업에 따라 달라지는 EPS 예측정확도와 투자의견 매수편의의 편차를 표준화한다.

$$\text{애널리스트 } i \text{의 점수}_t = \frac{1}{n} \sum_{j \in J} \left\{ 100 - \left[\frac{\text{Rank} - 1}{\text{애널리스트 수}_{j,t} - 1} \right] \times 100 \right\} \quad (3)$$

〈표 6〉 이직유형에 따른 EPS 예측정확도와 투자의견 매수편의의 분포

구 분	비이직	이직	이직	
			상향이직	하향이직
전년도 EPS 예측정확도 (상위기준)				
0~10% 분위의 애널리스트	9.7%	13.7%	14.7%	13.0%
10~25% 분위의 애널리스트	15.0%	14.1%	13.8%	14.4%
25~50% 분위의 애널리스트	24.6%	25.9%	25.0%	26.7%
50~75% 분위의 애널리스트	25.8%	21.0%	21.5%	20.5%
75~90% 분위의 애널리스트	14.9%	15.3%	15.5%	15.1%
90~100% 분위의 애널리스트	10.0%	9.9%	9.5%	10.3%
합 계	100%	100%	100%	100%
전년도 투자의견 매수편의 (상위기준)				
0~20% 분위의 애널리스트	21.0%	21.4%	24.1%	19.2%
20~50% 분위의 애널리스트	28.7%	31.3%	36.2%	27.4%
50~80% 분위의 애널리스트	28.8%	27.9%	22.4%	32.2%
80~100% 분위의 애널리스트	21.5%	19.4%	17.3%	21.2%
합 계	100%	100%	100%	100%

식 (3)은 애널리스트 i 의 기업 j 에 대한 EPS 예측정확도와 투자 의견 상향편의의 Rank를 애널리스트 i 가 분석한 기업 군 J 에 대해 가중 평균한다. 즉, 식 (3)에서 애널리스트 i 의 EPS 예측정확도(투자 의견 매수편의) 점수가 클수록 EPS 예측정확도(투자 의견 매수편의)가 타 애널리스트에 비해 높아짐을 의미한다.

〈표 6〉은 이직유형에 따라 애널리스트의 EPS 예측정확도와 투자 의견 매수편의에 대한 분포를 보여주고 있다. 여기서, 전년도 애널리스트들의 점수를 기초로 6개 분위(예측정확도) 또는 4개 분위(투자 의견 매수편의)로 나누었으며, 각각의 분위에 대해서 비이직과 이직(상향이직과 하향이직) 애널리스트의 비중을 제시하고 있다.

〈표 6〉에서는 전년도 EPS 예측정확도 기준 상위 10% 이내의 이직 애널리스트의 수는 전체 이직 애널리스트의 수 대비 13.7%로 9.7%인 비이직 애널리스트의 경우보다 상당히 컸음을 보여 준다. 또한, 상위 10% 이내의 상향이직 애널리스트는 14.7%의 비중을 차지하여 13.0%의 하향이직에 비해 높았다. 반면 그 외의 분위 애널리스트에 대해서는 이직과 비이직 애널리스트 간 비중의 차이가 크지 않았다. 이는 상위 10% 이내의 애널리스트들이 다른 분위의 애널리스트에 비해 이직률이 높았음을 의미한다.

전년도 투자 의견 매수편의 기준 상위 20~50%분위의 이직 애널리스트의 수는 전체 이직 애널리스트의 수 대비 31.3%로 28.7%였던 비이직에 비해 상대적으로 높았으나, 그 외의 분위에서는 이직과 비이직 간 차이가 없었다. 한편 상향이직 애널리스트의 비중은 투자 의견 매수편의가 0~50% 분위의 그룹에서 상대적으로 컸다. EPS 예측정확도와 같이, 투자 의견 매수편의의 분포는 이직과 비이직, 상향이직과 하향이직에 따라 부분적으로 다르게 나타났음을 확인하였다.

IV. 애널리스트 이직에 관한 요인분석

본 연구는 Hong and Kubik(2003)이 제시하였던 모형에 따라 애널리스트의 EPS 예측정확도와 투자 의견 매수편의가 이직에 미치는 효과를 추정한다. 즉, 이직에 관한 요인분석을 위해서 식(4)와 같이 Probit 모형을 적용하였다.

$$\begin{aligned}
 & \text{Pr(이직/상향이직/하향이직}_{i,t+1}) \\
 & = \Phi \left(\begin{aligned} & \alpha + \beta \times \text{예측정확도 분위별 더미}_{i,t} + \gamma \times \text{매수의견편의 분위별 더미}_{i,t} \\ & + \delta \times \text{분석기업의 수}_{i,t} + \theta \times \text{애널리스트 연차}_{i,t} + \text{기타변수효과}_{i,t} \end{aligned} \right) \quad (4)
 \end{aligned}$$

〈표 7〉 애널리스트 이직요인에 대한 분석

종속 변수 설명 변수	이직	상향 이직	하향이직
애널리스트 연차	-0.0345* (0.0206) [-0.0067]	-0.0109 (0.0298) [-0.0012]	-0.0465* (0.0250) [-0.0060]
분석 기업의 수	0.0240 (0.0179) [0.0046]	-0.00563 (0.0272) [-0.0006]	0.0382* (0.0211) [0.0049]
EPS 예측정확도 (상위기준)			
0~10% 더미변수	0.375** (0.170) [0.0856]	0.502** (0.240) [0.0748]	0.227 (0.211) [0.0335]
10~25% 더미변수	0.0986 (0.168) [0.0198]	0.134 (0.242) [0.0157]	0.0296 (0.203) [0.0039]
25~50% 더미변수	0.0939 (0.156) [0.0186]	0.117 (0.228) [0.0133]	8.95e-05 (0.189) [1.15e-05]
50~75% 더미변수	-0.0270 (0.157) [-0.0052]	0.0956 (0.224) [0.0108]	-0.182 (0.192) [-0.0219]
75~90% 더미변수	0.0913 (0.167) [0.0183]	0.127 (0.243) [0.0148]	0.0485 (0.200) [0.0064]
투자의견 매수편의 (상위기준)			
0~20% 더미변수	0.0561 (0.122) [0.0110]	0.193 (0.172) [0.0229]	-0.00995 (0.152) [-0.0013]
20~50% 더미변수	0.138 (0.117) [0.0276]	0.314* (0.171) [0.0381]	-0.00187 (0.143) [-0.0002]
50~80% 더미변수	0.0334 (0.124) [0.0065]	0.0166 (0.186) [0.0182]	0.0570 (0.148) [0.0075]
상수항	0.0570 (0.148)	-0.788 (0.379)	-6.563 (0.494)
증권회사 더미변수	(포함)	(포함)	(포함)
연도 더미변수	(포함)	(포함)	(포함)
관찰 수	1,874	1,349	1,578

주: *는 10% 유의수준, **는 5% 유의수준을 의미하고, ()와 []는 각각 추정계수의 표준오차와 설명변수의 종속변수에 대한 한계효과를 의미

식 (4)에서 EPS 예측정확도 분위별 더미변수는 총 6개가 되며 애널리스트가 해당 분위에 속하게 되면 1이 되고 그렇지 않으면 0이 된다. 투자의견 매수편의 분위별 더미변수 또한 EPS 예측정확도 분위별 더미변수와 유사하게 정의되었다. 그 외 이직률에 미치는 변수로는 분석기업의 수, 애널리스트 연차를 포함하였으며, 전직 증권회사의 더미변수와 연도 더미변수를 통제 변수로 이용하였다.

이직을 종속변수로 한 분석결과, 애널리스트가 전년도 EPS 예측정확도 기준 상위 0~10%분위의 그룹에 속할 경우 이직률은 8.56% 만큼 상승하였던 반면, 다른 상위분위 그룹에 속하는지의 여부나 투자의견의 매수편의는 이직률에 영향을 주지 않았다. 다만, 애널리스트 연차가 낮을수록 애널리스트의 이직률이 높게 나타났다.

애널리스트는 타 증권회사로부터 더욱 좋은 조건의 제의를 받아 이직하기도 하지만, 전직 증권회사로부터 계약이 이루어지지 않아 이직하기도 한다. 한편 보다 상위 등급인 증권회사로의 이직인 상향이직일 경우 증권회사들로부터 높은 평가를 받고 있는 애널리스트일 가능성이 높아, 상향이직과 하향이직에 대한 회귀분석을 구분하였다.

상향이직률은 EPS 예측정확도나 투자의견 매수편의에 의해 영향을 크게 받았으며, 높은 수준의 EPS 예측정확도에 따른 상향이직률 효과는 투자의견 매수편의보다 약 2~3배 정도 컸다.

상향이직에 대한 분석결과, 애널리스트가 전년도 EPS 예측정확도 기준 상위 0~10%분위 그룹에 속할 경우 이직률은 7.48%만큼 상승하는 것으로 나타났다. 비록 유의성은 높지 않았으나, 전년도 EPS 예측정확도 기준 상위분위의 애널리스트일수록 상향이직의 가능성이 높았다. 투자의견 매수편의 기준 상위 50% 이상 분위의 그룹에 속하면 상향이직률은 2.3%~3.8% 만큼 상승하였다. 따라서 분석결과를 높은 수준의 EPS 예측정확도에 따른 상향이직률 효과(7.48%)는 투자의견 매수편의(2.3%~3.8%)보다 약 2~3배 정도 컸음을 제시한다.

한편 <표 7>에서의 하향이직 분석은 전년도 EPS 예측정확도나 투자의견 매수편의 그룹에 따라 애널리스트의 하향이직률이 달라지지 않음을 보여주었다. 또한 분석기업의 수가 적을수록 상향이직률이 높았던 반면, 분석기업의 수가 많을수록 애널리스트 하향이직률이 상승하였다. 이러한 결과는 하향이직의 요인이 상향이직과 동일하지 않다는 점을 제시한다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 최근 국내 증권회사가 채용한 경력직 애널리스트의 특징을 파악하였다. 구체적으로는, 전년도 EPS 예측정확도와 투자 의견의 매수편의가 애널리스트 이직에 각각 어떠한 영향을 주었는지를 평가하였다. 분석결과, 전년도 EPS 예측정확도가 매우 높았던 경우에 이직이 두드러졌다. 애널리스트 연차가 낮을수록 이직률이 높았던 반면, 투자 의견 매수편의나 분석 기업의 수는 이직에 미치는 효과가 미미하였다. 한편, 상향이직에 대한 분석결과, 전년도 EPS 예측정확도가 확연히 높은 그룹의 애널리스트에 속하였거나 투자 의견 매수편의가 상대적으로 높았을 경우 애널리스트 이직에 미치는 효과가 컸다. 특히, 본 연구는 이직 내지 상향이직에 있어서 EPS 예측정확도가 편향적인 매수 의견보다는 더욱 중요한 평가항목임을 밝혔다.

이상에서, 본고의 분석결과는 최근 애널리스트의 이직시장이 애널리스트의 이해상충을 부추기는 방향보다는 애널리스트의 커리어 관리 또는 정확한 정보생산을 높이는 방향으로 작용했을 가능성이 컸음을 제시하였다. 이는 애널리스트 부문의 확대가 펀드나 연기금과 같은 기관투자자의 수요확대에서 온 만큼 이들이 애널리스트로부터 요구하는 정확한 정보생산이 증권회사에서도 중요했을 것이라는 점을 시사한다. 마지막으로, 개인투자자보다 기관투자자를 중시하는 과정에서 불거질 수 있는 애널리스트 이해상충의 가능성이 향후 중요한 연구과제일 것이다.

〈참고문헌〉

고봉찬·김진우, 2007, 애널리스트 이익예측의 정확성과 추천종목의 수익성, 『증권학회지』 36, 1009-1047.

김재철·이석훈·이성훈·홍원구, 2010, 금융투자업의 안정적 인적자본 구축: 애널리스트 및 펀드매니저 공시제도 개선을 중심으로, 『금융투자협회 학술연구용역보고서』.

Hong, H., Kubik, J., 2003, Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts, *Journal of Finance* 58, 313-351.

Jackson, A., 2005, Trade Generation, Reputation, and Sell-Side Analysts, *Journal of Finance* 60, 673-717.