국내 증권사 소속 금융투자분석사(analyst)의 목표주가 조정과 주주의 부

경성대학교 경영학과 변영태

1. 서론

금융투자협회의 금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정 제2-25조에 따르면 조사분석자료 는 금융투자회사의 명의로 공표 또는 제3자에게 제공되는 것으로 특정 금융투자상품(집합투자 증권은 제외한다)의 가치에 대한 주장이나 예측을 담고 있는 자료를 말한다. 한편 조사분석인력 이라 함은 "금융투자분석사(Certified Research Analyst)1)라고도 하는데, 이들은 투자매매업 또 는 투자중개업을 인가받은 금융투자회사에서 특정 금융투자상품의 가치에 대한 주장이나 예측 을 담고 있는 자료를 작성하거나 이를 심사・승인하는 업무를 수행하는 자로 금융투자협회에 등록된 금융투자전문인력을 말한다. 일반적으로 금융투자분석사는 재무분석(Financial Analysis), 증권분석(Securities Analysis) 등의 직업행위나 이와 유사한 직무의 일환으로서 경제, 산업, 기 업재무 또는 통계 데이터를 평가하거나 분석하는 자로서 증권회사와 자산운용회사 등에서 산업 과 기업조사를 바탕으로 특정 산업이나 개별 증권을 분석하고 평가하는 전문가라고 할 수 있다. 따라서 금융투자분석사는 본인이 가지고 있는 전문적인 정보수집과 분석능력을 바탕으로 기업 의 내재가치 및 목표주가를 산정하고 현재 주가수준과 비교하여 매수 또는 매도추천을 시장에 제시하는 역할을 한다(강상구 외. 2007).

우리나라에서 금융투자분석사는 2020년 11월초 기준 47개 증권사에 소속되어 1,080명에 이른 다. 국내 대표적인 대형증권사인 NH투자증권, 삼성증권, 신한금융투자, KB증권, 미래에셋대우, 하나금융투자, 한국투자증권 등은 50명 이상, 중형 증권사의 경우에는 20명 이상의 금융투자분 석사를 거느리고 있다. 특히 NH투자증권에서만 116명의 금융투자분석사가 활동 중에 있으며, 상위 10개 증권사에만 612명으로 전체 56.7%를 차지하는 것으로 파악되고 있다.

번호 증권사 인원(명) 번호 인원(명)

<표 1> 국내 주요 증권사별 금융투자분석사 현황

자료: 금융투자협회

L	0 6 1	0	1	0 L 1	L E(0/
1	NH투자증권	116	9	대신증권	39
2	삼성증권	72	10	메리츠증권	37
3	신한금융투자	72	11	한화투자증권	37
4	KB증권	65	12	키움증권	34
5	미래에셋대우	60	13	DB금융투자	27
6	하나금융투자	55	14	이베스트투자증권	26
7	한국투자증권	53	15	에스케이증권	22
8	유안타증권	43	16	케이티비투자증권 외 31개사	322
	1080				

¹⁾ 기존 연구에서 애널리스트, 증권분석사, 재무분석사 등과 같이 다양한 용어로 혼용되어 사용되고 있지만, 본 연구에 서는 금융투자협회에 동록한 금융투자전문인력을 지칭하는 금융투자분석사라는 용어를 사용한다.

오늘날 주식시장에 참여하는 많은 투자자들은 다양한 경로를 통해서 자료를 수집하고 분석하여 자신의 투자의사결정 행위에 반영한다. 하지만 주가에 영향을 미칠 수 있는 기업의 사적정보의 접근가능성, 획득비용, 판단능력 등의 이유로 일반투자자들은 이러한 정보를 획득하고 활용하는데 한계를 가진다(변영태·김수경, 2019). 따라서 금융투자분석사는 일반 투자자들에 비해자료수집이나 정보에 보다 용이하게 접근하여 분석하고 처리해 줄 수 있기 때문에 이들의 역할은 중요하다고 할 수 있다(강상구·임현일, 2015). Healy and Palepu(2001)와 Yu(2008)는 금융투자분석사가 정보의 제공자로서 기업과 투자자간의 정보비대칭을 감소시키고 자본시장에서 정보의 효율성을 높이는 매우 중요한 역할을 한다고 주장하였다.

한편, 정보의 비대칭 정도가 심한 개발도상국의 경우 선진 자본시장에 비해 기업 정보 획득에 우위에 있는 것으로 알려진 금융투자분석사의 '목표주가 변경'이나 '투자의견 변경'과 같은 투자의견이나 기업분석보고서에 대해 일반 투자자들은 공적정보 이상으로 부가적인 가치가 있은 것으로 판단하기 때문에 이러한 정보에 의존하는 경향이 있다(변영태·김수경, 2019). 금년 들어코로나 사태로 인해 전 세계 주식시장이 공포에 빠져 있다가 최근 급격한 회복과 4차 산업 혁명의 진행에 대한 기대감이 증가되었다. 특히, 일반투자자들이 주식시장에 대한 관심이 증폭되면서 이들은 금융투자분석사가 제공하는 정보에 더욱 관심을 기울이고 있다.

지금까지 진행된 다수의 연구들을 살펴보면 금융투자분석사가 제공하는 정보는 투자자들에게 새로운 정보로서 중요한 가치가 있는 것으로 결론을 내리고 있다(Barber et. al., 2001; Asquith et al., 2005; 김동순·엄승섭, 2006; 하준성 외, 2019). 특히, Barber et. al.,(2001)는 금융투자분석사의 주식 추천을 활용하도록 설계된 여러 투자 전략 각각에서 얻을 수 있는 총 거래비용과 순거래 비용 모두에서 비정상적인 수익률을 추정하였다. 이들은 1986년부터 1996년까지 금융투자분석사의 추천을 받은 주식 포트폴리오가 시장위험, 규모, 장부가/시장가, 모멘텀 효과를 통제한 후에도 통계적으로 유의한 비정상수익률을 제공한다는 결과를 얻었다. 또한 금융투자분석사가 가장 강력하게 추천하는 주식을 매수하고 가장 호의적이지 않은 주식을 매도하는 전략은 월75bp(basis point)의 비정상적인 수익률을 달성할 수 있음을 제시하였다. 또한 국내 연구에서 김동순·엄승섭(2006)은 우리나라 주식시장에서 국내 및 외국계 애널리스트의 투자의견 및 목표주가 변경이 주가에 어떤 영향을 미치는지를 분석하였다. 이들은 국내외 애널리스트가 목표주가 또는 투자의견을 상향하는 경우 주가가 통계적으로 유의하게 상승하고, 하향하는 경우에는 주가가 유의하게 하락함을 보여주었다.

또한 금융투자분석사가 제공하는 정보의 유용성에 한계가 있음을 지적하는 연구도 다수 진행되었다(Lang and Lundholm, 1996; Jegadeesh et al., 2004; 김경순, 2012; 임병권 외, 2016). 이들이 공통적으로 주장하는 것은 증권분석사 또는 금융투자분석사가 제공하는 투자정보로서 부가적 가치는 높지 않기 때문에 정보 제공자로서 역할을 수행하기 보다는 정보 중개자로서 역할에 가깝다는 것이다. 특히, 국내 연구에서 김경순(2012)은 선진자본시장의 경우 공정공시제도 (regulation fair disclosure)라는 것이 어느 정도 정착되어 있기 때문에 증권분석사들의 사전정보

의 취득비용이 증가하여 이들이 제공하는 예측정보의 질이 감소할 수 있다는 것을 지적하였다. 또한 금융투자협회의 '금융투자의 투자실태에 관한 조사 보고서(2013)'에 의하면 전체 응답자 중에서 40.7%가 증권분석사가 추천종목에 '신뢰한다'라고 하였지만, 23.0%는 '신뢰하지 않는다'라고 답변하였다. 반면에 투자자들 중에서 직접투자기간이 10년 이상인 경우에는 증권분석사의 추천에 대한 응답비율이 '신뢰한다' 27.7%, '신뢰하지 않는다' 34.5%로 답변함에 따라 증권분석사의 추천종목 대한 신뢰수준은 생각보다 낮은 것으로 조사되었다.

한편, 임병진·허지훈(2018)은 애널리스트의 투자의견 변경을 Baker and Wurgler(2006)이 제시한 투자자심리 추정방식을 이용하여 분석하였는데, 이들은 투자의견 상향변경에서는 심리변화에 둔감한 주식이 민감한 주식보다 시장반응이 강하게 나타남을 주장하였다(변영태·김수경, 2019). 또한 하준성 외(2019)은 투자자 관심도와 증권분석사 투자의견 변경에 대해 주가가 어떤 반응을 보이는지를 분석하였다. 이들 연구결과에 의하면 증권분석사의 투자의견이 상향 변경된 시점에 통계적으로 유의한 주가 상승은 투자자 관심도가 높은 기업군에서만 나타나고, 투자의견이 하향 변경된 경우에는 투자자 관심도가 높거나 낮은 기업군 모두 유의한 주가 하락 반응이 나타난다는 결과를 제시하였다. 이들은 투자자의 관심이 낮을수록 애널리스트 투자의견 변경에 대한 투자자의 과소반응 및 주가 지연반응이 심화됨을 제시하였다.

지금까지 국내에서 금융투자분석사의 목표주가 조정과 관련된 연구가 일부 진행되기는 했지만 목표주가 조정비율에 따라 주가가 어떤 반응을 보이는지에 대한 연구는 존재하지 않은 것으로 파악되었다. 따라서 본 연구는 이와 같은 부분에 차별성을 두고 분석을 수행하였다. 본 연구의 목적은 우리나라 유가증권시장 내의 주식들 중에서 2014년 1월부터 2018년 12월말까지 5년동안 국내 증권사에 소속된 금융투자분석사가 목표주가를 상향 또는 하향으로 조정한 종목을 대상으로 금융투자분석사의 목표주가 조정비율에 따라 발표일 이전과 이후에 주가가 어떤 반응을 보이는지를 살펴본다. 이러한 연구를 위해 잘 알려져 있는 사건연구(event study) 방법을 택하여 진행하였으며, 벤치마크로서 해당 종목이 포함된 업종별 특성을 반영한 업종조정수의률모형을 이용하여 비정상수의률을 측정하였다. 사건기간(event period)은 금융투자분석사가 목표주가를 조정한 날을 기준으로 하고 발표일 전(-250일)부터 발표일 후(+250일)까지 총 501일로 하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같이 이루어져 있다. 제 2장에서는 분석을 위한 자료에 대해 기술하고 널리 알려져 있는 연구방법인 사건연구(event study) 대해 간략하게 설명한다. 제 3장 실증분석에서는 국내 증권사에 소속된 금융투자분석사의 목표주가 상향 또는 하향 조정비율에 따라해당 주가들이 어떤 반응을 보이는 지를 살펴봄으로써 투자자들이 활용할 수 있는 투자전략에 대해 기술한다. 제4장에서는 주요 실증분석 내용을 요약하고 시사점들에 대해 기술하였다.

2. 자료선정 및 연구방법

2.1. 자료

본 연구에서 분석자료는 우리나라의 유가증권시장에 포함된 주식들 중에서 2014년 1월 초부터 2018년 12월말까지 5년 동안 국내 증권사에 소속된 금융투자분석사가 목표주가를 상향또는 하향으로 조정한 종목을 대상으로 한다. 다만, 분석을 함에 있어서 불필요하다고 판단되는 금융회사, 해당 종목이 포함된 업종지수 분류가 곤란한 경우, 금융투자분석사가 목표주가를 신규로 제시하거나, 목표주가를 유지한 종목 등에 대해서는 본 연구의 분석자료에서 제외하였다. 분석기간 동안 국내 증권사들에 소속된 금융투자분석사가 목표주가를 조정한 건수는 상향이 9.597건, 하향 9.971건으로 조사되었다.

금융투자분석사가 목표주가를 상향 또는 하향 조정에 대한 주가의 움직임을 좀 더 세부적으로 들여다보기 위해 각각 ±10% 단위로 구분하여 분석을 진행하였다. 목표주가 상향조정비율이 0~+10% 이하, +10% 초과~+20% 이하, +20% 초과 ~+30% 이하, +30% 초과에 대한 건수는 각각 3,748건, 3,566건, 1,220건, 1,063건으로 상향조정 비율이 낮을수록 관측수가더 많은 것으로 조사되었다. 하향조정비율에서는 0~-10% 이하, -10% 초과~-20% 이하, -20% 초과~-30% 이하, -30% 초과에 대해 각각 3,865건, 4,112건, 1,364건, 630건으로 목표주가 하향조정 비율이 -10% 초과~-20% 이하에서 가장 많이 관측되었고, 목표주가 하향조정비율이 높아질수록 대체로 관측수가 작아지는 것으로 파악되었다.

〈표 2〉 금융투자분석사의 목표주가 조정비율에 따른 상향과 하향조정 건수

상향		하향				
상향조정 비율	건수	하향조정 비율	건수			
0 ~ +10% 이하	3,748	0 ~ -10% ০] চী	3,865			
+10% 초과 ~ +20% 이하	3,566	-10% 초과 ~ -20% 이하	4,112			
+20% 초과 ~ +30% 이하	1,220	-20% 초과 ~ -30% 이하	1,364			
+30% 초과	1,063	-30% 초과	630			
합계	9,597	합계	9,971			

자료: DataGuide 5.0

< 표 3>은 금융투자분석사가 해당 종목의 목표주가를 조정하는데 걸리는 평균적인 기간을 목표주가 조정비율에 따라 구분한 것이다. 즉, 증권사별로 특정 종목의 이전 목표주가 조정일 로부터 최근 목표주가 조정일까지 걸리는 기간을 목표주가 조정비율에 따라 평균한 것으로 이해하면 된다.

〈표 3〉목표주가 조정 평균 기간

상향(A)		하향(B)	하향조정 기간	
상향조정 비율	상향조정 비율 기간(일)		기간(일)	- 상향조정기간 (B-A)(일)
0 ~ +10% 이하	95	0 ~ -10% 이하	108	13
+10% 초과 ~ +20% 이하	101	-10% 초과 ~ -20% 이하	123	22
+20% 초과 ~ +30% 이하	108	-20% 초과 ~ -30% 이하	134	26
+30% 초과	131	-30% 초과	151	20
평균	109	평균	129	20

자료: DataGuide 5.0

목표주가 상향조정 비율이 0~+10% 이하, +10% 초과~+20% 이하, +20% 초과~+30% 이하, +30% 초과에 대한 평균적인 가격조정 기간은 각각 95일, 101일, 108일, 131일로 상향조정 비율이 높아질수록 목표주가를 조정하는데 걸리는 기간은 길어지는 것으로 조사되었다. 하향조정 비율에서는 0~-10% 이하, -10% 초과~-20% 이하, -20% 초과~-30% 이하, -30% 초과에 대한 평균적인 가격조정 기간은 각각 108일, 123일, 134일, 151일로 상향 조정비율과 동일하게 목표주가 하향조정 비율이 높아질수록 목표주가를 조정하는데 걸리는 기간은 길어지는 것으로 파악되었다. 또한 목표주가 상향조정과 하향조정을 비교했을 때는 하향조정이 목표주가를 조정하는데 좀 더 많은 기간이 걸리는 것으로 나타났다. 이는 각 증권사에 소속된 금융투자분석사는 목표주가를 조정하는데 있어서 상향보다는 하향에 그리고 조정비율이 높을수록 좀 더 신중하게 결정하여 발표하는 것으로 판단된다.

2.2. 연구방법

본 연구에서 사건일(event day)은 금융투자분석사가 목표주가를 조정하기로 발표한 날로 하고, 목표주가를 조정한 발표일 전·후의 평균비정상수익률(average abnormal return; AAR)과 누적평균비정상수익률(cumulative average abnormal return; CAAR)을 통해 해당 주가가 어떤 반응을 보이는 지를 살펴보려 한다.

사건연구(event study)를 수행하기 위해 벤치마크로서 KOSPI 또는 KOSDAQ과 같은 해당 시장수익률을 일반적으로 널리 사용하지만, 본 연구에서는 해당 종목이 포함된 업종별 특성을 반영한 업종조정수익률모형을 이용하여 해당 주가의 비정상수익률(abnormal return; AR)을 측정한다. 따라서 금융투자분석사가 목표주가를 조정한 날 즉, 발표일 전(-250일)부터 발표일 후 (+250일)까지의 해당 종목에 대한 시점별 AR을 산출하고, 발표 전·후 기간별 주가가 어떻게

반응했는지도 살펴보기 위해 일정한 기간 동안 AR을 누적한 기간별 CAAR을 이용하여 분석할 것이다. 금융투자분석사가 목표주가를 조정한 시점을 기준으로 발표 전 -250일, 발표일(0일), 발표 후 +250일을 포함하여 총 분석기간을 501일로 한다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{j,t}^{benchmark}, \qquad AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N} AR_i, \qquad \textit{CAAR}(t_1, t_j) = \sum_{t=t_1}^{t_j} AAR_t$$

상기의 $AR_{i,t}$ 은 t일의 주식 i 의 비정상수익률, $R_{i,t}$ 은 t일의 주식 i 의 수익률, $R_{i,j,t}^{benchmark}$ 은 주식 i 종목이 포함된 업종 j의 수익률, N_t 은 t일의 기업 수를 의미한다. 예를 들어, 금융투자분석사가 한화솔루션의 목표주가를 상향으로 조정하였다면 한화솔루션의 t일 수익률에서 한화솔루션이 포함된 업종이 화학이므로 화학업종 t일의 수익률을 차감한 것이 한화솔루션 t일의 비정상수익률이 된다. 한편, 상기의 첫 번째 식에 의해 측정된 비정상수익률을 t일에 금융투자분석사의목표주가 조정을 발표한 기업의 수로 나누어 AAR을 산출한다. 세 번째 식에서 $CAAR(t_1, t_2)$ 은 사건기간 내의 일정기간 동안의 AAR을 누적한 것으로 이를 통해 금융투자분석사가 목표주가를 조정했을 때 일정기간 동안 주가가 어떻게 변했는지를 알 수 있다.

사건기간 동안의 AAR과 CAAR의 값이 통계적으로 영이 아닌 의미 있는 값을 취하는 지를 알아보기 위한 검정통계량인 t값은 아래의 식에 의해 각각 계산된다. 아래의 식에서 $S(AAR_t)$ 는 t시점의 AAR의 표준편차이며, N은 t시점의 기업의 수를 의미한다. $S(t_l, t_i)$ 는 t_l 시점부터 t_j 시점 까지의 CAAR의 표준편차를 의미한다. T는 t_l 시점부터 t_j 시점까지의 일수를 의미하는 것으로, 예를 들어 발표일 전 -50일부터 발표일 당일까지라면 T는 51이 되고, 발표일 -50일부터 발표일 후 100일까지라면 T는 151이 된다.

$$t_{AAR_t} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)/\sqrt{N}} \qquad \qquad t_{CAAR}(t_1,t_j) = \frac{CAAR_{t_1,t_j}}{S(t_1,t_j)/\sqrt{T}}$$

3. 분석결과

3.1. 목표주가 상향조정 비율에 따른 주주의 부의 변화

<표 4>는 금융투자분석사의 목표주가 상향조정 비율에 따른 시점별 주가가 어떤 변화를 보이고 있는지에 대한 결과를 나타낸 것이다. 상기에서 설명한 식에 의해 산출된 AAR은 평균비정상수익률을 의미한다. 결과에 따르면 금융투자분석사가 목표주가를 상향으로 조정했을 때 AAR은 발표일 이전 -40일부터 발표일 이후 +2일까지 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 발표일 이전 -40일부터 발표일 이후 +2일까지 주가가 지속적으로 상승하였음을 의미한다.

<표 4> 목표주가 상향조정 비율에 따른 시점별 AAR

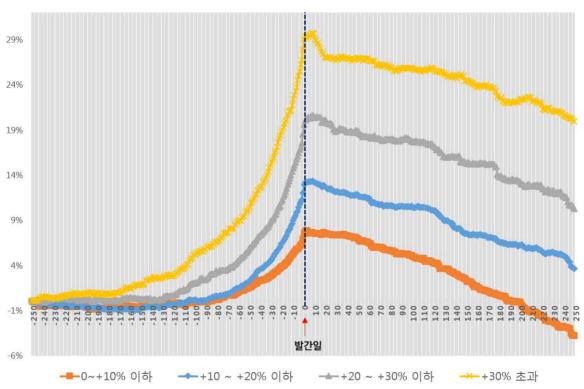
	. ا د					목표주가 상	향조정 비율			
시점	상	- OF	0 ~ +10	% 이하	+10%초과 ^	+20%이하	+20%초과 ^	+30%) ব	+30%	초과
	AAR(%)	t-통계량	AAR(%)	t-통계량	AAR(%)	t-통계량	AAR(%)	t-통계량	AAR(%)	t-통계량
D-250	0.01	0.24	0.01	0.24	-0.03	-0.65	0.08	1.14	0.02	0.28
D-200	-0.07**	-2.88	-0.14**	-3.53	-0.09*	-2.13	0.03	0.49	0.11	1.35
D-150	0.06^{*}	2.20	0.10^{*}	2.37	0.05	1.22	-0.07	-0.89	0.08	0.97
D-100	0.08*	2.44	0.09^{*}	2.24	0.09	1.36	-0.06	-0.77	0.14	1.58
D-80	0.04	1.30	-0.01	-0.23	0.04	0.81	0.22**	2.99	0.04	0.50
D-60	0.02	0.85	-0.03	-0.68	0.02	0.45	0.15	1.81	0.09	0.99
D-40	0.16**	3.61	0.17**	4.03	0.14	1.33	0.16*	2.01	0.20*	2.05
D-30	0.16**	5.55	0.04	0.89	0.20**	4.36	0.29**	3.42	0.29**	2.81
D-20	0.27**	9.69	0.16**	3.83	0.28**	6.29	0.48**	5.63	0.40**	3.94
D-10	0.29**	9.97	0.20**	4.73	0.27**	5.87	0.38**	4.26	0.55**	5.19
D-5	0.21**	4.13	-0.01	-0.09	0.21**	4.58	0.35**	4.14	0.81**	7.32
D-2	0.28**	9.51	0.17**	3.84	0.30**	6.42	0.21*	2.37	0.71**	6.23
D-1	0.22**	4.24	0.08	0.66	0.19**	3.95	0.48**	5.10	0.51**	4.53
발표일	0.73**	21.27	0.54**	11.19	0.74**	13.58	0.96**	8.41	1.15**	8.69
D+1	0.85**	21.95	0.65**	11.72	0.88**	14.25	1.08**	9.02	1.20**	8.06
D+2	0.28**	8.11	0.22**	4.93	0.28**	5.46	0.47**	5.03	0.31	1.67
D+5	-0.12	-1.81	-0.28	-1.80	-0.01	-0.15	0.03	0.39	-0.09	-0.85
D+10	-0.07^{*}	-2.30	-0.04^{*}	-0.99	-0.11*	-2.33	-0.04	-0.35	-0.07	-0.66
D+20	-0.11*	-2.51	-0.08*	-1.92	-0.11	-1.33	-0.03	-0.30	-0.34	-1.39
D+30	-0.09**	-3.03	-0.01**	-0.23	-0.11*	-2.14	-0.19*	-2.21	-0.19	-1.88
D+40	-0.03	-1.03	-0.06	-1.15	0.01	0.22	-0.07	-0.71	-0.04	-0.39
D+60	0.01	0.27	-0.06	-1.35	0.09	1.85	0.01	0.13	-0.01	-0.13
D+80	-0.03	-0.78	-0.03	-0.71	-0.04	-0.87	0.09	1.04	-0.09	-0.51
D+100	0.03	1.17	0.00	0.12	0.09**	2.09	-0.07	-0.76	0.04	0.44
D+150	-0.01	-0.11	-0.04	-0.37	0.03	0.67	-0.10	-1.21	0.10	1.11
D+200	0.00	0.14	-0.03	-0.74	0.02	0.41	-0.10	-0.90	0.21*	2.49
D+250	-0.06*	-1.98	-0.04*	-0.95	-0.01	-0.24	-0.18**	-2.20	-0.11	-1.33

주) **, * 은 각각 p<0.01, p<0.05

세부적으로 살펴보면, 목표주가를 상향으로 0~+10% 이하로 조정한 경우에도 발표일 이전

-40일부터 발표일 이후 +2일까지 AAR 값이 대부분 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 나머지 목표주가 상향조정 비율에서도 유사한 결과를 보였다. 한편, 목표주가 상향조정 비율에 따라 발표일 부근에서 AAR값은 차이를 보였는데, 특히 발표 당일의 경우 0~+10% 이하, +10% 초과~+20% 이하, +20% 초과~+30% 이하, +30% 초과에 대한 AAR값은 각각 0.54%, 0.74%, 0.96%, 1.15%인 것으로 나타났다. 이와 같이 발표 당일 부근에서 AAR값은 목표주가 상향조정 비율이 높아질수록 뚜렷하게 증가하는 모습을 보였다.

<그림 1>은 금융투자분석사의 목표주가 상향조정 비율에 따른 주가의 움직임을 알아보기 위해 CAAR를 나타낸 것이다. 그림에서 알 수 있듯이 주가는 목표주가 상향조정 비율에 관계없이 발표일 이전부터 상승하다가 발표일 이후에는 하락하는 모습을 보였다. 흥미로운 것은 주가의 상승속도가 발표일에 가까워짐에 따라 증가하는 것으로 나타났으며, 또한 목표주가 상향조정 비율이 증가할수록 주가의 상승폭은 더욱 커진다는 사실을 발견하였다.



<그림 1> 목표주가 상향조정 비율에 따른 CAAR

상기의 그림으로부터 알 수 있는 것을 정리해보면 다음과 같다. 우선, 금융투자분석사가 목표 주가를 상향으로 조정 발표한 날로부터 수십일 이전에 이미 해당 주가는 상승하는 모습을 보였 다. 다음으로 주가의 상승속도는 상향조정 발표일에 가까워질수록 증가하는 것으로 나타났다. 또한 목표주가 상향조정 비율이 높을수록 주가의 상승폭은 증가하는 것으로 나타났다. 마지막으 로 상향조정 발표일 이후 주가는 지속적으로 하락하는 모습을 보였다. <표 5>는 금융투자분석사의 목표주가 상향조정 비율 따른 기간별 CAAR의 결과를 나타낸 것이다. 결과에 의하면 기간별 CAAR은 목표주가 상향조정 비율에 상관없이 모든 기간에 대해 통계적으로 유의한 결과를 가지는 것으로 나타났다. 특히, 목표주가 조정비율에 관계없이 상향 조정 이전부터 발표일 직후까지는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가졌고, 발표일부터 +100일, +250일까지는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였다.

〈표 5〉 목표주가 상향조정 비율과 기간별 CAAR

기간	0 ~ +10)%이하	+10%초과 ^	~ +20% া চী	+20%초과 ^	+30%০] চী-	+30%	초과
/1亿	CAAR(%)	t-stat.	CAAR(%)	t-stat.	CAAR(%)	t-stat.	CAAR(%)	t-stat.
(-250, +250)	-3.80**	-882.84	3.65**	707.05	10.28**	1459.80	19.90**	2344.71
(-250, +2)	7.77**	1357.41	13.16**	1734.22	20.05**	2058.40	29.38**	2411.46
(-100, +2)	7.91**	767.07	13.07**	928.76	18.03**	1013.46	24.29**	1069.26
(-50, +2)	6.28**	395.39	11.05**	533.77	14.45**	553.46	19.32**	597.97
(-10, +2)	2.79**	57.55	4.80**	87.99	6.01**	87.98	8.23**	110.86
(-2, +2)	1.65**	16.60	2.39**	19.31	3.20**	21.99	3.89**	24.69
(-1, +1)	1.26**	8.81	1.81**	10.54	2.51**	16.73	2.87**	15.80
(0, +10)	1.17**	15.15	1.94**	20.52	2.97**	25.80	2.91**	21.34
(0, +100)	-1.26**	-111.64	-0.71**	-49.45	0.21**	10.76	-0.82**	-35.67
(0, +250)	-10.16**	-1557.93	-7.62**	-1020.33	-7.27**	-685.96	-6.81**	-581.43

주) **, * 은 각각 p<0.01, p<0.05

지금까지 목표주가 상향조정 비율에 따른 결과에 대한 시사점을 요약해보면 다음과 같다. 금융투자분석사가 어떤 특정종목의 목표주가를 상향조정 한다고 발표했을 때, 이와 같은 정보는투자자들에게 투자의사결정에 있어서 단기뿐만 아니라 중장기적으로도 유용한 정보가 될 수 있을 것으로 판단된다. 상기의 결과대로라면 금융투자분석사가 목표주가를 상향조정 한다고 발표한 종목의 경우 발표일 직후 2일 전에는 보유하고 있는 주식을 매도하는 것이 수익률을 향상시키는데 도움이 될 수 있을 것이다. 또한 공매도 또는 대주가 가능하다면 이러한 투자방법을 활용해보는 것도 괜찮은 방법이라고 판단된다.

3.2. 목표주가 하향조정 비율에 따른 주주의 부의 변화

<표 6>은 금융투자분석사의 목표주가 하향조정 비율에 따른 시점별 주가가 어떤 반응을 보이는 지를 나타낸 것이다. 하단의 표를 보면 알 수 있듯이 금융투자분석사가 목표주가를 하향으로 조정했을 때 전체 샘플에 대해 AAR은 발표일(D) 이전 -100일부터 발표일 이후 +2일까지 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였다. 하지만 목표주가 하향조정 비율에 따라 AAR은 다소 차이를 보였다. 구체적으로 0 ~ -10% 이하는 D-60일, -10% 초과~ -20% 이하는 D-100일, -20% 초과~ -30% 이하는 D-40일, -30% 초과는 D-30일 전부터 발표일 이후 +2일까지 대체로 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 목표주가 하향조정 비율에 따라 시점별 AAR의 값이 차이를 보이지만 공통적인 부분은 발표일 이전부터 이미 주가는 지속적으로 하락하고 있었다는 것을 알수 있다.

〈표 6〉 목표주가 하향조정 비율에 따른 시점별 AAR

	귀	차			ĵ	목표주가 하	향조정 비율	<u>) </u>		
시점	하	00-	0 ~ -10	% 이하	-10%초과 ~	_20%) চী	-20%초과 ~	_30%) চী	-30%	· 초과
	AAR(%)	t-통계량	AAR(%)	t-통계량	AAR(%)	t-통계량	AAR(%)	t-통계량	AAR(%)	t-통계량
D-250	-0.01	-0.31	-0.08	-1.02	0.02	0.52	-0.01	-0.11	0.18	1.16
D-200	-0.03	-1.31	0.07	1.79	-0.13**	-3.41	-0.03	-0.47	-0.02	-0.17
D-150	-0.14	-1.71	-0.29	-1.61	-0.07	-0.62	0.06	0.78	-0.16	-1.58
D-100	-0.12**	-2.44	-0.13	-1.20	-0.10*	-2.30	-0.15	-1.93	-0.08	-0.77
D-80	-0.09**	-3.64	-0.04	-0.99	-0.15**	-3.66	-0.12	-1.58	-0.03	-0.22
D-60	-0.09**	-3.49	-0.13**	-3.15	-0.05	-1.09	-0.11	-1.50	-0.13	-1.11
D-40	-0.17**	-2.69	-0.17	-1.17	-0.11**	-2.83	-0.27**	-3.66	-0.33	-1.13
D-30	-0.13**	-5.07	-0.12**	-2.89	-0.13**	-3.12	-0.13	-1.78	-0.26*	-2.34
D-20	-0.18**	-6.69	-0.16**	-4.02	-0.22**	-5.69	-0.17*	-2.30	-0.06	-0.47
D-10	-0.35**	-9.52	-0.13**	-3.39	-0.34**	-8.07	-0.42**	-4.96	-1.65**	-4.52
D-5	-0.14**	-5.03	-0.13**	-3.35	-0.10*	-2.39	-0.22**	-3.01	-0.28	-1.60
D-2	-0.30**	-8.77	-0.20**	-5.04	-0.36**	-8.28	-0.28**	-3.65	-0.61**	-3.05
D-1	-0.18**	-5.76	-0.11*	-2.51	-0.15**	-3.29	-0.40**	-4.41	-0.35	-1.18
발표일	-0.56**	-11.54	-0.37**	-7.38	-0.38**	-7.23	-0.92**	-7.27	-2.08**	-7.02
D+1	-1.07**	-23.10	-0.80**	-13.47	-1.05**	-16.00	-1.55**	-11.17	-1.84**	-4.86
D+2	-0.27**	-9.52	-0.21**	-4.63	-0.23**	-5.17	-0.36**	-4.12	-0.74**	-5.12
D+5	-0.07^*	-2.12	-0.06	-1.57	-0.06	-1.35	0.08	1.03	-0.49	-0.92
D+10	0.02	0.62	0.00	0.03	0.01	0.21	0.09	1.16	0.05	0.43
D+20	-0.10**	-3.89	-0.07	-1.61	-0.13*	-2.01	-0.11	-1.41	-0.15	-1.29
D+30	0.00	-0.14	-0.04	-1.02	-0.03	-0.44	-0.06	-0.76	0.48**	3.42
D+40	-0.12**	-4.39	-0.06	-1.48	-0.17**	-3.61	-0.08	-1.02	-0.23*	-2.04
D+60	-0.16**	-4.87	-0.24*	-2.28	-0.15*	-2.53	-0.01	-0.08	-0.01	-0.09
D+80	-0.02	-0.79	-0.10	-0.71	0.08	1.88	-0.03	-0.33	-0.23*	-2.06
D+100	0.00	0.09	0.03	0.69	0.00	-0.11	-0.02	-0.30	-0.05	-0.47
D+150	-0.05	-1.19	-0.09	-1.64	-0.05	-1.17	-0.03	-0.37	0.09	0.81
D+200	0.04	1.19	0.07	1.67	0.04	0.92	-0.02	-0.26	-0.06	-0.54
D+250	-0.04	-1.29	0.03	0.72	-0.03	-0.80	-0.21**	-2.44	-0.16	-0.75

주) **, * 은 각각 p<0.01, p<0.05

좀 더 세부적으로 내용을 살펴보면, 발표 당일 경우 0~-10% 이하, -10% 초과~-20% 이하, -20% 초과~-30% 이하, -30% 초과에 대한 AAR값은 각각 -0.37%, -0.38%, -0.92%, -2.08% 인 것으로 나타났고, 발표일 직후인 +1일에는 각각 -0.80%, -1.05%, -1.55%, -1.84%로 발표 당일보다는 직후인 +1일에 하락의 폭이 큰 것으로 나타났다. 금융투자분석사가 목표주가 하향조정발표를 장중에 하면 당일 주가에 반영될 것이지만, 장마감 후에 발표를 하게 되면 해당 정보는다음날 주가에 반영되기 때문인 것으로 판단된다. +2일부터는 전체적으로 하락의 폭이 전일에비해 감소하고 있음을 볼 수 있다. 목표주가 상향조정의 결과와 동일하게 AAR값은 발표일 부근에서 목표주가 하향조정 비율이 높아질수록 감소하는 결과를 보였다.



〈그림 2〉목표주가 하향조정 비율에 따른 CAAR

<그림 2>는 금융투자분석사의 목표주가 하향조정 비율에 따른 주가변화를 살펴보기 위해 CAAR를 나타낸 것이다. 주가는 목표주가 하향조정 비율에 관계없이 발표일 이전부터 하락하다가 발표일 이후에는 이전에 비해 완만하게 하락하는 모습을 보였다. 주가의 하락속도는 발표일에 접근함에 따라 증가하는 것으로 나타났으며, 또한 목표주가 하향조정 비율이 높을수록 주가의 하락속도 또한 증가한다는 사실을 발견하였다. 특히, 하향조정 비율이 - 30%를 초과하는 경우에는 다른 조정 비율에 비해 하락폭이 보다 큰 것으로 나타났는데, D-250일부터 발표일까지 CAAR의 값이 - 50% 이상 하락하는 결과를 보였다.

<표 7>은 금융투자분석사의 목표주가 하향조정 비율 따라 기간별 CAAR의 결과를 나타낸 것

이다. 결과에서 볼 수 있듯이 기간별 CAAR은 목표주가 하향조정 비율과 무차별하게 모든 기간에 대해 통계적으로 유의한 음(-)값을 가지는 것으로 나타났다. 특히, 하향조정 이전부터 발표일후 모든 기간에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였다.

〈표 7〉 목표주가 하향조정 비율과 기간별 CAAR

기간	0 ~ -10	% 이하	-10%초과 ^	-20%이하	-20%초과 ^	-30%이하	-30%	초과
	CAAR(%)	t-stat.	CAAR(%)	t-stat.	CAAR(%)	t-stat.	CAAR(%)	t-stat.
(-250, +250)	-23.19**	-5720.31	-24.52**	-5694.95	-32.16**	-4845.79	-65.72**	-4604.12
(-250, +2)	-14.19**	-2111.32	-16.55**	-2311.18	-26.15**	-2440.52	-51.34**	-2111.82
(-100, +2)	-9.57**	-938.80	-14.19**	-1140.92	-20.84**	-1066.26	-43.60**	-943.93
(-50, +2)	-7.12**	-445.11	-10.52**	-554.95	-14.86**	-472.01	-31.97**	-405.15
(-10, +2)	-2.59**	-49.61	-3.87**	-60.06	-6.01**	-59.52	-15.56**	-69.90
(-2, +2)	-1.68**	-15.32	-2.16**	-15.18	-3.50**	-16.32	-5.62**	-18.04
(-1, +1)	-1.27**	-7.76	-1.57**	-7.15	-2.87**	-10.61	-4.26**	-9.67
(0, +10)	-1.81**	-26.60	-2.03**	-22.49	-2.50**	-16.07	-5.28**	-23.56
(0, +100)	-6.24**	-565.81	-4.81**	-389.06	-4.43**	-218.93	-6.64**	-198.83
(0, +250)	-10.37**	-1890.52	-9.63**	-1555.94	-8.84**	-896.05	-19.03**	-1116.60

주) **, * 은 각각 p<0.01, p<0.05

상기의 결과는 금융투자분석사가 어떤 특정종목의 목표주가를 하향조정 한다고 발표한다면 투자자는 이러한 종목을 우선적으로 매도해야 함을 시사한다. 무엇보다 이러한 분석결과는 투자 자들에게 투자의사 결정에 있어서 중장기적으로 유용한 정보가 될 것으로 판단된다.

4. 요약 및 결론

본 연구는 우리나라의 유가증권시장에 포함된 주식들 중에서 2014년 1월부터 2018년 12월말까지 5년 동안 국내 증권사에 소속된 금융투자분석사가 목표주가를 상향 또는 하향으로 조정한종목을 대상으로 금융투자분석사의 목표주가 조정비율에 따라 발표일 이전과 이후에 주가가 어떤 반응을 보이는 지를 살펴보았다. 분석기간 동안 금융투자분석사가 목표주가를 조정한 건수는상향은 전체 9,597건 이었고, 조정 비율이 0~+10% 이하, +10% 초과~+20% 이하, +20% 초과~+30% 이하, +30% 초과에 대해서는 각각 3,748건, 3,566건, 1,220건, 1,063건으로 상향조정 비율이 느을수록 관측수는 작아지는 경향을 보였다. 또한, 하향은 전체 9,971건이었고, 조정 비율이 0~-10% 이하, -10% 초과~-20% 이하, -20% 초과~-30% 이하, -30% 초과에 대해 각각 3,865건, 4,112건, 1,364건, 630건으로 조사되었다.

분석방법은 널리 알려져 있는 사건연구(event study)로 진행하였으며, 벤치마크로서 해당 종목이 포함된 업종별 특성을 반영한 업종조정수익률모형을 이용하여 해당 주가의 비정상수익률을 측정하여 수행하였다. 본 연구에서 사건기간(event period)은 금융투자분석사가 목표주가를 조정발표한 날을 기준으로 하고 발표일 전(-250일)부터 발표일 후(+250일)까지 총 501일로 하였다.

본 연구의 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 우선 금융투자분석사가 목표주가를 상향으로 조정한 경우를 살펴보면, 목표주가를 상향으로 조정 발표한 날로부터 수십일 이전부터 주가는 상승하는 결과를 보였고, 주가의 상승속도는 상향조정 발표일에 접근함에 따라 증가하는 것으로 나타났다. 또한 목표주가 상향조정 비율이 높아질수록 주가의 상승폭은 증가하는 것으로 나타났으며, 상향조정 발표일 며칠 후부터 주가는 목표주가 상향조정 비율에 관계없이 지속적으로 하락하는 모습을 보였다.

다음으로 목표주가를 하향으로 조정했을 때 주가는 목표주가 하향조정 비율에 관계없이 발표일 이전부터 지속적으로 하락하는 모습을 보였고, 발표일 이후에도 하락하는 것으로 파악되었지만 이전에 비해 하락속도는 줄어드는 것으로 나타났다. 특히, 주가의 하락속도는 목표주가 하향조정 발표일에 접근함에 따라 급격하게 증가하는 모습을 보였으며, 하향조정 비율이 증가할수록주가의 하락속도 또한 증가한다는 결과를 얻었다.

여기서 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다. 금융투자분석사가 어떤 특정종목의 목표주가를 상향 또는 하향조정 한다고 발표했을 때, 이와 같은 정보는 투자자들에게 투자의사결정에 있어 서 단기뿐만 아니라 중장기적으로도 유용한 정보가 될 수 있을 것으로 판단된다. 즉, 금융투자 분석사가 목표주가를 상향조정 한다고 발표한 종목의 경우 발표일 며칠 후에는 해당 종목에 대 해 매수를 자제하거나 매도하는 것이 유리하며, 하향조정 종목의 경우에도 지속적으로 하락하는 경향을 보이기 때문에 해당 종목의 매수를 자제하고 관망하는 자세를 취해야 할 것이다. 상향조 정과 하향조정에 관계없이 발표일 후 하락하는 모습을 보였기 때문에 이러한 종목에 대한 공매 도 또는 대주가 가능하다면 해당 투자방법을 활용해보는 것도 괜찮을 것으로 판단된다.

[참고문헌]

- 강상구·임현일(2015), "애널리스트 낙관주의와 불투명성 및 주가급락에 관한 연구", 금융연구, 29(2), 1-36.
- 금융투자협회 (2013), 2012년 금융투자자의 투자실태에 관한 조사 보고서.
- 김경순(2012), "애널리스트보고서에 대한 시장반응과 정보력 결정요인", 회계학연구, 37(3), 111-156.
- 김동순·엄승섭(2006), "국내외 애널리스트들의 투자의견 및 목표주가 변경이 주가에 미치는 영향력 분석", 한국증권학회지, 35(2), 75-108.
- 변영태·김수경(2019), "애널리스트의 목표주가 변경은 투자자들에게 유용한 정보인가?", 무역통상학회지, 20(1), 25-44.
- 임병진·허지훈(2018), "투자자심리와 애널리스트 투자의견 변경에 대한 시장반응", 산업 경제연구, 31(1), 181-206.
- 하준성·김도성·이영주(2019), "투자자 관심도와 애널리스트 투자의견 변경에 대한 주가 반응", Financial Planning Review, 12(2), 61-77
- Asquith, P. and Michael, B. M. and Andrea, S. A.(2005), "Information content of equity analyst reports," *Journal of Financial Economics*, 75(2), 245–282.
- Barber, B., R. McNichols, L. M. and Trueman, B.(2001), "Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns," *Journal of Finance*, 56, 531–563.
- Barber. M., M. and Wurgler, J.(2006) "Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns," *Journal of Finance*, 61(4), 1645–1680.
- Healy, P. and Palepu, K.(2001), "A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405 440.
- Jegadeesh, N., Kim, J. H., Krische, S. D. and Lee, C. M. C.(2004) "Analyzing the analyst: When Do Recommendations Add Value?," *Journal of Finance*, 59(3), 1083–1124.
- Lang, M. and Lundholm, R.(1996), "Corporate disclosure policy and analyst behavior", *Accounting Review*, 71(4), 467–492.
- Yu, F.(2008), "Analyst Coverage and Earnings Management," *Journal of Financial Economics*, 88(2), 245–271.

1. 국내 증권사별 금융투자분석사 현황(2020년 11월 6일 기준)

DB금융투자 27명, DS투자증권 8명, KB증권 65명, NH투자증권 116명, 골드만삭스증권 서울지점 9명, 교보증권 13명, 노무라금융투자 6명, 다이와증권캐피탈마켓코리아 8명, 대신증권 39명, 도이치증권 0명, 리딩투자증권 5명, 맥쿼리증권 7명, 메리츠증권 37명, 메릴린치인터내셔날엘엘 씨증권 서울지점 10명, 모간스탠리인터내셔날증권 서울지점 9명, 미래에셋대우 60명, 미즈호증권 아시아 서울지점 0명, 부국증권 6명, 비엔케이투자증권 6명, 비엔피파리바증권 0명, 삼성증권 72명, 상상인증권 5명, 신영증권 20명, 신한금융투자 72명, 씨엘에스에이코리아증권 12명, 씨지에스 씨아이엠비증권 홍콩 한국지점 5명, 씨티그룹글로벌마켓증권 7명, 아이베케이투자증권 21명, 아이엔지증권 서울지점 0명, 에스케이증권 22명, 유비에스증권리미티드 서울지점 7명, 유안타증권 43명, 유진투자증권 21명, 유화증권 1명, 이베스트투자증권 26명, 제이피모간증권 서울지점 10명, 초상증권 한국 주식회사 2명, 카카오페이증권 6명, 케이아이디비채권증개 0명, 케이알투자증권 주식회사 0명, 케이티비투자증권 22명, 케이프투자증권 15명, 코리아에셋투자증권1명, 크레디 아그리콜 아시아 증권 서울지점 0명, 크레디트스위스증권 서울지점 13명, 키움증권34명, 토스준비법인 0명, 하나금융투자 55명, 하이투자증권 22명, 한국스탠다드차타드증권 0명, 한국에스지증권 주식회사 0명, 한국투자증권 53명, 한국포스증권 0명, 한양증권5명, 한화투자증권 37명, 현대차증권주식회사 22명, 홍콩상하이증권 서울지점 7명, 홍국증권 11명 이상 58개 증권사 1180명