

언론사 풀 평가제도가 애널리스트와 기관투자자 간의 관계를 더 강화시키는가?

김 경 순 (조선대학교)*

< 요약 >

본 연구는 코스닥시장에서 기관투자자에 대한 애널리스트의 사전정보제공(tipping) 가능성을 분석하고 이로 인해 개인과 기관 사이에 부의 이전효과가 발생하는지를 분석하였다. 또한 애널리스트와 펀드매니저에 대한 설문조사를 실시하여 애널리스트 인센티브의 구조적 문제점과 '언론사 풀' 형태의 애널리스트 평가 방식이 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 강화시키는지를 조사하였다. 분석결과 기관투자자는 다른 투자주체(개인, 외국인)와 달리 악재성보고서 공시 전에 순매도하고 호재성보고서 공시 전에 순매수하는 행태를 보였고, 설문조사 결과 애널리스트는 77%, 펀드매니저는 82%가 '언론사 풀' 형태의 평가방식이 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 더 강화시킬 수 있다고 응답했다. 전체적으로 코스닥시장에서 애널리스트의 사전정보제공으로 부의 이전효과가 나타나고 애널리스트에 대한 언론사 풀 평가제도가 애널리스트의 사전정보제공 동기에 부분적으로 영향을 미치는 것으로 해석된다. 추가적으로 본 연구에서는 애널리스트의 이해상충문제를 문제를 다소 완화시키기 위해 (i) 애널리스트협회 설립, (ii) 언론사 풀 제도의 영향력 분산, (iii) 악재성보고서가 시장에 제공될 수 있는 구조적 환경을 구축할 것을 제안하였다.

핵심 단어 : 애널리스트, 기관투자자, 사전정보제공(Tipping), 언론사 풀, 부의 이전효과
JEL 분류기호: G12, G14, M41

* 조선대학교 경영학부 조교수. 광주광역시 동구 필문대로 309 조선대학교 경상대학 7123호, 501-759; E-mail: kskim66@chosun.ac.kr, Tel: +82-62-230-6831; Fax: +82-62-226-9664.

I. 서론

증권사 애널리스트(sell side analyst)는 기업의 공시정보를 주가에 반영시키는 속도를 향상시키고, 공시되지 않은 사적정보를 취득하여 시장에 제공함으로써 기업과 투자자간에 정보비대칭성을 축소시켜 시장의 효율성을 증진시키는 역할을 수행한다고 알려져 있다(Lys and Sohn 1990; Francis and Soffer 1997; Hong et al. 2000; Elgers et al. 2001). 특히 한국 주식시장과 같이 개인투자자가 많은 시장에서는 기업과 투자자 간의 정보비대칭 문제가 더 심각할 수 있기 때문에 애널리스트의 자본시장에서의 역할이 더 중요할 수 있고 그들이 제공하는 정보가 시장에 미치는 효과도 크다.

그럼에도 불구하고 애널리스트에 대한 시장의 부정적 시각도 존재하는데 그 이유를 제시하면 다음과 같다. 첫째, 애널리스트는 그들을 고용한 증권사의 수익창출에 공헌할 목적으로 거래량을 증가시키기 위해 보고서를 제공할 수 있다(Irvine 2000; Lin and McNichols 1998; Alford and berger 1999; Cowen et al. 2005). 둘째, 애널리스트는 정보취득비용에 민감하기 때문에 기업의 공시정보를 단순히 재포장·재전송 할 수도 있다(Lang and Lundholm 1996). 셋째, 애널리스트는 이해상충(interest conflict)으로 인해 이익예측, 종목추천, 투자의견 등 분석에 대한 낙관적 편의(optimistically bias)와 그들 자신의 목적을 서로 절충할 동기를 가질 수도 있다(Lin and McNichols 1998; Michaely and Womack 1999; Dechow et al. 2000; Lin et al. 2003). 마지막으로 증권사 애널리스트는 증권사의 경제적 이익을 극대화시키기 위해 특정 고객에게 선택적으로 정보를 사전제공(pre-release)할 가능성이 있고, 이러한 선택적인 사전정보제공은 투자자 간에 부의 이전효과(wealth transformation effect)를 발생시킬 수 있다(Irvine et al. 2007; Christophe et al. 2009; Juergen and Lindsey 2009; Guttman 2010; Markov et al. 2011). 이러한 애널리스트의 부정적 측면은 애널리스트의 이해상충문제에 기인한다. 즉, 애널리스트는 시장참여자들에게 유용한 정보를 제공할 의무가 있지만 동시에 증권사의 수익창출과 애널리스트 자신의 사적효익을 추구할 동기를 갖는데 이 두 가지 측면은 서로 상충될 수 있다.

따라서 자본시장에서는 애널리스트의 이해상충을 완화하기 위해 다양한 규제체도가 시행되고 있다. 대표적으로 법률적 규제와 금융투자협회의 자율적 규제로 구분해 볼 수 있다. 현재 애널리스트의 이해상충 방지 및 중립성 확보를 위한 법적 규제로는 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제 71조’, ‘동법 시행령’, ‘동법 시행규칙’ 그리고 과거 증권거래법, 동법 시행령 및 시행규칙을 개정한 금융감독위원회의 ‘금융투자업규정’이 있다.¹⁾ 또한 금융투자협회

1) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제 71조는 애널리스트 이해상충문제에 해당하는 조항이다. 제71조(불건전 영업행위의 금지)에 의하면, 투자매매업자 또는 투자중개업자는 투자자 보호 및 건전한 거래를 해할 우려가 없는 경우를 제외하고는 일정한 행위를 하는 것을 제한하고 있다. 금융감독위원회에 의해 2008년 12월에 제정된 금융투자업 규정에도 애널리스트의 이해상충 문제를 방지하기 위한 조항이 포함되어 있다. 제 4-20조(불건전 영업행위의 금지)에서는 ① 금융투자업자 자기가 발행하였거나 발행하고자 하는 주식을 일반 투자자를 상대로 매수를 권유하거나 매도하는 행위, ② 투자자를 거래상대방으로 하여 매매하는 경우 외에 증권시장 등에서 자기계산에 따라 금융투자상품 매매를 유리하게 또는 원활히 할 목적으로 투자자에게 특정 금융투자상품의 매매를 권유하는 행위, ③ 조사분석자료를 일반인에게 공표하기 전에 조사분석자료 또는 조사분석자료의 주된 내용을 제3자에게 먼저 제공하였다는 사실과 최초의 제공시점을 함께 공표하지 않는 행위 등을 규제하

의 자율적 규정인 ‘금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정’에도 조사분석의 원칙, 조사분석의 독립성 확보, 조사분석자료의 심의 등 애널리스트의 이해상충에 대한 규제조항이 포함되어 있다.²⁾ 더불어 금융투자협회는 2011년 10월에 ‘표준윤리강령’을 제정하여 공표했다. 이는 금융투자회사 임직원이 업무를 수행함에 있어 지켜야할 직무윤리와 관련된 표준안이다. 금융투자회사는 이를 기준으로, 각 사별 특성에 맞추어 직무윤리와 관련된 규정을 제정·운영하기를 권장하고 있다.³⁾ 하지만 이러한 규제제도에도 불구하고 시장에서 불공정행위에 대한 징후는 다수 발견되고 있고, 그럼에도 불구하고 불공정행위에 대한 법적 적발 사례는 거의 찾아보기가 어렵다. 이로 인해 규제제도의 실효성에 대한 시장참여자의 의심은 점점 증가하고 있는 추세이다.

한편, 최근 언론사 등에서 다양한 애널리스트 평가제도를 시행하고 이를 근거로 베스트애널리스트를 선정하여 시상하고 있다. 즉, 애널리스트의 자율적 경쟁을 유도해 이해상충문제를 완화시키고 높은 품질의 예측정보를 시장에 제공할 목적으로 시행되고 있다. 언론사 평가방식은 i) 펀드매니저 설문문을 통한 언론사 풀 평가방식, ii) 설문평가와 정량평가를 병행하는 가중평가방식, iii) 보고서 정확도 평가를 통한 정량적 평가방식, iv) 애널리스트 보고서의 질적 평가방식 등 다양한 관점에서 실시하고 있다. 이러한 언론사의 평가결과는 증권사의 영업력, 애널리스트의 보상, 투자자의 매매의사결정 등에 상당한 영향을 미치기 때문에 증권사 애널리스트는 긍정적 평가를 받기 위한 경제적 동기를 갖는다. 하지만 애널리스트의 능력을 계량화 하는데에는 한계가 있기 때문에 해외의 경우 설문문을 통한 기관투자자의 정성적 평가에 기초하고 있고, 국내에서도 펀드매니저의 설문문에 기초한 언론사 풀 평가방식의 영향력이 상당히 높은 편이다. 하지만 최근 조익재 하이투자증권 센터장은 최근 SNS를 통해 ‘설문문을 통한 애널리스트 평가제도가 분석력보다는 친화력을 검증하는 수준으로 진락했으며 대부분의 신입 애널리스트들이 인기만을 쫓고 있다’고 비판적 견해를 표명하였다.⁴⁾ 이러한 견해는 애널리스트 평가의 본래 취지와는 달리 애널리스트의 능력이 기관투자자의 설문 결과에 의해 평가되는 상황에서 애널리스트가 보고서 작성능력보다 기관투자자와의 관계를 개선시켜 긍정적 평가를 얻고자 하는 기회주의적 행태가 더 큼을 암시하고 있다.

이러한 배경 하에서 본 연구는 애널리스트에 대한 언론사 평가제도가 애널리스트와 기관

고 있다.

- 2) 조사분석의 원칙은 “금융투자회사 및 금융투자분석사는 조사분석의 대가로 조사분석 대상법인 등 이해관계자로부터 부당한 재산적 이득을 제공받아서는 아니 된다.”와 “금융투자회사 및 금융투자분석사는 공정성을 현저하게 결여하거나 합리적 근거가 없는 조사분석자료를 작성하거나 이를 공표하여서는 아니 된다” 등을 규정하고 있다(동 규정 제2-26조). 또한 조사분석의 독립성 확보 관련 내용으로는 “금융투자회사는 금융투자분석사에게 부당한 압력이나 권한을 행사하여서는 아니 된다.”와 “금융투자회사 및 금융투자분석사는 조사분석자료를 공표하기 전에 내부 기준에 따른 승인 절차를 거치지 아니하고 제3자에게 조사분석자료 또는 그 주된 내용을 제공해서는 아니 된다.”가 있다(동 규정 제2-28조). 조사분석자료의 심의에 관련된 내용은 “금융투자회사는 조사분석자료의 작성 및 공표, 특정인에 대한 제공 등과 관련하여 특정사항이 포함된 내부기준을 수립·운영하여야 한다.”가 있다. 특정사항은 “조사분석자료의 공표 및 제공절차, 방법에 관한 사항”과 “조사분석자료를 특정인에게 한정하여 제공하거나 공표하기 전에 특정인에게 먼저 제공하는 경우 제공일시, 상대방 등 세부 내용의 기록·유지에 관한 사항” 등으로 규정되어 있다(동 규정 제2-33조).
- 3) 이해상충과 관련된 주요 내용은 다음과 같다. 임직원은 제3자의 이해관계에 의해 영향을 받는 업무를 수행해서는 안 되며 독립성과 객관성의 유지를 위해 주의해야 한다. 또한 이해상충 방지를 위해 노력하고 공개 중요정보를 이용하거나 시세를 조종하는 등의 불공정거래를 해서는 안 된다.(3장 제1절 7조, 8조, 9조) 그리고 고객에 대한 의무로서 정당한 사유 없이 고객을 차별해서는 안 되며 중요한 상황에 대한 고지 및 설명의무를 갖는다.(제3장 3절 20조, 23조, 24조)
- 4) 베스트 애널리스트? “웃기는 수준도 많다”, 머니투데이 (2013.01.09) 기사 참고

투자자 간의 이해관계를 강화시켜 애널리스트의 불공정 정보제공 행위를 더 많이 발생시킬 가능성이 있는지를 조사하고자 한다. 애널리스트의 이해상충문제로 발생하는 대표적인 불공정 행위가 애널리스트의 사전정보제공으로 인한 기관투자자의 선행매매행태이다. 최근 연구에 따르면 증권사 애널리스트는 보고서를 공개하기 전에 증권사의 수수료 수익을 유효하게 증가시킬 수 있는 고객을 선택하여 애널리스트 정보(analyst research)를 사전에 제공할 경제적 동기를 구조적으로 가질 수 있다는 애널리스트 티핑가설(tipping hypothesis)이 제기되었고 이에 대한 실증결과들이 보고되고 있다(Irvine et al. 2007; Christophe et al. 2009; Juergen and Lindsey 2009; Guttman 2010; Markov et al. 2011).⁵⁾ 더구나 한국시장을 대상으로 분석한 연구에서도 티핑가설을 지지하는 결과들이 보고되고 있다(엄윤성 2012; 김경순과 박진우, Kim et al. 2013).

본 연구에서는 한국자본시장의 구조 하에서 언론사 폴 제도가 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 더 강화시켜 애널리스트의 사전정보제공 행태를 더 증가시킬 가능성이 있을 것으로 보았다. 미국시장에서는 기관투자자의 비중이 높기 때문에 기관투자자가 애널리스트 정보의 주요 수요자이다. 따라서 애널리스트는 기관투자자에게 영향을 미칠 수 있는 정보력 있는 보고서를 제공할 때 자신의 명성을 높이고 증권사의 수익창출에 공헌할 수 있으므로 애널리스트에 대한 기관투자자의 평가는 애널리스트 정보에 대한 감시기능을 갖게 된다. 반면에 개인투자자의 거래비율이 높은 한국자본시장의 경우, 애널리스트에 대한 기관투자자의 평가는 시장참여자의 보편적 평가이기 보다는 이해관계를 갖는 일부 시장참여자들의 편이 있는 평가일 수도 있다. 만약 한국의 자본시장 환경 하에서 애널리스트의 사전정보제공이 주로 기관투자자에게 집중된다면 개인투자자와 기관투자자간에 정보비대칭성은 더 확대되고 이로 인해 개인투자자의 부가 기관에게 이전되는 부의이전 효과가 심화될 가능성이 있다. 특히 한국시장에서 개인투자자는 비합리적 거래행태를 보이기 때문에 애널리스트가 정보력이 낮은 보고서를 제공하더라도 개인투자자가 이를 간파하지 못하고 과잉반응하는 행태를 나타내고 있다(김경순과 박진우, 2012). 이러한 상황에서 애널리스트 정보가 보편적으로 기관투자자에게 사전에 제공된다면 투자주체 간에 정보비대칭성이 더 확대되어 시장의 효율성을 저해할 가능성이 있다. 특히 기관투자자의 설문조사를 통한 언론사 폴(poll) 제도의 영향력 확대는 애널리스트가 자신의 평가주체인 기관투자자와 좋은 관계를 유지하기 위해 보고서 발표 전에 미리 정보를 제공할 가능성을 더 높일 수 있다.

이러한 이유로 본 연구에서는 현재 시행되고 있는 애널리스트에 대한 언론사 평가제도가 애널리스트에 대한 감시효과와 동기부여를 통해 그들이 제공하는 보고서의 정보력을 증진시키는지, 반면에 애널리스트와 기관투자자간의 사적관계를 강화시켜 애널리스트의 티핑 행태가 더 심화되어 투자주체간에 정보비대칭성을 더 크게 만들 가능성이 있는지를 조사하고자 한다. 본 연구에서는 실증분석을 위해 먼저 2005년부터 2012년 총 8년 동안 KOSDAQ시장에 상장된 기업에 대해 발표된 1958개의 애널리스트보고서를 대상으로 애널리스트보고서 공시 전후 11일 동안의 초과수익률과 투자주체별(개인, 기관, 외국인) 순매수행태를 측정하여 기관투자자의 선행매매 가능성을 조사한다. 본 연구에서는 KOSPI 시장을 대상으로 애널리

5) 정보의 사전제공은 공시전의 거래량을 증가시킬 뿐 아니라 공시 후에 정보거래자와 비정보거래자의 거래를 모두 증가시키기 때문에 정보의 사전제공이 없었을 경우보다 거래량이 증가할 수 있어 증권사의 수익을 증가시킬 수 있다.

스트의 사전정보제공 가능성을 분석한 Kim et al.(2013)의 연구와 같이 보고서 공시일의 초과이익률의 크기에 따라 악재성보고서와 호재성보고서를 구분한다. 만약 기관투자자가 악재성보고서 공시 전에 순매도하고 호재성보고서 공시 전에 순매수한다면 애널리스트의 티핑 가능성이 존재하는 것으로 추정한다. 더불어 본 연구에서는 현재 증권업계에 종사중인 증권사 애널리스트와 자산운용사 펀드매니저를 대상으로 설문조사를 실시하여 애널리스트에 대한 언론사 평가제도의 적절성에 대한 설문조사를 병행한다. 설문조사를 통해 i) 애널리스트의 보상구조와 언론사 폴 제도가 기관투자자에 대한 종속성을 강화시키는지, ii) 언론사의 다양한 애널리스트 평가방식들 중 어떤 평가방식이 가장 적절한지를 조사한다.

분석결과, 기관투자자는 악재성 애널리스트보고서가 공시되기 전에 순매도하고 호재성 애널리스트보고서가 공시되기 전에 순매수하는 행태를 보여 다른 투자주체와는 달리 정보거래자의 행태를 나타냈다. 설문조사 결과 애널리스트와 펀드매니저들은 언론사 폴 제도가 애널리스트평가에 가장 큰 영향을 미치고(약 83%), 이 제도가 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 더 강화시킬 수 있다고 응답한 비율(애널리스트는 77%, 펀드매니저는 82%)이 그렇지 않은 응답보다 더 많았다. 가장 적절한 애널리스트 평가방식으로 기관투자자의 설문결과만을 반영하는 언론사 폴 제도 보다는 가중평가와 정량평가를 더 선호하였다. 본 연구는 KOSDAQ시장에서 애널리스트가 정보공시 전에 기관투자자에게 정보를 제공할 가능성을 확인하였고, 언론사 폴 제도가 애널리스트의 기관에 대한 종속성을 확대시켜 티핑가능성을 증가시킬 위험이 존재함을 확인하였다는 점에서 의의가 있다. 따라서 시장의 효율성제고와 개인투자자와 기관투자자간의 정보비대칭으로 인한 부의이전효과를 축소시키기 위해 한국 상황에 적합한 애널리스트 평가 제도를 마련할 필요가 있을 것이다.

본 연구는 애널리스트의 불공정 정보공시 행태와 관련한 시장의 의심을 실제 데이터를 통해 정량적 분석을 진행, 검증하였다는데 의의가 있다. 또한 이와 같은 정보를 시장에 제공하여 시장참여자에게 경각심을 고취시키고 합리적 투자의 필요성을 제시하고 있다. 더불어 애널리스트 인센티브의 구조적 문제와 기관투자자에 대한 종속성을 불공정한 사전정보제공의 원인으로 지적해오던 시장의 의심을 증권업 현직자를 대상으로 설문조사를 시행하여 직접 검증한 것은 이전 연구에서 행해진 적이 없었다는 점에서 본 연구의 차별성이 있다. 나아가 이상의 연구를 통해 코스닥시장에서 개인투자자보호를 위한 건전한 투자질서 확립과 함께 큰 틀에서 시장효율성 증대를 실현하고, 특히 자금압박을 받는 중소기업의 직접금융조달 창구로써 코스닥시장이 본연의 역할을 다 할 수 있도록 정보환경의 개선에 대한 정책적 제안을 제시하였다는 점에서 의의를 갖는다.

본 연구의 구성은 제1장의 서론에 이어, 제2장에서는 애널리스트 평가제도에 대한 설명과 선행연구를 제시한다. 제3장에서는 연구방법론을 제시하고 제4장에서는 정량적 분석결과와 설문조사 결과를 제시한다. 마지막으로 제5장에서는 본 연구의 주요 결론과 시사점을 제시한다.

II. 애널리스트 평가제도와 선행연구

2.1 애널리스트 평가제도

2.1.1 해외평가제도

미국과 영국에서 현재 시행되고 있는 애널리스트 평가제도 중 대표적인 평가방식을 제시하면 다음과 같다.

(1) 설문을 통한 평가방식

인스티튜셔널 인베스터(Institutional Investor, I.I)는 국제 금융투자전문지로, 1972년부터 매년 설문조사를 통해 미국 증권사 애널리스트(sell-side analyst)를 대상으로 베스트 애널리스트 및 리서치 팀을 선정하는 ‘All-American Research Team(AART)’을 시행하고 있다. 이는 40년의 역사를 가져 가장 오래된 평가제도로 알려져 있다. 설문은 미국, 유럽, 아시아 1,000개 기업 내 3,500명 이상의 금융전문가, 즉 주요 자산운용사(money management firms)의 리서치 디렉터(directors of research), CIO, 애널리스트와 포트폴리오 매니저를 대상으로 이루어진다. 설문문항은 8개의 카테고리 및 65개의 투자섹터로 구분되어있으며 이러한 설문을 바탕으로 애널리스트 평가는 일정한 가중치를 반영하여 이루어진다. II의 베스트 애널리스트로 선정되면 AART의 멤버 자격이 주어지며, AART의 멤버가 아닌 애널리스트와 비교해 약 2.4배의 연봉을 받는 것으로 알려져 있다.

(2) 추천의견의 정확도 계산을 통한 정량 평가방식

애널리스트의 추천의견 및 이익예측 정확도를 평가하는 정량평가방식을 기반으로 이루어지는 애널리스트 평가는 월스트리트저널(The Wall Street Journal, WSJ)의 ‘Best on the Street Analyst survey’와 파이낸셜 타임즈(Financial Times, FT)의 ‘Starmine analyst awards’가 있다. WSJ는 Fact Set Research Systems에게 데이터를 받아 전 세계 500개 회사 7,000명의 애널리스트를 평가한다. 평가는 뉴욕증권거래소(NSE), 나스닥(NASDAQ), 미국증권거래소(AMEX)를 통해 거래된 종목 가운데 시가총액이 1억 달러 이상인 기업의 분석 보고서를 제공한 애널리스트를 대상으로 이루어진다. 주로 애널리스트의 종목추천능력(stock-picking skills)의 정확도로 평가되며, 추정총수익률(estimated total return)을 기반으로 계산된 추천성과점수(recommendation-performance scores)로 측정한다.

StarMine⁶⁾은 FT와 함께 Thomson Reuters의 데이터베이스에 기록된 애널리스트 성과분석을 통해 StarMine Awards를 시행하고 있다. StarMine Awards는 전 세계 여러 지역⁷⁾에서 유력 언론사와 함께 애널리스트를 평가해 시상한다. 평가 대상은 전 세계 75개 증권사 및 투자은행의 리서치센터 애널리스트 1만 1953명으로 매년 각 지역의 기업에 대한 보고서를 쓴 애널리스트들이다. 평가와 순위집계는 ① 산업표준(industry benchmark)과 비교한 매수 및 매도추천의 성과, ② 동종 애널리스트와 비교한 이익예측의 정확성이라는 두 가지 측정치를 이용하여 이루어진다. 투자추천 정확도는 평가시점을 기준으로 지난 1년간 애널리스트의 종목추천을 그대로 따랐을 경우의 업종지수대비초과수익률을 계산하여 평가된다. 업종

6) Thomson Reuters의 한 부서

7) 한국, 아시아, 호주뉴질랜드, 캐나다, 유럽, 프랑스, 독일, 중국홍콩, 스페인포르투갈, 인도, 일본, 말레이시아, 북유럽, 싱가포르, 영국아일랜드, 미국

지수대비초과수익률(industry excess return)은 해당 산업에 포함된 주식을 시가총액기준으로 가중평균한 포트폴리오(산업표준포트폴리오) 수익률 대비 추천종목의 초과수익률로 계산된다. 즉, 매수추천에(buy recommendation)에 대해서는 한 단위의 주식을 매입(long)하고 동시에 산업표준포트폴리오 한 단위를 매도(short)하는 무차입포트폴리오(non-leveraged portfolio)구성에 의해, 애널리스트 추천주식이 해당 산업평균 보다 높은 성과를 내는 정도에 따라 점수가 부여된다. 강력매수(Strong buys)의 경우에는 두 단위의 주식을 매입, 두 단위의 산업표준포트폴리오를 매도하는 방식으로 무차입포트폴리오가 구성된다. 또한 보유의견(Holds)의 경우는 한 단위의 산업표준포트폴리오에 투자하여 초과수익률이 제로임을 의미한다.⁸⁾ 그리고 무차입포트폴리오는 매 달, 그리고 애널리스트가 활동범위 또는 추천(rating)을 변경하는 경우 재조정된다. 따라서 무차입포트폴리오 수익률을 통해 산업에 관계없이 애널리스트의 성과를 공정하게 비교할 수 있다. 그리고 산업별 투자추천 수상 후보의 자격요건(Qualification Criteria)은 다음과 같다. 애널리스트는 한 해 동안, 해당 지역 내 특정 산업에서 최소 다섯 개의 주식을 커버해야 하며 업종지수대비초과수익률은 반드시 양이어야 한다. 이를 기반으로 3위까지 시상되며 산업 전체에 대해서는 애널리스트가 커버한 주식의 수를 가중치로 사용하여 가중 평균된 애널리스트의 산업초과수익률을 기준으로 상위 10위까지 시상된다.

이익예측의 정확도 평가는 동종 애널리스트에 대한 상대적인 정확성이 반영된 StarMine의 SES(Single-stock Estimate Score)로 이루어진다. SES는 예측오차의 절댓값, 다른 애널리스트와 비교한 오차, 해당 주식의 실제 이익치 등 여러 요소들이 고려되어 계산된다. 그 값은 0에서 100사이의 범위에 있으며, 평균 애널리스트의 SES는 50이다. 따라서 50보다 높은 점수를 얻기 위해서는 다른 애널리스트보다 더 정확하고 유의미한 차이가 있는 이익예측을 해야 한다. 이를 바탕으로 애널리스트의 순위를 정해 산업별로 베스트애널리스트를 선정한다.

(3) 심사위원회 의한 평가방식

The Technical Analyst Awards는 금융전문지인 Technical Analyst가 주관하는 애널리스트 시상식으로 2009년부터 시행되고 있다. 일반적인 애널리스트 평가방식과 다르게 이는 증권사 및 애널리스트 개인이 직접 지원을 해야 평가자격이 주어진다. 그리고 심사위원의 평가에 의해 7개 부문에서 베스트 애널리스트를 선정하여 매년 발표하고 있다.

2.1.2 국내평가제도

국내 주요 애널리스트 평가제도는 (i) 기관 펀드매니저 설문을 통한 언론사 폴 평가방식, (ii) 펀드매니저를 대상으로 한 설문평가와 애널리스트 예측 정확도 평가를 통한 정량평가에 일정 가중치를 적용하여 합산하는 평가방식, (iii) 투자추천 종목의 수익률과 이익예측의 정확도 평가를 통한 정량적 평가방식 (iv) 설문평가 및 수익률 등 결과 중심의 정량평가를 배제하고 애널리스트 보고서의 논리성, 투자 유용성 등을 평가하는 질적 평가방식 등 크게

8) 매도추천(Sells)과 강력매도추천(Strong sells)의 경우 매수추천과 반대의 무차입포트폴리오를 구성하여 초과수익률을 계산한다.

4가지 형식으로 구분할 수 있다.

(1) 펀드매니저 설문을 통한 언론사 폴 평가방식(한경비즈니스와 매경이코노미)

한경비즈니스와 매경이코노미에서 시행하는 베스트 애널리스트 평가는 펀드매니저에게 설문을 배포하고 득표수에 근거해 베스트 애널리스트를 선정하는 언론사 폴(poll)에 의해 이루어진다(이하 ‘언론사 폴’이라 한다).

한경비즈니스는 1998년부터 매년 상반기와 하반기 2회에 걸쳐 베스트 애널리스트를 선정하고 있다. 2012년 하반기 애널리스트 평가 기준은 약 700명의 펀드매니저를 대상으로 15일간 이메일 설문을 기반으로 이루어졌다. 전체산업을 반도체·컴퓨터, 채권 등 총 34개 섹터로 구분하여, 각 섹터별로 국내 애널리스트의 명단을 증권사로부터 받아 설문대상 애널리스트 명단을 만들어 설문항목의 보기로 제시한다. 응답자인 펀드매니저는 설문에 제시된 애널리스트 명단에서 당기에 가장 우수했다고 생각되는 애널리스트를 순서에 상관없이 2명씩 추천한다. 그리고 ‘리포트의 신뢰도 및 정확성’ 등 4개 분야에 대해 5점 척도로, 추천한 애널리스트를 각각 평가한다. 이를 취합하여 평가분야별 점수의 총합으로 베스트 애널리스트가 선정된다.⁹⁾

매경이코노미의 베스트 애널리스트 선정도 설문조사에 의한 평가이다. 2012년 하반기 선정방식 기준, 펀드매니저 460여명을 대상으로 설문이 실시되었으며 설문내용은 평판도와 개인능력 평가로 구성된다. 그리고 펀드매니저들이 평판도와 개인능력에 적용될 적절한 점수 비중을 제출하고 이를 평균한 가중치가 평가점수계산에 반영된다. 평판도 평가는 펀드매니저의 애널리스트 추천 수를 점수화한 것으로 득표수에 의해 결정되며, 개인능력 평가는 분석 예측의 정확성, 프레젠테이션, 마케팅 능력에 의해 평가된다. 이를 종합하여 순위가 결정되며, 베스트 애널리스트 명단에 포함되기 위해서는 펀드매니저에게 최소 35표 이상을 득표해야 한다. 또한 선정된 베스트 애널리스트 수는 해당 소속 증권사의 베스트 증권사 선정에도 반영된다.

(2) 설문평가와 정량평가를 병행하는 가중 평가방식(조선일보와 Fnguide)

조선일보와 Fnguide가 공동으로 주관하는 베스트 애널리스트 선정은 국내 및 외국계 증권사 소속 애널리스트를 평가대상으로 한다. 펀드매니저 설문과 정량평가에 각각 40 대 60의 가중치를 두어 평가를 실시하며 업종부문별 우수 애널리스트와 우수 증권사를 선정한다(이하 ‘가중 평가’라 한다). 우수 애널리스트 선정을 위한 평가는 증권사에게 각 산업별 애널리스트의 명단을 제출 받아 약 700여명의 애널리스트를 대상으로 이루어진다. 산업은 투자전략 8개 부문, 기업 및 산업분석 23개 부문 등 총 31개 부문으로 분류된다. 설문평가는 운용회사의 펀드매니저를 대상으로 예측력, 추천신뢰도, 논리성, 설득력, 마케팅능력에 대해 이루어진다.¹⁰⁾ 그리고 정량평가는 추천종목 수익률 평가점수 20점, 추정실적 정확도 평가점수 40점으로 구성된다.

(3) 보고서 정확도 평가를 통한 정량적 평가방식(중앙일보와 톰슨로이터)

9) 한경 Business 제892호, 2012년 12월 31일

10) 투자전략부문은 펀드매니저의 설문만으로 평가된다.

중앙일보와 톰슨로이터(Thompson Reuters)가 함께 시행하는 베스트 애널리스트 선정은 애널리스트 보고서의 투자추천, 실적예측의 정확도만을 평가하는 정량적 평가방식을 사용하며 이를 통해 신뢰성과 공정성을 높여보자는 취지를 갖고 있다(이하 '정량 평가'라 한다). 구체적으로, 톰슨로이터의 데이터베이스를 기반으로 해외증권사 및 국내증권사 리서치센터의 애널리스트가 작성한 보고서를 국제산업분류표준(GICS) 기준과 국내증권사 리서치 센터 자료를 통해 15개 업종으로 구분한다. 투자추천의 정확도는 지난 1년간 특정 종목에 대한 애널리스트의 추천에 따라 투자했을 경우를 가정하여 계산된 업종지수 대비 초과수익률을 통해 평가된다. 또한 실적예측의 정확도는 실적 추정시점과 상대적인 정확도를 함께 고려해 실제 실적발표 수치와의 차이 및 다른 애널리스트들과의 비교 등을 통해 종합적으로 평가된다. 따라서 베스트 애널리스트 시상상은 평가결과를 기준으로 업종별 투자종목 추천 1~3위, 실적추정 1~3위까지 이루어진다. 또한 섹터 전체에 대한 투자추천종목의 초과수익률과 실적전망의 정확도를 단순 비교하여 3위까지 시상한다.

머니투데이와 와이즈에프엔이 2010년부터 시행하고 있는 베스트 애널리스트 평가도 투자 의견 및 실적추정의 정확도를 기준으로 정량평가만으로 이루어지고 있다.

(4) 애널리스트 보고서의 질적 평가방식(머니투데이)

머니투데이 주최의 '대한민국 베스트 리포트'는 애널리스트 보고서의 질을 평가하자는 취지에서 도입되어 한국거래소와 금융투자협회가 후원하며 2012년부터 시행되고 있다(이하 '보고서 질적 평가'라 한다).

<표 1> 국내 애널리스트 평가제도 현황

| 평가 방식 | 언론사폴 | | 가중평가 | 정량평가 | | 보고서 질적평가 |
|-------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------------|---------------------|---|
| | 한경 비즈니스 베스트 애널리스트 | 매경 이코노미 베스트 애널리스트 | | 조선일보 -FnGuide 베스트 애널리스트 | 중앙일보 -톰슨로이터 상 | |
| 이름 | | | | | | 머니투데이 대한민국 베스트 리포트 상 |
| 시작 연도 | 1998 | 1999 | 2001 | 2010 | 2012 | 2012 |
| 평가 내용 | 기관투자자 대상 평판도 및 개인능력 | | | 추천주식 수익률 및 이익예측 정확도 | | 보고서의 논리적 완결성, 창의성, 시장영향력, 투자 유용성 |
| 후원 기관 | 글로벌 리서치 | NICE 알앤씨 | 한국 거래소, 한국금융투 자협회 | Financial Times | 밸류 포커스 | 한국거래소, 한국금융투자협회 |

보고서 평가방식은 다음과 같다. 20여 명의 머니투데이 증권 전문 기자들이 매일 발표되는 애널리스트 보고서를 전수 조사하여 '오늘의 베스트리포트'를 선정한다. 그리고 매일 선정된

베스트리포트를 대상으로 국내 금융투자분야의 학계, 관계, 업계를 대표하는 전문가 5인으로 구성된 심사위원단이 리포트의 논리적 완결성, 창의성 등의 4가지 기준으로 심사하여 ‘이달의 베스트리포트’를 선정한다. 또한 매년 ‘올해의 베스트 리포트’도 선정하고 있다. 따라서 기존의 언론사 폴 평가방식 또는 수익률 예측 정확도 중심의 애널리스트 평가방식과 다르게 애널리스트 본연의 역할인 분석보고서 작성을 중심으로 평가한다는데 의의가 있다.

<표 1>은 지금까지 제시한 평가방법을 요약한 표이다.

2.2 애널리스트의 사전정보제공(Tipping) 가능성과 관련된 선행연구

Irvine et al.(2007)은 애널리스트가 증권사 수수료 수익을 극대화시키기 위해 특정고객을 선택하여 애널리스트 정보를 미리 제공할 동기가 있다는 티핑가설(tipping hypothesis)을 제시하고 애널리스트 정보 공시전의 비정상거래량 크기를 측정해 검증하였다. 증권사 애널리스트(sell side analyst)는 자신의 보고서로 인해 고객의 거래량이 증가할 때 증권사의 수익이 증가하고 이를 통한 성과보상을 얻게 된다. 따라서 애널리스트는 정보제공의 효과가 극대화 될 수 있도록 정보제공 이전에 대규모 거래가 가능한 고객을 선택하여 사전에 정보를 제공할 동기를 갖게 된다는 것이 티핑가설이다.¹¹⁾ 그들은 미국시장에서 애널리스트의 최초 매수 추천의견이 공표되기 5일 전부터 기관투자자의 매수거래량이 비정상적으로 증가함을 보여주었다. Christophe et al.(2010)은 미국 NASDAQ시장에서 애널리스트의 추천의견이 하향조정되기 전에 기관투자자의 공매도(short selling)가 증가함을 보여주었다. 더불어 Juergen and Lindsey(2009)는 애널리스트의 하향조정 전에 시장조성자(market maker)의 비정상 매도량(abnormal selling volume)이 발생함을 보고하였다. 이러한 결과들은 애널리스트 티핑가설을 지지하는 실증적인 증거일 수 있다. 특히 Guttman(2010)은 개별 애널리스트는 가격 수용적(price-taking)이고 위험 회피적인 투자자(risk-averse investor)에게 그들의 이익예측정보의 판매(selling)로 부터 자신의 성과가 극대화되는 대상(order)과 시점(timing)에 예측치 제공을 결정한다는 이론적 모형을 제시하였고, 이는 애널리스트 티핑가설(tipping hypothesis)이 이론적으로 지지될 수 있음을 의미한다.

최근 한국시장을 대상으로 실시한 연구에서도 애널리스트의 선택적 사전 정보제공이 일반적으로 존재할 수 있다는 실증적 증거들이 제시되고 있다. 엄윤성(2012)은 KOSDAQ시장에서 애널리스트의 투자 추천의견 하향 공표 전, 공매도 거래량이 증가하는 것을 근거로 특정 투자주체에게 애널리스트의 추천의견이 사전 유출되었을 가능성을 제시하였다. 그리고 김경순과 박진우(2012)는 KOSPI시장에 상장된 기업을 대상으로 애널리스트보고서가 공시되기 전에 초과수익률과 거래량 변동이 비정상적으로 증가함을 발견하였다. 특히 그들은 애널리스트보고서 공시 전에 개인, 기관, 외국인 등 투자주체별로 거래량변동을 비교하였고 그 결과 기관투자자 거래량이 다른 투자주체보다 비정상적으로 증가하는 결과를 보고하였다. 이

11) 애널리스트가 특정기업에 대한 호재성 정보를 공정하게 제공한다면 정보공시시점에서 고객들은 대부분 매수 주문을 내고 주가는 상승하게 되지만 실제 거래량의 증가는 미미할 것이다. 만약 애널리스트가 호재성 정보를 공시하기 전에 대규모 거래가 가능한 특정고객을 선택하여 정보를 미리 제공한다면 정보공시 전에 거래량이 증가하고 정보공시 이후에도 투자자 간에 이질적 기대가 발생하기 때문에 거래량이 증가하게 된다. 결국 애널리스트가 자신의 사적효익을 추구한다면 애널리스트의 사전정보제공 행태는 구조적으로 발생할 가능성이 있다.

러한 결과는 애널리스트의 활동수준이 낮은 소외기업에서 더 크게 발생하였다. Kim et al.(2013)은 KOSPI시장에 상장된 기업 중 애널리스트가 자주 분석하지 않는 소외기업을 대상으로 애널리스트보고서 공시 전후의 초과수익률 및 투자주체별 순매수행태를 분석하였다. 특히 그들은 애널리스트 보고서 공시일의 초과수익률의 크기에 따라 호재와 악재로 구분하고 공시 전 초과수익률과 투자주체별 순매수행태를 각각 비교하였다. 분석결과 호재성 보고서가 공시되기 전에 긍정적 초과수익률이 발생하였고, 특히 기관투자자의 순매수량이 유의하게 증가하였다. 반면에 악재성 보고서가 공시되기 전에는 외국인투자자의 순매도량이 유의하게 증가하였다. 이러한 결과에 대해 Kim et al.(2013)은 국내기관투자자의 공매도의 제약이 큰 한국주식시장에서는 긍정적 보고서일 경우에는 애널리스트의 사전정보제공이 기관투자자에게 집중되지만 공매도가 비교적 자유로운 외국인투자자에게는 부정적 보고서에 대한 사전정보제공이 집중될 가능성이 있다고 주장하였다. 전체적으로 국내선행연구들의 결과는 애널리스트 티핑가설을 지지하는 결과를 보여주고 있다.

한편, 주어진 정보환경에 따라 애널리스트의 정보공급동기는 차이가 있을 수 있고, 정보공급동기의 차이는 개별기업에 대한 애널리스트보고서의 정보력(informativeness)에 영향을 미칠 수 있다(Bhushan 1989; Frankel et al. 2006; Ramnath 2008). 선행연구들은 애널리스트에 대한 시장의 규제가 강하고, 기관투자자의 비중이 높은 정보환경(선진자본시장)에서는 애널리스트가 미공개된 정보를 발견(information discovery)하는 역할을 수행하기 때문에 애널리스트보고서가 주가에 미치는 효과가 크다는 결과를 보고하였다(Bhushan 1989; Frankel et al. 2006; Ramnath 2008; Chen et al. 2010; Marhfor et al. 2010). 반면에 규제가 약하고 기관투자자의 비중이 낮은 정보환경(신흥자본시장)에서는 애널리스트가 공시된 정보에 대한 정보해석(information interpretation)의 역할을 수행하는 경향이 클 수 있다(Marhfor et al. 2010; 김경순 2012a,b).¹²⁾ Marhfor et al.(2010)은 선진자본시장에서는 애널리스트의 활동량(analyst coverage)과 주가정보력(stock price informativeness) 간에 긍정적 관계를 보이지만, 신흥자본시장은 부정적 관계를 보인다는 결과를 제시하였다. 더불어 김경순(2012a,b)의 연구에 따르면, 한국주식시장은 기관투자자 비중이 낮아 애널리스트에 대한 시장의 자율적 감시효과가 작을 뿐만 아니라 개인투자자의 직접투자비중이 높아 정보에 과잉반응하는 성향이 크기 때문에, 애널리스트가 기업의 공개되지 않은 정보를 발견하여 공급하는 역할보다는 기업의 공시된 정보를 전달하여 확산시키는 정보중계자(information intermediary)의 역할을 수행하는 경향이 더 크다고 주장하였다.¹³⁾

12) Lang and Lundholm(1996), Francis et al.(2002), Frankel et al.(2006)은 애널리스트의 시장에서의 역할을 정보제공자(information provider)와 정보중계자(information intermediary)로 구분하였다. 동일한 표현이지만 최근에는 정보발견(information discovery)과 정보해석(information interpretation)으로 애널리스트의 역할을 구분하기도 한다(Chen et al. 2010; Livnat and Zhang 2011).

13) 김경순은 한국주식시장에서 애널리스트의 역할을 두 가지 측면에서 각각 조사하였다. 첫 번째는 Frankel et al.(2006)과 유사하게 애널리스트보고서에 대한 시장주요자들의 평균적 주가반응에 대한 결정요인을 분석하였다(김경순 2012a). 그는 보고서 발표일의 평균적 비정상 초과수익률 반응과 비정상거래량 반응은 애널리스트 보고서 수의 크기와 강한 부정적 관계를 형성함을 실증적으로 입증하였다. 두 번째는 Bhushan(1989), Lang and Lundholm(1996), Alford and berger(1999) 등과 유사하게 애널리스트의 정보생산동기에 영향을 미치는 결정요인을 분석하였다(김경순 2012b). 그 결과 한국주식시장에서 애널리스트의 정보생산량은 정보수요의 증가보다 정보취득비용의 증가에 더 민감한 반응을 보였고, 기업 공시의 질이 높을수록 정보생산량이 증가하였다. 더불어 비합리적인 거래행태가 더 큰 기업에 대해 애널리스트의 정보생산량이 증가하는 결과를 보여주었다. 전체적인 결과로 판단할 때, 한국주식시장에서 애널리스트는 정보중계자의 행태를 보이는 것으로 추론하였다.

애널리스트가 정보발견자의 역할을 수행한다고 알려진 미국시장과 다르게, 한국시장에서 애널리스트가 정보중계자(또는 정보해석자)의 역할을 수행한다면, 애널리스트보고서에 대한 선택적 사전 정보제공 동기도 애널리스트의 정보력의 강도에 따라 차별적으로 발생할 가능성이 있다. 이러한 측면에서 김경순과 박진우(2012)는 한국주식시장에서 애널리스트 커버리지(analyst coverage)에 따라 애널리스트보고서 발표 전에 투자자유형별로 차별적 거래반응이 발생함을 보여주어 정보누출(information leakage)의 강도가 애널리스트 커버리지에 따라 상이하게 발생할 가능성을 제시하였다. 그들은 연도-기업별로 애널리스트보고서 발표 이틀 전부터 발표일 까지 3일 동안의 비정상 거래량반응(abnormal trading response)을 투자자유형별(기관, 개인, 외국인)로 각각 측정하고 애널리스트 활동수준에 따라 투자자유형별 비정상거래량 반응의 크기를 비교하였다. 그 결과 애널리스트 활동수준이 낮은 소외기업(neglected firm)에서 보고서 발표 전 이틀 동안 기관투자자의 비정상 거래반응이 다른 투자자보다 더 크게 발생함을 발견하였고, 이러한 결과는 소외기업에서 애널리스트 정보가 기관투자자에게 유출될 가능성을 시사한다고 주장하였다.

이러한 선행연구를 기초로 하여 본 연구에서는 KOSDAQ 상장기업 중 애널리스트 커버리지가 낮은 기업을 대상으로 Kim et al.(2013)의 방법론을 적용하여 애널리스트의 티핑가능성을 사건연구 방법으로 검증한다.

III. 연구방법

본 연구의 주요 목적은 한국주식시장에서 애널리스트의 사전정보제공 행태가 주로 기관투자자에게 집중되는지를 확인하고 이러한 애널리스트의 사전정보제공 행태가 현재 언론사에서 실시되고 있는 애널리스트 평가제도에 따라 더 심화될 가능성이 있는지를 조사하고자 한다. 이를 위해 본 연구에서는 정량적 연구방법과 정성적 연구방법을 모두 사용한다. 먼저 애널리스트의 사전정보제공 행태가 존재하는지를 조사하기 위해 애널리스트보고서 공시전후의 초과수익률과 투자주체별 순매수율을 측정하여 비교한다. 더불어 현재 언론사에서 실시되고 있는 애널리스트 평가가 애널리스트와 기관투자자 간에 사적관계를 더욱 강화시킬 가능성이 있는지를 조사하기 위해 애널리스트와 펀드매니저를 대상으로 설문조사를 실시한다.

3.1 정량적 방법: 사건연구

3.1.1 초과수익률 및 투자주체별 순매수율의 측정

본 연구에서는 Kim et al.(2013)과 같이 애널리스트 보고서 공시일 전후의 초과수익률과 투자주체별 순매수율을 측정하여 기관투자자에 대한 애널리스트의 사전정보제공 가능성을 확인한다. KOSPI 시장을 대상으로 연구한 Kim et al.(2013)의 연구에서는 호재성 보고서의 경우 국내기관투자자의 공시전 순매수량이 증가하였고, 악재성 보고서의 경우 외국인투자자의 순매도량이 증가함을 보고하였다. 본 연구에서는 KOSDAQ시장을 대상으로 애널리스트

의 티핑가능성을 Kim et al.(2013)의 방법론을 적용하여 검증한다. 실증분석을 위해 다음과 같이 초과이익률과 투자주체별 순매수율을 산출한다.

(1) 초과이익률과 누적초과이익률의 계산

표본기업에 대한 기업*i*의 *t*거래일에 대한 초과이익률(AR_{it})은 다음과 같은 식으로 계산하며 기업규모효과를 통제하기 위해 규모 조정하여 횡단면적으로 초과이익률을 산출한다.

$$AR_{it} = R_{ijt} - RSIZE_{jt}$$

여기서, $RSIZE_{jt}$ 는 연도말 시가총액을 기준으로 5개의 동일가중포트폴리오를 구성하여 계산한 포트폴리오*j*의 수익률이며, R_{ijt} 는 포트폴리오*j*에 속하는 기업*i*의 *t*거래일의 수익률이다. 그리고 *t*거래일의 평균초과이익률(AAR_t)과 t_1 거래일부터 t_2 거래일까지의 누적평균초과이익률($CAAR(t_1, t_2)$)은 다음과 같은 식으로 산출한다.

$$AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \quad (N_t: t\text{거래일의 표본 수})$$

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

(2) 투자자유형별 순매수율과 누적순매수율의 계산

기업*i*의 *t*거래일에 대한 투자주체별 순매수율(NBR_{it})은 다음과 같이 투자주체별로 매수량에서 매도량을 차감한 순매수량을 평균유통발행주식수로 나눈 비율로 각각 산출한다.¹⁴⁾

$$NBR_{it} = (BUY_{it} - SELL_{it}) \times 10^4 / NS$$

여기서, BUY_{it} 는 기업*i*의 *t*거래일의 투자주체별 주식 매수량이고, $SELL_{it}$ 는 기업*i*의 *t*거래일의 투자주체별 주식 매도량을 의미하며 NS 는 회계연도동안의 기업*i*의 평균유통발행주식수이다. 그리고 *t*거래일의 평균순매수율($ANBR_t$)과 t_1 거래일부터 t_2 거래일까지의 누적평균순매수율($CANBR(t_1, t_2)$)은 다음과 같은 식으로 구한다.

$$ANBR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} NBR_{it} \quad (N_t: t\text{거래일의 표본 수})$$

$$CANBR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} ANBR_t$$

14) 순매수율은 순매수량을 표준화하기 위해 평균발행주식수로 나눈 값이므로 측정단위가 매우 작아진다. 이를 조정하기 위해 각 측정값에 10^4 을 곱하여 순매수율을 측정한다.

본 연구에서는 애널리스트보고서 공시일에 초과수익률이 양(+)인 경우 호재성 보고서, 음(-)인 경우 악재성 보고서로 전체표본을 구분하고 공시 전 초과수익률과 투자주체별 순매수율의 변화를 조사한다.

3.1.2 표본선정 방법

본 연구의 표본은 2005년부터 2012년까지 8년 동안 KOSDAQ시장에 상장된 12월 결산법인 중 금융업에 속하는 기업과 표본기간 동안에 IPO한 기업의 최초상장연도 표본은 제외하였다. 특히 Kim et al.(2013)은 한국시장에서는 애널리스트 커버리지가 낮은 기업에 대해 발표된 보고서가 주가반응이 더 증가하기 때문에 애널리스트 커버리지가 낮은 기업을 대상으로 사건연구를 실시하였다.¹⁵⁾ 본 연구에서는 중복사건문제를 회피하고, 애널리스트의 티핑가능성을 효과적으로 분석하기 위해 Kim et al.(2013)과 같이 애널리스트 커버리지가 낮은 기업을 분석 대상으로 선정한다. 본 연구에서는 연간 애널리스트 보고서가 3회 이하로 발표된 기업으로 표본기업을 한정하였다. 이러한 기준으로 선정된 1438개 기업에 대한 애널리스트보고서 중 주어진 연도에서 보고서 발표가 20일 이내에 연속적으로 발표된 경우에는 표본에서 배제하였다. 그 결과 최종적으로 1958개의 애널리스트보고서가 표본으로 선정되었고 이를 대상으로 사건연구를 실시한다. 본 연구에서는 FnGuide Reseach Report에서 연도-기업별로 개별애널리스트 보고서의 발표일을 수기로 집계하였고, 분석을 위해 필요한 주가, 거래량, 재무정보 등의 데이터는 FnGuide Data Guide Pro에서 추출하였다. <표 2>는 본 연구에서 선정한 표본을 연도별로 요약한 것이다.

<표 2> 표본선정

| 연도 | 보고서가 발표된 기업 수 | 애널리스트 보고서 수 | 연간보고서발표가 3개 이하인 기업 | 최종선택표본 (보고서 수) |
|------|------------------|----------------|-----------------------|-------------------|
| 2005 | 350 | 4422 | 144 | 142 |
| 2006 | 282 | 1827 | 127 | 141 |
| 2007 | 301 | 1813 | 146 | 196 |
| 2008 | 285 | 1530 | 169 | 293 |
| 2009 | 348 | 1909 | 214 | 312 |
| 2010 | 365 | 2045 | 202 | 280 |
| 2011 | 431 | 3370 | 237 | 313 |
| 2012 | 473 | 3903 | 199 | 281 |
| 합계 | 2835 | 20819 | 1438 | 1958 |

3.2 정성적 방법: 설문조사

본 연구에서는 애널리스트와 애널리스트 보고서의 사용자들을 대상으로 한 설문조사를 통

15) 자본시장에서 애널리스트가 공시된 정보를 재가공하여 보고서를 제공하는 행태를 보이는 정보중계자의 역할을 수행하는 경우 애널리스트 커버리지(analyst coverage)와 보고서 공시시점의 주가반응 간의 관계는 부정적 관계를 나타낼 수 있다. Frankel et al.(2006)은 이러한 현상은 애널리스트의 허딩행태가 크고, 애널리스트가 증권사의 수익창출을 위해 마케팅목적으로 보고서를 제공하고자 하는 성향이 강할수록 부정적 관계가 증가할 수 있다고 주장하고 있다. Kim et al.(2013)은 보고서의 정보적 가치가 클수록 애널리스트의 티핑(tipping)의 효과가 클 수 있기 때문에 애널리스트 커버리지가 낮은 기업을 표본으로 선정하여 분석하였다.

해 애널리스트 티핑의 원인이 될 수 있는 애널리스트의 인센티브구조와 종속성의 문제에 대한 인식을 조사하고자한다. 그리고 ‘언론사 폴’ 평가방식이 애널리스트의 기관투자자에 대한 종속성을 강화시키는지 확인한다. 또한 현행 평가제도 중 이를 대체할 수 있을만한 평가방식에 대한 의견을 수렴하고 더불어 애널리스트의 종속성을 개선시킬 방안에 대한 의견을 조사하였다. 설문조사는 증권시장 전반의 의견을 듣기 위하여 국내외 증권사 6社の의 애널리스트, 자산운용사 5社の 펀드매니저를 대상으로 이루어졌고 총 회수된 설문지는 85장(애널리스트 52장, 펀드매니저 및 브로커 33장)이다. <표 3>은 본 설문에 참여한 응답자의 수를 소속과 경력분포에 따라 분류한 것이다.

<표 3> 설문조사 표본

| 경력 | 증권사 애널리스트 | 자산운용사 펀드매니저 | 합계 |
|---------------|-----------|-------------|----|
| 5년 이하 | 24 | 9 | 33 |
| 6년 이상-10년 이하 | 14 | 9 | 23 |
| 11년 이상-15년 이하 | 7 | 14 | 21 |
| 16년 이상 | 7 | 1 | 8 |
| 합계 | 52 | 33 | 85 |

IV. 실증분석결과

4.1 사건연구 결과

4.1.1 전체표본에 대한 사건연구결과

<표 4>는 KOSDAQ 상장 기업에 대해 발표한 애널리스트보고서 중 표본선정기준을 충족한 1958개 표본에 대한 공시일 전후의 초과수익률 및 투자주체별 순매수 행태를 분석한 결과이다. Panel A는 사건일(보고서 발표일) 전후 11일 동안의 평균초과수익률(AAR)의 변화와 투자주체별 평균순매수율을 제시한 것이고, Panel B는 누적초과수익률과 투자주체별 누적순매수율을 제시한 것이다. 분석결과 보고서 발표 5일 전부터 발표 전 1일까지 유의한 양(+)의 평균초과수익률반응을 나타냈다.

추가적으로 보고서 공시 전후 초과수익률 반응이 어떤 투자주체에 의해 발생한 것인지를 확인하기 위해 사건일 전·후 11일 동안 투자주체별 평균순매수율(ANBR)과 누적순매수율(CANBR)의 변화를 분석하였다. 분석결과 개인투자자와 외국인투자자는 사건일 전 5일 동안 유의한 순매수행태를 보이지 않았다. 그러나 기관투자자는 보고서 발표 2일전 유의한 순매수행태를 보였고 1일전에도 통계적으로 유의하진 않지만 어느 정도 의미 있는 양의 순매수 반응을 나타내었다. 보고서 공시일(0일)의 경우 개인투자자는 양(+)의 순매수 행태를 보였고 기관과 외국인은 음(-)의 순매수(즉, 순매도) 행태를 보였다.

전체적으로 공시일 전에 유의한 추가반응이 발생하였고 투자주체별로 상이한 순매수 행태를 나타냈다. 특히 기관투자자는 공시일전에 순매수하고 공시일에 순매도하는 행태를 보여

정보거래자의 거래행태를 나타냈다.

<여기에 표 4 삽입>

4.1.2 악재성 보고서와 호재성 보고서에 대한 초과이익률과 투자주체별 순매수율

전체표본을 대상으로 분석을 진행할 경우, 긍정적 보고서와 부정적 보고서의 영향이 섞여 상쇄될 수 있다. 따라서 보고서 공시일 전후의 시장반응을 호재성보고서와 악재성보고서로 구분하여 분석할 필요가 있다. 악재와 호재의 구분은 보고서발표일(이벤트일)의 초과이익률(AR)의 크기를 기준으로 양의 초과이익률은 긍정적 보고서, 음의 초과이익률은 부정적 보고서로 구분하여 각각 보고서 발표 전의 초과이익률 및 투자주체별 순매수행태를 비교하였다. 본 연구에서 호재와 악재의 구분을 공시일의 주가반응을 이용한 것은 국내 애널리스트가 제공하는 목표주가, 이익예측, 투자추천 등이 대부분 상향편의 되어있어 애널리스트의 예측정보를 이용하여 호재와 악재를 구분하는 것이 사실상 어렵기 때문이다. 그러나 특정기업에 대한 과거보고서와 내용에 차이가 없음에도 불구하고 보고서가 새롭게 공시되는 경우 투자자들은 이를 부정적 신호로 인식하여 부정적 주가반응을 나타낼 수도 있다. 따라서 본 연구에서는 호재와 악재의 구분을 공시일에 시장참여자의 정보인식을 기준으로 구분하는 것이 더 합리적일 수 있다고 판단하였다.

<표 5>는 보고서 발표일의 초과이익률이 음의 값을 갖는 826개 표본에 대한 분석결과이며 Panel A는 공시일 전후 11일 동안의 초과이익률과 투자주체별 순매수행태를, Panel B는 누적초과이익률과 누적순매수율을 보고한 것이다. <표 5>에서는 악재성보고서임에도 불구하고 보고서 발표 5일 전부터 1일 전까지 누적초과이익률(AAR)이 유의한 양(+)의 반응을 보이는 특이한 추세를 나타냈다. 이러한 원인을 분석하기 위해 투자주체별 순매수 행태를 분석한 결과, 기관투자자는 보고서 공시전과 공시일에 악재성보고서에 대해 모두 순매도행태를 보였다. 하지만 개인투자자는 악재성보고서임에도 불구하고 공시일 전후 모두 순매수하는 비합리적인 거래행태를 보였다.

<표 6>은 보고서 발표일의 초과이익률이 양의 값을 갖는 1132개 표본에 대한 분석결과이다. 호재성보고서의 경우 개인투자자는 공시일 이후에 순매수하는 행태를 보였고, 기관투자자는 공시일 전에 통계적으로 유의한 순매수행태를 보였고, 공시일에는 통계적으로 유의하지는 않았지만 순매도 행태를 보였다.

전체적으로 기관투자자는 악재성보고서의 경우 공시일전에 순매도하고, 호재성보고서에 대해서는 순매수하는 행태를 보여 다른 투자주체와는 다르게 정보거래자의 행태를 나타냈다. 이러한 결과는 KOSDAQ 기업에 대한 애널리스트보고서의 내용이 공시일 전에 기관투자자에게 사전제공될 가능성을 암시하고 있다.

<여기에 표 5 삽입>

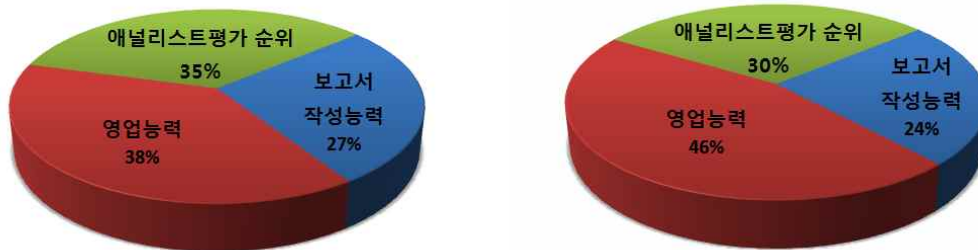
<여기에 표 6 삽입>

4.2 설문조사 결과

4.2.1 애널리스트의 보상 구조와 기관투자자에 대한 종속성에 관한 인식 조사

애널리스트와 애널리스트 보고서의 사용자인 펀드매니저 및 브로커를 대상으로, 애널리스트가 겪고 있는 인센티브구조와 종속성의 문제에 대한 인식을 조사하였다. 애널리스트의 보상구조에 대한 설문을 진행하기 위해 증권사에서 자체적으로 애널리스트를 평가하는 경우 가장 중요하게 고려하는 요소에 대한 인식을 조사하였다.

[그림1] 증권사 내에서 애널리스트 평가에 가장 큰 영향을 미치는 요소
<애널리스트> <펀드매니저>

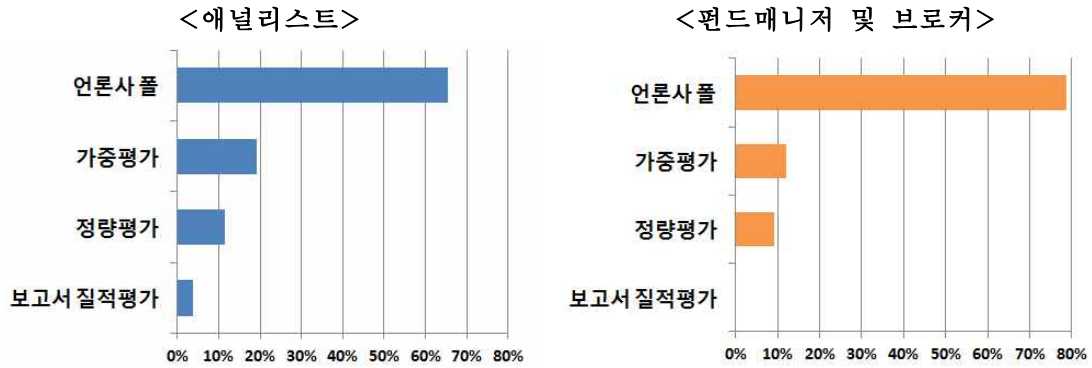


조사결과, 애널리스트는 ‘영업능력’이라는 응답이 20명(38%), ‘애널리스트평가 순위’라는 응답이 18명(35%)이었고, 펀드매니저 역시 ‘영업능력’에 15명(46%), ‘애널리스트평가 순위’에 10명(30%)이 응답하여 애널리스트와 비슷한 견해를 보였다. 그리고 ‘보고서 작성능력’에 대해서는 애널리스트 14명(27%), 펀드매니저 8명(24%)이 응답했다. 따라서 애널리스트의 보수를 결정하는 증권사에서 애널리스트에게 요구하는 능력은 ‘보고서 작성능력’도 포함되지만 기관투자자에 대한 ‘영업능력’이나 ‘애널리스트평가 순위’가 더 큰 영향을 미치는 것으로 조사되었다. 이러한 보상구조는 정보력 있는 보고서 공급이라는 애널리스트의 본연의 역할 외에 증권사 수익 증대를 위한 영업과 베스트애널리스트 평가결과에 의존적일 수밖에 없는 구조적 문제가 발생할 가능성이 있음을 의미한다.

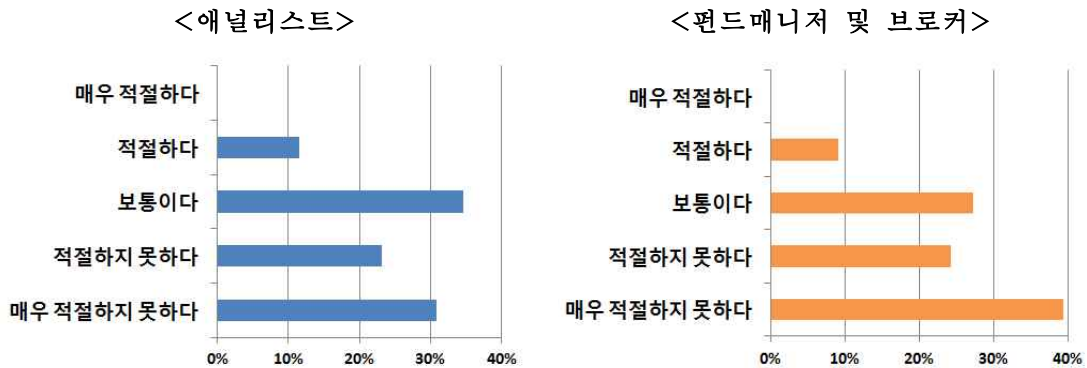
[그림2]는 ‘애널리스트평가 순위’가 구체적으로 어떤 평가제도에 의한 순위를 의미하는지 알아보기 위해 현재 애널리스트 업계에서 가장 영향력이 큰 평가제도에 대한 인식을 조사한 결과이다. 조사결과, ‘언론사 풀’ 평가방식에 대한 응답자가 애널리스트 34명(65%), 펀드매니저 및 브로커 26명(79%)으로 가장 많았다. 따라서 다양한 평가제도 중 애널리스트에게 가장 큰 영향력을 미치는 평가방식은 기관에 소속된 펀드매니저의 설문에 의해 이루어지는 언론사 풀 평가방식임을 확인할 수 있었다.

[그림 3]은 언론사 풀 평가방식의 적절성 여부를 조사한 결과이다. 조사결과 애널리스트 중 16명(31%)이 ‘매우 적절하지 못하다’, 12명(23%)이 ‘적절하지 못하다’라고 응답하였다. 또한 펀드매니저 및 브로커 역시 13명(39%)이 ‘매우 적절하지 못하다’, 8명(24%)이 ‘적절하지 못하다’라고 응답하여 해당 평가방식에 대해 부정적 인식을 갖고 있는 것을 확인할 수 있었다.

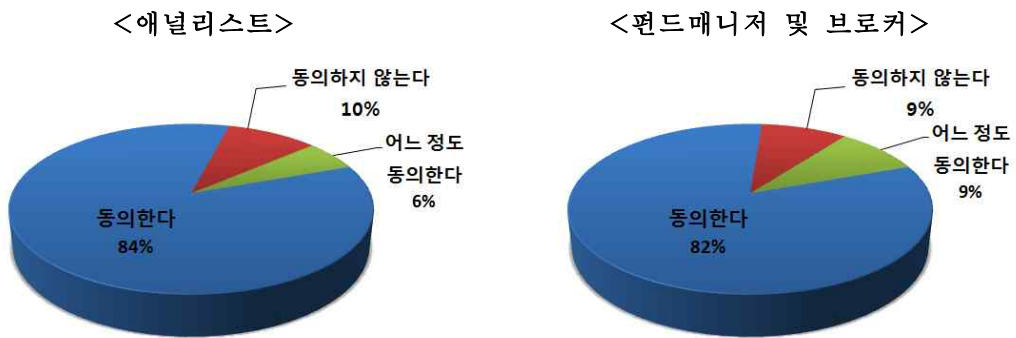
[그림2] 애널리스트 평가제도 중 가장 영향력이 큰 평가방법



[그림3] 언론사 풀 평가방식의 적절성



[그림4] 언론사 풀 평가방식에 대한 비판적 의견 동의 여부



증권업 현직자들의 이러한 부정적 인식은 다음 문항을 통해서도 확인이 가능하다.

조익재 하이투자증권 센터장은 최근 SNS를 통해 ‘설문을 통한 애널리스트 평가제도가 분석력보다는 친화력을 검증하는 수준으로 전략했으며 대부분의 신입 애널리스트들이 인기만을 쫓고 있다’는 비판적 견해를 표명하였다. 이러한 견해에 동의하는가?

[그림 4]는 이러한 의견에 대한 동의여부를 조사한 결과이며 애널리스트는 44명(85%), 펀드매니저는 27명(82%)이 동의한다는 의견을 보였다. 따라서 언론사 풀 평가방식이 현재 애널리스트 업계에서 가장 큰 영향력을 갖고 있지만 대부분의 증권업 현직자들이 동 평가방식에

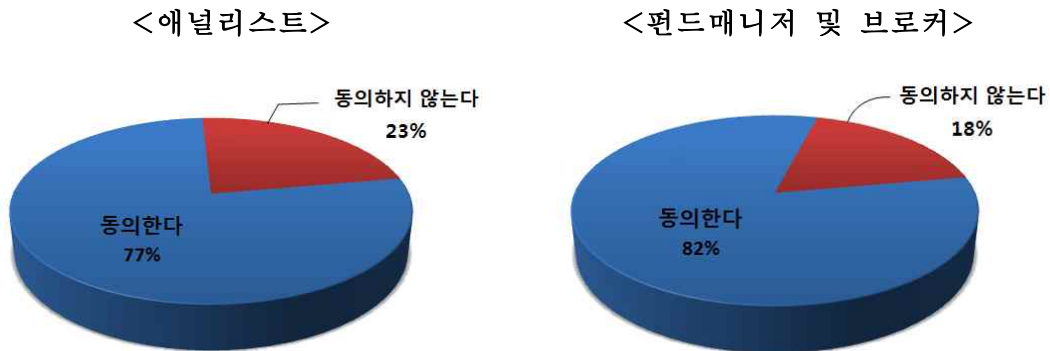
대해 부정적 인식을 갖고 있는 것을 확인할 수 있다.

언론사 풀 평가제도에 대한 증권업 현직자들의 부정적 인식에 대한 원인이 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 강화시키기 때문인지를 확인하기 위해 다음 문항에 대한 응답을 조사하였다.

언론사 풀 평가방식이 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 더 강화시킨다고 보는가?

[그림5]는 위 질문에 대한 응답을 제시한 것으로 애널리스트는 40명(77%), 펀드매니저 및 브로커는 27명(82%)이 ‘동의한다’고 응답하였다. 따라서 언론사 풀 제도가 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 심화시킬 가능성이 있음을 확인하였다.

[그림5] 언론사 풀 평가제도가 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 강화시키는지 여부



이상의 설문을 통해 다음과 같은 사항을 확인할 수 있었다. 첫째, 애널리스트의 영업능력과 애널리스트에 대한 언론사 평가 순위가 증권사가 애널리스트의 보상을 결정할 때 중요한 요인이 될 수 있다. 둘째, 언론사 풀 평가방식에 대해 평가의 대상인 애널리스트와 평가주체인 펀드매니저 모두 적절하지 않다고 생각하고 있음에도 불구하고 동 평가방식이 현재 애널리스트 업계에서 가장 큰 영향력을 갖고 있다. 셋째, 이러한 언론사 풀 평가방식은 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 더 강화시킬 가능성이 있다.

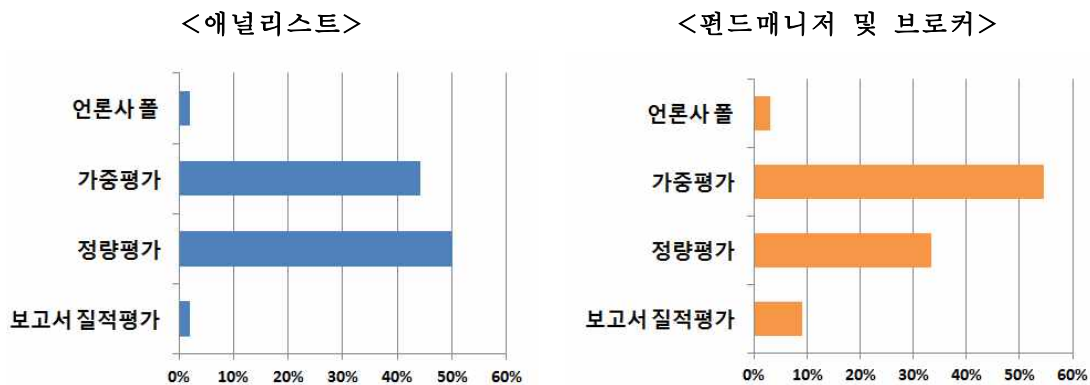
요약하면, 애널리스트는 긍정적인 언론사 평가를 받아 자신의 보상을 높이기 위해 기관투자자(펀드매니저)에게 정보를 사전에 제공하여 긍정적 관계를 유지할 동기가 발생할 수 있다. 더불어 기관투자자는 애널리스트로부터 정보를 선취하기 위해 암묵적으로 언론사 풀제도를 이용할 가능성이 있다. 이러한 경제적 동기는 한국시장에서 애널리스트의 티핑 가능성을 더 크게 만드는 요인이 될 수 있다.

4.2.2 ‘언론사 풀’ 평가방식을 대체할 방안 모색

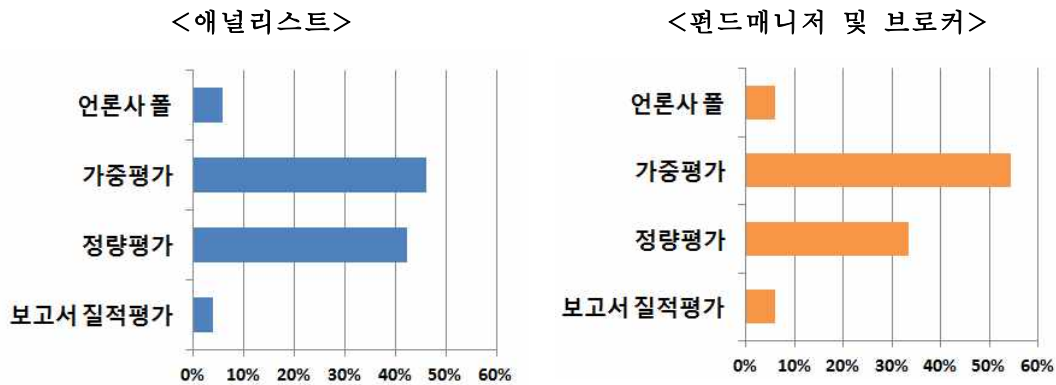
앞선 설문조사결과, 현재 애널리스트 업계에서 가장 큰 영향력을 갖는 언론사 풀 평가방식은 애널리스트의 기관투자자에 대한 종속성을 강화시켜 애널리스트가 보고서 작성이라는 본연의 역할에 집중할 수 없게 하고, 티핑의 개연성 또한 높일 수 있는 문제점을 발생시킬 수도 있다. 따라서 이하의 설문조사에서는 현재 시행되고 있는 다양한 애널리스트 평가방식 중 언론사 풀 평가방식을 대체할 방안에 대한 의견을 조사하였다.

첫 번째로 현행 평가방식 중 가장 공정하고 객관적인 평가방식에 대한 의견을 조사하였고 그 결과를 [그림6]에 제시하였다. ‘언론사 풀’과 ‘보고서 질적평가’에 대해서는 두 집단 모두 낮은 응답률을 보였으나 ‘가중평가’와 ‘정량평가’방식에 대해서는 긍정적인 반응을 보였다. 애널리스트는 23명(44%)이 ‘가중평가’를, 26명(50%)이 ‘정량평가’를 선택하였다. 반면에 펀드매니저는 18명(55%)이 ‘가중평가’를, 11명(33%)이 ‘정량평가’를 선택하였다. 두 집단의 의견을 비교한 결과 애널리스트에 비해 펀드매니저는 자신들의 설문이 애널리스트의 평가에 반영되는 것이 중요하다고 생각하는 것을 알 수 있었다. 전반적으로 두 집단 모두 평가방식의 공정성과 객관성을 위해 보고서에 대한 정량평가가 중요한 요소라고 생각하는 것을 확인하였다.

[그림6] 현행 평가방식 중 가장 공정하고 객관적인 평가방식



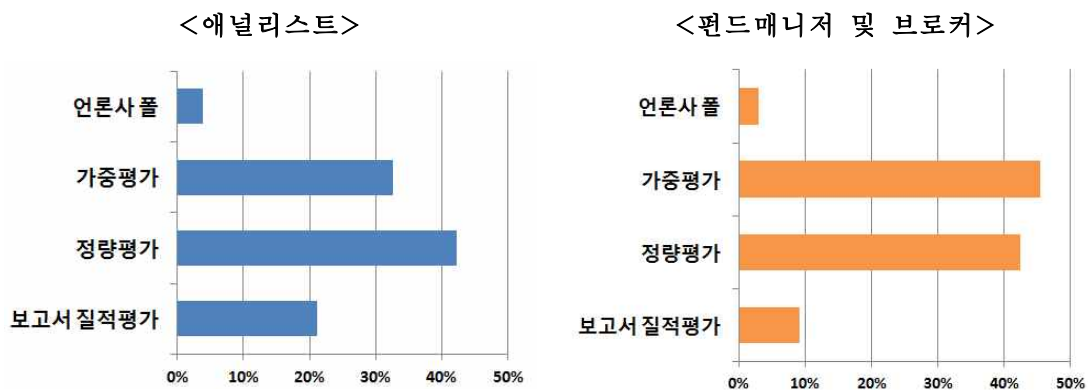
[그림7] 현행 평가방식 중 가장 선호하는 평가방식



두 번째로 현행 평가방식 중 가장 선호하는 평가방식에 대한 의견을 조사하였고 그 결과를 [그림7]에 제시하였다. 펀드매니저 및 브로커의 경우 앞의 문항과 전반적으로 비슷한 결과를 보였으나, 애널리스트의 경우 ‘정량평가’에 대한 응답이 22명(40%)으로 앞 문항의 응답에 비해 4명(8%p) 감소했다. 이는 정량평가만을 시행할 경우 애널리스트가 자신의 예측이 다른 애널리스트들의 예측결과와 크게 벗어나지 않기 위해 자신의 판단에 의한 분석결과를 소신껏 공표하기 어려운 환경이 형성될 수 있기 때문인 것으로 판단된다. 펀드매니저는 보고서 사용자의 의견이 애널리스트 평가에 반영되는 것을 공정하고 객관적이라고 생각하는 것뿐만 아니라 선호하기도 하는 것임을 확인할 수 있었다.

세 번째로 양질의 보고서 작성이라는 애널리스트 본연의 업무에 몰입할 수 있는 환경조성에 도움이 되는 평가방식에 대한 의견을 알아보았고 그 결과를 [그림8]에 제시하였다. 애널리스트의 경우 ‘정량평가’의 응답이 22명(42%)으로 가장 많았으며, ‘가중평가’의 응답은 17명(33%)으로 앞의 두 문항에 비해 감소한 것을 알 수 있었다. 이는 보고서의 정량평가와 함께 설문평가가 이루어질 경우 애널리스트가 조사·분석을 통한 보고서 작성이라는 본연의 업무에 집중하기 어렵고 영업활동 등 다른 업무에도 집중해야 되기 때문인 것으로 추측된다. 또한 앞의 두 문항에 비해 ‘보고서 질적평가’를 선택한 애널리스트가 9명(17%p) 증가하였다. 이는 애널리스트가 정량평가만 시행될 경우의 문제점을 인식하고 보고서 자체에 대한 질적평가가 같이 이루어져야 보고서 작성 업무에 더 몰입할 수 있다는 견해를 나타낸 것으로 판단

[그림8] 현행 평가방식 중 업무 몰입도를 높이는 평가방식



된다. 그리고 펀드매니저도 ‘가중평가’를 응답한 수가 앞의 두 문항에 비해 3명(10%p) 감소했고, ‘정량평가’를 선택한 수는 3명(10%p) 증가했다. 따라서 애널리스트뿐만 아니라 펀드매니저 및 브로커도 설문평가가 애널리스트에게 보고서 작성 이외의 다른 업무를 가중하게 함을 인식하고, 애널리스트의 업무 몰입도를 높이기 위해서는 정량평가 위주의 방식이 도움이 된다고 생각하는 것으로 확인되었다.

위의 세 문항을 통해, 애널리스트 평가제도가 그 취지를 달성하기 위해 갖추어야 할 특성인 공정성, 객관성, 업무몰입 환경조성 등을 갖춘 평가방식에 대한 증권업 현직자들의 전반적인 견해를 파악할 수 있었다. 두 집단 모두 언론사 풀 평가 방식이 다른 평가방식에 비해서 공정성과 객관성이 높지 않고 업무 몰입도에 크게 도움이 되지 않는다고 생각하며, 해당 평가방식을 선호하지도 않는 것으로 나타났다. 하지만 앞항에서 확인했듯이 ‘언론사 풀’ 평가방식이 현재 애널리스트 업계에서 가장 큰 영향력을 갖고 있기 때문에 그러한 영향력이 다른 애널리스트 평가방식에 분산되어야 할 필요성이 있는 것으로 보인다. 전체적으로 증권업 현직자들이 선호하며, 공정성과 객관성 및 업무 몰입 환경조성 등의 특성을 갖추었다고 생각하는 평가방식은 ‘가중평가’와 ‘정량평가’인 것으로 확인되었다.

V. 결론 및 정책적 제안

5.1 결론

애널리스트의 티핑은 코스닥시장에서 개인투자자의 손실을 야기하는 하나의 원인으로 작용할 수 있어, 개인투자자의 의도치 않은 위험부담을 가중시키고 불공정한 부의 이전이 발생할 개연성을 높인다. 또한 이는 시장 비효율성 증대와 개인투자자 피해 등의 문제점을 야기할 수 있다. 그런데 그동안 애널리스트의 불공정한 정보제공에 대한 연구는 주로 한국 유가증권시장을 대상으로 이루어져 왔고, 중소기업의 주요 자금조달 창구 역할을 하는 코스닥시장에 대해서는 시장의 의심만 제기되어 왔을 뿐 관련 연구가 충분히 이루어지지 않았다. 따라서 본 연구는 코스닥 시장에서 애널리스트의 티핑 가능성과 이로 인한 부의 이전효과를 검증하고 티핑이 애널리스트 인센티브의 구조적 문제에서 기인한다는 점을 확인하였다. 이에 따라 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성 약화를 통해 티핑 가능성을 완화할 수 있는 방안에 대해 모색하였다.

본 연구에서는 코스닥 시장에 초점을 맞추어 애널리스트의 티핑과 이로 인한 부의 이전효과에 대해 정량적 분석을 실시하고, 더불어 애널리스트와 관련된 구조적 문제점과 티핑의 경제적 동기를 확인하기 위해 설문조사를 통한 정성적 분석을 모두 실시하였다.

정량적 실증분석은 애널리스트보고서가 연 3회 이하로 나오는 소외기업을 대상으로 1958개의 표본을 추출하여, 평균초과수익률 및 투자주체별 평균순매수율을 이용한 사건연구(event study)를 통해 이루어졌다. 애널리스트보고서 발표 5일 전부터 유의한 누적평균초과 수익률의 반응을 통해 티핑의 가능성이 확인되었으며, 투자주체별 순매수 행태의 차이를 통해 이러한 티핑이 기관투자자에게 집중되는 것 또한 확인할 수 있었다. 또한 투자주체별 상이한 순매수행태를 분석하여 애널리스트의 티핑으로 인한 부의 이전이 발생할 수 있음을 추론하였다.

본 연구에서는 티핑의 원인으로 애널리스트의 기관투자자에 대한 종속적 관계를 지적하였다. 애널리스트는 인센티브의 구조적 문제점과 이로 인한 기관투자자와의 종속적 관계로 티핑을 할 개연성이 높으며 이를 설문조사를 통해 정성적으로 검증하였다. 설문결과, 대부분의 증권업 현직자들이 애널리스트가 직면한 인센티브의 구조적 문제에 동의하였으며 이로 인해 형성된 기관투자자와의 종속적 관계가 언론사 폴 평가방식에 의해 강화된다는 의견을 제시하였다. 이에 따라 본 연구는 애널리스트 인센티브의 구조적 문제로 인한 티핑과 부의 이전효과를 완화하기 위해 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 약화시켜야 한다고 판단하고 몇 가지 정책적 제안을 제시한다.

5.2 정책적 제안

본 연구의 실증분석 결과, 코스닥시장에서 기관투자자에 대한 애널리스트의 티핑 가능성과 티핑으로 인한 투자자간 부의 이전이 발생할 개연성이 높음을 확인하였다. 또한 설문조사 결과분석을 통해 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 야기하는 인센티브의 구조적 문제점과 ‘언론사 폴’ 형태의 애널리스트 평가 방식이 이러한 종속성을 강화시킴을 확인하였다. 따라서 애널리스트는 기관투자자와의 종속적 관계로 인해 티핑을 할 개연성이 높다. 또한 실증분석을 통해 확인했듯 ‘부의 이전’ 효과는 주로 개인투자자에서 기관투자자로 작용할 가능성이 높다. 더욱이 코스닥시장은 여타 증권시장보다 비합리적 투자행태를 보이는 개인투자자의 비중이 크다. 따라서 코스닥시장에서 기관투자자가 애널리스트 보고서 관련 정보

를 선취하는 경우, 개인투자자들의 정보 과잉반응 특성으로 인해 기관투자자 및 증권사는 더 큰 이득을 달성할 수 있고 개인투자자는 더 큰 피해를 입을 수 있다. 그러므로 코스닥시장에서 애널리스트의 티핑을 줄이기 위한 시장의 노력이 필요할 것이다.

하지만 애널리스트의 불공정 정보제공행위는 법적으로 금지되어 있으나, 티핑의 경우 그 행위 자체를 입증하는 것이 현실적으로 불가능하기 때문에 규제시스템을 강화하는 것만으로는 애널리스트의 티핑에 의해 발생할 수 있는 문제를 해결할 수 없다는 한계점이 존재한다. 따라서 티핑행위를 직접적으로 규제하기보다는 본 연구의 설문을 통해 파악한 티핑의 근본적 원인을 해결하는 것이 실질적으로 그러한 불공정 행위를 막는 데 더욱 효과적일 수 있다고 판단된다. 그러므로 애널리스트 티핑의 근본적 원인이 될 수 있는 기관투자자에 대한 종속성을 완화시킴으로써 티핑의 경제적 동기를 축소할 필요가 있다.

이를 위해 본 연구에서는 다음과 같은 세 가지 정책을 제안한다. 첫 번째 제안은, 애널리스트의 독립성을 확보하기 위한 애널리스트협회 설립이다. 현재 애널리스트와 관련된 단체는 한국증권분석사회가 있다.¹⁶⁾ 주요 활동내용은 회원들의 윤리교육, 세미나, 정기총회 및 자격증 수여 등이다. 따라서 회원의 범위가 애널리스트로 한정되어있지 않고, 광범위하여 애널리스트의 입장을 대변하는 역할을 충분히 수행하지 못하고 있다. 그러므로 애널리스트의 권익증진 및 발언권확대, 직업 안정성 확보, 보고서의 질 향상 등을 위하여 애널리스트 협회의 설립이 필요하다고 판단된다. 또한 협회 설립의 필요성은 현직자들을 대상으로 한 본 연구의 설문을 통해서도 확인할 수 있었다.

두 번째 제안은 현재 시행되고 있는 다양한 평가제도의 실효성을 높이고 언론사 풀 평가 방식에 집중된 시장의 영향력을 분산시키는 것이다. 우선 현재 ‘언론사 풀’ 이외의 가중평가, 정량평가, 보고서 질 평가방식은 인지도가 매우 낮으며 평가결과를 직접 해당 사이트를 찾아 방문해야 확인할 수 있거나 그 결과가 단순히 기사를 통해 공개되므로 투자자의 접근성이 매우 떨어진다는 문제가 있다. 따라서 공신력 있는 기관인 한국거래소(KRX) 홈페이지에 다양한 언론사 평가 결과를 집계하여 공시할 필요도 있다. 현재 KRX는 조선일보와 FnGuide가 공동 주관하는 ‘베스트 애널리스트(가중평가 방식)’와 머니투데이가 2012년부터 시행하고 있는 ‘대한민국 베스트 리포트(보고서 질 평가방식)’ 선정을 후원하고 있다. 따라서 KRX가 이를 단순히 후원하는 것에서 그치지 않고 다양한 언론사 평가결과를 KRX 홈페이지에 종합하여 공시한다면 각 평가의 공신력 및 평가결과에 대한 투자자의 접근성 및 신뢰도가 높아질 것으로 보인다. 또한 다른 평가방식의 영향력을 확대시킴으로써 ‘언론사 풀’ 평가 방식의 영향력을 낮출 수 있을 것으로 기대된다. 즉, 애널리스트와 투자자에게 균형 있는 평가정보를 제공함으로써 기관투자자에 대한 애널리스트의 종속성을 완화시키고 애널리스트가 높은 품질의 보고서를 제공할 수 있도록 유도하는데 효과적일 수 있을 것이다.

세 번째 제안은 악재성 정보를 담은 애널리스트보고서가 시장에 제공될 수 있는 시스템을 구축할 필요가 있다. 악재성 애널리스트 보고서가 제공되는 경우에는 증권사 법인영업과 거래수수료 수익에 부정적 효과를 가져올 뿐만 아니라 결과에 대한 애널리스트의 책임문제 등 다양한 이해상충문제가 발생할 수 있다. 따라서 애널리스트는 이러한 이해상충 문제로 인해 구조적으로 호재성 보고서만이 제공되고 있는 실정이다. 하지만 시장의 효율성을 증진시키

16) 한국증권분석사회는 1976년에 설립되었으며 회원자격은 애널리스트 업무를 수행하기 위해 필요한 증권분석사 자격증을 취득할 경우 주어진다.

고 투자자보호라는 측면에서 악재성 애널리스트 보고서의 제공을 권장할 필요가 있다. 만약 증권사에서 구조적문제로 악재성보고서를 제공하기 어렵다면 독립적인 기관(예를 들면 KRX 또는 금융감독원 등)에서 악재성 애널리스트 보고서를 집계하여 증권사와 애널리스트의 이름을 공개하지 않은 표준화된 양식으로 KRX홈페이지에 공개하는 것도 방법이 될 수 있다. 즉, KRX 홈페이지에 악재성 보고서를 공시할 수 있는 시스템을 구축하고 각 증권사별로 악재성보고서 작성을 각 산업섹터별로 일정기간 마다 강제하거나 애널리스트 개인별로 익명으로 악재성보고서를 공시할 수 있는 정보환경을 구축한다면, 애널리스트 예측정보에 내재된 낙관적 편의를 다소 축소시킬 수 있고 애널리스트의 직무만족도도 높일 수 있을 것이다.

이러한 본 연구의 제안은 크게 개인투자자, 애널리스트, 자본시장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 첫째, 애널리스트 티핑의 경제적 동기를 줄임으로써 건전한 투자질서 확립을 통해 개인투자자의 보호에 기여할 것으로 판단된다. 둘째, 약화된 기관투자자에 대한 종속성은 애널리스트가 조사·분석과 보고서 작성을 통한 정보공급이라는 본연의 업무에 집중할 수 있도록 한다. 따라서 시장특성상, 유가증권시장에 비해 상장기업과 투자자간 정보비대칭성이 큰 코스닥 시장에서 애널리스트의 정보공급역할이 강화되어 투자자의 효율적 투자판단과 시장의 가격효율성에 기여할 것으로 보인다. 셋째, 기업과 투자자간 그리고 투자주체간 정보비대칭성의 완화에 기여하여 자본시장의 효율성을 증대시킬 것으로 판단된다.

참고문헌

- 김경순, “애널리스트보고서에 대한 시장반응과 정보력 결정요인”. 회계학연구, 제37권 제3권 (2012a.), pp. 111-156.
- 김경순, “애널리스트의 정보공급활동에 대한 결정요인과 자본시장에서의 역할”. 회계학연구, 제37권 제4권(2012b), pp. 37-82.
- 김경순, 박진우, “애널리스트의 활동수준에 따른 애널리스트보고서의 정보력과 투자주체별 정보비대칭”. 한국증권학회지, 제41권(2012), pp. 547-588.
- 엄윤성, “애널리스트 투자 의견 하향에 대한 공매도거래 분석”. 한국증권학회지, 제41권 (2012), pp. 309-340.
- Alford, A. and P. Berger, 1999, A Simultaneous Equations Analysis of Forecast Accuracy, Analyst Following, and Trading Volume. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 14, pp. 219 - 240.
- Bhushan, R., 1989, Firm Characteristics and Analyst Following, *Journal of Accounting and Economics* 11, pp. 255 - 274.
- Chen, X., Q. Cheng., and K. Lo, 2009, On the Relationship between Analyst and Corporate Disclosures: Exploring the Roles of Information Discovery and Interpretation. *Journal of Accounting and Economics* 49, pp. 206-226.
- Christophe, S. E., M. G. Ferri, and G. S. Miller, 2010, Informed Trading before analyst

- downgrades: Evidence from short sellers. *Journal of Financial Economics* 95, pp. 85-106.
- Cowen, A., B. Groysberg., and P. Healy, 2005, What types of analyst firms make more optimistic forecasts? *Journal of Accounting and Economics* 41, 119-146.
- Dechow. P., Hutton. A., and R. Sloan, 2000, The relation between analysts' long-term earnings forecasts and stock price performance following equity offerings. *Contemporary Accounting Research* 17, 1 - 32.
- Elgers, P., Lo. M., and Pfeiffer. R, 2001, Delayed security price adjustments to financial analysts' forecasts of annual earnings. *The Accounting Review* 76, 613-632.
- Francis, J., K. Schipper., and L. Vincent, 2002, Earnings Announcements and Competing Information. *Journal of Accounting and Economics* 33, pp. 313 - 342.
- Francis, J., and L. Soffer, 1997, The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revision. *Journal of Accounting research* 35, 193-211.
- Frankel, R., S. Kothari, and J. Weber, 2006, Determinants of Informativeness of Analyst Research, *Journal of Accounting and Economics* 41, pp. 29-54.
- Guttman, I., 2010, The timing of analyst' earning forecasts, *The Accounting Review* 85, pp. 513-545.
- Hong, H., T. Lim., and J. Stein, 2000, Bad news travels slowly: Size, analyst coverage and the profitability of momentum strategies, *Journal of Finance* 55, pp. 265 - 295.
- Irvine, P., 2000, Do analysts generate trades for their firms? Evidence from the Toronto Stock Exchange, *Journal of Accounting and Economics* 30, pp. 209 - 226.
- Irvine, P. J., M. Lipson, and A. Puckett., 2007, Tipping, *Review of Financial Studies* 20, pp. 741-768.
- Juergens, J. L., and L. Lindsey, 2009, Getting out early: An analysis of market making activity at the recommending analyst's firm, *The Journal of Finance* 64, pp. 2327-2359.
- Kim, K. S., Y. W. Park, and J. W. Park, 2013, Analyst Tipping on Neglected Firms: Evidence from the Koran Stock Market, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 42, pp. 262-286.
- Lang, M. and R. Lundholm, 1996, Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review* 71, pp. 467 - 492.
- Lin, H., and M. McNichols, 1998, Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations, *Journal of Accounting and Economics* 25, pp. 101 - 27.
- Lin, H., M. McNichols., and O'Brien. P, 2003, Analyst impartiality and investment banking relationships, *Journal of Accounting and Economics* 25, pp. 101-127.
- Livnat, J., and Y. Zhang, 2012, Information Interpretation or Information Discovery:

- Which Role of Analysts Do Investors Value More? *Review of Accounting Studies* 17(3), pp. 612-641.
- Lys, T., and S. Sohn, 1990, The association between revision of financial analysts' earning forecast and security price changes, *Journal of Accounting and Economics* 13, pp. 341-363.
- Marhfor, A., B. M'Zali, and G. Charest, 2013, Stock Price Informativeness and Analyst Coverage, *Canadian Journal of Administrative Science* 30, pp. 173-188.
- Markov, S., V. Muslu and M. Subasi, 2011, Analyst Tipping: Additional Evidence, Working Paper. University of Texas at Dallas.
- Michaely, R., and K. Womack, 1999, Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations, *Review of Financial Studies* 12, pp. 573 - 608.
- Ramnath, S., S. Rock., and P. Shane, 2008, The Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Suggestion for Further Research, *International Journal of Forecasting* 24, pp. 34-75.

<표 4> 전체표본(n=1958)에 대한 애널리스트보고서 공시일 전후의 시장반응

Panel A. 전체표본에 대한 평균초과수익률과 투자주체별 순매수 행태

| 구분 t | (1) 주가수익률 행태 | | | (2) 투자주체별 순매수행태 | | | | | |
|---------|--------------|-----------|-------------------|-----------------|---------|------------|---------|----------|--|
| | 평균초과수익률 | | 개인 평균순매수율 ANBR | 기관 평균순매수율 | | 외국인 평균순매수율 | | | |
| | AAR(%) | p-value | | ANBR | p-value | ANBR | p-value | | |
| -5 | 0.214 | 0.010 *** | 0.007 | 0.139 | -0.003 | 0.597 | 0.002 | 0.618 | |
| -4 | 0.161 | 0.037 ** | 0.002 | 0.758 | 0.002 | 0.479 | 0.001 | 0.617 | |
| -3 | 0.250 | 0.002 *** | 0.002 | 0.805 | -0.001 | 0.777 | 0.002 | 0.524 | |
| -2 | 0.223 | 0.005 *** | -0.002 | 0.736 | 0.008 | 0.083 * | -0.001 | 0.771 | |
| -1 | 0.377 | 0.000 *** | 0.007 | 0.261 | 0.008 | 0.104 | 0.003 | 0.447 | |
| 0 | 1.485 | 0.000 *** | 0.049 | 0.000 *** | -0.014 | 0.052 * | -0.012 | 0.082 * | |
| 1 | 0.426 | 0.000 *** | 0.029 | 0.000 *** | -0.005 | 0.279 | -0.012 | 0.047 ** | |
| 2 | 0.006 | 0.943 | 0.010 | 0.072 * | 0.001 | 0.761 | -0.001 | 0.677 | |
| 3 | -0.170 | 0.031 ** | 0.006 | 0.260 | 0.002 | 0.532 | -0.003 | 0.434 | |
| 4 | -0.067 | 0.404 | 0.000 | 0.948 | 0.001 | 0.843 | 0.005 | 0.074 * | |
| 5 | -0.146 | 0.048 ** | 0.008 | 0.220 | -0.005 | 0.187 | 0.004 | 0.161 | |

Panel B. 누적평균초과수익률 및 투자주체별 누적평균순매수율

| (t_1, t_2) | (1) CAAR(t_1, t_2): 누적평균초과수익률(%) | | | | | | (2) CANBR(t_1, t_2): 투자주체별 누적평균순매수율 | | | | | |
|--------------|--------------------------------------|-----------|----------|---------|-----------|----------|---|-----------|----------|--------|----------|--|
| | 누적초과수익률 | | 개인 | | 기관 | | 외국인 | | | | | |
| | CAAR | p-value | CANBR | p-value | CANBR | p-value | CANBR | p-value | | | | |
| (-5, -1) | 1.221 | 0.000 *** | (-5, -1) | 0.015 | 0.324 | (-5, -1) | 0.014 | 0.264 | (-5, -1) | 0.006 | 0.467 | |
| (-3, -1) | 0.847 | 0.000 *** | (-3, -1) | 0.007 | 0.576 | (-3, -1) | 0.015 | 0.132 | (-3, -1) | 0.003 | 0.595 | |
| (-2, -1) | 0.598 | 0.000 *** | (-2, -1) | 0.005 | 0.556 | (-2, -1) | 0.016 | 0.028 ** | (-2, -1) | 0.001 | 0.771 | |
| (0, 1) | 1.906 | 0.000 *** | (0, 1) | 0.078 | 0.000 *** | (0, 1) | -0.019 | 0.039 *** | (0, 1) | -0.024 | 0.029 ** | |

<표 5> 보고서 발표일의 초과수익률이 음(-)인 표본(n=826)에 대한 애널리스트보고서 공시전후의 시장반응

| Panel A. 초과수익률과 투자주체별 순매수행태 | | | | | | | | | |
|-----------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|------------|---------|--|
| 구분 | Panel A | | Panel B | | | | | | |
| | 평균초과수익률 | | 개인 평균순매수율 | | 기관 평균순매수율 | | 외국인 평균순매수율 | | |
| t | AAR(%) | p-value | ANBR | p-value | ANBR | p-value | ANBR | p-value | |
| -5 | 0.465 | 0.000 *** | 0.008 | 0.249 | -0.010 | 0.355 | 0.007 | 0.122 | |
| -4 | 0.181 | 0.132 | 0.005 | 0.525 | -0.003 | 0.086 * | -0.002 | 0.552 | |
| -3 | 0.214 | 0.082 * | 0.015 | 0.157 | -0.012 | 0.528 | 0.002 | 0.467 | |
| -2 | 0.281 | 0.022 ** | 0.004 | 0.663 | 0.004 | 0.270 | -0.002 | 0.739 | |
| -1 | 0.311 | 0.023 ** | 0.019 | 0.036 ** | -0.008 | 0.023 * | -0.001 | 0.842 | |
| 0 | -2.228 | 0.000 *** | 0.069 | 0.009 *** | -0.030 | 0.380 | -0.028 | 0.072 * | |
| 1 | 0.091 | 0.489 | 0.016 | 0.153 | -0.006 | 0.760 | 0.002 | 0.859 | |
| 2 | -0.022 | 0.848 | 0.001 | 0.828 | -0.001 | 0.187 | 0.002 | 0.504 | |
| 3 | -0.198 | 0.059 * | 0.006 | 0.483 | 0.005 | 0.500 | -0.007 | 0.166 | |
| 4 | -0.159 | 0.168 | 0.005 | 0.407 | -0.005 | 0.884 | 0.002 | 0.489 | |
| 5 | -0.131 | 0.215 | 0.000 | 0.989 | -0.004 | 0.334 | 0.004 | 0.431 | |

Panel B. 누적평균초과수익률 및 투자주체별 누적평균순매수율

| Panel A. CAAR(t_1, t_2): 누적초과수익률 | | | Panel B. CANBR(t_1, t_2): 투자주체별 누적평균순매수율 | | | | | | | | |
|--------------------------------------|---------|-----------|--|---------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|-------|
| (t_1, t_2) | 누적초과수익률 | | 개인 | | 기관 | | 외국인 | | | | |
| | CAAR | p-value | CANBR | p-value | CANBR | p-value | CANBR | p-value | | | |
| (-5, -1) | 1.447 | 0.000 *** | (-5, -1) | 0.051 | 0.032 ** | (-5, -1) | -0.028 | 0.083 * | (-5, -1) | 0.005 | 0.699 |
| (-3, -1) | 0.803 | 0.000 *** | (-3, -1) | 0.038 | 0.035 ** | (-3, -1) | -0.015 | 0.220 | (-3, -1) | -0.001 | 0.936 |
| (-2, -1) | 0.589 | 0.002 *** | (-2, -1) | 0.023 | 0.081 * | (-2, -1) | -0.003 | 0.710 | (-2, -1) | -0.003 | 0.718 |
| (0, 1) | -2.129 | 0.000 *** | (0, 1) | 0.085 | 0.014 ** | (0, 1) | -0.036 | 0.022 ** | (0, 1) | -0.026 | 0.267 |

<표 6> 보고서 발표일의 초과수익률이 양(+)인 표본(n=1132)에 대한 애널리스트보고서 공시전후의 시장반응

| Panel A. 초과수익률과 투자주체별 순매수행태 | | | | | | | | | |
|-----------------------------|-----------|-----------|------------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--|
| 구분 | (1) 초과수익률 | | (2) 투자주체별 평균순매수율 | | | | | | |
| | 평균초과수익률 | | 개인 | | 기관 | | 외국인 | | |
| t | AAR(%) | p-value | ANBR | p-value | ANBR | p-value | ANBR | p-value | |
| -5 | 0.031 | 0.775 | 0.007 | 0.324 | 0.003 | 0.150 | -0.002 | 0.577 | |
| -4 | 0.146 | 0.146 | -0.001 | 0.832 | 0.006 | 0.266 | 0.003 | 0.349 | |
| -3 | 0.275 | 0.009 *** | -0.008 | 0.268 | 0.007 | 0.079 * | 0.001 | 0.763 | |
| -2 | 0.180 | 0.084 * | -0.006 | 0.379 | 0.010 | 0.005 *** | 0.000 | 0.995 | |
| -1 | 0.426 | 0.000 *** | -0.002 | 0.775 | 0.020 | 0.764 | 0.005 | 0.321 | |
| 0 | 4.195 | 0.000 *** | 0.034 | 0.004 *** | -0.002 | 0.483 | -0.001 | 0.817 | |
| 1 | 0.671 | 0.000 *** | 0.038 | 0.000 *** | -0.005 | 0.564 | -0.022 | 0.005 *** | |
| 2 | 0.027 | 0.823 | 0.016 | 0.057 * | 0.003 | 0.396 | -0.004 | 0.404 | |
| 3 | -0.149 | 0.184 | 0.005 | 0.447 | 0.000 | 0.259 | 0.000 | 0.936 | |
| 4 | 0.000 | 0.999 | -0.004 | 0.601 | 0.006 | 0.430 | 0.007 | 0.097 | |
| 5 | -0.158 | 0.123 | 0.014 | 0.183 | -0.006 | 0.133 | 0.005 | 0.242 | |

Panel B. 누적평균초과수익률 및 투자주체별 누적평균순매수율

| (t_1, t_2) | (1) CAAR(t_1, t_2): 누적초과수익률 | | (2) CANBR(t_1, t_2): 투자주체별 누적평균순매수율 | | | | | | | | |
|--------------|---------------------------------|-----------|---|---------|-----------|----------|--------|-----------|----------|--------|-----------|
| | 누적초과수익률 | | 개인 | | 기관 | | 외국인 | | | | |
| | CAAR | p-value | CANBR | p-value | CANBR | p-value | CANBR | p-value | | | |
| (-5, -1) | 1.058 | 0.000 *** | (-5, -1) | -0.011 | 0.578 | (-5, -1) | 0.046 | 0.013 ** | (-5, -1) | 0.007 | 0.536 |
| (-3, -1) | 0.881 | 0.000 *** | (-3, -1) | -0.017 | 0.319 | (-3, -1) | 0.037 | 0.009 *** | (-3, -1) | 0.006 | 0.451 |
| (-2, -1) | 0.606 | 0.000 *** | (-2, -1) | -0.008 | 0.504 | (-2, -1) | 0.030 | 0.004 *** | (-2, -1) | 0.005 | 0.416 |
| (0, 1) | 4.865 | 0.000 *** | (0, 1) | 0.072 | 0.000 *** | (0, 1) | -0.007 | 0.530 | (0, 1) | -0.023 | 0.010 *** |