

애널리스트의 목표주가 설정에서 나타나는 준거점 효과(Anchoring Effect) Anchoring Effect on Analysts' Target Stock Price

이승희¹⁾, 주소현²⁾

국문 초록

본 연구는 행동재무학자들이 밝혀낸 여러 가지 휴리스틱 중에서 비교적 강한 작용을 하는 준거점 효과(Anchoring Effect)를 애널리스트 목표주가에 반영시켜 그 영향력을 실증적으로 분석함으로써 애널리스트가 제시하는 목표주가를 금융소비자가 활용할 때 주의해야 할 점을 도출하고자 하였다. 또한 애널리스트의 자기 과신 성향과 낙관주의 성향을 측정하여 심리적 성향이 목표주가에 영향을 미치는가를 분석하였다. 분석 결과, 애널리스트 목표주가는 제시된 현재가격에 비해 대부분 높았으며 관대화 경향이 관찰되었으나 주어진 준거가격인 현재가격에 유의미한 영향을 받지는 않았다. 그러나 애널리스트 업무경력에 따른 차이는 유의미하게 나타나, 경력이 많지 않은 그룹이 준거점인 현재가격에 더 영향을 받는 것으로 나타났다. 애널리스트들의 자기과신 성향과 낙관주의 성향은 보통 이상으로 파악되었으나 이러한 성향이 목표주가에 직접적으로 영향을 주지는 않았다. 본 연구는 증권시장에서 중요한 역할을 수행하는 애널리스트들에 대하여 직접 설문조사를 하여 준거가격과 심리적 성향이 애널리스트의 목표주가에 영향을 미치는 정도를 실증적으로 제시하였고, 금융소비자가 애널리스트 분석보고서를 활용하는 데 주의점을 도출하였다는 데 의의가 있다.

주제어: 애널리스트 목표주가, 준거점효과, 자기과신, 낙관주의

1) 서울과학기술대학교, 경영학박사과정, storm@netsgo.com

2) 이화여자대학교 소비자학과, 부교수, sohyunjoo@ewha.ac.kr

I. 연구 배경 및 목적

증권시장에서 애널리스트의 가장 중요한 역할은 수집 가능한 모든 정보를 활용하여 투자자들에게 불편부당한 분석정보를 제공함으로써 정보의 비대칭성을 완화하여 증권시장의 효율성을 높이는 데 있다. 애널리스트의 기업분석보고서를 보면 기업의 대내외적인 환경을 분석하고 위험과 기회를 평가하여 기업의 매출실적과 영업이익률 등을 예측하고 순이익을 추정하는 다음에 가치평가모형을 적용하여 목표주가를 산출하고 현재주가와 비교하여 투자의견을 제시하는 형태가 대부분이다. 따라서 애널리스트가 제공하는 중요한 정보는 이익추정치, 목표주가, 투자의견이라 볼 수 있다.

목표주가는 현재주가를 기준으로 기대수익률을 바로 계산할 수 있어서 투자자들에게 중요한 정보이며, 일반적으로 언론에 가장 많이 언급되는 부분이어서 개인투자자들에게 가장 영향을 많이 줄 수 있는 부분임에도 불구하고 가장 적게 연구된 분야이다. 대부분의 연구는 이익예측의 정확성과 투자의견 변경에 따른 주식수익률 또는 거래량 변화 등에 초점이 맞춰졌으며 최근 들어야 목표주가에 대한 관심이 증대하고 있다(Bonini et al., 2010). 국내 연구도 애널리스트 이익예측의 정확성과 추천 의견이 주가에 미치는 영향을 주로 분석하였으며 최근에야 목표주가의 정확성과 목표주가에 미치는 영향을 분석하는 논문들이 발표되었다. 이병복(2010)은 2002년부터 2007년까지의 자료를 토대로 애널리스트들의 목표주가의 정확성을 측정하여 애널리스트의 목표주가 예측능력은 차별성을 가지고 시장에 영향을 미치고 있다고 주장하였다. 박지혜·조중석(2011)은 2001년부터 2009년까지의 자료를 토대로 정보비대칭이 클수록 목표주가와 목표기간 후 실제주가의 차이가 크다는 것을 확인하였다. 김문철 외 2인(2011)은 최근 들어 목표주가의 정확성은 향상되고 있으며, 국내 애널리스트는 차별화된 목표주가 예측능력을 보유하고 있어 과거에 정확한 목표주가를 예측한 애널리스트는 더 큰 주가 영향력을 갖는다고 주장하였다. 이와 같이 목표주가를 분석대상으로 한 선행 연구는 아직 많지 않으며 추정된 순이익과 목표주가와와의 관계가 불분명하다. 또한 목표주가에 영향을 미치는 요인에 대한 연구는 아직까지 전무한 상황이다.

본 연구는 국내 애널리스트를 대상으로 설문조사를 실시하여 목표주가 산정에 주로 사용하는 가치평가모형을 조사하였다. 조사결과 대부분 주가수익배율(Price Earning Ratio, P/E Ratio, PER)을 가지고 목표주가를 산정하였다. 또한 애널리스트의 목표주가설정 행위도 심리적인 영향을 받기 때문에 행동재무학적 접근이 필요한 분야라 판단하여 일종의 실험을 실시하였다. 즉, 현재 주가수준을 다르게 제공하였을 때 애널리스트의 경력 및 자기 과신과 낙관주의 오류에 따라 목표주가가 크게 영향을 받는가를 분석하였다. 따라서 본 연구는 애널리스트의 이익추정치와 목표주가 간의 연결고리를 제공하고 있으며, 목표주가가 경력이나 심리적 요인에 의해 어느 정도 영향을 받는지를 분석하여 애널리스트의 기업분석보고서에 대한 이해를 제고하였다는 점에서 의의가 있다고 하겠다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 다음 제 2장에서는 애널리스트의 목표주가에서 나타날 수 있는 행동재무학적 편향과 목표주가와 관련된 국내외 연구들을 정리하고 이를 토대로 주가설을 제시한다. 제 3장에서는 본 연구에서 사용한 설문조사 자료 및 연구방법을 제시하며, 제 4장에서는 설문조사 결과의 기초통계자료와 가설 별 분석 결과들을 제시한다. 끝으로 제 5장에서는 본 연구의 결론과 중요 시사점들을 정리한다.

II. 기존의 연구 및 주요 가설

에널리스트의 조사 분석 활동은 투자자간 정보비대칭성을 줄이고 시장의 효율성을 높이는 역할을 한다(Hong et al., 2000; Elgers et al., 2001; 강상구 외 2인, 2007). 금융투자협회의 조사(2013)에 따르면 증권사 에널리스트 추천종목에 대해 응답자의 40.7%가 '신뢰한다'고 응답하였으며, 23.0%는 '신뢰하지 않는다'고 응답하여 투자자들 사이에 에널리스트의 추천이 폭 넓게 지지받지는 않았다. 그러나 '신뢰한다'는 응답비율이 2010년 31.3%, 2011년 37.2%로 2010년 이후 에널리스트 추천종목에 대한 신뢰도가 개선되는 추이를 나타내었다. 응답자 특성별로 살펴보면, 직접투자기간이 10년 이상 길고 직접투자규모가 1억원 이상으로 큰 응답자는 에널리스트 추천종목에 대한 신뢰수준이 낮은 것으로 나타났다. 이 보고서에 따르면 증권투자경력이 길수록 에널리스트에 대한 신뢰도가 낮아진다는 것으로, 에널리스트의 보고서에 일정한 한계를 경향이 많은 투자자들이 인식하고 있다는 반증일 수도 있다.

2.1 준거점(Anchoring)의 영향

사람들은 불확실한 크기나 규모를 평가해야 할 때 심리적인 초기 수치(준거점, Anchor)를 가지고 관련된 정보를 반영하여 조정한다. 준거점 설정과 조정(Anchoring & Adjustment)은 신속한 의사결정에 도움이 된다(Slovic & Lichtenstein, 1971; Kahneman & Tversky, 1973). Tversky & Kahneman(1974)은 사람들이 불확실한 사건들에 대해 판단을 내릴 때 편의적, 발견적 방법인 휴리스틱(heuristic)을 동원할 가능성이 많다고 하였다. 휴리스틱은 신속한 의사결정에 유용한 방법이긴 하지만 일정한 편향의 근원이 된다.

준거점과 조정(Anchoring & Adjustment)의 영향을 분석한 선행연구들은 일단 준거점이 설정되고 이후 추가적인 정보를 토대로 조정이 이루어지지만, 준거점 영향으로 조정의 방향은 올바르게만 조정의 정도는 불충분하다는 결론을 내렸다. Northcraft & Neale(1987)은 실험을 통해 부동산 가치평가에서 주어진 가격 정보에 따라 평가가격이 달라짐을 입증하였다. English & Mussweiler(2001)는 실험을 통해 15년 이상의 경력을 가진 판사들 사이에도 동일한 범죄에 대하여 검사가 다른 구형을 하면 영향을 받는다고 결론을 내렸다. Campbell & Sharpe(2009)는 전문가 집단이라도 경제수치의 예측에 있어서 직전의 수치에 의해 새로운 예측치가 영향을 받는다는 것을 증명하였다. 국내 연구에서도 심리학자들을 중심으로 준거점이 일정한 영향을 미친다는 연구결과가 도출되었는데, 박광배 외 2인(2005)은 현역 판사들을 대상으로 가상적인 재판을 시도한 결과 검사의 구형이 낮을 경우 양형도 낮다는 결과를 도출하였다. 김청택·최인철(2010)도 세 가지 재판 시나리오를 이용하여 실험한 결과 준거점 효과가 관찰되었다.

Shiller(2004)의 서베이 분석에 따르면 에널리스트의 목표주가 설정에 가장 영향을 주는 준거점은 가장 최근에 발생한 가격 변동이다. 따라서 주어진 현재 가격은 에널리스트의 목표가격 설정에 상당한 영향을 미칠 것이라는 판단아래 다음과 같은 가설 1을 설정하였다.

가설 1 : 에널리스트의 목표주가는 주어진 현재가격에 영향을 받아 설정될 것이다.

2.2 준거점의 차별적 작용

선행 연구에 따르면 준거점의 영향이 집단에 따라 다르게 나타났다. Northcraft & Neale(1987)은 전문가와 비전문가 집단으로 나누어 실험을 하였으며 비전문가 집단일수록 준거점의 영향을 많이 받았다고 결론을 내렸다. Kaustia et al.(2008)은 주식의 장기 수익률 예측을 전문가와 학생으로 나누어 질문한 결과 학생들이 초기 값에 더 영향을 많이 받는다는 사실을 도출하였다. 김청택·최인철(2010)은 관사와 사법연수원생 및 대학생을 대상으로 조사한 결과 학생이 가장 강한 정박효과를 사법연수원생이 그 다음으로 강한 효과를 법관이 가장 약한 효과를 나타내었다고 하였다.

기업을 조사하고 분석하여 보고서를 만드는 업무는 어느 정도 경력이 필요한 분야이다. 일부 증권사들은 기업분석업무를 담당하는 직원을 Analyst와 Research Associate로 구분하고 있다. 일반적으로 Research Associate는 선배 Analyst 밑에서 1~2년 근무하여 경력을 쌓은 후야 Analyst로 단독 분석보고서를 제공하게 된다. 애널리스트의 목표주가 설정은 보고서의 가장 중요한 부분으로 선행 연구를 감안하여 애널리스트의 경력에 따라 준거점의 영향이 달라질 수 있을 것으로 보았다. 따라서 다음과 같은 가설 2를 설정하였다.

가설 2 : 목표주가 설정과정에서 준거점은 애널리스트의 경력에 따라 차별적으로 작용할 것이다.

2.3 애널리스트의 심리적 성향에 따른 영향

애널리스트는 기업의 이익을 정확하게 예측하는데 상당히 공을 들이며, 예측한 이익에 적절한 가치평가모형을 적용하여 목표주가를 산출한다. 가치평가모형을 다룬 Demirakos et al.(2004)의 연구에서는 애널리스트들이 기본적으로 휴리스틱(heuristic) 방법인 주가수익배율(P/E Ratio)을 적용하고 있으며 엄격한 가치평가모형인 할인현금흐름(Discount Cash Flow, DCF)을 주요 도구로 활용하는 비율이 낮다고 보고하였다. Asquith et al.(2005)의 연구에서도 대부분 주가수익배율이 가치평가모형의 기본이고 13%정도만이 DCF방법을 복수로 적용하고 있었다. 가치평가모형으로 주가수익배율을 적용할 때 추정된 주당순이익에 몇 배를 적용해서 목표주가를 산출하느냐가 중요한 문제인데, 일반적으로 과거 그 기업의 평균적인 배수(multiple)를 적용하거나 산업의 평균 배수 또는 시장의 평균 배수를 감안하고 그 기업의 특수한 상황을 반영하여 적용한다. 아무리 이익추정이 정밀하다하여도 적용되는 배수에 따라 목표주가는 달라질 수밖에 없다. Bradshaw et al.(2012)에 따르면 애널리스트들은 이익예측능력에 의해 주로 평가를 받으며 목표주가의 예측성과는 보상과 관련이 없어 공을 들여 목표주가예측을 하지 않는다고 보았다. 목표주가가 시장에 영향을 많이 주지만 애널리스트 입장에서는 정밀한 예측을 할 대상이 아니어서 휴리스틱이 작용할 여지가 많은 분야라는 것이다.

애널리스트의 가치평가모형 적용에서 심리적인 요인이 작용할 여지가 있다면 자기 과신(Overconfidence)과 낙관주의 오류(Optimism Bias)가 영향을 미칠 것이라고 판단하였다. 자기 과신이란 일반적으로 자신의 능력을 과대평가하거나 자신이 다른 사람에게 실제보다 더 좋게 비칠 것이라고 믿으며, 무엇을 예측할 때 실수할 확률이 적다고 믿는 성향을 말한다(주소현, 2009). 한미영·김재휘(2007)에 따르면 남성의 경우 여성보다 자기 과신 성향이 크게 나타나며, 백은영·주소현(2011)은 자기 과신 성향이 있는 투자자의 경우 위험자산 보

유비중이 높다고 결론을 내렸다. 따라서 자기 과신 성향이 클수록 공격적인 목표주가 제시가 나타날 수 있다. 낙관주의 오류는 일반적으로 좋은 일이 발생할 확률을 과대평가하는 반면 나쁜 일이 발생할 확률을 과소평가하는 경향을 말하며, 낙관주의 오류는 심리적 특성상 자기중심적이고 현실적인 사람일수록 강하게 나타난다고 한다(주소현, 2009). 따라서 목표주가 설정에서도 낙관주의 성향이 강할수록 목표주가를 공격적으로 제시할 가능성이 높다고 판단하였다. 결국 목표주가 설정 과정이 이익예측과정보다 덜 엄격하다면 애널리스트의 심리적 성향에 따라 목표주가가도 영향을 받을 수 있다는 가정에 도달하였다. 따라서 다음과 같이 가설 3을 설정하였다.

가설 3 : 애널리스트의 심리적 성향에 따라 목표주가는 차별화될 것이다.

III. 연구자료 및 연구방법

3.1 자료수집 및 측정 도구

본 연구의 목적은 우리나라 애널리스트들의 목표주가 설정에서 나타날 수 있는 편향에 관하여 분석하는 데 있다. 이를 검증하기 위해 2013년 1월~2월 사이에 발표된 국내 증권사 기업분석 애널리스트들의 보고서를 통해 활동 중인 애널리스트를 대상으로 2013년 3월말에서 4월초 사이에 설문조사를 실시하였다. 총 37개 증권사의 600명 애널리스트를 대상으로 설문지를 배포하였고 회수된 설문지는 19개 증권사 소속 기업분석 애널리스트 115명(응답률 19.2%)이 작성하였다. 회수된 설문지 중 목표주가 설정이 이뤄지지 않은 것을 제외한 총 108부의 설문지를 분석하였다. 설문지는 크게 주어진 자료를 바탕으로 목표주가를 설정하는 부분과 애널리스트의 심리적 성향을 묻는 두 부분으로 구성하였다.

목표주가를 설정하는 대상 기업은 한국거래소 유가증권 시장에 상장된 종목 중 애널리스트의 투자 의견이 거의 없는 시가총액 2천억원 부근인 미원에스씨(107590)를 선정하였다. 분석 기업에 대한 선입견을 없애기 위해 익명의 기업으로 처리하고 액면가 5천원인 주가를 액면가 500원으로 조정하여 자료는 만들었으며 목표주가 설정에 필요한 시세현황, 주주현황, Business Summary, 업종비교, 요약 재무제표를 제공하였다. 요약 재무제표에는 과거 3년간 실적과 2013년 예상실적(회사의 Guidance)을 포함하였다. 기본 자료의 대상인 미원에스씨의 경우 2012년 실적 기준 PER은 7.03배로 화학업종 평균PER 11.74보다 저평가되었으나 시가총액이 작고 특정 제품에 대한 의존도가 높으며 대주주 및 특수관계인 지분이 75%에 달하는 등 유동성이 떨어진다는 단점도 가지고 있어 관점에 따라 목표가격을 신중적으로 적용할 수 있는 기업이라 판단하여 선정하였다. 제공된 자료는 3가지 형태로 나누는데 현재가격을 2013년 2월말 가격인 27,300원과 15% 정도 낮춘 23,200원, 15% 정도 높은 31,400원으로 각기 달리 제시하였고 주가와 관련된 지표(예를 들면 PER)도 제시된 현재가격에 맞춰 다르게 제공하였다. 이를 토대로 주어진 준거가격에 따른 목표주가의 영향을 그룹별로 분석하였다.

애널리스트의 심리적 성향은 자기 과신과 낙관주의 성향을 각각 4개의 문항으로 측정하였다. 측정 도구는 Scheier et al.(1994), Pompian(2006), 주소현(2009)등에서 활용된 자기 과신과 낙관주의 성향을 측정하는 도구를 사용하였고 구체적인 질문은 다음과 같다.

<자기 과신 측정 문항>

1. 지금이 귀하가 주로 분석하는 기업의 새로운 분기가 시작되는 시점이라고 가정할 경우, 몇 % 오차 이내로 해당 기업의 분기순이익을 예측할 수 있을 것으로 생각하십니까?
① $\pm 5\%$ 이내 ② $\pm 10\%$ 이내 ③ $\pm 15\%$ 이내 ④ $\pm 20\%$ 이내 ⑤ 예측이 어려움
2. 내가 직접 펀드를 운용한다면 시장수익률보다 높은 실적을 유지할 것이다.
① 전혀 그렇지 않다 ② 그렇지 않다 ③ 보통이다 ④ 그렇다 ⑤ 매우 그렇다
3. 일반적인 투자자에 비해서 나는 좋은 주식을 잘 고를 자신이 있다.
① 전혀 그렇지 않다 ② 그렇지 않다 ③ 보통이다 ④ 그렇다 ⑤ 매우 그렇다
4. 일반적인 투자자에 비해서 나는 주식투자에서 손실을 적게 볼 자신이 있다.
① 전혀 그렇지 않다 ② 그렇지 않다 ③ 보통이다 ④ 그렇다 ⑤ 매우 그렇다

<낙관주의 성향 측정 문항>

5. 귀하는 분석자료를 만드는 데 있어 이용가능한 정보의 양이 증가할수록 정확한 분석을 할 수 있다고 생각하십니까?
① 매우 그렇다 ② 그렇다 ③ 보통이다 ④ 그렇지 않다 ⑤ 전혀 그렇지 않다
6. 일반적으로 회사에서 어떤 과제나 프로젝트가 주어졌을 때 마감일까지 시간이 충분하다고 느끼는 편이다.
① 전혀 그렇지 않다 ② 그렇지 않다 ③ 보통이다 ④ 그렇다 ⑤ 매우 그렇다
7. 불확실한 상황이면 최선의 결과가 일어나길 기대하는 편이다.
① 전혀 그렇지 않다 ② 그렇지 않다 ③ 보통이다 ④ 그렇다 ⑤ 매우 그렇다
8. 전반적으로 나는 나에게 나쁜 일 보다는 좋은 일이 더 많이 일어날 것이라 기대한다.
① 전혀 그렇지 않다 ② 그렇지 않다 ③ 보통이다 ④ 그렇다 ⑤ 매우 그렇다

자기 과신과 낙관주의 성향을 묻는 각각 첫 번째 질문은 응답이 1번으로 치우칠수록 높은 성향을 가지며, 나머지 질문은 5번으로 치우칠수록 높은 성향을 가지는 형태로 이루어졌다. 모든 설문은 리커트 5점 척도로 이루어졌으며, 이는 선행연구처럼 자기 과신과 낙관주의 오류의 보유여부를 측정하기 보다는 애널리스트를 그룹별로 나누어 차별성을 분석하는데 주안점을 두었기 때문이다.

3.2 분석방법

애널리스트의 목표주가는 주어진 현재가격에 영향을 받아 설정될 것이라는 가설 1을 검증하기 위하여 설문지를 3가지 형태로 구분하여 배포하였다. 이렇게 수집된 설문지를 그룹별로 나누어 목표주가 평균의 동일성에 대한 t-검정을 실시하였다.

목표주가 설정과정에서 준거점은 애널리스트의 경력에 따라 차별적으로 작용할 것이라는 가설 2를 검증하기 위하여 애널리스트를 2개 그룹으로 분리하였다. 108명의 응답자를 애널리스트로서 근무경력에 따라 5년 미만(55명)과 5년 이상(53명)으로 나누었으며 경력별로 목표주가의 평균차이와 다음 식과 같은 현재가 괴리율을 비교하였다.

$$DR = \frac{TP - SP}{SP} \times 100 \quad (1)$$

여기서, DR은 현재가 괴리율, TP는 목표주가, SP는 제시된 현재가격이다.

에널리스트의 심리적 성향에 따라 목표주가는 차별화될 것이라는 가설 3을 검증하기 위하여 자기 과신 측정 질문에 대한 답변 총점이 평균보다 낮은 그룹(44명)과 높은 그룹(64명)으로 각각 나누었다. 또한 낙관주의 성향 측정 질문에 대한 답변 총점이 평균보다 낮은 그룹(51명)과 높은 그룹(57명)으로 각각 나누었다. 그리고 그룹별로 목표주가의 평균차이와 식(1)에 의한 현재가 괴리율을 비교하여 심리적 성향이 목표주가에 영향을 미쳤는지 여부를 검증하였다.

IV. 분석결과

4.1 조사대상자의 특성

본 연구의 조사대상자는 목표주가를 제시할 수 있는 기업분석 애널리스트로 한정하였기 때문에 전체 대상자 수는 600명 정도이었다. 이 중에서 성명을 가지고 대략적으로 분류한 성별 구성은 남성 499명(83.2%) 여성 101명(16.8%)이었다. 최종 분석에 사용된 샘플은 총 108명의 애널리스트로 이 중 남성은 90명(83.3%), 여성은 18명(16.7%)으로 전체 대상자와 거의 비슷한 성별 구성이었다.

<표 1> 조사대상자 인구통계학적 특성

구분	30세 미만	30~34세	35~39세	40세 이상	합계
남	25	29	19	17	90
여	11	6	1	-	19
합계	36	35	20	17	108

애널리스트들은 일반적으로 9~10개 기업을 분석대상으로 하고 있었으며 주요 분석대상 기업의 경우 연간 14회, 다른 기업의 경우 6회 정도 분석보고서를 발표하는 것으로 조사되었다(중위수 기준).

목표주가는 평균 40,333원으로 제시된 현재가격보다 높게 설정한 애널리스트 수가 105명이었고 낮게 설정한 애널리스트는 3명이었다.

목표주가 설정에 주로 사용된 가치평가모형은 적정 주가수익배율(PER)로 90명(83.3%)의 애널리스트가 가장 우선적으로 사용한다고 답하였다. 적정PER 모형은 다음과 같이 적정주가를 산출한다.

$$\text{적정주가} = \text{적정PER} \times \text{EPS} \quad (2)$$

여기서, EPS는 주당순이익(Earnings Per Share)를 의미하며 일반적으로 12개월 후 예상되는 주당 순이익(12m Fwd EPS)을 사용한다.

다음으로 주가순자산배율(Price Book-value Ratio, PBR)이 9명(8.3%), EV/EBITDA³⁾ 모형이 5명(4.6%), 자기자본순이익률(Return On Equity, ROE)이 4명(3.7%) 순이었다. 보조적으로는 ROE Growth 지표와 현금흐름 할인모형(DCF)을 이용한다는 응답이 있었다. PBR이나 EV/EBITDA 모형도 크게 보면 상대가치를 평가하는 모형으로 휴리스틱이 개입될 여지가 많은 모형이라 볼 때, 기업의 이익을 정밀하게 예측하였다고 하여도 애널리스트의 주관적인 성향이 목표주가 설정에 개입될 여지가 많다는 사실을 발견하였다.

4.2 준거점의 영향 분석 결과

설문지의 종류는 3가지이었고 1번이 낮은 현재가격(23,200원), 2번이 현재가격(27,300원), 3번이 높은 현재가격(31,400원)이 주어진 설문지이었다. <표 2>에 정리된 바와 같이 평균 목표가격을 보면 1번이 가장 낮았고 2번이 중간, 3번이 가장 높은 평균가격을 나타냈다. 그러나 평균의 동일성에 대한 t-검정을 실시한 결과 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않았다. 1번 그룹의 경우 표준편차가 다른 그룹에 비해 높은 것은 낮은 현재가격이라는 준거점에도 불구하고 소신 있게 높은 목표가격을 제시한 애널리스트와 준거점에 영향 받은 애널리스트가 공존함을 나타낸 것이라 판단한다. 따라서 애널리스트의 목표주가는 주어진 현재가격에 영향을 받아 설정될 것이라는 가설 1이 통계적으로 지지받지 못하였다.

<표 2> 현재가격 차이에 의한 목표가격 차이 분석

설문지 Type	관찰치				Type 2와 비교			Type 3과 비교		
	관측수	평균목 표가격	표준편 차	중위수	평균차	t값	유의화 률(양쪽)	평균차	t값	유의화 률(양쪽)
1	31	39,527	10,592	38,500	-924	-0.397	0.693	-1,284	-0.597	0.553
2	33	40,452	7,931	40,000	-	-	-	-360	-0.216	0.830
3	44	40,812	6,671	40,000	360	-0.216	0.830	-	-	-
합계	108	40,333	8,273	40,000						

가설 1이 지지받지 못한 이유는 애널리스트들이 주로 사용하는 가치평가모형인 적정 PER 모형에서 중요한 요소인 주당순이익(EPS)이 동일하였기 때문이라 판단된다. 설문지에 2013년도 예상EPS를 4,467원으로 제시하였으므로 여기에 애널리스트들이 생각하고 있는 적정PER 수준을 곱하여 목표주가를 산정하면 되기 때문이다. 물론 목표주가를 기업하는 란 근처에 현재주가를 부각시켜 냈으나 이미 일상적인 가치평가과정을 마친 애널리스트들에게 그다지 영향을 주지 못한 것으로 판단된다.

설문조사가 이뤄진 3월말~4월초 KOSPI지수는 1,970~2,010 범위에서 움직였고 2013년 순이익 기준 PER은 8.4~8.5배로 인식되었다. 목표주가 산정의 대상인 미원에스씨(107590)의 주당순이익이 4,467원(1/10으로 축소한 수치임)이고 애널리스트들의 평균 목표주가는 40,333원이니 적정PER로 9배정도를 인정받은 것이다. 이는 화학업종 평균PER(11.74)보다는 낮게 평가 받았지만 성장성(EPS Growth)에 높은 점수를 받아 시장 평균PER 보다는 높게 평가를 받았다. 동 기간 중 실제 목표주가(1개, 1/10 수준)는 33,000원이었으나 4월말 45,000원으로 상향되었다.

3) EV/EBITDA 모형은 기업가치(Enterprise Value = 주주가치+ 채권자가치)를 EBITDA(Earnings Before Interest and Tax, Depreciation and Amortization, 이자와 세금 및 감가상각과 감모상각 하기 전 이익)으로 나눈 수치를 업종 평균이나 시장 평균 등과 비교하여 가치평가를 한다.

4.3 준거점의 차별적 작용 분석 결과

에널리스트로 활동한 경력에 따라 1그룹은 에널리스트 업무경력이 5년 미만인 경우, 2그룹은 5년 이상인 경우로 분리하였다. 1그룹의 경우 설문번호를 평균한 결과 2.29로 나타나 현재주가를 높게 제시받은 경우가 많았으며, 2그룹의 경우 설문그룹 평균이 1.92로 현재주가를 낮게 제시받은 경우가 많은 상태이다. 그런데 평균 목표가격은 2그룹이 더 높게 산정되었다. 제시받은 현재주가 대비 목표주가 괴리율을 비교해보니 5% 유의확률에서 통계적으로 유의미한 차이를 보이는 것으로 나타났다. 따라서 목표주가 설정과정에서 준거점은 에널리스트의 경력에 따라 차별적으로 작용할 것이라는 가설 2는 어느 정도 지지되었다.

별도의 가설은 세우지 않았지만 성별 차이에 따른 목표주가 괴리율 차이도 감지되었다. 남성보다 여성에게 높은 현재주가가 제시된 설문지가 더 많은 비율로 제공되었지만 목표주가는 남성이 더 공격적으로 제시하였다. 다만 통계적으로 유의미한 차이를 보이지는 않았다.

<표 3> 업무경력 및 성별에 따른 목표가격 차이 분석

구분	관찰치			목표주가 기준			현재주가 대비 괴리율		
	관측수	평균 목표가격	설문번호 평균	평균차	t값	유의확 률(양쪽)	평균차	t값	유의확 률(양쪽)
1	55	39,264	2.29	2,178	-1.374	0.172	16.7%	-2.466	0.016**
2	53	41,442	1.92						
남	90	40,576	2.07	1,457	0.680	0.498	12.0%	1.295	0.198
여	18	39,119	2.39						
합계	108	40,333							

** p<.05

4.4 에널리스트의 심리적 성향에 따른 영향 분석 결과

에널리스트의 심리적 성향을 자기 과신과 낙관주의 성향으로 구분하여 파악하였다. 먼저 자기 과신을 <표 4>와 같이 질문 별로 측정한 수치를 보면, Q1의 질문은 분기순이익의 예측 가능성을 묻는 질문이었는데 여성의 경우가 높은 점수가 나와 순이익을 좀 더 정교하게 예측할 것으로 보았다. 그 외의 질문에 대해서는 남성의 경우가 높은 자기 과신 성향을 나타내었다. 함께 점수를 보면 남성과 여성 모두 보통(12점) 이상 수준의 점수가 나와 모두 자기과신 경향이 있음이 나타났다. 자기 과신 성향차이를 성별로 분석한 결과는 선행연구와 같이 남성의 경우 여성에 비해 자기 과신 성향이 높게 나타났다.

<표 4> 성별에 따른 자기 과신 성향 분석

성별	관찰치						자기과신 성향차이		
	관측수	Q1 ¹⁾	Q2	Q3	Q4	합계	평균차	t값	유의확 률(양쪽)
남	90	2.89	3.51	3.91	3.83	14.14	1.14	1.871	0.064*
여	18	3.17	2.94	3.44	3.44	13.00			
합계	108	2.94	3.42	3.83	3.77	13.95			

* p<.10

1) Q1의 경우 Reverse Scoring 하였음.

낙관주의 성향을 <표 5>와 같이 성별로 분석한 결과는 자기 과신에 비해 여성의 경우 더 낙관적인 것으로 나타났다. 그러나 그 차이는 통계적으로 유의미한 것은 아니었다.

<표 5> 성별에 따른 낙관주의 성향 분석

성별	관찰치						낙관주의 성향차이		
	관측수	Q5 ¹⁾	Q6	Q7	Q8	합계	평균차	t값	유의화 률(양쪽)
남	90	3.84	2.64	3.24	3.76	13.49			
여	18	3.67	2.56	3.61	3.89	13.72	.233	-0.478	0.633
합계	108	3.81	2.63	3.30	3.78	13.53			

1) Q5의 경우 Reverse Scoring 하였음.

에널리스트의 심리적 성향에 따라 목표주가는 차별화될 것이라는 가설 3을 검증하기 위해 자기 과신 성향과 낙관주의 성향에 따라 각각 두 개의 그룹을 나누었다. 분할 기준은 총점이 13점 이하면 자기 과신과 낙관주의 성향이 에널리스트 중에서 낮은 것으로 판단하였고, 13점을 초과하면 높은 것으로 판단하였다. <표 6>과 같이 검증결과 자기 과신 성향이 높을수록 목표가격은 높았으며, 낙관주의 성향은 오히려 낮은 그룹의 목표주가가 높았다. 두 가지 분석 모두 통계적으로 유의미한 차이를 보이지는 않았다. 분석 결과에 따라서 에널리스트의 심리적 성향에 따라 목표주가는 차별화될 것이라는 가설 3은 기각되었다.

<표 6> 자기 과신과 낙관주의에 따른 목표가격 차이 분석

구분		관찰치			목표주가 기준			현재주가 대비 괴리율		
		관측수	평균 목표가격	설문번호 평균	평균차	t값	유의화 률(양쪽)	평균차	t값	유의화 률(양쪽)
자기 과신	1	44	39,641	2.11	1,167	-0.719	0.474	3.8%	-0.537	0.593
	2	64	40,809	2.13						
낙관 주의	1	51	40,686	2.16	668	0.680	0.418	1.1%	0.163	0.871
	2	57	40,017	2.09						
합계		108	40,333							

가설 3이 기각된 이유는 가설 1이 지지받지 못한 이유와 비슷한 것으로 판단된다. 즉, 이익의 추정치가 나온 상황에서 에널리스트의 목표가격 설정은 일종의 정형화된 틀 안에서 기계적으로 이루어진다고 사료된다. 따라서 훈련된 에널리스트 사이에서 이익추정치가 비슷한 이상 의미 있는 목표주가 차이를 찾아 볼 수 없다고 판단된다.

V. 결론과 중요 시사점

목표주가 설정은 이익예측, 투자 의견 제시와 같이 에널리스트들의 조사 분석에서 중요한

활동 중 하나이다. 또한 개인투자자에게는 직접 투자활동에 중요한 정보로 인식되고 있는 분야이다. 그러나 목표주가에 대한 학계의 연구는 아직 많지 않은 상황이다.

본 연구는 행동재무학자들이 밝혀낸 여러 가지 휴리스틱 중에서 비교적 강한 작용을 하는 준거점 효과(Anchoring Effect)를 애널리스트 목표주가에 반영시켜 그 영향력을 실증적으로 분석함으로써 애널리스트가 제시하는 목표주가를 금융소비자가 활용할 때 주의해야 할 점을 도출하고자 하였다. 또한 애널리스트의 목표주가 설정에 영향을 미칠 수 있는 자기과신 경향과 낙관주의 경향을 측정하고 이러한 심리적 성향이 목표주가에 미치는 영향을 분석하였다.

분석 결과, 애널리스트 목표주가는 제시된 현재가격에 비해 대부분 높았으며 관대화 경향이 관찰되었으나 주어진 준거가격인 현재가격에 크게 영향을 받지 않았다. 그러나 애널리스트 업무 경력에 따른 차이는 나타나, 경력이 많지 않은 그룹이 현재가격에 더 영향을 받는 것으로 나타났다. 또한 애널리스트들의 자기 과신 성향과 낙관주의 성향이 보통보다 높았으나 이러한 성향이 목표주가에 직접적으로 영향을 주지는 않았다.

연구 결과의 시사점은 우리나라 애널리스트들의 목표주가는 주로 이익예측치에 적정PER를 곱하여 산정되기 때문에 이익예측치가 크게 변하지 않는 한 단기적인 가격변동에 크게 영향을 받지 않는다는 것이다. 신문기사 등에서 자주 볼 수 있는 “편견멘털이 변하지 않았기 때문에 목표주가를 유지한다.”라는 애널리스트의 의견 제시는 이익예측치가 변하지 않았기 때문에 가능한 것으로 판단된다. 애널리스트 개개인 간에는 성별이나 심리적 성향에 따라 일부는 영향을 받지만 애널리스트들의 의견이 증권시장 안으로 모여 일종의 합의(consensus)가 이루어진다면 투자자 입장에서는 상당히 안정적인 목표주가를 제공받는 것이라고 볼 수 있다. 역으로 보면 합의가 이뤄지지 않은 목표주가를 해석할 때는 최소한 그 애널리스트의 경력 정도는 점검하여야 한다는 시사점도 도출할 수 있다.

본 연구의 가장 큰 한계점은 분석에 사용된 설문 숫자가 제한적이어서 다양한 형태의 분석이 이뤄지지 않았다는 점이다. 일반적으로 애널리스트들은 외부의 압력에서 벗어나 독립적으로 분석 자료를 제공하도록 제도적 뒷받침이 되어 있으며 연봉계약도 개별적으로 이루어져 애널리스트는 증권사에서 별도의 집단으로 취급받고 있다. 따라서 애널리스트를 대상으로 설문조사한다는 것은 대단히 어려운 작업이어서 선행연구를 찾아보기 힘들다. 따라서 본 연구의 한계점에도 불구하고 현업에 종사하고 있는 애널리스트들에게 직접 설문을 받았다는 것 만으로도 의의가 있다고 판단한다. 추가적인 연구대상으로 설문 대상의 외연을 넓혀 증권분석업무를 하지 않지만 분석된 보고서를 많이 활용하는 증권사 영업직원과 증권분석 업무를 학습한 대학생을 상대로 설문조사하여 차별성을 선명화하는 작업도 필요할 것이다. 또한 본 연구가 일정한 시점을 기준으로 이뤄졌기 때문에 가지는 한계점도 있으므로 증권시장의 호황과 불황에 따른 적정 PER의 변화 등 목표주가에 영향을 미치는 요인들에 대한 시계열분석 차원의 접근도 필요하다고 본다.

참고문헌

- 강상구·김중혁·임찬우(2007), “에널리스트 투자정보의 유용성과 정보비대칭”, *재무연구*, 20(3), 1-34.
- 금융투자협회(2013), “2012년 금융투자자의 투자실태에 관한 조사 보고서”, www.kofia.or.kr
- 김문철·전영순·이병복(2011), “에널리스트 목표주가 예측능력의 지속성 및 주가반응에 관한 연구”, *세무와회계저널*, 12(2), 43-73.
- 김청택·최인철(2010), “법정의사결정에서의 판사들의 인지편향”, *서울대학교 법학*, 51(4), 317-345.
- 박광배·김상준·한미영(2005), “가상적인 재판 쟁점에서의 현역판사의 판단과 모의배심원의 집단판단에 대한 인지적 방략의 효과”, *한국심리학회지: 사회문제*, 11(1), 59-84.
- 박지혜·조중석(2011), “정보비대칭이 목표주가에 미치는 영향”, *경제연구*, 32(1), 85-112
- 백은영·주소현(2011), 우리나라 투자자의 자기과신성향, *Financial Planning Review* 4(1), 29-53.
- 이병복(2010), “에널리스트의 목표주가 예측의 정확성 및 시장반응의 결정요인에 관한 연구”, 박사학위논문.
- 주소현(2009), *재무설계를 위한 행동재무학*, 서울: FP Books.
- 한미영·김재휘(2007), 개인투자자의 자기고양적 지각과 투자확신이 위험투자행동에 미치는 영향, *한국심리학회지: 사회문제*, 13(3), 89-109.
- Asquith, P. and Michael B. M. and Andrea S. Au.(2005), Information content of equity analyst reports., *Journal of Financial Economics*, 75(2), 245-282.
- Bonini, S. and L. Zanetti and R. Bianchini and A. Salvi(2010), Target Price Accuracy in Equity Research, *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), 1177-1217.
- Bradshaw, M. T. and Brown, L. D. and Huang K.(2012), Do sell-side analysts exhibit differential target price forecasting ability?, *Review of Accounting Studies*, 1-26.
- Campbell, S. D. and Sharpe, S. A.(2009), Anchoring Bias in Consensus Forecasts and Its Effect on Market Prices, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 369-390.
- Demirakos, E. G. and Strong, N. C. and Walker, M.(2004), What valuation models do analysts use?, *Accounting Horizons*, 18(4), 221-240.
- Elgers, P. and Lo, M. and Pfeiffer, R.(2001), Delayed security price adjustments to financial analysts' forecasts of annual earnings, *The Accounting Review* 76, 613-632.
- Englich, B. and Mussweiler, T.(2001), Sentencing under uncertainty: Anchoring effects in the courtroom, *Journal of Applied Social Psychology*, 31, 1535-1551.
- Hong, H. and Lim, T. and Stein, J.(2000), Bad news travels slowly: Size, analyst coverage and the profitability of momentum strategies, *Journal of Finance* 55, 265-295.

- Kahneman, D. and Tversky, A.(1973), On the psychology of prediction.,
Psychological Review, 80, 237-251.
- Kaustia, M. and Alho, E. and Puttonen, V.(2008), How Much Does Expertise Reduce Behavioral Biases? The Case of Anchoring Effects in Stock Return Estimates,
Financial Management, 37(3), 391-411.
- Pompian, Michael(2006), *Behavioral Finance and Wealth Management*, New Jersey: Wiley.
- Scheier, M. F. and Carver, C. S. and Bridges, M. W.(1994), Distinguishing optimism from neuroticism (and trait anxiety, self-mastery, and self-esteem): A reevaluation of the Life Orientation Test. *Journal of personality and social psychology*, 67, 1063-1078.
- Shiller, R.(2004), *Irrational Exuberance*, New Jersey: Prince University Press.
- Slovic, P. and Lichtenstein, S.(1971), Comparison between Bayesian and regression approaches to the study of information processing in judgment. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 6, 649-744.
- Tversky, A. and Kahneman, D.(1974), Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science*, 185, 1124-1131.