

## 證券會社의 投資情報の 有用한가

朴 廷 寔\* · 宋 永 出\*\*

『目 次』	
I. 研究目的	1. 全體推薦種목의 收益殘差의 分析
II. 實證分析	2. 同時推薦種목의 收益殘差의 分析
1. 研究方法	3. 推薦會社別 評價
2. 標本의 選擇	IV. 結論 및 問題點
3. 株價收益率의 계산	参考文獻
III. 研究結果	

### I. 研究 目 的

株式價格의 變化를豫測할 수 있는가에 대한 論難은 學界에서뿐만 아니라, 證券會社를 中心으로 한 實務界에서도 자주 일어나고 있다. 그러나 資本主義社會가 發達하여 資本市場의 규모가 크고 安定的인 經濟體制에서는, 一般投資者들의豫測은 물론, 소위 專門家들의豫測도 거의 實効가 없다는 주장이 받아들여지고 있다.<sup>(1)</sup> 이러한 投資情報의 有用性에 관한 研究로는, Diefenbach의 研究, Cheney, Groth 等의 研究들이 있다.<sup>(2)</sup>

우리나라의 資本市場에 있어서는 아직 그 거래규모가 미미하며, 證券投資에 관심있는 投資者가 적고 資金의 需給이 완전히 자유롭지는 않은 실정이다. 이러한 상황에서는, 資本市場에서 랜덤·워 (random walk) 이론이 적용된다고 보기는 어렵다. 랜덤·워 이론이 적용이 될 수 없는 것이 우리 나라의 증권시장이라면, 證券關係專門家들은 一般投資者보다 많

筆者： \* 서울大學校 經營大學 經營研究所 研究員, 서울大學校 經營大學 副教授

\*\* 서울大學校 大學院 經營學科 卒業

(1) J.H. Lorie and M.T. Hamilton, *The Stock Market: Theories and Evidence*, (Ill.; Richard D. Irwin, Inc., 1973), pp. 70-97.

(2) R.E. Diefenbach, "How Good Is Institutional Brokerage Research?" *Financial Analysts Journal*, (Jan.-Feb. 1972), pp. 54-60, H.L. Cheney, "How Good are Subscription Investment Advisory Services?" *Financial Executive*, (Nov. 1969), pp. 30-35, J.C. Groth et al., "An Analysis of Brokerage House Securities Recommendations," *Financial Analysts Journal*, (Jan.-Feb. 1979), pp. 32-40.

은 情報를 가지고 株價變化를 보다 잘豫測할 수 있을 것이란 가정을 할 수 있다. 만일 이 가정이 맞는다면, 일반 투자자들은 證券會社에서 제공하는 投資情報에 따라 投資하는 것이 협명할 것이다.

본 研究의 目的은 위에서 언급한 가정의 事實與否를 科學的인 方法으로 규명하여 보려는 데 있다. 보다 구체적으로는 첫째, 증권관계전문기관에서 추천하는 證券이 다른 證券들보다 우수한 投資成果를 낼 수 있는가를 살펴보고, 둘째, 우리나라의 證券市場에서 랜덤·월 이론이 타당한가를 分析하기 위한 것이다.

## II. 實 證 分 析

### 1. 研究方法

本 研究의 方法은 우선 體系的 危險  $\beta$ 와 收益率간의 관계를 나타내는 證券市場線(security market line)을 實證的으로 구한 뒤에, 證券會社 추천종목들의 實際收益率을 이 證券市場線에 따른 均衡收益率과 비교하여 보는 方法이다.

個別株式의  $\beta_i$ 는 時間에 대하여 不安定의이기 때문에, 이들을 이용하여 구한 SML은 설명력이 약하다. 이러한 個別  $\beta_i$ 의 不安定性(unstationarity)을 극복하기 위하여, 포오트폴리오를 구성하여 그 포오트폴리오의  $\beta_p$ 와 수익률의 관계로서 SML을 구하였다.<sup>(3)</sup>

#### ① 個別株式의 $\beta_i$ 계산

과거의 이미 실현된 자료를 이용하여 個別株式의  $\beta_i$ 를 式 (1)과 같이 구한다.

$$\tilde{R}_{it} = \alpha_1 + \beta_i \tilde{R}_{mt} \dots \dots \dots \quad (1)$$

$\tilde{R}_{it}$ : 과거  $t$ 期의  $i$ 株式의 수익율

$\beta_i$ :  $i$ 주식의 體系的 危險

$\tilde{R}_{mt}$ : 과거  $t$ 期의 市場收益率

#### ② 포오트폴리오의 $\beta_p$ 계산

個別株式의  $\beta_i$  보다는 포오트폴리오의  $\beta_p$ 가 時間에 따라 安定의이므로, 포오트폴리오를 구성하여 그  $\beta_p$ 를 구하였다. 포오트폴리오의 구성은 式 (1)에서 계산된  $\beta_i$ 의 크기에 따라, 20개의 基準포오트폴리오를 구성하였다. (즉 가장 큰 5%의  $\beta_i$ 가 첫째 基準포오트폴리오

(3) F. Black, M. Jensen and M. Scholes, "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests," reprinted in *Studies in the Theory of Capital Markets*, edited by M. Jensen, (N.Y.; Praeger Publishers, Inc., 1972), J.C. Groth et al., *op. cit.*, pp. 32-40.

가 되고, 그 다음 큰 5%가 둘째 基準포오트폴리오가 된다.) 이렇게 구성한 基準포오트폴리오의  $\beta_p$ 는, 이 포오트폴리오의 收益率과 市場收益率과의 一次回歸式인 式(2)에서 계산된다.

$\tilde{R}_{pt}$ : 과거  $t$ 期의 포오트폴리오  $p$ 의 收益率

$\beta_p$ : 포오트폴리오  $P$ 의 體系的 危險

### ③ 정상수익율의 계산

식 (2)를 이용하여 계산된 이미 실현된  $\tilde{\beta}_p$ 와 이에 관계된  $\tilde{R}_{pt}$ 의 관계로서 SML을 표시하면 式 (3)과 같다.

$\beta_p$ : 과거의 자료로 계산된 포오트폴리오  $p$ 의 體系的 危險

式 (3)이 오차가 적은 SML을 나타내므로, 證券市場이 균형상태일 때 오차가 없이 측정되는 個別株式의  $\beta_i$ 와 收益率의 관계도 式(3)으로 나타낸 SML上에 있게 된다. 따라서, 균형상태에서의 個別株式의  $\beta_i$ 에 따른 정상수익률(normal return)  $R_{ii}^*$ 는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

式 (4)의  $\alpha_1$ 와  $\alpha_2$ 는 式(3)의 實證的인 回歸式에서 구한 것이다. 그러므로 어떤 資本資產(capital asset)이 균형상태에서 體系的 危險  $\beta$ 에 따라 적절히 평가되었다면, 個別資產의  $\beta$ 에 따라 式 (4)를 충족하는  $R_{it}^*$ 를 갖게 된다.

#### ④ 收益殘差의 계산

어떤 자산  $i$ 의 실제 실현된 수익률을  $\tilde{R}_{it}$ 라고 한다면, 정상수익률  $R_{it}^*$ 와 실현수익률  $\tilde{R}_{it}$ 의 차를 수익률(Residual return)라고 하여 다음과 같이 계산한다.

式 (5)의  $RE$ 는  $\beta_i$ 의 體系的 危險을 갖는 個別株式으로 부터 期待되었던 均衡狀態의 收益率과 實際收益率의 差異를 말한다. 本 研究는 이  $RE$ 를 기초로 한 연구이다. 즉, 證券會社에서 추천한 종목이 추천시점을 前後로  $RE > 0$ 을 有意的으로 보여 준다면, 證券會社의 추천이 効力이 있음을 말하는 것이며, 그렇지 않다면 證券會社의 추천활동이라는 것이 별 의미가 없다는 것이다.  $RE > 0$ 이라는 것은 市場의 均衡狀態에서 個別株式의 體系적 危險  $\beta_i$ 에 따라 보상되는 正常收益率보다 실제수익률이 더 크다는 것을 말하는 것이기 때문에

이다.

本研究는 추천시점을 0으로 하여 추천시점 前後 25週의 RE를 살펴 보았다.

## 2. 標本의 選擇

### 1) 추천종목

研究對象이 되는 추천종목들은 우리나라의 27개 證券會社중에서 資本金과 去來實積이 큰 7개의 大型 證券會社인 三寶, 東西, 東洋, 大信, 國一, 大保, 韓信에서 추천하는 종목들이다. 外國의 경우는 投資情報誌나 證券會社의 營業이 명백하게 추천종목을 제시해 주고 있으나, 우리나라의 경우는 證券會社는 고객의 要請에만 따르는 소극적인 營業을 권장받고 있어서 公式的인 「추천」을 하지 못하고 있는 실정이다. 그러나 各 證券會社들은 調査部를 통하여 個別種目과 業種에 대한 分析을 한 뒤에 그 内容을 各 會社의 週報에 실고 있다. 즉, 各 種目的 過去株價 움직임, E/P비율, 成長率 등을 分析한 뒤에 「關心種目」 또는 「種目研究」 등의 이름으로 投資者에게 추천종목을 제시하는 것이다.

本研究는 1980년 1월 4일부터 1980년 10월 20일 사이에 7大 證券會社에서 추천한 540개의 추천을 수집하였다. 이 7大 證券會社중에서 6大會社들은 每週 월요일에 추천종목을 발표하는데 韓信證券은 每週 화요일에 발표를 하여, 연구를 단순화하기 위하여 韓信증권에서 발표하는 추천종목은 제외하였다. 또 國一證券은 1980년 7월부터는 추천활동을 하지 않아 또한 研究對象에서 제외시켰다. 1980년 10월에 들어서는 그 추천종목이 적어서 10월 말에 추천된 모든 종목을 제외시켰다. 결과적으로 5大證券會社인 三寶, 東西, 東洋, 大信, 大保가 1980년 1월부터 1980년 9월까지 행한 450개의 추천종목을 分析對象으로 하였다.

〈表 1〉은 研究對象이 된 추천주식들을 會社別・月別로 나타낸 것이다.

〈表 1〉 會社別・月別 추천현황

月	會社	三寶	東西	東洋	大信	大保	合計
1	月	15	10	4	18	11	73
2	"	12	6	5	23	6	75
3	"	7	11	11	21	5	64
4	"	3	21	8	14	6	62
5	"	20	16	1	10	8	70
6	"	18	10	21	6	8	68
7	"	11	9	3	9	6	38
8	"	7	7	6	6	5	31
9	"	12	12	3	7	7	41
合計		105	102	67	114	62	450

## 2) 研究期間

1980년 1월부터 1980년 9월까지의 추천종목의 收益殘差(*RE*)를 보기 위하여, 먼저 1979년 7월 1일부터 1981년 4월 6일까지의 220개의 株價變動을 週別로, 每週 월요일의 始價를 기초로하여 株價를 수집하였다. 1979년 7월 1일부터 1981년 4월 6일까지를 대상으로 株價를 수집한 이유는, 1980년 1월의 -25週에 해당하는 때가 1979년 7월 1일이며, 1981년 4월 6일은 추천 마지막인 1980년 9월末의 +25週에 해당되기 때문이다. 220개의 주식은 1979년 7월부터 1981년 4월까지 계속 1部에 있던 주식중에서 株價變動이 거의 없는 金融株를 제외한 모든 株式을 포함하는 것이다.

220種目을 대상으로 먼저 각 株式別  $\beta_i$ 를 계산하여, 이  $\beta_i$ 의 크기순서대로 20개의 基準포트폴리오를 구성한 뒤, 이 基準포트폴리오를 중심으로 各期의  $\alpha_1$ 와  $\alpha_2$ 를 계산하고 이를 근거로 하여 各期의 균형수익률  $R_{it}^*$ 를 계산한 뒤, 각 추천종목의 추천한 週로부터 +25週, -25週의 週間收益率  $\tilde{R}_t$ 를 관찰하여  $R_{it}^*$ 와의 差異인 *RE*를 조사하였다.

## 3. 株價收益率의 계산

株價收益率( $R_t$ )은 자연 log를 利用하여 다음과 같이 계산하였다.<sup>(4)</sup>

$$R_t = \log_e P_{t+1} - \log_e P_t \dots \dots \dots \dots \dots \dots \quad (6)$$

$P_t$ :  $t$ 週의 始價

$P_{t+1}$ :  $t+1$ 週의 始價

$R_t$ :  $t$ 週의 收益率

收益率을 구하는데 자연 log를 쓰는 理由는 첫째, 자연 log로 계산된 價格差는 그 週에서의 繼續投資收益率(continuous compounding rate)을 나타내 주기 때문이다. 이러한 繼續投資收益率은 加算性(additivity)이 있어서, 保有期間이 길어지면 단순히 合하여 收益率을 구해 낼 수 있는 利點도 가지고 있다.<sup>(5)</sup>

$$\frac{P_{t+1}}{P_t} = \exp. \log_e \frac{P_{t+1}}{P_t}$$

$$P_{t+1} = P_t \cdot \exp. \log_e \frac{P_{t+1}}{P_t}$$

$$= P_t \cdot \exp. (\log_e P_{t+1} - \log_e P_t)$$

둘째, 株價의 變動幅은 價格水準이 높아짐에 따라 커진다. 그러나 자연 log 欲을 취하면

(4) E. Fama, "The Behavior of Stock Market Prices," *Journal of Business*, (Jan. 1975), pp. 103-104.

(5) Charles G. Collard, "The Third Yield," *Financial Analysts Journal*, (Jan.-Feb. 1968), pp. 114-120.

이러한 價格水準의 差異로 인하여 생기는 偏差를 없앨 수 있다.

세째, 자연  $\log$  값으로 계산된 收益率은 ±15% 이내의 變化는, 百分率로 표시한 單純價格變化率과 크게 다르지 않다.

또한 收益率의 계산은 式 (6)을 그대로 사용한 것이 아니라, 配當, 有償增資, 無償增資의 有無 등에 따라 다음과 같이 조정하여 사용하였다.<sup>(6)</sup>

① 配當에 대한 修正

$$R_t = \log_e(P_{t+1} + D_t) - \log_e P_t$$

$D_t$ : 1株當 配當金

② 無償增資에 대한 修正

$$R_t = \log_e[P_{t+1}(1+R)] - \log_e P_t$$

$R$ : 1株當 配定比率

③ 有償增資에 대한 修正

$$R_t = \log_e \left[ P_{t+1} \times \frac{(1+P) \cdot P_t}{P_t + R \cdot A} \right] - \log_e P_t$$

$R$ : 1株當 配定比率

$A$ : 1株當 納入額

④ 有・無償增資에 대한 修正

$$R_t = \log_e \left[ P_{t+1} \times \frac{(1+R_1+R_2) \cdot P_t}{P_t + R_2 \cdot A} \right] - \log_e P_t$$

$R_1$ : 無償增資率

$R_2$ : 有償增資率

⑤ 配當과 無償增資에 대한 修正

$$R_t = \log_e[P_{t+1}(1+R) + D_t] - \log_e P_t$$

⑥ 配當과 有償增資에 대한 修正

$$R_t = \log_e \left[ P_{t+1} \times \frac{(1+R) \cdot P_t}{P_t + R \cdot A} + D_t \right] - \log_e P_t$$

⑦ 配當과 有・無償增資에 대한 修正

$$R_t = \log_e \left[ P_{t+1} \times \frac{(1+R_1+R_2) \cdot P_t}{P_t + R_2 \cdot A} + D_t \right] - \log_e P_t$$

⑧ 額面分割에 대한 修正

$$R_t = \log_e [2 \times P_{t+1}] - \log_e P_t$$

(6) 沈炳求, 李正圭, 證券投資論 (博英社, 1977), pp. 195-198.

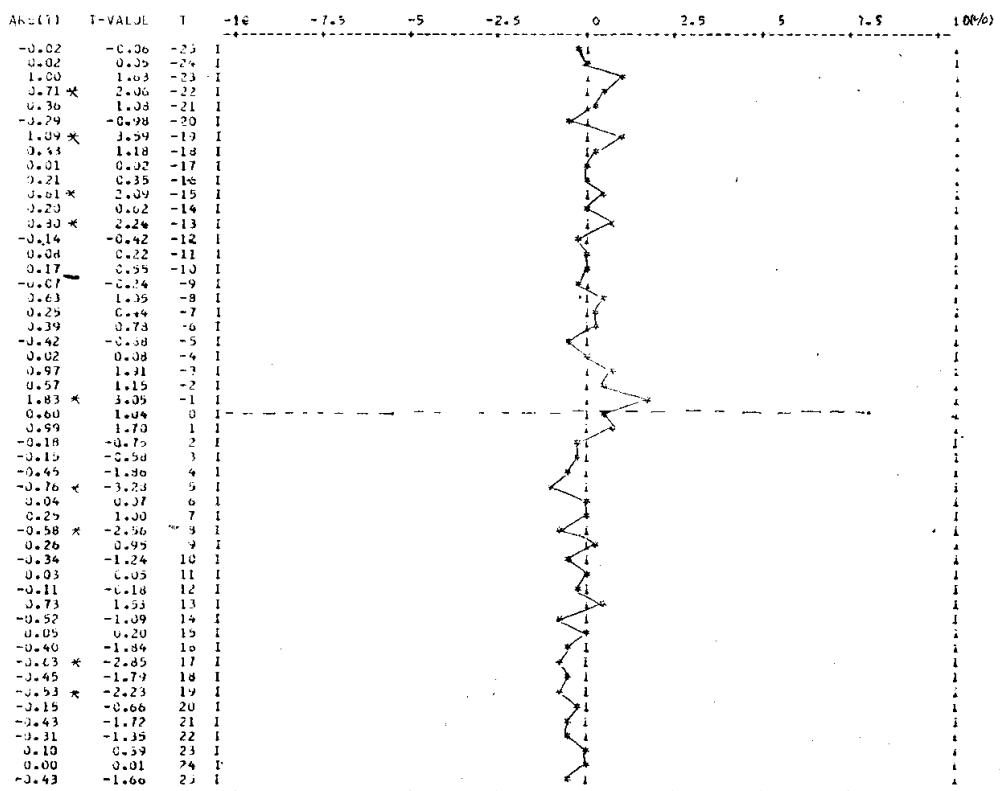
### III. 研究結果

#### 1. 全體推薦種目的 收益殘差의 分析

앞에서 지적한 5개 증권회사가 추천한 450개의 證券을 대상으로, 式(5)에 의거한 收益殘差를 조사한 결과는 <그림 1>과 같다. 총 추천종목 450개 중에서 2개회사가 동시에 추천한 종목이 35개이고, 3개회사가 동시에 추천한 종목이 4개, 한 회사만 추천한 종목이 411개이다. (물론, 다른 시점에서 같은 종목을 추천한 것도 여기에 포함된다.)

<그림 1>에서 平均收益殘差 ARE(T)를 보여주고 있다. 즉, 式(5)인  $RE_{it} = \tilde{R}_{it} - R_{it}^*$ 에서  $i=1\cdots\cdots 411$ 이며,  $t=-25$ 에서  $+25$ 까지로서, 추천시점을 0으로 하여  $t$ 期의 平均殘差 ARE(T)는 다음과 같이 계산하였다.

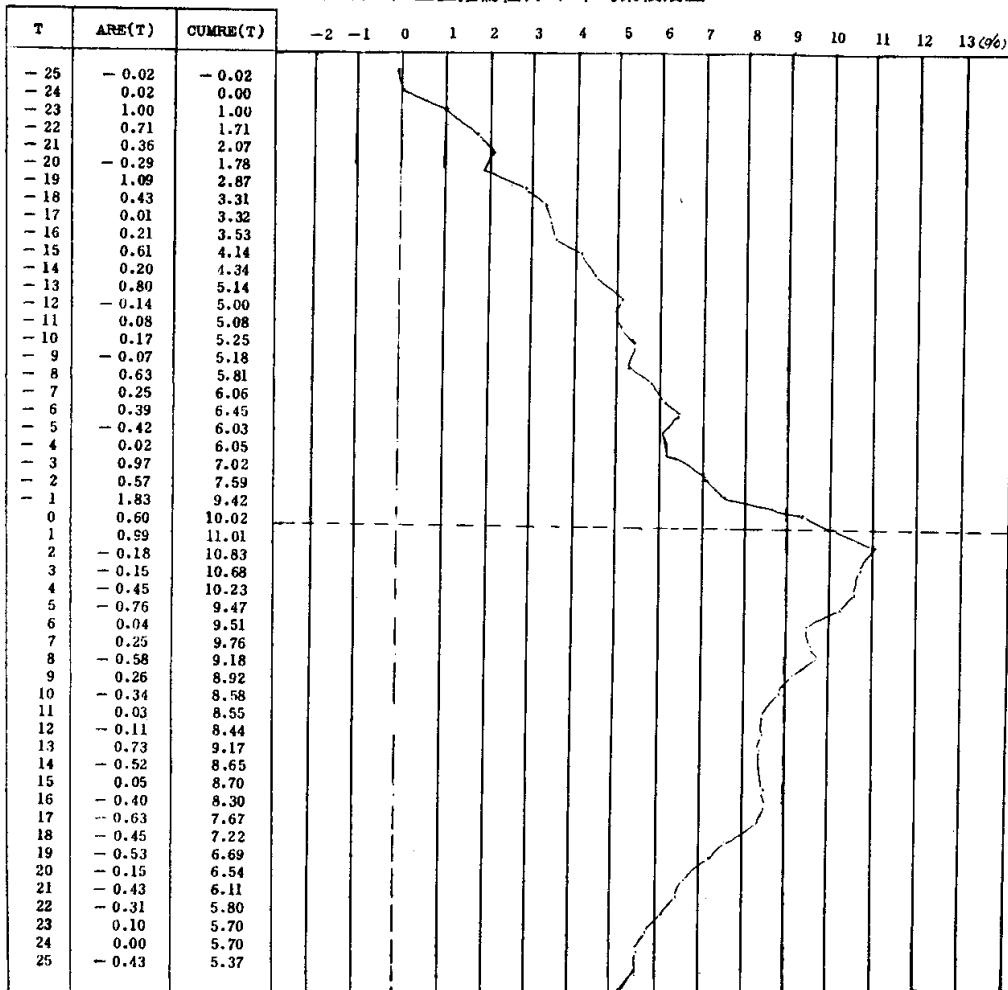
<그림 1> 全體推薦種目的 收益殘差



이 평균殘差를 그림으로 그린 것이 <그림 1>이다. <그림 1>에서 T-value는 ARE(T)=0이라는 가설검증을 위한 t-統計量이며, \* 표시는 有意水準 5%에서 의미가 있는 값을 나타낸다.

<그림 1>에서 보면 추천종목이 다른 종목들과 비교하여 의미 있을 정도로 큰 수익을 얻은期間은 매우 적으며, 특히 추천시점인  $T=0$  이후의 收益殘差를 볼 때 별 반응이 없음을 알 수 있다. 특기할 것은  $T=-1$ 에서 강력한 “+”의 收益殘差가 있다는 것과,  $T=+5$ 에서 강력한 “-”의 收益殘差가 있다는 것이다. 추천종목의 누적적인 변동을 보기 위하여

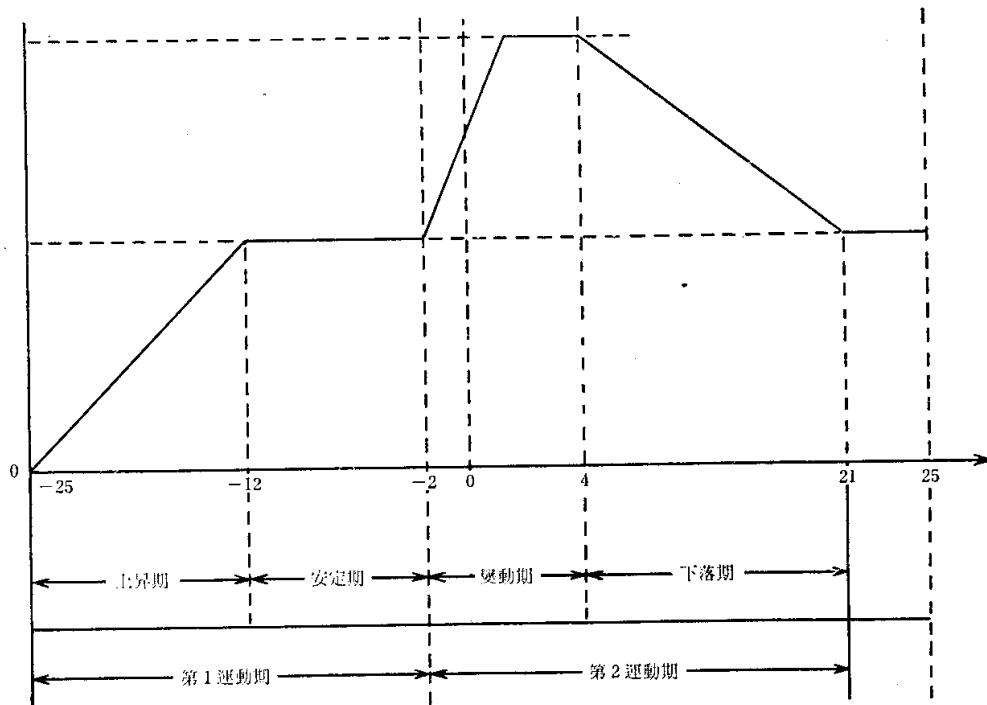
〈그림 2〉 全體推薦種目的 平均累積殘差



누적잔차(cumulative residual return)를 살펴보면 〈그림 2〉와 같다.

〈그림 2〉에서 보면 추천시점  $T=0$  이전에는 누적잔차가 증가하고,  $T=0$  이후에는 누적잔차가 감소하고 있는 현상을 볼 수 있다. 〈그림 2〉를 단순화시켜 누적잔차의 변화에 따라 그려보면 〈그림 3〉과 같이 나타나며, 株價의 變化樣狀에 따라 다음과 같이 구분할 수 있다.

〈그림 3〉 收益殘差로 구분한 株價 움직임



제 1 운동기는  $T=-2$  以前, 제 2 운동기는  $T=4$  以後로 구분된다. 제 1 운동기는 다시 上昇期와 安定期로 구분되는데, 上昇期는  $T=-12$  以前으로 이때에는  $RE$ 가 '+' 값을 보이는 기간으로 株價가 계속적으로 上向調整되고 있는 기간이며,  $T=-12$ 에서  $T=-2$ 까지의 安定期은 每期의 收益殘差가 '0'으로서 株價가 安定되어 있는 기간이다. 제 2 운동기는  $T=-2$ 와  $T=4$  사이에서 株價가 급격히 上昇하였다가 일시적으로 安定되는 變動期와  $T=4$  이후의 株價가 계속 하락하는 下落期로 구분할 수 있다.

이와 같은 현상이 일어나는 이유를 다음과 같이 설명 할 수 있다.

첫째, 投資者들이 證券會社에서 나오는 投資情報가 매우 有用하다는 사실을 알고, 이러한 投資情報を 미리 얻고자 노력을 하여 추천정보가 週報의 發刊이전에 流出되었을 경우이다.

둘째, 證券會社의 調査部가 추천종목을 선정함에 있어서, 바로 前週에 價格變化가 크게

일어났던 種目을 채택했을 경우이다.

두 경우가 모두 가능하지만, 추천정보를 미리 알아내어 투자전략을 세우고자하는 投資者가 있다고 보기는 現實的으로 어렵다고 생각된다. 따라서,  $T=-1$ 에서의 큰 收益殘差에 대한 해석은 後者가 더 타당하다고 본다. 즉, 證券會社에서는 추천종목을 선정할 때  $T=-1$ 에서의 큰 價格變化를 보고, <그림 3>에 나타난 제 1 운동기의 變化形態를 고려하여, 추천 이후에서도 제 1 운동기와 같은 형태의 변화가 일어나리라고 期待를 한다고 볼 수 있다.

그러므로  $T=-1$ 에서 價格變化가 일어난 이유는 證券會社의 추천정보때문이 아니라, 다른 영향때문인 것이다. 第 2 運動의 下落期에서 보면, 누적수익율은 第 1 運動의 安定期 수준으로 되돌아가고 있다. 證券會社가 추천종목을 소개할 때에는, 短期的인 賣買差益에 대한 권고보다는, 配當에 대한 期待나 成長性 等의 말을 써서 長期投資를 권유하고 있다. 그러나, 長期的인 관점에서 볼 때, 추천시점( $T=0$ )에서 證券을 구입한 고객은 커다란 손해를 보고 있음을 <그림 2>와 <그림 3>이 보여주고 있으므로, 證券會社에 근무하는 專門投資者들이 市場의 長期的인 전망에 대한 分析능력이 없다고 할 수 있다.

이상에서 볼 때, 過去의 株價資料와 公表된 情報를 分析하여 나오는 推薦은 投資情報로서의 有用性이 없다고 할 수 있다. 그러나 이러한 投資成果에 따른 評價는 情報의 質에 관한 것으로서, 情報에 對한 株價의 反應速度를 檢討하는 効率性에 관한 것은 아니다. 推薦情報가 나오고 즉시 殘差가 '0'으로 돌아가는 것을 볼 때 우리나라 證券市場에서도 情報의 波及은 効率的이라고 할 수 있다. 現實에서 問題가 되는 것은, 證券會社나 投資者에게 正確한 情報分析能力이 없다는 것이다. 우리나라의 證券市場이 情報는 빨리 전달시키지만, 株價가 항상 本質的 價值를 나타내고 있다고 보기는 어렵다.

## 2. 同時推薦種目的 收益殘差의 分析

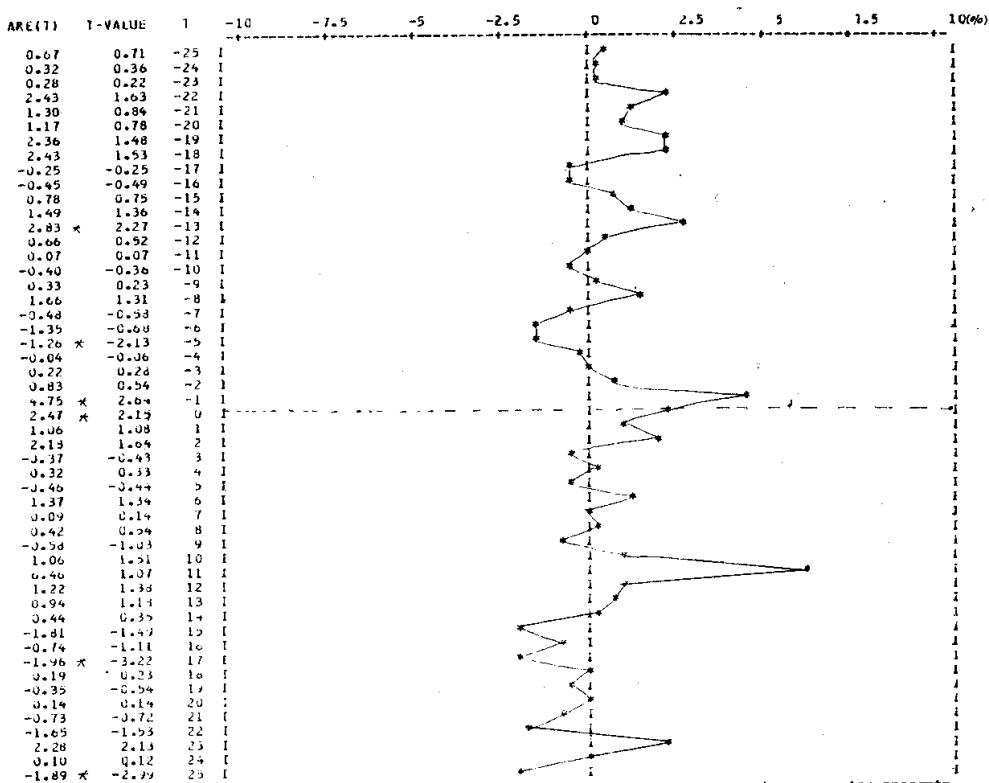
앞에서는 證券會社가 추천한 모든 種目을 綜合的으로 분석하였다. 이번에는 두 會社 이상이 같은 週에 同時に 推薦한 株式들을 살펴본다. 일반적인 상식으로는 여러 회사가 同時に 추천을 하였다는 것은, 다른 種目들보다 더 좋은 情報, 또는 보다 확실한 정보가 있기 때문이라고 볼 수 있다.

두 會社가 同時に 추천한 種目 35개의 收益殘差를 조사한 결과가 <그림 4>에 나와 있다. 그 결과는 全體推薦種目를 조사한 내용과 별 차이가 없다. 差異가 있다면, 殘差의 幅이 上下로 더 크다는 것이다. 즉 <그림 1>과 <그림 4>를 비교하여 보면, <그림 4>의 殘差의 幅이 훨씬 큰 것을 발견할 수 있다. 그 理由는 여기에서 간단하게 찾을 수는 없다. 다만 두 회사 이상이 관심을 갖는 種目들은 短期的으로 株價의 變動幅이 큰 種目들이라고 밖에 말

할 수 없다.

〈그림 1〉과 〈그림 4〉를 비교할 때 그 振幅에서도 차이가 있으나, 〈그림 1〉의 경우와 같이 〈그림 4〉에서도  $T=0$  이후의期間에 ‘+’의 残差를 보여주지 못하고, 오히려  $T=0$ 과  $T=8$  사이에서 残差가 하락하고 있는 현상은 「推薦種目」의 가치가 전혀 없음을 보여 주고 있다.  $T=0$  以前에는 어느 정도 收益殘差가 ‘+’이어서 超過收益을 보고 있으나, 그 利益 자체도 매우 적다는 것을 볼 수 있다.

〈그림 4〉 同時推薦種目の 收益殘差

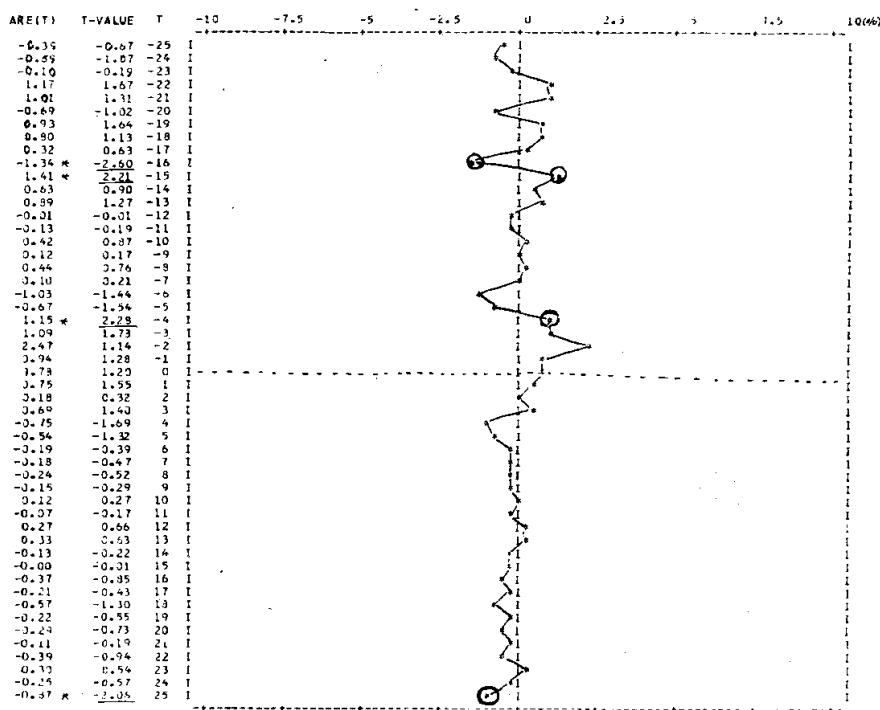


### 3. 推薦會社別 評價

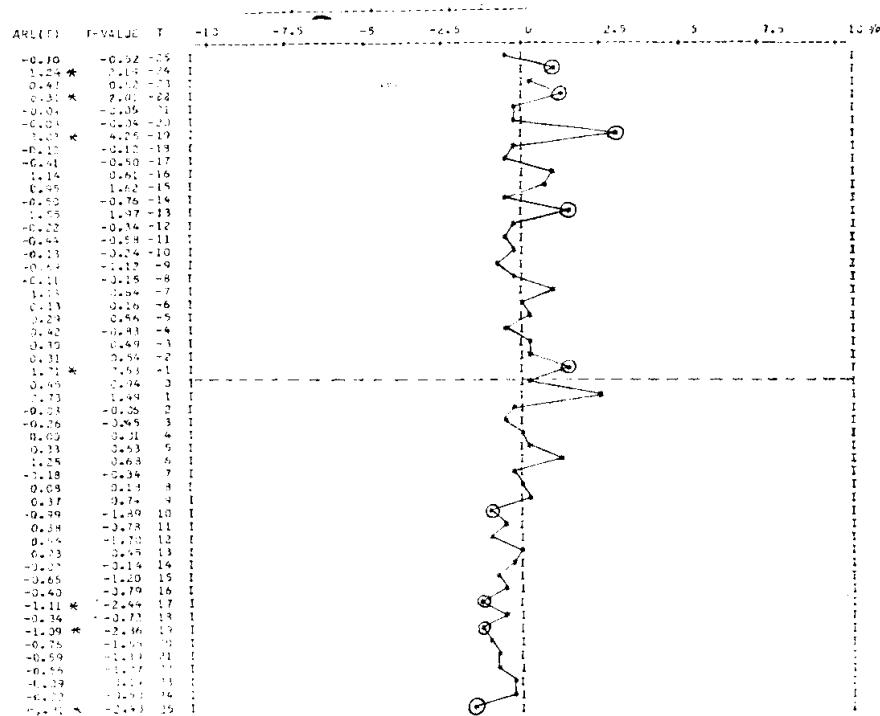
앞에서는 5개의 證券會社의 추천종목을 모두 종합적으로 보았는데, 각 會社別로 추천성과를 살펴보는 것도 의미있는 일일 것이다. 어느 한 證券會社가 다른 會社들보다 탁월한 株價豫測能力이 있을 가능성을 완전히 배제할 수는 없기 때문이다.

收益殘差로 살펴본 結果가 〈그림 5〉, 〈그림 6〉, 〈그림 7〉, 〈그림 8〉, 〈그림 9〉에 나타나 있다.

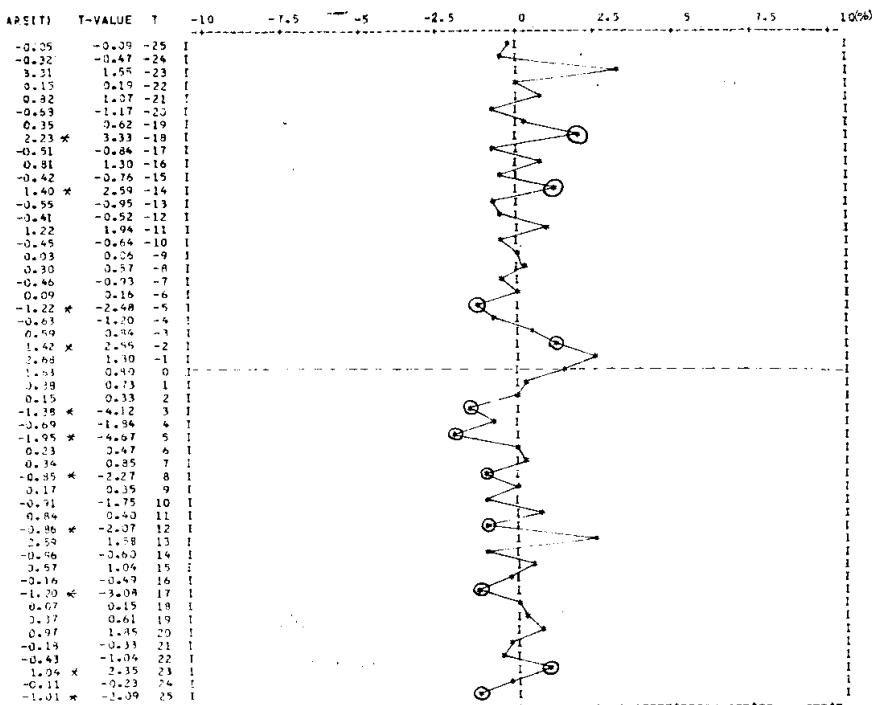
〈그림 5〉 A會社의 推薦成績



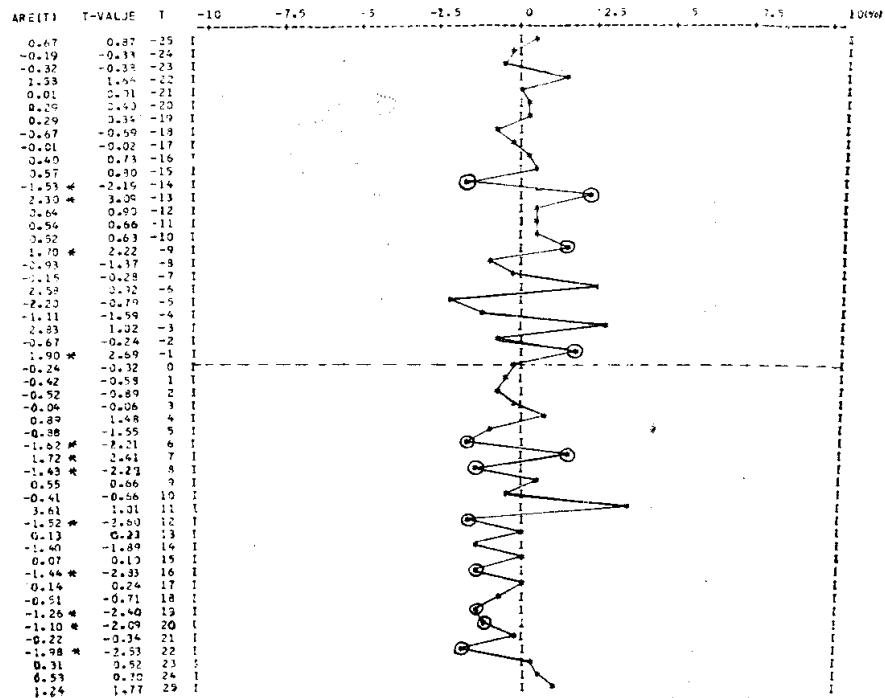
〈그림 6〉 B會社의 推薦成績



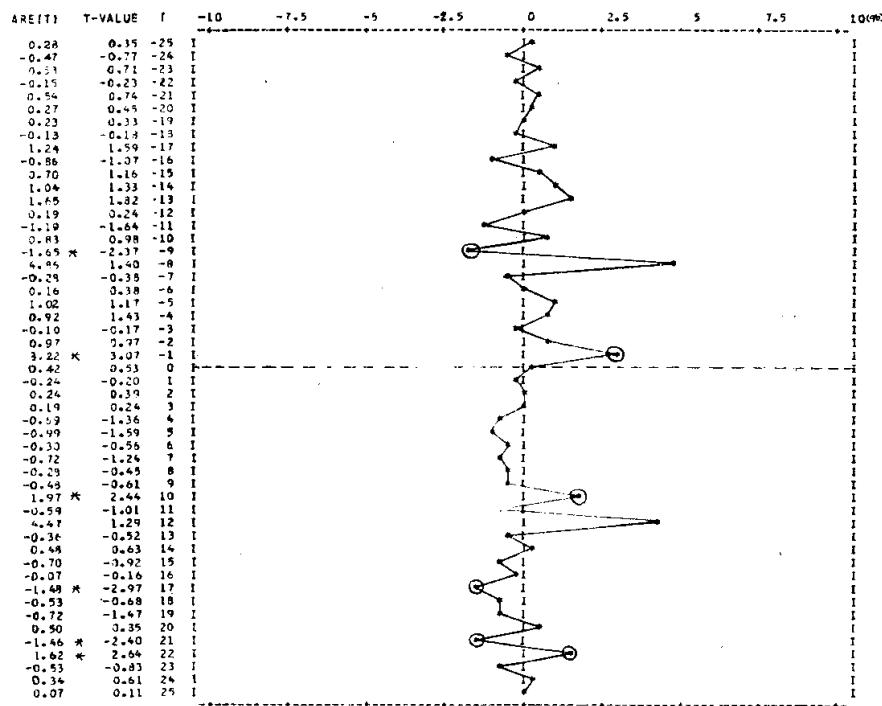
〈그림 7〉 C会社의 推薦成果



〈그림 8〉 D会社의 推薦成果



〈그림 9〉 E會社의 推薦成果



이 다섯 회사의 分析結果는 앞에서 행한 全體 推薦種目의 分析內容과 유사하며, 추천종목의 성과가 무작위로 선정한 경우의 수익률 즉, 市場의 平均收益率보다 그 성과가 못한 것이 더욱 두드러지게 나타나고 있다. 즉, 〈그림 7〉의 C회사를 보면 추천이후 5% 有意水準에서 의미있는 ‘-’ 殘差를 보이는 週가 25週중에서 6週인데 反하여, ‘+’ 残差는 단 1회였으며, 〈그림 8〉의 D會社는 ‘-’ 殘差가 7번, ‘+’ 残差는 1번을 보이고 있는데, 이것은 證券會社의 추천에 따라 投資를 한 投資者가 손해를 보고 있음을 나타낸다. A會社, B會社, E會社의 추천도, D會社나 E會社보다는 양호하게 보이지만, 마찬가지로 추천능력이 없다는 것을 보여준다.

#### IV. 結論 및 問題點

本研究의 目的은 證券會社가 推薦하는 種目이 超過收益을 낼 수 있는가 하는 것을 情報의 効率的인 傳達(즉, 市場의 効率性)과 關聯하여 檢討하는 것이었다. 正常收益率을 實證의 方法으로 規定하기 위하여 時系列分析과 橫斷分析을 하였다. 특히, 이 때에 個別 Beta의 安定性 問題때문에 11個씩의 株式으로 構成된 20개의 基準포트폴리오를 사용하였다.

또한 우리나라에서는 專門的인 投資情報案內誌가 없어서, 各 證券會社가 每週 發行하는 週報에서 關心種目 또는 有望種目으로 소개되는 것을 수집하여 檢證을 하였다. 5個의 代表的인 證券會社를 選定하여 이들이 38주동안에 行한 450個의 推薦을 檢證하였다.

分析內容을 要約하면 다음과 같다.

첫째, 證券會社에서 행하는 추천의 分析結果를 보면, 추천이전에는 '+'의 殘差를 보이고 있는데, 추천이후에는 '-' 残差가 나타나고 있다. 이것은 추천의 投資情報로서의 有用性이 적다는 것을 보여주는 결과이다. 추천이 있기 1~2週前에 큰 '+' 残差가 나타나고 있는데, 이것은 추천종목의 선정이 1~2週동안의 株價變化를 보고 이루어진다는 인상을 주고 있다.

둘째, 추천이 있고 나면 残差는 즉시 소멸되어 '0'으로 수렴하는데, 이것은 市場에서 情報의 強化 효과가 즉각적으로 이루어진다는 것을 보여 준다. 즉, 效率的 市場假說을 지지하는 것으로 볼 수 있다. 특히 證券專門家인 證券會社가 未來를豫測하고 있지 못하다는 사실은 強型 效率的 市場假說(strong form of EMH)을 나타내는 것으로 볼 수 있다.

이상과 같이 投資情報의 有用性에 대한 檢證을 하였는데, 本 研究는 다음과 같은 몇 가지 問題點을 안고 있다.

1. 과연 週報에 소개된 자료가 推薦情報의 役割을 하는가? 本 研究는 投資者가 이 資料를 推薦으로 받아 들인다는 가정을 하고 전개를 하였다.
2. 調査對象期間이 짧았다. 2年間의 株價를 이용하여 回歸分析을 하였고, 推薦資料도 38週 동안의 것만 수집하여 자료가 부족한 감이 있다.
3. 市場의 變動에 따라 調査期間을 나누어 檢討하지 못하였다. 市場의 上昇期와 下落期에 따른 推薦의 分類가 안되었다.
4. 買入推薦에 관한 것만 分析이 되었을 뿐, 賣却推薦에 관한 것은 檢證을 못하였다.
5. 去來費用과 稅金이 미치는 影響을 分析하지 못하였다.

앞으로 資料를 더 보충하고, 위에 언급한 문제점을 보완하여 分析技法을 多樣化하면 더充實한 結果가 나을 것으로 생각된다.

#### 參 考 文 獻

1. 沈炳求, 李正圭, 證券投資論, 博英社, 1977.
2. J.H. Lorie and M.T. Hamilton, *The Stock Market: Theories and Evidence*, (ill.; Richard

- D. Irwin, Inc., 1973).
3. R.E. Diefenbach, "How Good Is Institutional Brokerage Research?" *Financial Analysts Journal*, (Jan.-Feb. 1972).
  4. H.L. Cheney, "How Good are Subscription Investment Advisory Services?" *Financial Executive*, (Nov. 1969).
  5. J.C. Groth et al., "An Analysis of Brokerage House Securities Recommendations," *Financial Analysts Journal*, (Jan-Feb. 1979).
  6. F. Black, M. Jensen and M. Scholes, "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests," reprinted in *Studies in the Theory of Capital Markets*, edited by M. Jensen, (N.Y.; Praeger Publishers, Inc., 1972).
  7. E. Fama, "The Behavior of Stock Market Prices," *Journal of Business*, (Jan. 1965).
  8. Charles G. Collard, "The Third Yield," *Financial Analysts Journal*, (Jan.-Feb. 1968).