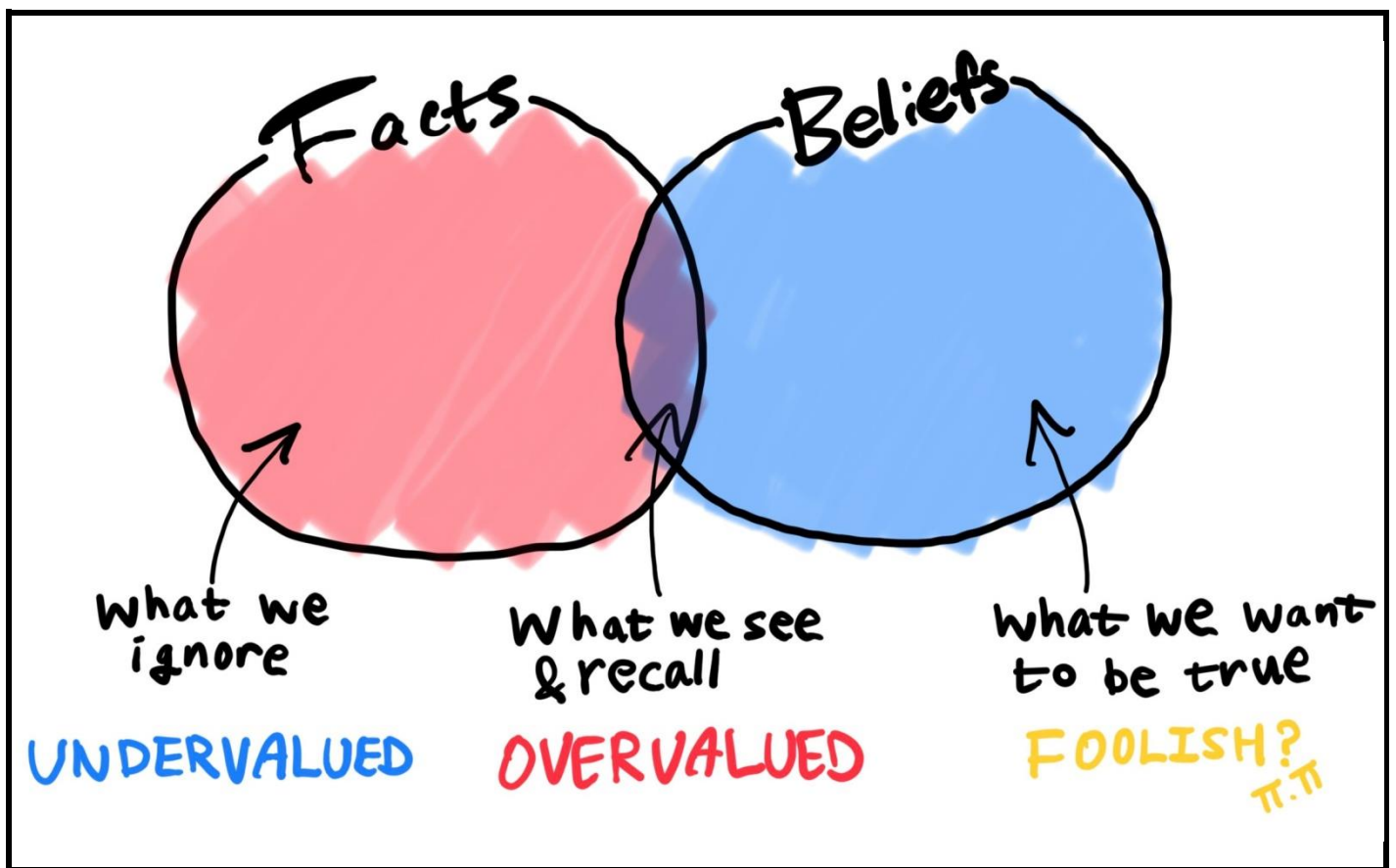


KB Quant

[한국주식 심리보고서 2] 여의도 종목



인간은 누구나 다른 사람에게 영향을 받는다.

남을 따라 주식을 사고 파는 '동조행동'도 자연스러운 일이다.

그런데, 여의도의 동조는 과거보다 강해졌다. 동조를 만드는 감정은 '불안'이다.

불안은 없애야 할 대상이 아닌, 이해하고 맞이해야 하는 감정이다.

우리는 업계를 이루는 기업, 애널리스트, 매니저의 불안을 얼마나 이해하고 있을까?

그들의 불안이 만나서 생긴 현상을 읽어보고, 불안을 이용하는 전략을 제시한다.



더 많은 리포트 보기

Contents

Executive Summary	3
Focus Charts	5
Prologue, 사람을 본다는 것	6
다시 한 번 꺼내든 ‘불안’	8
기업 [자기확장], 밸류에이션이 안 된다	11
애널리스트 [지각방어], 보는 것만 보게 된다	22
매니저 [회피동기], 위험을 지지 않는다	29
자기확장+지각방어+회피동기=‘여의도 종목’	37
불안의 동조 강화, ‘여의도 종목’의 생성	37
불안은 경계의 대상이자 이용의 대상	43
동조를 활용한 업종/종목 투자전략	48
Epilogue, 심리학은 불편하다?	52
Appendix _ 업종별 동조효과 관계도	53
Appendix _ 한국주식 Performance, Valuation, Earnings	63

Executive Summary

기업, 애널리스트, 매니저를 심리의 관점에서 분석

주식시장 사람들이 어떤 심리를 갖고 있고, 그 심리로 나타나는 현상을 분석해서 전략으로 제시하는 ‘한국주식 심리보고서’ 두 번째 이야기다. 분석 대상은 여의도 주식투자 업계를 이루고 있는 ‘기업’, ‘애널리스트’, ‘펀드매니저’다. 심리를 설명함에 있어 핵심이 되는 감정은 ‘불안’이다. 어떤 불안이 각 주체들의 마음속에 자리하고 있으며, 불안 때문에 무슨 행동을 하고 있고, 그 행동끼리 만나 주식시장에 무슨 일이 벌어지는지 이야기했다. 불안은 좋지 않은 감정이기 때문에 이들에 대해 나쁜 이야기를 하려는 것 같지만 그렇지 않다. 심리학에서는 인간의 마음속 근원의 감정을 불안으로 꼽기 때문이다. 그리고 불안은 멀리해야 할 존재가 아니라, 반대편의 좋은 감정들과 저울처럼 균형을 이루는, 우리가 이해해야 할 존재다.

인간의 마음속에 자리한 근원의 감정 ‘불안’

인간은 불안을 싫어하지만 행동의 많은 부분이 불안으로 설명된다. 어두운 곳에서 불안을 느끼는 이유는 어둠 자체가 우리에게 해를 가하기 때문이 아니다. 어둠 속에서 뭐가 나올지 모르는 ‘불확실한 상태’ 때문이다. 어떤 일의 발생 확률을 잘 모를수록 (더 정확히는 모른다고 생각할수록) 사람들은 이를 위험으로 인식하고, 불안감과 불쾌감이 증폭된다. 그리고 잘 알려진 것, 예상 가능한 것을 선택하거나 추구해 불안감을 감소시키기를 원하는 것이 인간의 본성이다.

불안에서 나온 ‘자기확장’과 ‘지각방어’

생존에 대한 불안은 소유나 관계를 향한 욕구를 불러일으킨다. 무언가를 가지거나, 누군가와 함께해야 생존확률을 높일 수 있기 때문이다. 인간은 소유나 관계를 자기와 동일시하면서 자아를 넓히는 ‘자기확장’을 한다. 또한 우리의 무의식은 우리를 불안으로부터 보호하기 위한 장치를 갖고 있다. 위험이 될 수 있는 정보를 회피하고 인식하지 않는 ‘지각방어’다. 지각방어는 좋은 것에 집중하게 해주기도 하지만, 불편하지만 필요한 것을 외면하게 하기도 한다.

불안이 바꾸는 행동의 ‘동기’

또한 불안은, 행동의 ‘동기’를 바꾼다. 심리학에서는 인간이 행동하는 데 어떤 방향으로 동기를 부여하는지 ‘접근/회피동기’로 구분한다. 접근동기는 좋은 것에 다가가기 위해, 예를 들면 “부자가 될 거야” 하는 식의 방향이다. 반면 회피동기는 “가난해지고 싶지 않다” 처럼 나쁜 것을 피하려는 동기부여다. 성장산업에 있다면 ‘뭔가 이뤄보겠다’는 접근동기를 갖지만, 위축하는 산업에 있다면 생존불안이 자극되면서 회피동기가 커진다. 동기는 감정의 범주도 바꾼다.

기업, 자기확장이 한국문화와 만나 밸류에이션 논리를 쓰기 어려워짐

우선 기업이다. 최근 기업들의 주가가 본업 외 요소에 영향을 받는 일이 많다. 비영업 손익의 규모도 커지고, 경영권 분쟁이나 복잡한 지분구조, 정치이슈로 밸류에이션이 흔들리는 일이 다반사다. 애널리스트들이 쓰는 밸류에이션 모델의 근간인 ‘돈을 잘 벌면 (또는 그럴 것이라면) 높은 밸류에이션을 받는다’는 논리가 예전처럼 통하지 않는다. 그 이면에 담긴 기업가의 심리는 ‘자기확장 (Self-Extension)’이며, 한국 특유의 문화가 이것을 강화시켰다.

회사=나, 나=회사

가족을 기본단위로 여기고 혈통을 중시하는 한국은 창업주의 성공담을 정체성으로 공유하면서 가족경영 형태로 운영하는 기업이 많다. 정체성을 이을 ‘믿음직한 혈연’끼리 의존하는 폐쇄성이 강하다. 최대주주 지분율이 높거나, 낮은 지분율로 소유가 가능한 지배구조를 만들어 외부인의 간섭을 경계한다. ‘내가 회사고, 회사가 나’인 형태로 자아를 확장하는 것이다. 그러나 확장이 커지면 소멸에 대한 불안이 다시 자극된다. 이것이 분쟁으로 표출되어 분석에 어려움을 준다.

애널리스트, 지각방어가 분석의 영역을 좁게 만들어

두 번째는 애널리스트다. 애널리스트 수가 감소하고 SNS 등을 통해 애널리스트가 아닌 사람들의 정보로 분석 수요가 대체되기도 하면서 입지가 좁아졌다. 생존에 대한 불안에 휩싸이기 좋다. 그래서 최근 애널리스트들은, 분석의 영역을 좁히는 대신 자세하게 분석하는 행동을 보이고 있다. ‘지각방어’ 때문이다.

커버리지 넓히기 vs. 깊게 분석하기

애널리스트들은 주도주나 맞출 수 있다는 자신감이 드는 정보가 풍부한 종목에 집중하고 있다. 주도주를 분석하면 주가가 오르는 것을 바라볼 확률도 높아진다. 분석한 종목의 주가 상승을 바라보는 일은, “내가 맞췄다”는 생각을 강화할 수 있다. 항상 그랬던 것은 아니다. 생존에 위협이 적을 때는 ‘생소하고 새로운 종목으로 커버리지를 넓히는 일’에도 역량을 쏟았다. 그 또한 애널리스트의 책무이기 때문이다. 그러나 생존이 불안할 때 주도주가 아닌 종목에 대한 분석은, 맞췄을 때 돌아오는 보상은 크지 않고 틀렸을 때 리스크가 크다. 분석 시야를 넓히는 것이 불안을 자극하는 행동이 될 수 있기 때문에 ‘지각방어’가 이를 외면하게 한 것이다.

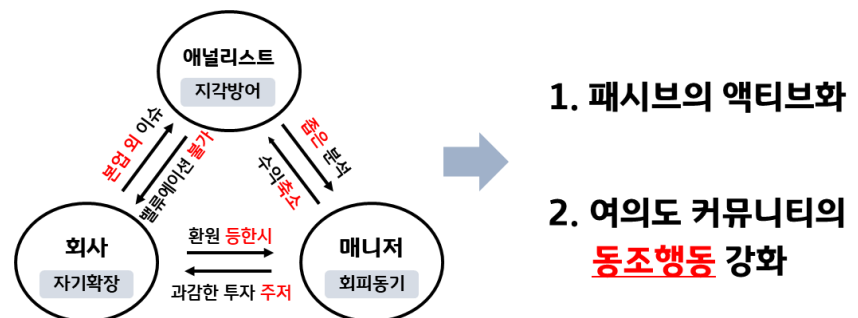
매니저, 동기의 양극화 액티브의 회피동기&패시브의 접근동기

세 번째, 매니저는 ‘동기의 양극화’로 설명할 수 있다. 최근 수년간 주식형펀드 시장은 액티브에서 돈이 빠져나가고 패시브로 들어가고 있다. 생존이 우선시되는 액티브에서는 회피동기, 성장하는 패시브는 접근동기가 커졌다. 매니저의 동기는 ‘리스크’를 통해 관찰할 수 있다. 리스크를 키우는 것은 ‘위험을 지더라도 수익을 내보겠다’는 접근동기, 낮추는 것은 ‘손실을 줄이겠다’는 회피동기의 표출이다. 액티브가 규모가 축소되어 접근동기를 드러낼 수 없는 상황이다 보니 패시브 (ETF)가 위험수준이 높아지는 역설스러운 상황이 생기고 있다.

강해진 FOPO (Fear Of Peak Out)와 동조행동

또한 회피동기로 인해 ‘여의도 커뮤니티의 동조행동 강화’, 남들이 사고파는 것을 따라 하는 경향도 강해졌다. 남들보다 낮은 수익률을 기록할 리스크는 남들과 포트폴리오가 다를 때 커진다. 동조행동을 하면 그 리스크에서 멀어진다. 특히 최근에는 주가가 오를수록 남들이 파는 것에 민감하게 반응하는 ‘매도의 동조’가 강하다. “나만 팔지 않았다가 앞으로 주가가 내려가서 나 혼자 하락을 맞으면 어쩌지?”하는 FOPO (Fear Of Peak Out)라고 볼 수 있다.

그림 1. 여의도 주식투자 업계 3주체의 심리상태에 따른 행동 구조도



자료: KB증권

불안이 담긴 동조는 경계의 대상이지만 이용의 대상이기도

동조는 불안이 담겨 있어 경계의 대상이기도 하지만 이용할 대상이기도 하다. 동조행동은 수급데이터를 이용해 측정이 가능해 투자전략에 쓸 수 있다. 한국시장에서는 매도의 동조가 세지는 ‘시장이 불안을 잡아먹을 때’ 투자하는 것이 수익률을 높일 수 있는 방법이다. 주가가 오를수록 사람들은 ‘다른 사람이 팔고 있기 때문에’ 같이 매도에 동참하는데, 그럴수록 주가는 더 올라간다. 매도동조의 강도는 마켓타이밍 지표로도 활용할 수 있다.

동조는 고점에 대한 단서를 주기도

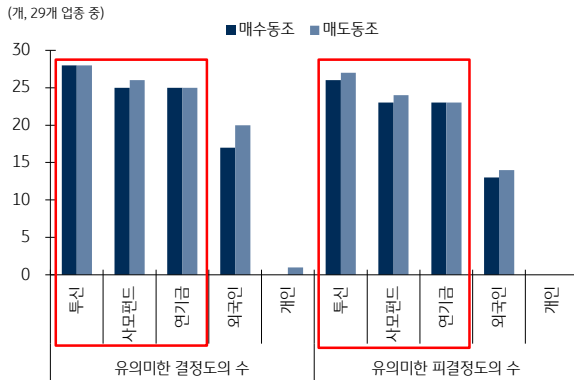
주가상승은 매수동조의 상승도 불러오는데, 두 지표의 차이는 고점에 대한 단서도 준다. 매도동조는 높은 수준으로 유지되는데, 매수동조가 급격히 하락하는 ‘따라 사려는 사람이 없는’ 상태에서 “남들보다 수익이 줄면 안 돼”라는 불안만 남아있을 때는 고점을 경계할 때다.

동조의 강도로 읽어보는 주도주의 향방

지금의 주도주 (조선, 방산&우주)는 동조의 강도가 여전히 상승할 여지가 있다. 잡아먹을 불안이 남아있는 것이다. 다만 그 강도가 고점대비 7부능선 정도다. 그리고 주도주는 항상 동조가 없는, ‘누가 사든 말든 신경 쓰지 않는 상태’에서 나타났다. 따라서 최근 동조강도가 약해져 있거나, 주가와 동조가 같이 오르기 시작한 업종도 주목한다. 건설, 소비재, 증권 등이다.

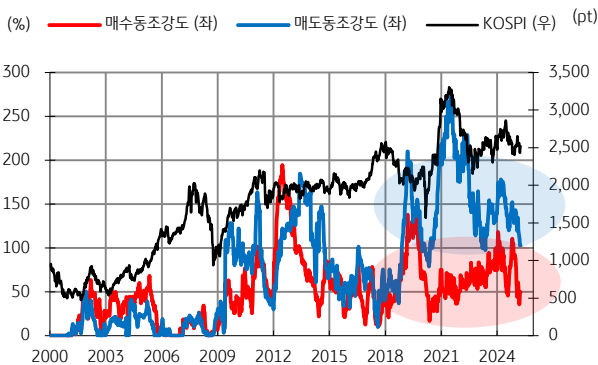
Focus Charts

수급주체별 유의미한 동조의 조합 수



자료: Quantiwise, KB증권

KOSPI의 매수동조/매도동조 강도 및 주가 추이



자료: Quantiwise, KB증권

동조의 강도를 활용한 마켓타이밍 시뮬레이션



자료: Quantiwise, KB증권

- 조건부확률 개념을 활용해 특정 수급주체가 사고 팔 때 어떤 수급주체가 따라서 사고 파는지, '동조의 강도'를 업종별로 측정
- 가장 많은 동조의 조합이 있는 수급주체는 투신, 사모펀드, 연기금
- 비슷한 정보를 공유하는 여의도 커뮤니티의 수급주체들끼리 매매패턴이 비슷해지고 있음을 의미
- 투자의 대상인 기업은 밸류에이션이 어려워지고 (자기확장), 기업을 분석하는 애널리스트는 분석 영역이 좁아지고 (지각방어), 투자 의사를 결정하는 매니저의 리스크를 키우지 않으려는 행동 (회피동기)이 만났기 때문

- 매수/매도 동조의 강도는 시장 전체에 대해서 시계열로 추적 가능
- 금융위기 이전에는 수급주체들끼리 서로를 참조하는 동조가 강하지 않았음
- 특히 팬데믹 이후는 '매도의 동조'가 강하게 나타나고 있음
- 매도동조는 '남이 팔고 있을 때 같이 매도에 동참하는 것'을 의미하며, 남들보다 늦게 팔아서 수익의 규모가 남들보다 작아질까 두려운 불안심리에 기인
- FOMO (Fear Of Missing Out, 매수동조)보다 FOPO (Fear Of Peak Out, 매도동조)에 대한 불안을 강하게 느끼고 있는 한국

- 매수동조/매도동조가 강해질 때 KOSPI를 보유하는 전략을 시뮬레이션
- 매도동조가 강해지는 구간에서 주식에 투자할 때 수익률이 우월
- '주가는 불안의 벽을 타고 오른다'는 말처럼, 상승장은 더 이상 오르지 못할 것이라는 불안을 먹으며 자라난다는 것을 의미
- 주도주의 지속성을 판단할 때도 이를 활용할 수 있음. 현재 주도주인 산업재는 동조의 강도가 상승할 여지는 있으나, 과거 고점대비 7부능선 부근
- 또한 주도주는 항상 동조가 약해진, '남들이 사든 말든 신경 쓰지 않을 때'등장하는 경우가 많았음. 최근 동조가 약해져 있거나, 주가가 오르며 동조가 강해지는 업종 역시 주목해볼 수 있음

Prologue, 사람을 본다는 것

인간, 진실에 다가가는 가장 올바른 길

한국 주식시장에 있는 ‘인간’을 좀 더 이해하고자 하는 노력에서 쓴 ‘한국주식 심리보고서’ 두 번째 이야기입니다. 주식시장은 때론 이성을 벗어난 수급과 이해하기 힘든 가격으로 가득 찬 것처럼 느껴질 때가 있습니다. 그럴수록 시장에 있는 인간을 탐구하는 것이 시장뿐만 아니라 세상을 이루는 ‘실재적 진실’에 다가가는 가장 올바른 길이라고 생각합니다. 현상과 현상의 결과인 숫자 뒤에는 언제나 사람이 있기 때문입니다. 물론 ‘애널리스트’로서 수치화와 증명이 가능한 부분에서는 투자전략도 제시했습니다.

애널리스트를 관찰하고 아이디어를 얻은 행동분석 시리즈

처음 이런 시도를 했던 것은, ‘애널리스트 행동분석’ 시리즈였습니다.

[22/6/24, 애널리스트 행동분석, 왜 실적이 안 내려갈까?](#)

[22/9/30, 애널리스트 행동분석 2, 실적은 얼마나 더 내려갈까?](#)

[23/1/9, 애널리스트 행동분석 3, 몰린 의견은 쓸모 없을까?](#)

[23/8/18, 애널리스트 행동분석 4, 그들의 비관을 함께해야 하는가?](#)

지금으로부터 꼬박 13년 전인 2012년 4월 KB증권에 신입사원으로 입사하고, 이직이 잦은 리서치업계 특성상 참 많은 선배, 동료, 후배들을 지켜보며 그들에게 배울 수 있었습니다. 행동분석 시리즈는 그들이 어떤 상황에서 무슨 행동을 하는지 관찰하고, 그게 주식 투자전략을 만드는데 어떤 의미가 있는지 살펴본 것이었습니다.

한국주식 심리보고서에서 ‘불안’과 ‘동기’로 ‘급등주’, ‘셀온’, ‘빈집찾기’ 등을 설명

그리고 2024년 3월, [\[한국주식 심리보고서\] 마음은 수급으로 말한다](#)를 통해 좀 더 넓은 이야기를 해 보았습니다. 당시 개인, 기관, 외국인의 입장으로 한국시장에서 발생하는 ‘급등주’, ‘쏠림’, ‘빈집찾기’, ‘셀온’ 현상 등을 풀어내었습니다. 이야기를 엮어낼 때 쓰인 핵심 단어는 인간의 근원에 자리한 감정인 ‘불안’과 행동을 하는 이유인 ‘동기’였습니다. 당시 했던 이야기 중 개인과 기관에 대한 내용만 요약해보면 아래와 같습니다.

표 1. ‘[한국주식 심리보고서] 마음은 수급으로 말한다’ 요약

[개인] 한국인들은 세대, 성향차이 등 다름으로 가득 찬 세상을 살고 있다. 세대마다 주식에 대한 경험과 부를 이뤄낸 방식도 다르다. 반면 미국은 ‘주식은 오른다’는 경험을 전 세대가 공유하고 있다. 그리고 부를 이룬 방식이 ‘제도권 (퇴직연금 등)’이라는 것도 공유한다. 경험이 비슷하면 위험선호가 비슷하고, 경험이 다르면 위험선호도 달라진다. 한국인들의 위험선호 차이가 얼마나 큰지는 펀드 열풍 속에서 경력의 전성기를 보낸 본부장급, 박스권만 봤던 팀장, 코인이 답이라고 생각하는 신입이 한 사무실에 있는 광경을 떠올리면 된다. 위험선호가 다양한 사람이 많으면, 주도주가 등장해도 다수의 동의를 얻기 힘들어 그 지속력이 짧아질 수 밖에 없다.

그 와중에 여기저기서 확대, 재생산되는 투자 성공담은 이 기회를 놓치면 안 된다고 느끼는 ‘FOMO (Fear Of Missing Out)’라는 불안심리를 자극한다. 사람들은 ‘FOMO’에 이끌려 주도주에 올라타지만, 남들이 금방 배신할거라는 또 다른 불안을 동시에 느끼게 된다. 인간은, 나와 다른 존재를 보면 불안을 느끼기 때문이다. 주식도 마찬가지다. 남들이 좋다고 하는 종목을 도무지 이해할 수 없는 상황과, 내가 좋다고 생각하는 종목을 남들은 그렇게 생각하지 않을 것이라는 느낌은 불안을 일으킨다. 이처럼 경험차이에서 나온 위험선호의 다양성과 불안은, 주도주의 지속성을 짧게 하고 급등락을 빈번하게 만드는 이유가 됐다.

[기관] 포그라드는 업계의 현실은 무엇인가 이루고자 하는 긍정의 ‘접근동기’가 아니라, 생존이 우선시 되었을 때 나오는 ‘회피동기’가 마음에 자리 잡게 했을 것이다. 회피동기로 나타난 행동의 예는 ‘빈집 찾기’와 ‘셀온’ 현상이다. 두 전략은 전통 투자론의 접근이 아니라, 좋은 것이든 나쁜 것이든 남들보다 수급상 빠르게 행동하겠다는 전략이다. ‘남들과 같으면 안 된다, 지금 남들이 좋게 보는 거 좋게 보지 말자’는 심리다. 때로는 지탄까지 받지만, 기관 입장에서 상황과 목표에 적합한 마음가짐에서 나온 전략인 것이다.

이처럼 이성으로는 이해할 수 없고 교과서에서는 상상할 수 없는, 심지어 광기로 치부하거나 격하해 버리는 현상도 인간의 ‘불안’과 ‘동기’를 받아들이면 자연스러운 일이라는 이야기를 했습니다.

세상이 복잡할수록 사람을 알아야

여러 반응을 받을 수 있었습니다. 느낌으로만 알던 것을 잘 풀어내줘서 시장을 이해하는데 도움됐다는 반응이 많았고, 농담 반 진담 반 “여의도가 그래서 안돼!”라거나, “나만 그런 게 아니었네”하는 이도 있었습니다. 시장 참여자면서 투자 대상인 ‘기업’의 심리에 대한 분석이 부족하다는 비판, “나의 동기는 그렇게 단순하지 않다”는 반박도 들었습니다. 모두 감사했지만 그 중 가장 뿌듯했던 것은, 역시나 제 의도에 공감해주는 이가 있다는 것이었습니다. 세상과 현상이 복잡하고 이해하기 어려울수록 밖을 보기보다 사람을 들여다 봐야 한다는 것과, 사람의 내면에 변하지 않는 진실이 있다는 것 입니다. 제가 INFJ라서 그런가 봅니다.

표 2. INFJ 빙고, MBTI는 재미로

잘 들어줌	가끔 힘이 없음	엄청 열정적	공간 능력이 뛰어남	한번에 여러가지 일을 못 함
너그러움	몽상가	패션에 관심 많음	신중함	동물 애호가
예민함	예술과 글쓰기	INFJ	판타지를 좋아함	생각이 너무 많음
이상주의	해결자	완벽주의자	너무 조심스러움	쉽게 포기함
섬세함	내성적	소소한 실수를 함	모 아니면 도	감성적

자료: 16Personalities, KB증권

이 자료의 분석 대상 매니저, 애널리스트, 회사

이번 자료에서도 ‘불안’과 ‘동기’는 여전히 중요한 개념이며, 또 다른 심리학 개념인 ‘자기확장’과 ‘지각방어’도 소개했습니다. 그리고 분석의 대상을 좀 더 주변 가까운 곳에 있는, 이른바 여의도의 주식 투자업계를 이루고 있는 ‘회사’, ‘애널리스트’, ‘매니저’로 정했습니다. 이들이 처한 현실, 심리가 어떤 행동으로 표출되고 현상으로 결합하는지 살펴보았습니다.

완벽할 수 없어도 필요한 우리에 대한 고민

가장 가까운 곳에 있는 사람이라고 가장 잘 아는 것이 아니듯, 제가 그들과 가깝다고 해서 그들에 대한 저의 해석이 완벽할 수는 없습니다. 일반화를 하려는 것도 아닙니다. 오히려 가깝기 때문에 한 발 떨어져야 보이는 것들을 놓쳤을지도 모릅니다. 그래서 욕심을 부려보자면, 이번에도 1편처럼 다양한 반응을 받는 기회가 되었으면 합니다. 그리고 이 자료가 여의도의 업계 종사자나 투자를 업으로 삼고 계신 분들에게는 ‘우리를 고민함’을 통해 시야를 넓히는 데 도움이 되었으면 합니다. 여의도 밖에 계신 분들에게도 재미있는 읽을거리가 되었으면 하는 바람입니다. 아마 “저들도 다르지 않구나” 하실 겁니다.

기왕 ‘다름’을 깨낸 김에 한 마디 더 늘어놓자면, 다름을 대하는 방식은 참 중요한 것 같습니다. 다름을 이해하는 것은 불안을 뛰어넘어야 하기 때문에 본성을 거스르는 어려운 일이지만, 가치 있고 선한 일입니다. 다르다고 외면하고 배척하는 것은 불안을 완화해주기 때문에 본성에 가깝고 쉬우면서 마음 편한 선택이지만, 때로 갈등을 부르고 상처를 줍니다. 지성의 선택이 불안을 뛰어넘는, 배척보다 이해가 많아지는 세상이 되었으면 합니다. INFJ라서 그런가 봅니다.

다시 한 번 꺼내든 ‘불안’

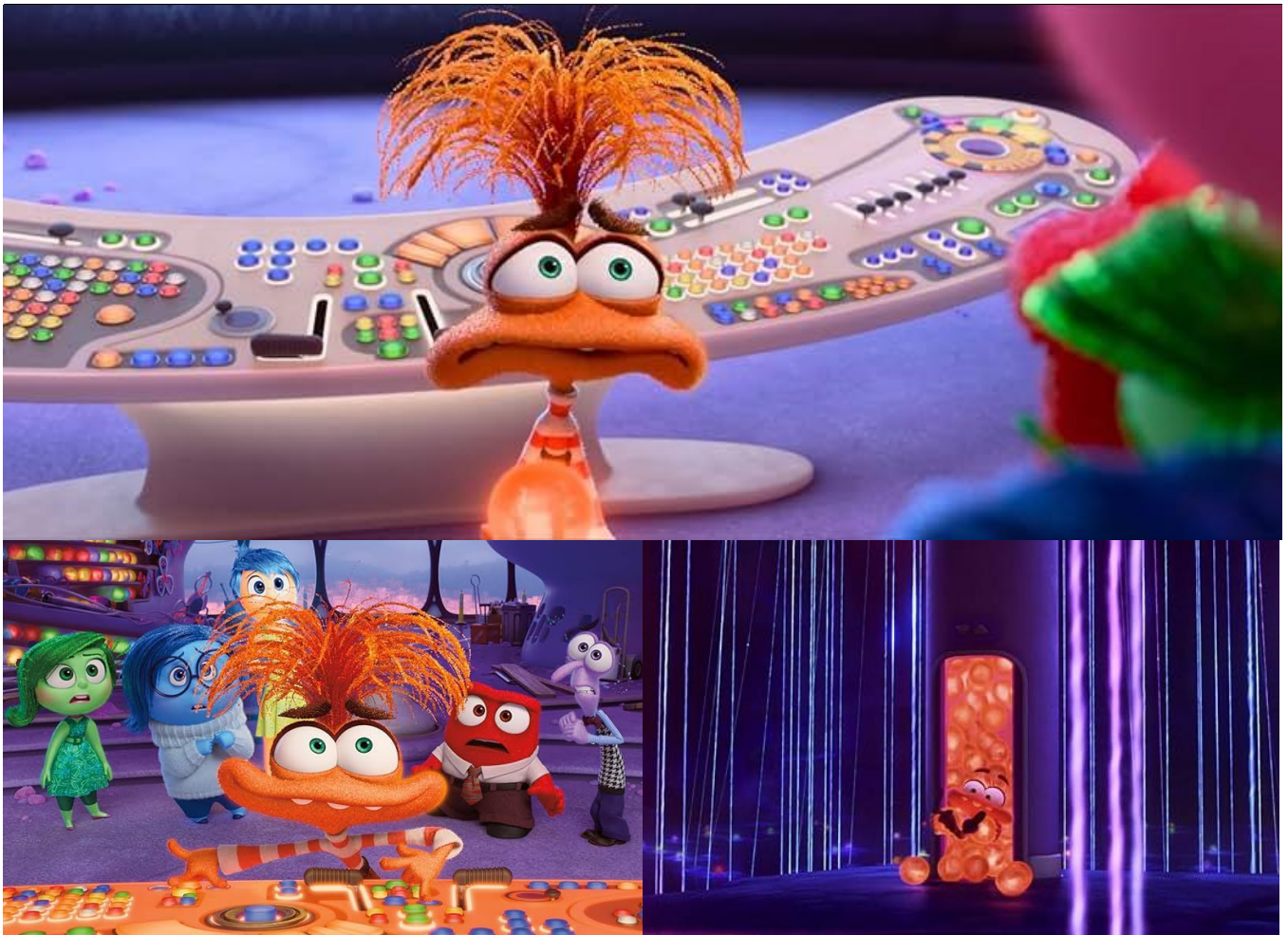
불안, 우리의 행동을 만들어내는 근원의 감정

심리학에서 인간의 행동 중 많은 부분이 ‘불안’으로 설명된다. 어두운 곳을 지날 때 불안을 느끼는 이유는 어둠 자체가 우리에게 해를 가하기 때문이 아니라, 어둠 속에서 어떤 것이 나올지 모르는 ‘불확실성의 상태’ 때문이다. 어떤 일의 발생 확률을 잘 모를수록 (더 정확히는 모른다고 생각할수록) 사람들은 이를 위험으로 인식하고, 불안감과 불쾌감이 증폭된다. 그리고 잘 알려진 것, 예상 가능한 것을 선택하거나 추구해 불안감을 감소시키기를 원하는 것이 인간의 본성이다. 그래서 우리는 어둠에 놓였을 때 빛을 찾는다. 불안은 인간이 싫어하는 심리상태이기 때문에 그것을 탈출하려는 본능이 있고, 불안에서 벗어나고 싶은 욕구가 동기로 발전되고 행동의 변화까지 이어지는 것이다 [‘지혜의 심리학’, 인지심리학자 김경일, 진성복스].

불안에서 동기, 동기에서 행동으로

인지심리학에서는 ‘불안→정서→동기→인지→행동’으로 이어지는 과정으로 인간의 심리가 행동으로 연결되는 단계를 설명한다. 불안으로 인해 발생한 정서가 개인의 성향과 상황과 만나 무엇인가를 하거나 피하려는 적합한 동기를 유발하고, 무언가를 해야겠다고 인지하면 행동으로 이어지는 것이다.

그림 2. 영화 ‘인사이드 아웃2’ 속 ‘불안이’



자료: 영화 ‘인사이드 아웃2’, 2024, Disney/Pixar, IMDb (imdb.com), KB증권

투자, 미래의 불확실성이라는 ‘불안’을 피하기 위해

우리는 왜 투자를 할까? 심리학의 관점에서 보면 ‘미래의 불확실성이 주는 불안을 피하고자’일 것이다. 다만 불안은 본성관점의 이유다. 현실세계에서 행동을 만들어내는 이유는 심리학에서 ‘동기’로 설명한다. 불안하기만 하다고 투자를 하는 게 아니라, 각자의 성격과 처해진 상황에 맞게 ‘노후를 위해, 자식에게 물려주려고, 물가가 월급보다 빨리 오르니까, 자본소득이 소득에서 차지하는 기여도가 커지고 있으니까’ 등 불안 해소를 위해 해야 할 것들을 인식한다. 이런 구체화된 이유가 동기다. 개개인의 삶이 모두 다르듯, 동기도 각기 다르다.

투자의 동기는 다양각색

접근동기 vs. 회피동기

투자의 동기도 모두 다르다. 동기는 크게 두 분류다. 어떤 이는 ‘집을 사고 싶다’거나 ‘몇 살 전에 얼마를 모으고 싶다’는 등 ‘이뤄내는 방향’의 목표를 갖고 투자에 임하기도 하고, 다른 이는 ‘늪에서 가난해지고 싶지 않다’, ‘지긋지긋한 회사 탈출하려고’ 등 ‘피하는 방향’의 목표를 갖고 있다. 이뤄내는 방향의 동기는 ‘접근동기’, 피하는 방향의 동기는 ‘회피동기’로 불린다. 다른 예시로 든 동기들도 모두 이 범주로 구분할 수 있다.

개념만 들으면 회피동기가 부정의 뉘앙스를 갖고 있어 접근동기가 더 좋다고 느낄 수 있지만 그렇지 않다. 일의 성격에 따라 좋은 성과를 내는 동기의 종류가 달라지기 때문이다.

동기와 일의 성격이 일치해야 성과가 극대화

창의성을 요구하는 일을 할 때는 접근동기가, 세밀함이 중요하고 실수를 줄여야 할 때는 회피동기가 더 좋은 성과를 낸다. 또한 성과를 판가름하는 시간이 먼 미래에 있을수록 접근동기, 가까운 시점에 있을수록 회피동기를 자극하는 것이 도움이 된다. 일의 성격과 그에 들어맞는 동기가 부여될 때 성과가 좋아진다. 투자를 예로 들면, 은퇴자금을 마련하기 위해 주식을 사려는 사람이, 오늘 하루의 하락을 피하고 싶다는 생각으로 종목을 발굴하면 안 되는 것이다. 반대로 당장 내일 있을 실적발표를 점검해야 할 단기 투자자가 10년 후의 세계를 상상하는 것이 별 도움 안 되듯 말이다.

표 3. 접근동기와 회피동기

종류	정의	필요한 상황	
		기간	일의 성격
접근동기	무언가 좋은 것을 얻기 위해, 즉 그것에 가까워지기 위해 (Promotion) 행동을 하게 하는 동기	장기	창의성, 기발함을 요구하고 시야를 넓게 보아야 하는 일. 편안한 분위기 속에서 자유로운 생각이 필요한 일
회피동기	무언가 좋지 않은 것으로부터 벗어나거나 회피하기 위해 (Prevention) 행동을 하게 하는 동기	단기	세밀함, 정확성을 요구하고 실수와 오차가 없어야 하는 일. 적절한 긴장감이 있어야 하는 일

자료: ‘지혜의 심리학’, 인지심리학자 김경일, 2013년, 진성북스, KB증권

성격/상황/시기에 영향을 받는 동기

어떤 동기를 갖고 행동하는지는 개인의 성격에 영향을 받는다. 그리고 시기나 상황에 영향을 받아 변하기도 한다. 뒤이어 다룰 테지만, 투자를 직업으로 하는 기관투자자 (매니저)는 상황에 따라 접근동기와 회피동기를 오고 갈 수 있다. 연초에는 ‘아 올해는 좋은 수익률을 달성해서 연말 인사평가 때 상위권에 올라야겠다’는 접근동기가 머릿속을 지배할 수 있다. 접근동기를 가지면 과감한 배팅을 통해 운용하는 펀드의 리스크 (Tracking Error, 변동성)를 올릴 것이다. 하지만 연말이 되면 ‘어차피 올해 다 지나갔는데 꼴찌만 면해보자’는 회피동기가 커질 수 있다. 회피동기가 생기면 펀드의 변동성을 낮출 것이다.

이처럼 동기는 모든 이에게 적용이 가능하다. 매니저를 예로 들었지만 대부분 직장인이 비슷할 것이다. 동기는 우리가 ‘삶을 바라보는 태도’가 될 수 있다.

이번 자료에서는 다른 심리학 개념인 ‘자기확장’과 ‘지각방어’도 다루었다. 이 역시 인간의 불안을 완화하기 위한 현상이다.

자기확장:

불안을 완화하기 위한 자아의 확장

‘나는 사라진다는 소멸에 대한 불안’은 사람으로 하여금 생존확률을 높이기 위해 타인과 관계를 맺거나 무엇인가 소유하는 행위를 통해 자아를 넓히도록 한다. 이것이 ‘자기확장’이다. ‘나와 동일시되는 무언가’가 나의 존재유무와 관계 없이 세상에 존재한다는 것을 확인하면서 나의 존재에 대한 불안을 완화하는 것이다. 자기확장은 또는 고립이나 무력에 대한 불안을 완화하기 위해 존재감을 느끼려는 행위면서, 결핍보충의 수단으로 설명되기도 한다.

지각방어:

불안에 노출되지 않기 위한 마음의 방어막

‘지각방어’란 불안을 유발하는 자극을 무의식이 왜곡하거나 인식하지 않으려는 경향을 의미한다. 생각과 일치하지 않거나 생존에 위협이 되는 정보를 회피하고 인식하지 않으려는 지각오류현상인데, 인식하면 불안하기 때문이다. 우리의 무의식이 우리를 불안으로부터 보호하기 위해 만들어낸 방어막이다. 담뱃갑에 붙어있는 흉측한 그림을 보고도 금연을 하겠다는 생각이 들지 않는다면, 여러 가지 정보가 주어진 때 기존에 자신이 가진 생각을 강화하는 방향의 정보를 ‘선택지각 (Selective Perception)’하는 행위가 예다. 유명한 심리학 개념인 ‘확증편향’ 역시 지각방어가 만들어낸 기제이다.

기업, 애널리스트, 매니저의 심리는?

지금부터 기업, 애널리스트 그리고 매니저의 상황을 심리 관점에서 짚어볼 것이다. 각 주체가 느끼는 불안으로 기업은 자기확장, 애널리스트는 지각방어, 매니저는 회피동기를 갖게 됐다. 그것이 어떤 행동을 만들고 있고, 그 행동들이 만나 한국 주식투자 업계에 어떤 현상으로 드러나는지 살펴볼 것이다. 그리고 그 현상을 투자전략으로 활용할 수 있는 방법에 대해서도 고민했다. 결론을 먼저 한 마디로 던지자면, 비록 어렵지만, 불안은 경계의 대상이면서 이용할 대상이다. 우리는 시장이 불안을 잡아먹는 것을 기회로 삼을 필요가 있다.

① 기업 [자기확장], 밸류에이션이 안 된다

주주자본주의하에서, 기업의 주식 (Shares)에 투자하는 이유는 주가가 오르고 배당을 지급하여 ‘수익’을 나누어 (Share)줄 것이라는 기대 때문이다. 기업은 성장을 통해 이것을 달성한다. 그리고 그것이 가능할지 분석하는 것은 애널리스트, 그 가능성을 판단해 투자하는 것이 매니저의 역할이다.

가치평가가 어려워지는 기업

그런데 한국 기업은 유독 분석 (가치평가, Valuation)과 판단 (투자결정)에 장애물이 많다.

첫 번째, ‘잘못 끼워진 첫 단추’다. 우리가 교과서 (기업재무)에서 배운 성장의 단계는 ‘비상장단계에서 초기투자를 받고, 상장을 위한 요건을 갖춘 뒤 유통시장에 진입’한다. 이후 ‘성장을 통해 기업가치 (밸류에이션)를 인정받고 주주환원 단계로 나아가는 것’이 발행시장과 유통시장의 바람직한 선순환이다. 이 단계를 성장기 (Expansion, 확대/확장)라고 부른다. 뒤에 이야기할 것인데, ‘Expansion’은 심리학 개념이기도 하며 이 단어는 매우 중요하다.

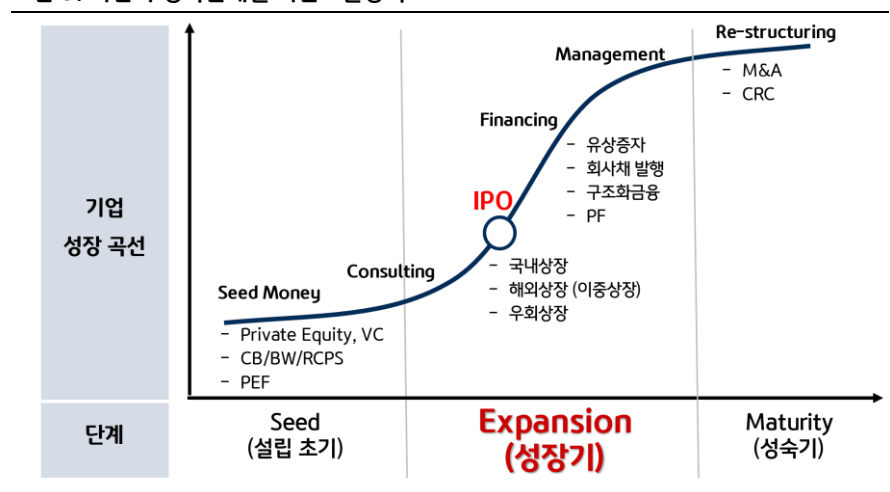
비상장단계에서부터 과도하게 상승한 밸류에이션

그러나 최근 이 선순환이 제대로 작동하지 않는 것으로 보인다. 코로나19 시기 제로금리와 풍부한 유동성에 힘입어, 비상장 단계에서부터 기업가치가 과도하게 상승하는 현상이 있었다. 최근 유동성 경색으로 다소 진정되는 모습이나, 당시 기록한 높아진 밸류에이션은 여러 이해관계자들 (기업, 기존 투자자 등)의 마음속 기준점이 됐다. 그 기준점보다 낮은 가격으로 상장하는 것을 받아들이기 싫어한다. 유동성이 풍부하던 시기에 받던 높은 밸류에이션을 기억하던 기업가들과 그만큼의 가격을 주고 싶지 않은 신규 투자자들이 의견이 엇갈리면서 상장을 철회하기도 하고, 국내 유니콘 기업들은 해외 상장으로 방향을 돌리기도 했다.

상장 과정에서 최고점에 이르기에도

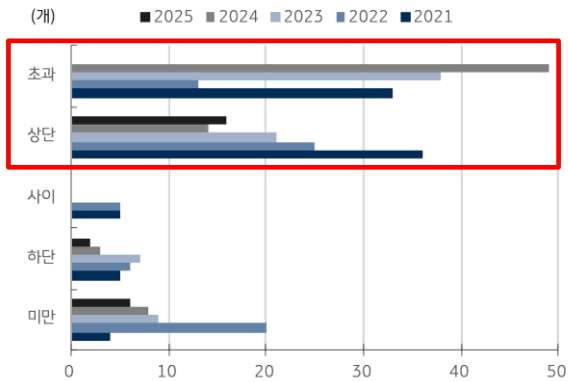
유통시장에 오르기 전에 이미 밸류에이션이 높아졌는데, 상장 시에는 이에 더해 희망공모가 밴드의 상단에서 공모가가 결정되는 일도 많았다. 때문에 상장이 새로운 성장의 시작이 아니라 기존 투자자가 탈출하는 기회가 되어 대규모 매도가 나오고, 주가는 하락하는 일이 반복된다. 팬데믹 이후 상장한 기업의 절반 이상이 상장 당시 공모가를 회복하지 못하고 있다. 미국은 다르게도 유동성 경색이 진행되기 시작한 2023~2024년에, VC딜과 IPO딜에서 모두 스텝다운 (Step-Down/Down Round, 전 라운드 대비 밸류에이션 하락)현상이 일어나기도 했다. 유통시장이 가치평가 기능을 할 수 있도록 자정작용이 작동한 것이다.

그림 3. 기업의 성숙단계별 자금조달방식



자료: KB증권

그림 4. IPO기업의 희망 공모가 밴드 대비 실제 공모가 위치

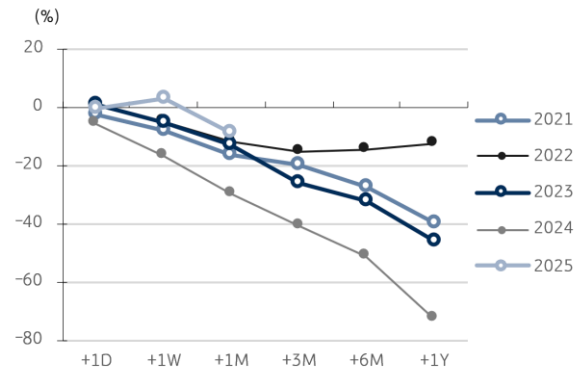


자료: Quantwise, KB증권

주1: 리츠, 스펙 제외, 신규상장만 포함

주2: 공모가 밴드의 상, 하단이 동일하며 공모가도 동일한 경우는 사이로 분류

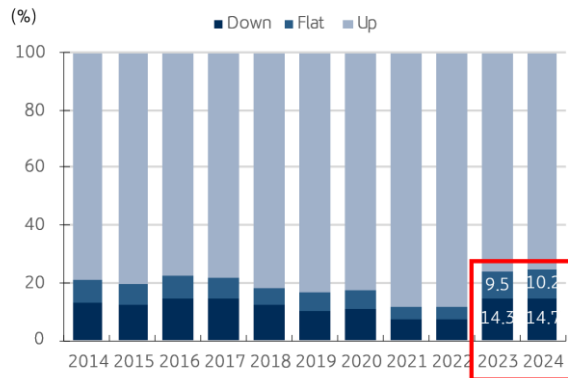
그림 5. IPO기업들의 상장 이후 수익률 (중위값)



자료: Quantwise, KB증권

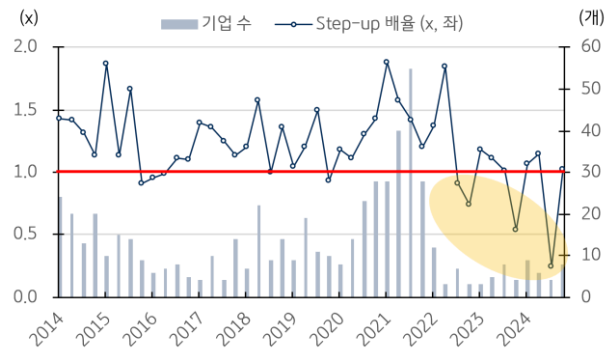
주: 리츠, 스펙 제외, 신규상장만 포함

그림 6. 미국 VC딜 Step Down 추이



자료: Pitchbook: 2024 Annual US VC Valuations - Share of VC Deal Count by Up/Down/Flat, KB증권

그림 7. 미국 IPO Exit Step Down 추이



자료: Pitchbook: 2024 Annual US VC Valuations - Quarterly Median VC Step-Up at Exit, KB증권

가격 발견 저해 요인: 공개기업의 사유화

두 번째는 공개 같지 않은 공개다. 공개기업임에도 사실상 사유화된 지배구조, 이로 인해 빈번해지는 경영권 분쟁, 분할이나 중복상장이 가격을 흔들며 밸류에이션을 어렵게 한다.

낮은 유통주식비율은

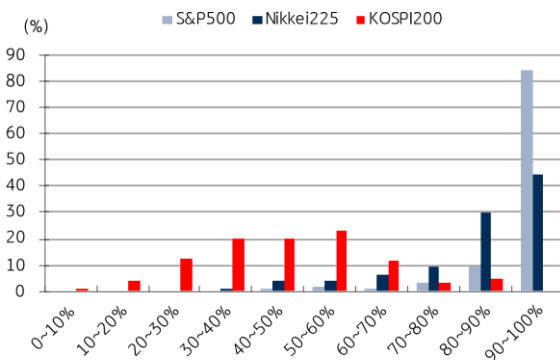
주가 변동성 증대, 주주환원 저해 가능

한국기업은 최대주주, 창업주 일가 등 투자자가 아닌 '이해관계자'들의 높은 지분율로 미국과 일본에 비해 유통주식비율이 낮다. S&P500에 속한 기업의 80% 이상이 유통비율 90~100%인 반면, 한국 기업들은 50~60% 구간을 중심으로 분포하며, 절반 이상이 50% 미만의 유통비율을 보인다. 일본 역시 90~100% 구간에 가장 많은 기업들이 분포하며 한국보다 높다. 유통주식이 적으면 시장 교란과 투기거래에 취약해 적은 거래로도 주가가 크게 변동할 수 있다. 공개기업이면서도 소수 대주주 중심의 폐쇄성 짙은 경영은 주주환원을 저해하기도 한다.

경영권분쟁 수 증가

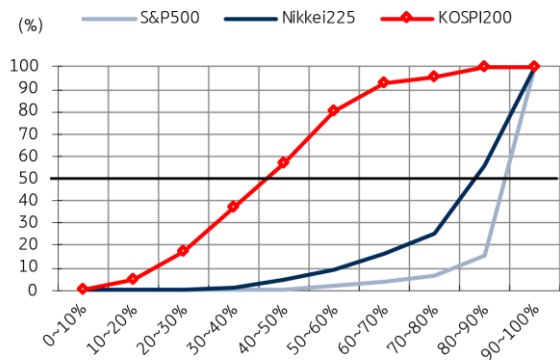
폐쇄성을 위협받기 때문에 발생하는 경영권 분쟁도 2024년 314건으로, 2013년 이후 최대다. 경영권 분쟁이 발생한 기업 수는 88개이며, 합산 시가총액은 약 62.2조원으로 코스피+코스닥 전체 시가총액(약 2,319조원)의 2.7%에 해당한다. 주식시장에서 경영권 분쟁은 밸류에이션의 급격한 왜곡을 초래하기도 한다. 당사자들의 지분 확보를 위한 급한 매수세와, 투자자들의 단기 상승 기대심리가 더해지며 급등한다. 경영권 분쟁 중 급등한 주가는 분쟁이 종료되면 이전 수준으로 급락하며 시장 불안정성을 가중시킨다.

그림 8. 한국, 미국, 일본 주요 기업의 유통비율 분포도



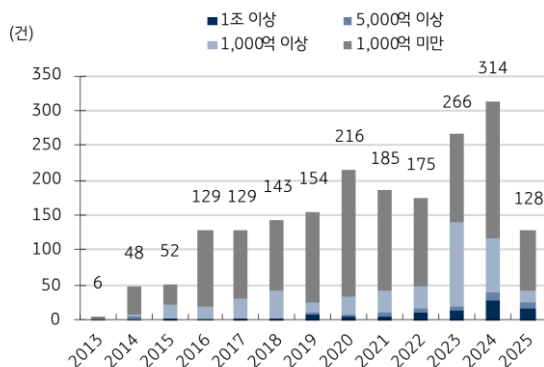
자료: Bloomberg, KB증권

그림 9. 한국, 미국, 일본 주요 기업의 유통비율 누적 분포도



자료: Bloomberg, KB증권

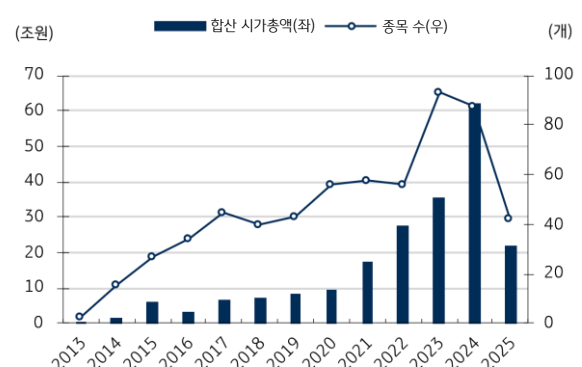
그림 10. 경영권 분쟁건수 추이



자료: DART, Quantiwise, KB증권

주: 시가총액대별로 구분, 2025년 4월 11일 기준

그림 11. 경영권 분쟁 종목의 합산 시가총액 추이



자료: DART, Quantiwise, KB증권

주: 2025년 4월 11일 기준

분할, 중복상장, 교차지분보유

사업부를 쪼개는 분할상장이나 기업 간 교차지분 보유처럼, 기업 본업에 대한 가치를 희석시켜 밸류에이션이 어려워지는 문제도 자주 생긴다. 기업의 정체성이 흔들리며 기업가치 평가를 어렵게 하고, 그로부터 파생되는 문제를 유발하는 것이다.

쪼개기 상장, 더블카운팅 함정

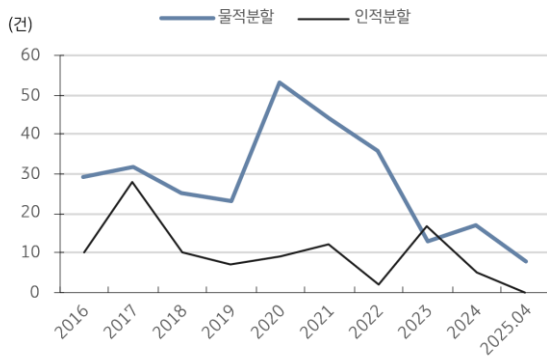
일명 ‘쪼개기 상장’으로 불리는 분할상장은 동일 자산의 이중 평가를 초래한다. 분할상장하며 따로 평가해야 할 자회사 시가총액이 모회사의 지분가치로도 중복 계상 (Double Counting) 되는 것이다. 물적분할 과정에서 투자자들은 본래 투자했던 회사의 핵심 사업이 별도 법인으로 분리되는 상황에 직면한다. 핵심 사업부가 분리되는 상황에 놓이면 투자동기를 상실한다. 결국 기존 주주들은 물적분할로 상장된 자회사를 간접 보유할 뿐, 직접 소유권은 박탈당하게 된다.

상장사 간 교차지분 보유:

더블카운팅 문제, 중복 포트폴리오 강요

나아가 상장사가 보유한 다른 상장사 지분 역시 ‘더블카운팅’ 문제로 이어진다. 한국기업 시가총액 2,300조원 중 500조원 이상이 상장사끼리 보유한 지분이다. 이는 투자자들에게 의도치 않은 중복 포트폴리오를 강요하는 것이다. A기업이 마음에 들어 주식을 샀는데, A회사가 B회사 지분을 보유하고 있다면, 의도치 않게 B회사에도 간접 투자하게 된다. 이런 교차지분 보유 구조는 본업 성과 평가를 방해하며, 기업의 실제 가치를 가늠하기 어렵게 한다.

그림 12. 물적분할 건수 - 2020, 2021년에 절정



자료: Quantiwise, KB증권

그림 13. 쪼개기 상장, 더블카운팅 이슈

한국증시 밸류업 발목잡는 중복상장...대기업 논란에 파열음 계속

송고 2025-04-20 07:10

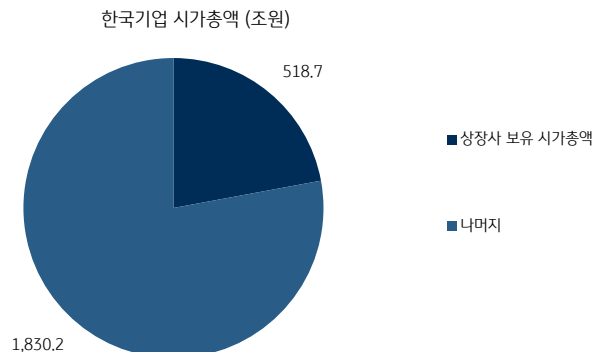


김태균 기자
+ 구독

모기업·자회사 동시 상장으로 '기업가치 희석' 논란...LG·두산 등 비판 잇따라
'소수주주 희생해 문어발 확장' 지적...법규 미비, 당국 연성규제 실효성 의문 커
韓 중복상장률 18% 달해...美 MS, 애플, 테슬라 등 자회사 많아도 모기업만 상장 관행화

자료: 2025.4.20, 한국증시 밸류업 발목잡는 중복상장... 대기업 논란에 파열음 계속, 연합뉴스, KB증권

그림 14. 상장사 보유 지분



자료: Quantiwise, KB증권

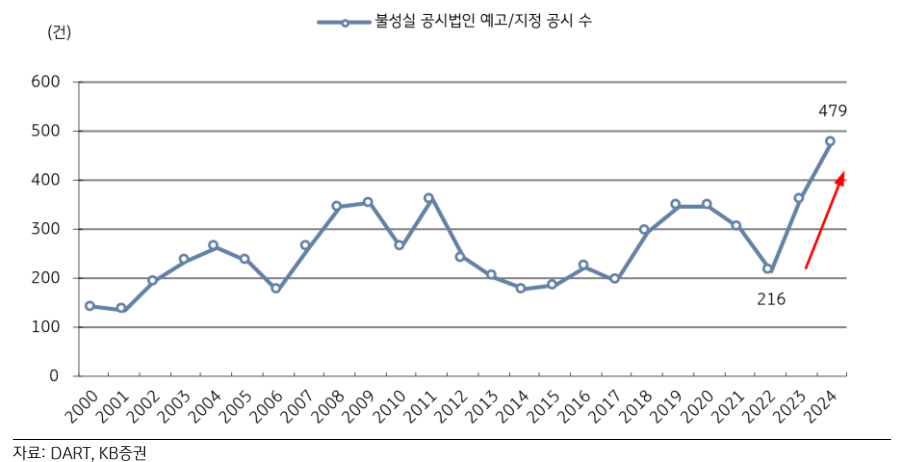
주: 시가총액 상위 600여개 기업들의 보유지분만 조사한 것으로, 실제 상장사 보유 시가총액 규모는 더 클 수 있음

불성실공시 증가, 기업가치 신뢰도 훼손 요인

빈번한 불성실공시 역시 정보 비대칭성을 유발하여 불확실성을 유발한다. 최근 (2023년, 2024년) 불성실공시법인 수가 급증했는데, 투자자들의 알 권리를 침해하며 시장의 가격발견 기능을 저해하고, 이로 인해 기업가치 평가의 신뢰성을 떨어뜨린다.

가령 자금조달 관련된 공시 (납입기일 연기, 금액 변경)를 반복하거나, 경영계획을 변경하거나, 사업보고서를 지연 / 미제출하는 경우, 또는 주요 계약사항의 기재 누락 등의 경우가 있다. 바이오 기업의 경우에는 임상 결과 실패 또는 중단 사실을 공시하지 않거나, 지연 공시하는 경우도 있다. 모두 기업 투명성 저해와 정보 비대칭성을 유발하여 기업가치의 신뢰도를 훼손하는 요인들이다.

그림 15. 불성실 공시법인 예고/지정 공시 수



가치평가를 어렵게 만드는 이면에 있는 기업의 심리는?

기업의 가치평가를 어렵게 만드는 현상 이면에 있는 기업가들의 심리는 무엇일까? 불안을 완화하기 위한 심리현상인 자기확장 (Self-Expansion/Extension)이 한국 특유의 문화와 결합해 강화된 것으로 볼 수 있다.

불안을 완화하기 위한 ‘자기확장’

인간의 불안은 생존욕구에 기인하고 있다. ‘나는 사라진다는 소멸에 대한 불안’은 사람으로 하여금 생존확률을 높이기 위해 타인과 관계를 맺거나 무엇인가 소유하는 행위를 통해 자아를 넓히도록 한다. 이것이 ‘자기확장’이다. ‘나와 동일시 되는 무언가’가 나의 존재유무와 관계 없이 세상에 존재한다는 것을 확인하면서 나의 존재에 대한 불안을 완화하는 것이다. 자기확장은 또는 고립이나 무력에 대한 불안을 완화하기 위해 존재감을 느끼려는 행위면서, 결핍보충의 수단으로 설명되기도 한다.

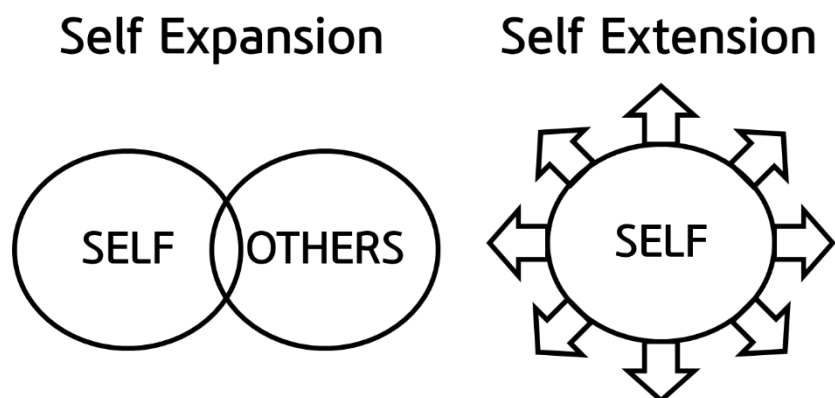
Self-Expansion vs. Extension

자기확장은 그 방식과 대상에 따라 ‘Self-Expansion’과 ‘Self-Extension’으로 나뉜다. ‘Expansion’과 ‘Extension’ 모두 ‘확대/확장’을 뜻하는데, ‘Expansion’은 기존의 경계를 넘어 새로운 영역으로 범위가 넓어지는 것을, ‘Extension’은 기존에 존재하는 것의 범위가 넓어진다는 뜻에 가깝다.

자신의 콘텐츠를 늘리는 Expansion 소유로 경계를 넓히는 Extension

이런 차이처럼, ‘Self-Expansion’은 정체성이나 관점, 능력, 관계를 통해 얻는 자아의 연장이다. 취미나 기술, 새로운 지식을 익히고 인간관계를 맺고 교감을 하는 등 일종의 성취를 통해 자신을 넓혀가는 행위다. 자신의 ‘콘텐츠’를 늘리고 내면의 성장에 집중하는 형태를 띤다. ‘Self-Extension’은 물질이나 객체를 소유하고 자신과 동일하면서 자아의 ‘경계’를 넓히는 것이다. 외부세계와의 연결이 중요하고, 사회나 문화요소에 영향을 받는다. ‘Expansion’이 내가 할 수 있는 것이나 관계, 타인과 공유하는 가치를 나와 동일시 여기는 것에 가깝다면, ‘Extension’은 내가 소유하고 있는 것들이나 이루어놓은 업적을 나와 동일시하는 것이다. 책을 좋아해서 책을 통해 자아를 확대하는 사람의 예를 들면, ‘Expansion’은 읽어서 교양 쌓기 자체를 즐기는 것이고, ‘Extension’은 읽은 책을 모아서 전시하는 행위를 즐기는 것이다.

그림 16. 자기확장, Self-Expansion vs. Self-Extension



자료: Belk, R. W. (1988), 'Possessions and the extended self'. Aron, A., Aron, E. N., and Smollan, D. (1992), 'Inclusion of other in the self-scale and the structure of interpersonal closeness', KB증권

IPO는 Self-Expansion에 가까워야

이 개념을 기업에 적용할 수 있는 이유는, 기업의 상장은 ‘Self-Expansion’에 가까워야 하는 행위이기 때문이다. 기업공개 (IPO)는 주식 (Shares)을 발행해 투자를 받아 성장의 발판을 마련하면서 주주들과 기업을 공유 (Share)하는 ‘관계’를 맺는 행위다. 회사의 성장이라는 가치를 공유하면서 함께 ‘존재’함으로써 창업자와 주주의 자아를 같이 확장 (Expansion)해간다. 창업자 입장에서는 기업을 공개하면 ‘소유해야 가능한 Extension’의 여지가 줄어들기 때문에 ‘Expansion’을 추구하는 것이 주주와의 공존에 적합한 마음가짐일 것이다.

한국기업은 공개 이후에도 Extension을 추구

그런데, 가족을 사회의 기본단위로 여기고 혈통을 중시하는 유교문화가 깊게 자리한 한국은 기업에도 그 정신이 심어있다. 창업주의 성공담을 가족구성원끼리 정체성으로 공유하면서 가족경영 형태로 운영되는 기업이 많다. 나의 정체성을 이어줄 믿음직한 ‘혈연’에게만 의존하는 폐쇄성이 강하다. 이러한 폐쇄성은 ‘공개기업’임에도 최대주주일가 지분율이 높거나, 순환출자나 지주회사 구조를 이용해 낮은 지분율로도 계열사를 지배하고 외부인의 간섭이나 지분참여를 경계하는 형태로 드러난다. ‘Extension’에 가까운 자기확장을 기업공개 이후에도 지속한다. ‘내가 회사이고, 회사가 나’인 것이다.

앞서 지적했지만, 높은 최대주주 지분은 실제 시장가치 (유통시가총액)에 비해서 시장에 영향이 큰 것처럼 보이는 착시효과를 불러일으킨다. 또한 불안한 지배구조에서 발생하는 경영권 분쟁은 밸류에이션의 급격한 왜곡을 초래하기도 한다. 당사자들의 지분 확보를 위한 매수, 투자자들의 단기 상승 기대심리가 더해지며 통제상 극단을 뛰어넘는 밸류에이션 변화가 발생하고, 분쟁의 종료 이후 찾아오는 급락 역시 시장 불안정성을 가중시킨다.

소유를 통한 자기확장은 인정욕구와 열등감에 취약해 불안을 유발

소유를 통한 자기확장 (Extension)은 상대성을 전제하기 때문에 인정욕구와 열등감에 취약하다. 소유가 상대성을 띠는 이유는 저 물건 (객체)이 내 (주체) 것이라는 관계는 타인이 갖지 못하도록 ‘배척’에 성공했다는 확신이기 때문이다. 그래서 자기확장이 거대해지면 자기소멸에 대한 불안이 자극된다. 나와 동일시하는 나의 소유물을 잃을 수 있다는 불안이다. 이렇듯 자기확장은 불안을 완화하기 위한 기제인 동시에 불안을 유발하는 원인이 되기도 한다. 배척을 목표로 하는 경영권 분쟁은 ‘지배구조 이슈’라는 테마로 소비되고 있지만, 그 이면에는 불안에서 기인한 자기확장이 다시 불안을 자극하는 연결고리가 있다.

Extension과 Expansion은 공존

여기서 짚고 넘어가야 할 것은, 자기확장 (Self-Extension)이 무조건 나쁜 것은 아니라는 점이다. 예리히 프롬이 ‘소유냐 존재냐’에서 이야기 한 것처럼, 인간은 생존하기 위해 소유하려 노력하고, 고립을 극복하기 위해 존재 (나눔)하려 노력한다. 소유와 존재는 각각 ‘Extension’과 ‘Expansion’에 가깝다고 볼 수 있다. 두 가지 노력은 서로 모순된 관계이지만 모두 인간의 본능에 뿌리를 두고 있다.

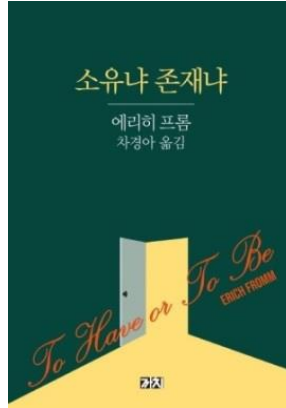
주주자본주의의 관점에서는 주식 발행=Extension보다 Expansion을 추구할 때

이를 기업에 적용하면, 기업을 소유하는 행위와 기업의 가치를 공유하며 주주들과 함께하는 것 모두 기업을 생존하고 발전하게 하는 ‘필연의 힘’이다. 기업을 향한 기업가의 ‘Extension’은 분명 기업에 대한 책임감과 주인의식을 수반한다. 대리인문제 같은 도덕적 해이를 막고, 임직원의 소속감을 고취시켜 기업이 자라나는데 많은 자양분이 됐을 것이다. 다만 지금 우리가 따르는 세상의 규칙인 ‘주주자본주의’는, 기업이 주식을 발행해 주주와 함께하는 시점을 ‘Extension’이 아닌 ‘Expansion’을 추구해야 할 때로 정하고 있을 뿐이다.

앞서 기업의 성숙단계에서 보았지만 기업의 성장을 기업재무에서도 ‘Expansion’으로 정의하고 있다. 각기 다른 학문에서 발전했지만, 기업의 ‘Expansion’에는 심리학의 ‘Expansion’이 필요한 것이다. 역시 학문의 경계는 허물어질 필요가 있다.

표 4. 에리히 프롬, ‘소유냐 존재냐’

궁극적으로 ‘나 (주체)는 대상 (객체)을 가지고 있다’라는 논술은 소유물인 대상을 통해 나를 정의하는 것이 된다. 주체는 ‘나 자신’이 아니라 ‘내가 가진 것이다’. 나의 재산이 나 자신과 동일시 되는 것이다. ‘나는 나다’라는 논술의 밑바닥에 있는 사상은 ‘나는 X를 가지고 있기 때문에 나다’라는 것이며, 이때 X는 내가 관계하는 모든 자연계의 사물이나 인물과 똑같이, 내가 지배하고 영속적으로 내 것으로 하는 힘에 의해서 나와 맺어진다.



소유 양식에서는 나와 내가 가지고 있는 것 사이에 살아 있는 관계를 맺을 수 없다. 그것과 나는 물건이 되어 버리며, 나는 ‘그것’을 갖는다. 왜냐하면 나는 그것을 내 것으로 하는 힘을 가지고 있기 때문이다. 그러나 또한 반대의 관계도 성립한다. 즉 ‘그것이 나를 소유하는’ 것이다. 왜냐하면 내가 나임을 확인하는 감각은 내가 ‘그것’ (그리고 가능한 한 많은 것)을 소유한다는 사실에 의존하고 있기 때문이다. 이렇듯 소유의 실존양식은 주체와 객체 사이의 살아 있는 생산적 과정을 통해 확립되는 것이 아니다. 그것은 객체와 주체를 모두 ‘물건’으로 만들어 버린다. 그 관계는 죽은 관계이다.

...

소유 (갖는)경향은 궁극적으로 생존에 대한 욕망이라는 생물학적 요인에 뿌리를 내리고 있다. 다른 한편은 ‘존재 (나누어 갖고 주고 회생을 치르는)경향이며, 이것은 인간 존재의 독특한 조건과, 다른 사람과 일체가 됨으로써 자기의 고립을 극복하려는 본능의 요구에 뿌리를 내리고 있다. 모든 인간 속에는 이 두 가지 모순된 노력이 존재한다. 둘 중 어느 쪽이 우위에 서는가는 사회구조, 즉 사회의 가치와 규범이 결정한다. 즉 소유에 대한 탐욕을 기르고 나아가서 소유의 실존양식을 육성하는 문화는 인간의 한쪽 잠재성과 맞닿아 있으며, 존재와 나눔을 키우는 문화는 인간의 다른 한쪽 잠재성과 맞닿아 있는 것이다. 우리는 이 두 가지 가능성 중 무엇을 키울지 결정해야 한다. 이와 동시에 그 결정이 우리가 사는 사회의 사회경제적 구조에 크게 좌우된다는 사실을 이해해야만 한다.

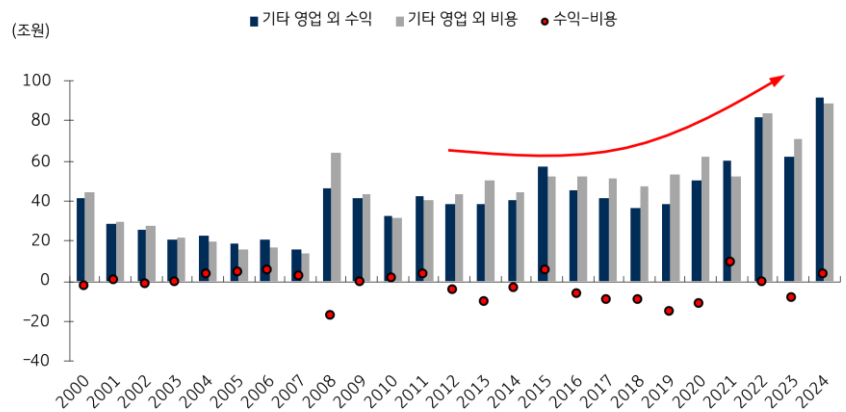
자료: 소유냐 존재냐 (To Have or To Be?), Erich Fromm, 차경아 옮김, 1996년, 까치글방, Wikipedia, KB증권

물론 가치평가가 어려워진 이유가 기업가의 자기확장 탓만은 아니다. 본업 외 요소들도 가치평가를 어렵게 하는 데 큰 몫을 하고 있다. 그래서 세 번째는, 영업 외 요인이 변수가 됐다는 것이다.

영업외수익, 영업외비용 증가
P/E 밸류에이션 신뢰도 하락으로 이어져
커지는 ‘실적의 진폭’

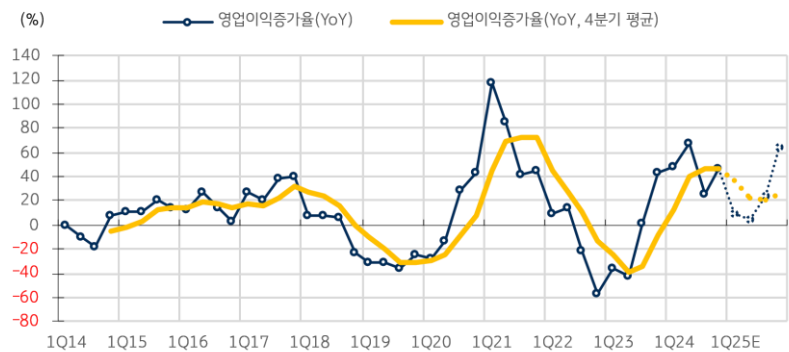
사업을 통해 벌어들인 이익이나, 사업을 위한 비용이 아닌 ‘영업 외 수익과 비용’의 규모가 커지고 있음도 기업에 대한 분석과 예측을 어렵게 만든다. 비영업수익의 증가는 수익성을 바탕으로 하는 P/E 밸류에이션의 신뢰도를 하락시킨다. 여기에 이익의 ‘변동성’이 커졌다는 점도 예측을 어렵게 한다. 최근 한국기업 영업이익 증가율을 살펴보면 특히 2020년 이후 위든 아래든 크게 움직이는 모습이다.

그림 17. 한국기업 영업 외 수익/비용 추이



자료: Quantiwise, KB증권

그림 18. KOSPI 영업이익 증가율 추이: 넓어진 실적의 ‘밴드’



자료: Quantiwise, KB증권

정치의 영역이 된 주식시장

또한 주식시장이 정치의 영역이 되기 시작했다는 점도 있다. 네이버랩 키워드검색 데이터에 따르면, 정치테마주에 대한 관심도는 2017년 19대 대선 당시보다 20대 대선 때 5배 이상 커졌다. 주식시장이 정치논리로 움직이기 시작했다라는 점도 업황과 밸류에이션 분석을 어렵게 한다. 물론 정치가 경제에 그만큼 중요한 영향을 미치기 때문이지만, 21대 대선을 앞둔 현재 2025년 4월 1일부터 16일까지 주가 상위 10개 종목 중 9개 종목이 정치 관련 종목으로 드러나는 등, 정치이슈가 테마로 소비되고 밸류에이션 왜곡을 가져오는 것은 분명해 보인다.

그림 19. 2016년 이후 정치테마주 관심도 추이

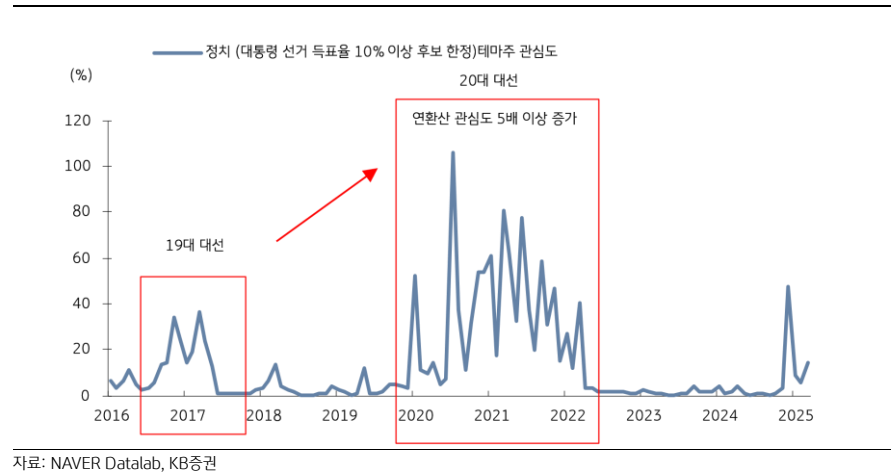


그림 20. 최근의 정치테마주 인기 (4/1~16일 기준)



밸류에이션으로 설명이 어려운 종목 증가

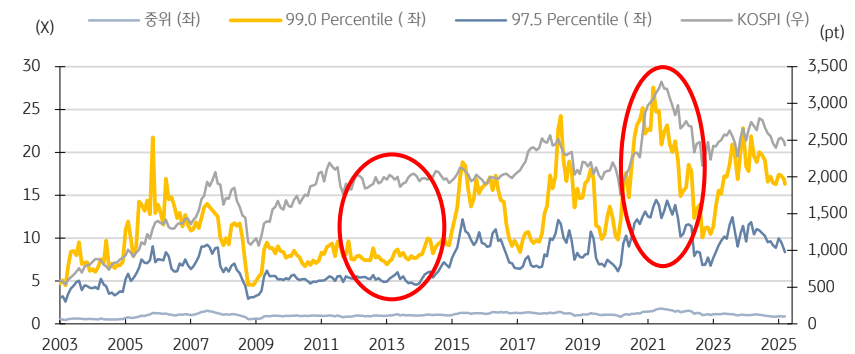
이런 이유들의 결과로, 과거보다 밸류에이션이 극단으로 치닫고 분석이 불가능한 영역의 종목이 많아졌다. 특히 코스피가 상승할 때, 종목별 P/B의 중위값에는 큰 변동이 없으나, 밸류에이션이 극단으로 가는 기업이 많아졌다. 지수가 완만했던 2012년 12월경에는 P/B의 최대값이 약 40.2배, 중위값은 약 0.9배였다. 반면, 지수가 급격한 상승을 보였던 2021년 4월경에는 중위값은 약 1.7배정도였으나, 최대값이 약 369.3배로 크게 높아졌다. 통계분포상 오른쪽 극단에 위치한 값들이 많아진 것이다.

통하지 않게 된 ‘밸류에이션 모델’

또한 밸류에이션 모델의 대표적인 ROE-PBR이 얼마나 잘 통하는지 과거와 팬데믹 이후를 비교해보면, 수익성이 좋으면 높은 밸류에이션을 받는다는 ‘펀더멘탈 논리’는 이제 통하지 않게 됐다. 과거 수익성이 좋으면 높은 밸류에이션을 받지만, 이제 두 지표의 통계상 유의성은 거의 찾아보기 힘들다. 가치평가(밸류에이션) 논리로 주식을 설명하기 점점 어려워 지는 것이다. 경제, 산업 그리고 실적을 분석하고 이것을 실적추정/밸류에이션 모델로 만들어 적정주가를 매기고 투자자들에게 기준점을 제공해야 하는 애널리스트, 그리고 평가를 기반으로 투자 의사 결정을 해야 하는 매니저에게 혹독한 환경이 됐을 것이다.

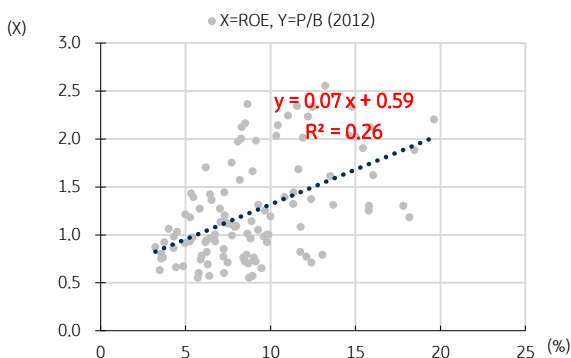
그림 21. 한국기업 P/B통계상 기준점 추이: 높아진 극단치

X percentile: 상위 X%에 들기 위해서 넘어야 하는 P/B 수치로, 이 수치가 높아질수록 밸류에이션이 극단으로 높은 종목이 많다는 것을 의미



자료: Quantiwise, KB증권

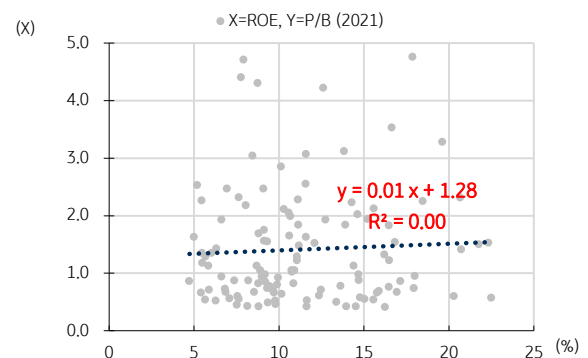
그림 22. ROE-P/B 상관관계 (2012년, KOSPI200 대상)



자료: Quantiwise, KB증권

주: 상, 하단 10% 극단치 제거, ROE, P/B 데이터가 존재하는 종목들만

그림 23. ROE-P/B 상관관계 (2021년, KOSPI200 대상)



자료: Quantiwise, KB증권

주: 상, 하단 10% 극단치 제거, ROE, P/B 데이터가 존재하는 종목들만

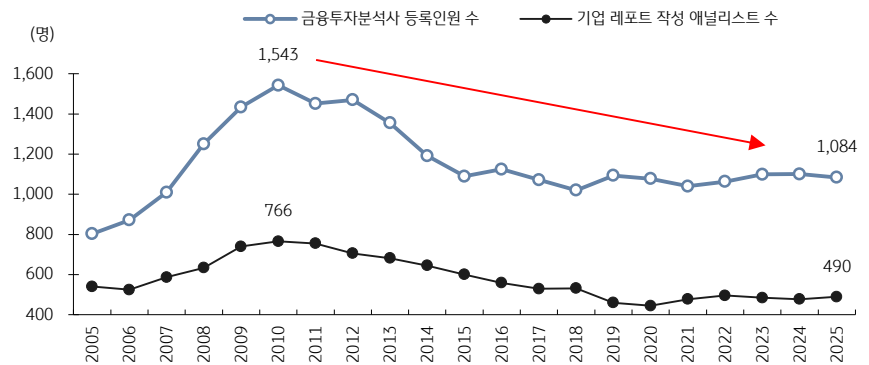
② 애널리스트 [자각방어], 보는 것만 보게 된다

입지가 예전 같지 않은 애널리스트

두 번째는 기업을 분석하는 애널리스트다. 먼저 그들이 처한 환경을 살펴보면, 증권사 리서치가 과거에 비해 규모가 작아지며 애널리스트 수가 크게 감소했다. 유튜브나 텔레그램 등 애널리스트가 아닌 사람들의 정보로 분석 수요가 대체되기도 하면서 입지가 좁아졌다는 사실은 굳이 분량을 줘서 길게 적을 필요도 없는 사실이다. 애널리스트로서 안타깝지만, 생존에 대한 불안에 휩싸이기 좋은 환경이다.

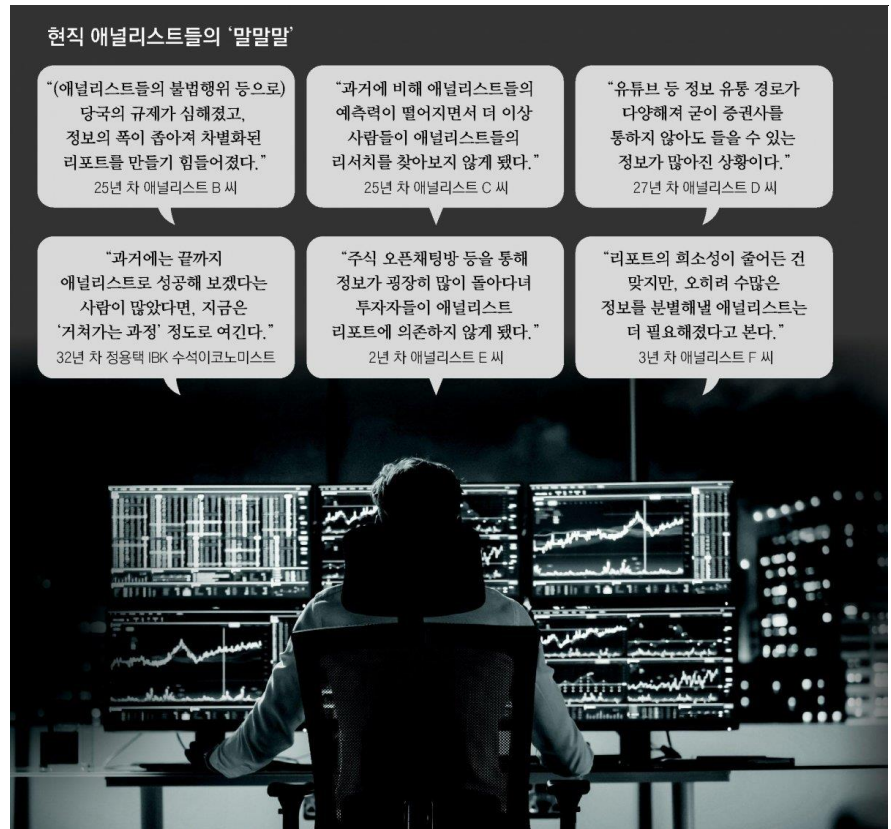
그림 24. 금융투자분석사 (애널리스트) 등록인원 및 기업분석 레포트 작성 인원 추이

기관투자업계 (펀드시장) 위축과 함께
애널리스트 수도 감소



자료: 금융투자협회, Quantiwise, KB증권

그림 25. 애널리스트의 달라진 입지를 읽을 수 있는 기사



자료: 2023.7.8, 시들어버린 '증권가의 꽃' 애널리스트... 위상 약화에 '엑소더스', 동아일보, KB증권

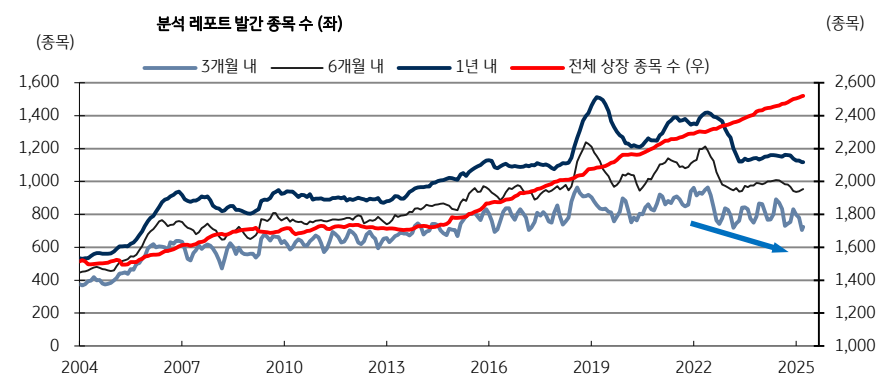
좁게, 그러나 깊게 분석하는 요즘의 애널리스트

중요한 건 애널리스트들의 행동이 ‘그래서 어떻게 달라졌는지?’이다. 최근 애널리스트들은, 과거보다 분석을 좁게, 그러나 자세히 하려는 모습이다.

한국 주식시장에는 2,500개 이상의 보통주가 상장돼 있다. 기업의 실적을 공시하는 주기가 분기임을 감안하면 ‘계속해서’ 분석된다고 볼 수 있는 ‘커버리지 (Coverage)’ 종목은 3개월 이내에 보고서가 발간되는지 여부로 봐야 할 텐데, 그 수는 724개, 비율로는 29%에 불과하다. 분석할 기업은 계속 늘어나는데, 분석의 영역은 오히려 좁아지는 것이다. 그러나 최근 들어 애널리스트 1인당 내놓는 보고서의 수는 2022년을 저점으로 다시 증가하고 있다. 커버리지를 늘리지는 않지만, 커버하고 있는 기업에 대해서는 자주 레포트를 적는 것이다.

전체 상장 종목 중
44%가 최근 1년 내 발간,
38%가 6개월 내,
29%만 3개월 내 레포트 존재

그림 26. 분석 레포트 발간 종목 수 & 전체 상장 종목 수 추이

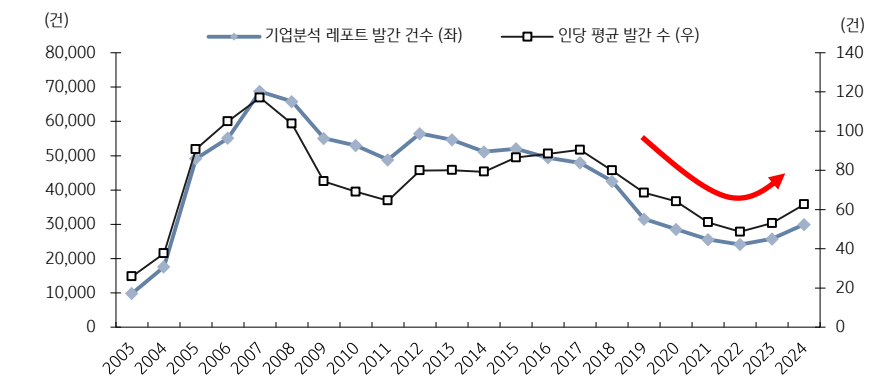


자료: Quantiwise, KB증권

금융위기 전 연 7만건, 인당 평균 연 120건에 달하던
기업분석 레포트
현재는 총 3만건 수준으로 감소

그러나 2022년 이후 인당 평균 레포트 발간 건수는 다시
상승 중

그림 27. 레포트 발간 건수 및 인당 평균 발간 건수 추이



자료: Quantiwise, KB증권

좁고 깊은 분석의 증거

넓지 않은 커버리지&올라가는 프리뷰 빈도

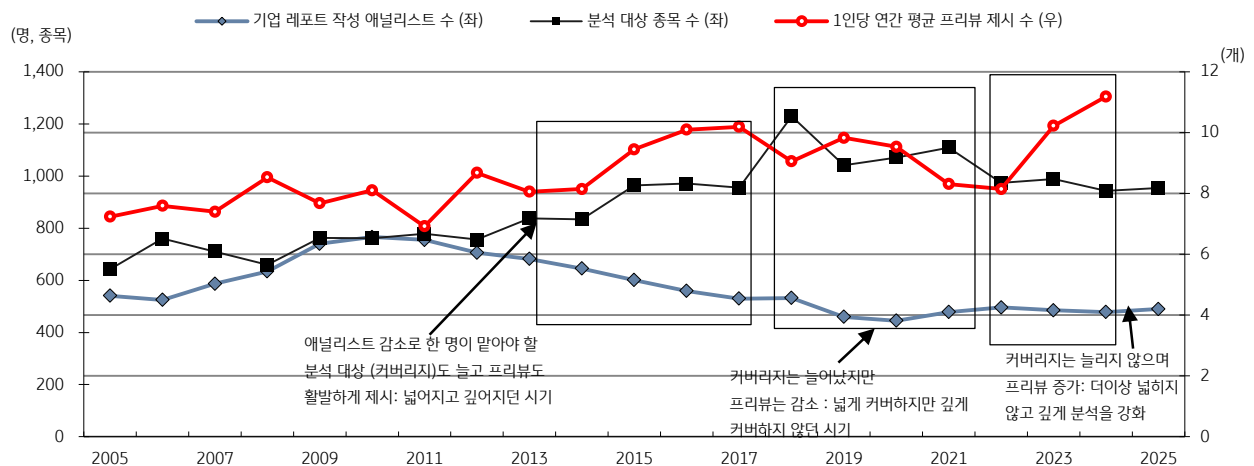
분석을 집중해서 한다고 주장할 수 있는 또 다른 증거는 ‘실적 프리뷰의 수’다.

우선 프리뷰라는 것의 의미를 짚어볼 필요가 있다. 프리뷰는 비록 불확실하지만 지금까지 모아진 정보와 분석을 바탕으로 실적이 발표되기 전에 내놓는 예상이다. 애널리스트가 프리뷰를 내놓는 것은 맞출 수 있다는 자신감이 있거나, 시장에 본인의 분석과 예측을 소신 있게 알리고 싶다는 의미다. 프리뷰를 안 하는 것은 불확실성이 커서 의미 있는 전망을 내놓기 힘든 상황이거나, 예측이 틀리는 리스크를 짊어지기 싫다는 표현일 것이다. 실적 프리뷰는 각자의 이익추정모델을 활용해야 하기 때문에 평소보다 많은 공이 들어가는 깊은 분석이다.

한때는 새로운 종목 발굴에 힘쓰기도

커버리지를 넓히진 않지만 인당 평균 프리뷰 수와 종목당 평균 프리뷰 수가 많아지고 있다. ‘맞출 수 있는 자신 있는 종목만 집중해서 깊게 분석’하는 것이다. 이런 경향 역시 2022년 이후부터 강해졌다. 그 이전인 2018년~2021년은 커버리지는 넓지만 프리뷰는 줄이며 ‘질보다 양에 집중’했던 시기였다. 2013년~2017년처럼 커버리지와 프리뷰 모두 늘리던 때도 있었다. 이 때 애널리스트의 수도 가장 많이 줄어들었다. 새로운 종목도 발굴하고 깊은 분석도 제공하면서 사라지는 동료들의 몫까지 해내던 고된 시기였음을 알 수 있다.

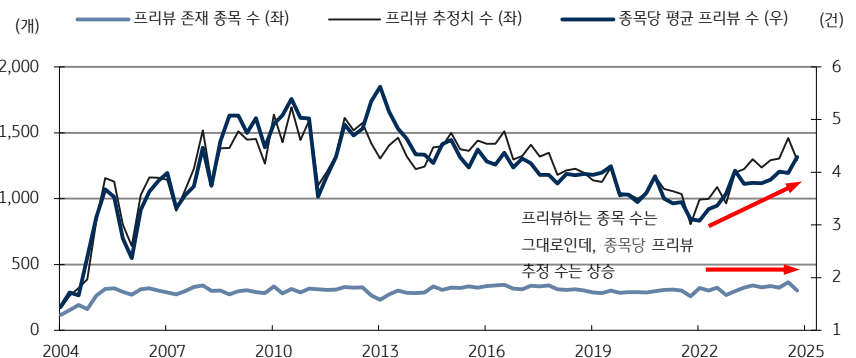
그림 28. 기업분석 레포트 작성 애널리스트 수, 레포트 작성 종목 수, 1인당 평균 프리뷰 제시 수



자료: Quantiwise, KB증권

주: 분석 대상 종목 수는 6개월 내 레포트를 발간한 종목 수 기준

그림 29. 실적 프리뷰 종목 수, 추정치 수 및 종목당 평균 프리뷰 수 추이



자료: Quantiwise, KB증권

프리뷰를 늘린

‘깊게 분석하는 업종’은

‘주도주’라는 공통점

업종별로 분석의 범위와 깊이가 어떻게 변했는지도 살펴보면, 중요한 점 하나를 알 수 있는데, 바로 주도주를 집중해서 분석한다는 것이다. 분석의 범위는 좁아졌지만 (상장종목 수 대비 레포트가 있는 종목 수는 줄었지만) 깊이는 깊어진 (프리뷰 추정 수가 많아진) 업종으로는 방산/우주, 건설, 음식료, 엔터, 소프트웨어 등이다. 조선과 은행의 경우 범위도 넓어지고 깊이도 깊어졌다. 상당수가 최근 2~3년 안에 큰 폭의 상승이 있었던 ‘주도업종’이라는 공통점이 있다. 주가가 오르는 인기 많은 업종을 ‘집중해서’ 분석하는 것이다.

표 5. 2021년 이후 업종별 커버율 (레포트 발간 종목 수/상장 종목 수) 및 평균 프리뷰 수 (프리뷰 추정 수/프리뷰 존재 종목 수)

업종	시가총액	종목 수	레포트 발간 종목 수/상장 종목 수					종목당 평균 프리뷰 수 (1년 동안)					
			2024	2021	2022	2023	2024	2024-2021	2021	2022	2023	2024	2024-2021
	(조원)	(개)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%p)	(건)	(건)	(건)	(건)	(건)	
에너지	50.9	38	33.3	35.5	38.1	40.3	6.9	22.3	19.6	20.9	16.4	-5.9	
소재	화학	71.2	113	48.6	47.7	39.2	36.6	-12.0	16.0	12.2	15.6	14.2	-1.8
	비철	28.5	80	31.8	28.5	16.1	16.7	-15.2	14.0	23.3	19.8	21.8	7.8
	철강	33.4	55	28.4	28.1	23.3	28.8	0.3	18.4	18.4	22.0	19.7	1.4
	건설	37.3	135	50.5	40.7	31.5	35.2	-15.3	16.5	17.8	16.4	25.9	9.4
산업재	기계	98.4	127	54.9	47.4	38.9	41.9	-13.0	10.3	6.0	10.5	12.3	1.9
	조선	103.0	24	50.5	55.7	53.9	65.3	14.8	10.2	7.3	15.5	21.1	10.9
	지주	58.0	14	80.6	70.7	89.4	86.3	5.7	5.4	4.8	6.1	6.5	1.1
	상사	10.5	5	60.0	60.0	54.5	57.1	-2.9	9.3	9.2	13.8	10.0	0.7
	방산우주	73.7	58	54.2	54.5	48.3	46.4	-7.9	9.2	5.7	10.5	22.2	13.1
	운송	57.7	45	51.9	59.3	48.5	35.4	-16.5	12.8	12.6	13.5	16.0	3.2
	자동차	132.7	155	32.6	27.1	25.0	29.2	-3.4	28.9	23.5	24.8	26.9	-2.0
경기소비재	화장품, 의류	59.3	167	41.8	37.6	32.5	29.7	-12.1	14.7	14.4	17.3	13.7	-1.0
	호텔, 레저	9.8	19	70.0	61.8	59.7	71.2	1.2	13.5	11.1	8.1	9.3	-4.2
	미디어엔터	32.2	99	54.8	59.2	49.9	46.3	-8.5	14.7	14.5	17.9	20.0	5.3
	유통	17.9	39	58.2	50.3	40.2	43.3	-14.9	18.4	18.3	25.0	25.4	7.0
음식료	58.2	106	39.4	33.6	27.9	29.6	-9.8	11.5	12.7	16.4	20.1	8.7	
건강관리	276.3	358	57.9	53.3	45.7	41.6	-16.4	7.4	9.3	11.6	13.2	5.7	
금융	은행	137.2	40	30.9	43.4	42.8	48.2	17.3	17.1	16.2	24.6	21.1	4.1
	증권	51.1	26	40.4	41.0	32.0	38.6	-1.8	15.6	13.0	17.9	17.3	1.7
	보험	50.5	13	83.1	86.7	84.9	90.4	7.3	9.8	8.0	8.9	10.5	0.7
IT	소프트웨어	136.5	220	57.2	57.2	48.3	45.9	-11.4	12.1	16.1	17.3	17.1	5.0
	IT하드웨어	49.1	236	47.1	45.7	35.3	34.7	-12.4	9.4	10.2	9.6	10.6	1.3
	반도체	511.2	155	66.2	66.3	57.8	63.6	-2.6	9.2	9.7	9.7	10.3	1.1
	가전	12.4	17	29.4	32.4	13.2	18.2	-11.2	26.0	26.0	28.0	31.0	5.0
	배터리	120.2	66	60.7	65.9	59.4	58.3	-2.3	14.6	15.9	16.7	15.5	0.9
	디스플레이	12.7	74	46.3	38.0	37.9	37.6	-8.7	13.3	11.4	8.0	8.0	-5.3
통신서비스	30.3	6	53.1	41.9	48.0	50.0	-3.1	37.0	37.3	37.7	34.3	-2.7	
유틸리티	29.4	18	44.2	43.5	44.1	49.3	5.1	7.7	10.8	9.5	9.5	1.8	

자료: Quantwise, KB증권

주: 회색 음영은 종목당 평균 프리뷰수는 증가한 업종

그림 30. 실적 프리뷰 종목 수, 추정치 수 및 종목당 평균 프리뷰 수 추이

커버율=레포트 발간 종목 수/상장 종목 수

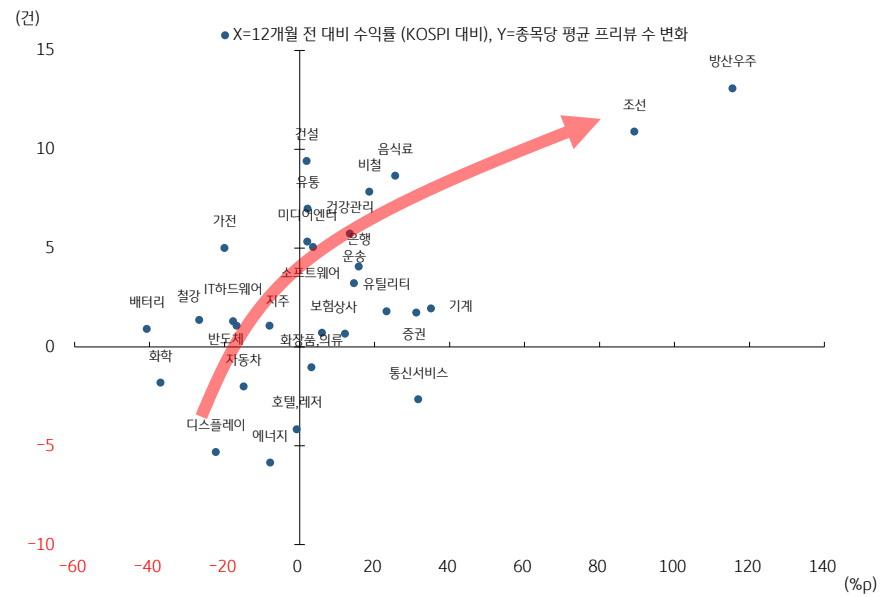
평균 프리뷰 수=1년 간 프리뷰 추정 수/프리뷰 존재 종목 수



자료: Quantwise, KB증권

주가가 많이 오른 업종을
더 집중해서 분석하는 애널리스트

그림 31. 업종별 수익률과 종목당 평균 프리뷰 수 변화



자료: Quantiwise, KB증권

커버가 좁아진 이유 '지각방어'

왜 애널리스트들은 커버리지를 넓히지 않고 주도업종이거나 맞출 수 있다는 자신감이 드는 종목을 집중해서 분석하기 시작했을까? 심리학에서 답을 찾아본다면, 불안을 완화하기 위한 '지각방어 (Perceptual Defense)' 때문이다.

생존에 위협이 되는 정보를 인식하지 않으려는 무의식

'지각방어'란 불안을 유발하는 자극을 무의식이 왜곡하거나 인식하지 않으려는 경향을 의미한다. 생각과 일치하지 않거나 생존에 위협이 되는 정보를 회피하고 인식하지 않으려는 지각오류현상인데, 인식하면 불안하기 때문이다. 우리의 무의식이 우리를 불안으로부터 보호하기 위해 만들어낸 방어막이다. 담뱃갑에 붙어있는 흉측한 그림을 보고도 금연을 하겠다는 생각이 들지 않는 것이 예다. 담배 때문에 병에 걸릴 걱정은 집어치우고 당장 한 끼 태우는 게 덜 불안하고 행복해서다. 여러 가지 정보가 주어졌을 때 기존에 자신이 가진 생각을 강화하는 방향의 정보를 '선택지각 (Selective Perception)'하는 행위도 지각방어가 만들어낸 것이다. 내 생각과 다른 생각은 불편하기 때문이다.

주도주, 맞출 수 있는 종목에 집중하는 것이 유리한 생각을 강화

주가와 실적전망이 올라가는 '추세가 있는 주도주'는 그렇지 않은 종목보다 상승을 지속할 확률이 높다. 애널리스트 입장에서 주도주를 집중해서 분석하면 자신이 분석한 종목의 주가가 오르는 것을 바라볼 확률도 높아진다. 분석한 종목의 주가가 상승하는 것을 바라보는 일은, 애널리스트로서 "내가 타당한 예측을 했고 맞췄다"는 생각을 강화할 수 있다. 맞출 수 있는 자신감이 있는 종목을 분석하는 것도 마찬가지다. 실적을 예측하기 어려운 종목을 프리뷰 하는 것 보다, 예측이 수월한 정보가 많은 종목을 프리뷰 하는 것 역시 예측가로서 능력이 있다는 생각을 강화할 수 있다.

생존에 대한 불안을 더 심하게 자극 받는 환경이기 때문

애널리스트들이 항상 이런 행동을 했던 것은 아니다. 앞서 이야기 했고 그림에서도 살펴본 것처럼, 위험을 지더라도 신선한 종목으로 커버리지를 넓히던 때도 있었다. 하지만 그때처럼 새로운 분석을 하지 않는 이유는, 애널리스트가 생존의 불안을 예전보다 더 심하게 자극 받는 환경이기 때문이다. 애널리스트에게 직업인으로서 생존에 위협이 되는 가장 큰 리스크는 '예측이 틀리는 것'이며, 불안이 자극되면 그 리스크에 더 민감해질 수밖에 없다.

'맞췄을 때 돌아오는 보상'보다 큰 '틀렸을 때 돌아오는 리스크'는 지각방어를 나서게 했을 것

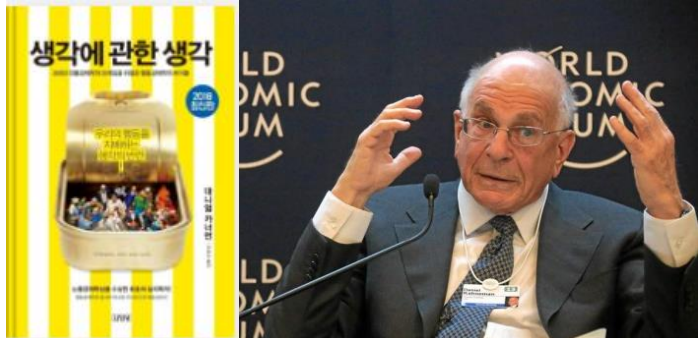
생존에 위협이 적은 시기에는 비록 그런 리스크를 지더라도 애널리스트의 역할 중 하나인 '생소하고 새로운 종목을 소개하는 일'에도 역량을 쏟을 수 있었다. 그 또한 애널리스트에게 주어진 책무이기 때문이다. 그러나 생존 자체가 위협을 받는 상황에서 새로운 종목 또는 주도주가 아닌 종목에 대한 대한 분석은 맞췄을 때 돌아오는 보상도 크지 않고 틀렸을 때 찾아오는 리스크가 크다. 때문에 분석의 시야를 넓히는 것은, 애널리스트의 책무이지만, 생존에 대한 불안을 자극하는 행동이 될 수 있기 때문에 '지각방어'가 나서서 이를 외면한 것이다.

그리고, 기업의 밸류에이션이 어려워진 것이 기업의 탓만은 아니었던 것처럼, 애널리스트의 분석영역이 좁아진 것 역시 애널리스트만의 책임은 아니다. 펀더멘탈을 보는데 전문성이 있는 애널리스트 입장에서, 기업가의 자기확장과 주가에 펀더멘탈 이외의 요소가 끼어든 것도 가치평가 모델을 적용하기 어렵게 해 분석영역 좁히기를 빠르게 했을 것이다.

기왕 애널리스트 이야기를 꺼낸 김에, '나는 애널리스트로서 내 직업을 어떻게 대해야 하는가?'에 큰 영감을 주었던 대니얼 카너먼의 '생각에 관한 생각' 일부를 실어보았습니다. 애널리스트는 그가 인용한 이야기 속 '고슴도치'나 '여우' 중 한쪽을 골라야 하는 직업은 아니라고 생각합니다. 고슴도치처럼 분명한 논리로 무장한 태도를 보이며, 여우처럼 한 발짝 떨어져 사유하고 인정하는 마음을 갖추면 된다고 생각합니다. 물론 어렵습니다.

표 6. 대니얼 카너먼, ‘생각에 관한 생각 (Thinking, Fast and Slow)’

과거를 쉽게 설명하다 보니, 미래는 예측할 수 없다는 생각마저 날마다 조금씩 흔들린다. 과거의 서사를 일관되게 지어내고 믿는 성향 탓에 우리는 예측력의 한계를 받아들이기가 힘들다. 모든 일은 지나고 보면 이해가 된다. 금융 전문가는 저녁마다 그 날 일어난 일들을 그럴듯하게 설명한다. 우리도 다 지난 오늘에서야 이해한 것을 어제 이미 예견할 수 있었다고 느끼는 강한 직관을 억누르지 못한다. 과거를 이해한다는 착각은 미래를 예견하는 능력을 과신하게 만든다.



그러나 타당한 예측이 가능하다는 착각은 금융계뿐 아니라 사업계와 정치계에서도 예측으로 먹고 사는 사람들 사이에 널리 퍼져있다. 방송사와 신문사는 가까운 과거를 논평하고 미래를 예언하는 것이 직업인 전문가들을 패널로 초청한다. 시청자나 독자는 어느 정도 권위 있는, 아니면 적어도 대단히 통찰력 있는 정보를 얻었다는 느낌을 받는다. 전문가들과 그들을 옹호하는 사람들은 전문가가 그런 정보를 제공한다고 철석같이 믿는 게 분명하다.

어떤 분야를 조금 더 아는 사람은 그보다 덜 아는 사람보다 아주 약간 더 나은 예측을 내놓는다. 그런데 가장 잘 아는 사람은 신뢰도가 오히려 떨어지는 경우가 종종 있다. 그 이유는 많은 지식을 습득한 사람은 자신의 능력을 더 많이 착각해 비현실적으로 자신만만해지기 때문이다. “우리는 지식의 한계 예상 수확 체감 지점에 순식간에 도달한다.”, “지식이 고도로 전문화한 시대에는 새롭게 불거진 상황을 ‘읽는 능력’에서 주요 신문사의 기고자들 (예측가)이 언론의 수준 높은 독자나 기자보다 조금이라도 더 낫다고 말할 근거가 없다.” 심리학자 필립 테틀록의 말이다. 유명한 사람의 예측일수록 예측은 더 화려했다. “잘나가는 전문가들은 세간의 주목을 받지 못한 채 근근이 살아가는 동료보다 과신 정도가 심하다.”

테틀록의 연구에 따르면, 전문가는 좀처럼 잘못을 시인하지도 않는다. 마지못해 오류를 인정해야 할 때면, 타이밍이 적절치 못했을 뿐이라는 등, 예상할 수 없는 사건이 끼어들었다는 등, 예상은 빗나갔지만 그럴 수밖에 없는 이유가 있었다는 등 온갖 변명을 갖다 붙인다. 전문가도 결국은 인간일 뿐이다. 자신의 화려함에 도취되고 잘못을 죽어도 인정하지 않는다. 전문가는 무엇을 생각하느냐가 아니라 어떻게 생각하느냐에 따라 길을 잃고 헤맬 수 있다고 테틀록은 말한다.

테틀록은 이샤야 벌린이 톨스토이에 관한 수필 <고슴도치와 여우>에서 썼던 말을 인용한다. 고슴도치들은 “중요한 것 하나를 알고” 세상을 보는 이론을 가지고 있어서, 특정 사건을 논리적으로 일관된 틀로 설명하고, 자기처럼 세상을 바라보지 않는 자들을 도저히 참지 못하며, 자기 예상을 확신한다. 특히 오류를 절대 인정하지 않는다. 고슴도치들에게 빗나간 예측이란 거의 항상 “타이밍의 문제”거나 “거의 맞을 뻔한” 예측일 뿐이다. 이들은 생각이 분명하고 의견을 굽히는 법이 없는데, 어떤 문제를 놓고 의견이 다른 두 고슴도치가 서로 상대의 어리석은 생각을 공격한다면, 방송 프로그램으로는 제격이다. 반면에 여우들은 복잡한 사상가다. 이들은 중요한 것 하나가 역사의 행군을 이끈다고 생각하지 않는다 (예를 들어 레이건이 소련에 맞서 냉전을 손쉽게 종결하는 모습을 받아들이지 않는다). 여우들은 현실에서는 운을 포함한 여러 동력과 행위자가 무수히 상호작용하고 때로는 예상치 못한 큰 결과가 나타난다는 점을 인정한다. 테틀록의 연구에서, 실적은 여전히 보잘것없지만 가장 높은 점수를 얻은 것은 바로 이 여우들이다. 하지만 이들은 고슴도치들보다 텔레비전 토론에 초대될 가능성이 낮다.

자료: 생각에 관한 생각 (Thinking, Fast and Slow), Daniel Kahneman, 이창신 옮김, 2012년, 김영사, Wikipedia, KB증권

③ 매니저 [회피동기], 위험을 지지 않는다

매니저의 소득, 설정액과 보수의 함수

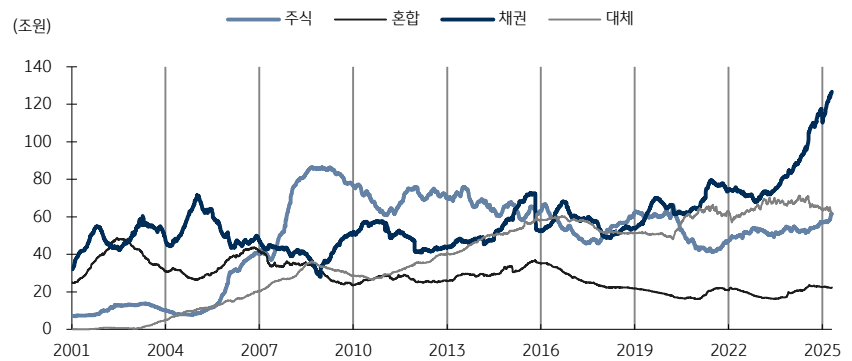
다음은, 기업에 대한 애널리스트의 분석을 참고해서 투자에 대한 의사결정을 하는 매니저다. 매니저를 이해하려면 그들이 어떤 상황에 있는지 먼저 알 필요가 있다. 다른 고객의 자금을 대신 맡아 운용해주는 펀드매니저 역시 돈을 벌어야 하는 기업의 직원이다. 그들의 매출은 펀드를 얼마나 팔았는지, 즉 AUM (Asset Under Management)이 얼마나 늘었는지이며 이익률은 얼마나 운용에 대한 보수 (수수료)를 많이 받는지로 결정된다. 설정액X보수가 그들의 보상이다.

대체와 채권펀드 설정액은 증가. 주식은 패시브가 증가, 액티브 감소

펀드시장 전체로 보면 채권과 대체펀드의 설정액이 증가하면서 규모는 커졌다. 주식도 금융위기 전 만큼은 아니지만 최근 들어 설정액은 커지고 있다. 그런데 설정액의 증가는 액티브가 아니라 패시브펀드의 설정액 증가 때문이다. 패시브펀드는 지수를 추종하기 때문에 종목을 발굴하고 시장을 이기는 추가수익을 추구하는 매니저 본연의 역할이 점점 줄어들 수밖에 없다.

차화정렬리 당시 다른 유형보다
설정액이 높았던 주식
이후 채권과 대체가 역전

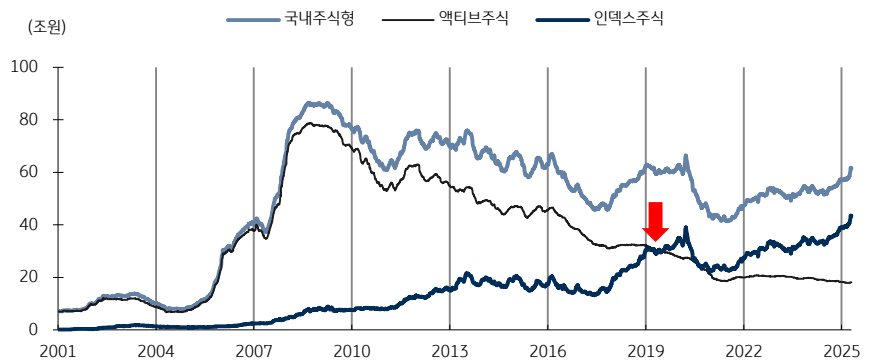
그림 32. 국내 주식/혼합/채권/대체펀드 설정액 추이



자료: FnSpectrum, KB증권

주식형으로 자금이 유입되고 있으나
패시브로 유입, 액티브는 유출.
2019년, 패시브가 액티브를 역전

그림 33. 국내 주식형 내에서 액티브/패시브 설정액 추이



자료: FnSpectrum, KB증권

운용보수는 2000년대 초에 비해 1/3

운용보수 (수수료) 역시 유형에 상관없이 하락하고 있다. 2007년 이전 펀드로 자금이 유입되던 시기에는 수수료까지 올라가던 시절도 있었으나, 현재 국내 주식형 펀드의 평균 보수는 0.62% (NAV 가중평균)로 2000년대 초반의 1/3 수준이다.

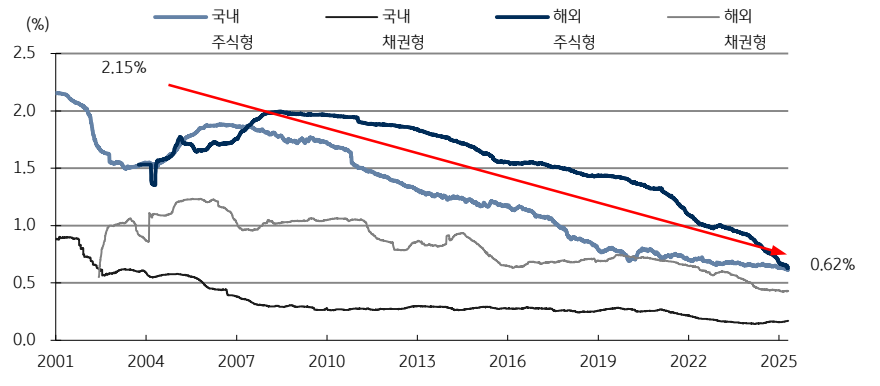
표 7. 한국 펀드시장의 운용보수

구분		국내			MMF	해외			전체
(단위: 개, %)		주식형	혼합형	채권형		주식형	혼합형	채권형	
대상펀드		3,932	2,484	1,274	396	5,886	2,007	1,314	17,293
단순평균	총보수	1.10	0.81	0.28	0.23	1.18	0.82	0.68	0.94
	운용보수	0.53	0.37	0.10	0.07	0.58	0.38	0.27	0.45
	판매보수	0.52	0.40	0.15	0.13	0.54	0.38	0.37	0.45
	수탁보수	0.03	0.03	0.02	0.02	0.05	0.03	0.03	0.03
	사무보수	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.01
NAV 가중평균	총보수	0.62	0.65	0.17	0.15	0.63	0.71	0.43	0.33
	운용보수	0.34	0.25	0.07	0.05	0.30	0.35	0.19	0.15
	판매보수	0.24	0.38	0.08	0.08	0.29	0.31	0.20	0.15
	수탁보수	0.02	0.02	0.01	0.01	0.03	0.03	0.02	0.02
	사무보수	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01

자료: FnSpectrum, KB증권

그림 34. 국내/해외 주식/채권형 펀드 총 보수 추이 (NAV 가중평균)

1/3토막 난 운용보수



자료: FnSpectrum, KB증권

이익도 줄어드는 구조 속 매니저 본연의 역할까지 축소되는 상황은 추가 이익을 내기 위해서 액티브 펀드는 다른 펀드 (주식이든 다른 자산이든)의 자금을 빼앗아와야 하는 구조다. 반대로 다른 펀드에 자금을 뺏기지 않도록 하는 것도 중요해졌다. 경쟁이 심해지는 것이다.

경쟁 심화 구도는 액티브의 회피동기를 유발할 가능성

경쟁의 격화는 액티브 펀드를 운용하는 펀드매니저에게 ‘불안’ 요소다. 업계가 축소되어 일자리가 감소할 것이라는 불안, 다른 펀드에게 자금을 빼앗기면 안 된다는 불안 등이다. 불안은 업무로서 투자를 바라볼 때 ‘회피동기’를 발생시키는 요소다. 동기의 차이는 목표를 이뤘을 때 느끼는 감정도 다르게 만든다. 원가 이루어 보겠다는 접근동기의 목표를 이루면 기쁨의 감정을, 실패하면 슬픔을 느끼지만, 피해야 한다는 회피동기를 이루면 ‘안도’, 실패하면 불안의 감정을 지속한다. 접근동기는 슬픔과 기쁨, 회피동기는 불안과 안도 사이를 오가게 한다.

지속된 자금유입은 패시브가 접근동기를 갖기 좋은 환경

그러나 자금이 유입되는 패시브는 상황이 다르다. 수익이 나도 자금이 유출되어 생존이 우선시되는 액티브와 달리, 패시브는 시장이 커지고 있어 생존에 대한 걱정이 덜하다. 펀드 유형별 수익률과 자금 유출입을 추적한 다음 장 표와 그림에서 보듯, 손실이 나도 자금이 유입되는 유형은 패시브가 유일하다. 실패해도 다시 자금을 끌어올 수 있는 환경은 접근동기를 갖도록 한다. 매니저 본연의 역할이 중요한 액티브 시장에서의 어려운 영업환경, 그러나 매니저 본연의 역할보다 관리가 중요한 패시브로의 자금유입은 두 시장의 ‘동기’를 극대화시켰을 것이다.

표 8. 기관투자자의 접근동기와 회피동기

동기	사례	다다른 감정	
		성공했을 때	실패했을 때
접근동기	- 절대수익 15%를 달성하겠다 - KOSPI를 이기겠다 - 신규 자금을 끌어와보겠다 - 스타 펀드매니저가 되겠다	기쁨	슬픔
회피동기	- 손실은 내지 않겠다 - KOSPI에 지지 않겠다 - 자금을 회수당하지 않겠다 - 수익률 꼴찌는 면하겠다	안도	불안

자료: KB증권

표 9. 펀드 유형별 수익률과 자금 유출입

유형	펀드 수	순 자산	자금 유출입						수익률						
			3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	
	(개)	(조원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	
국내	전체	1,040	67.1	4.03	6.11	7.64	7.45	7.11	-7.39	-1.8	-5.6	-8.6	-3.7	-7.0	44.1
	주식														
	액티브	559	16.4	-0.00	-0.13	-1.11	-2.95	-3.67	-11.38	0.5	-2.0	-3.8	3.4	-3.7	48.8
	패시브	481	50.7	4.04	6.24	8.75	10.40	10.77	3.99	-2.5	-6.8	-10.2	-6.2	-8.1	43.4
	혼합	657	19.7	-0.69	-1.15	0.09	4.22	0.68	2.96	0.6	1.1	3.1	7.9	7.0	28.4
	채권	360	87.1	10.81	17.71	32.59	48.06	50.26	53.96	1.4	2.9	6.1	10.1	13.7	12.7
	MMF	117	167.5	12.81	17.18	6.27	21.74	28.54	43.73	0.7	1.6	3.4	7.3	10.4	12.2
대체	146	14.8	-1.67	-2.13	-4.80	-3.26	5.71	7.76	2.4	3.7	6.3	8.9	17.1	-2.3	
해외	주식	1,112	84.5	8.38	15.85	24.87	27.43	29.25	49.34	-13.6	-7.8	4.0	17.4	12.5	51.5
	혼합	420	10.2	1.31	2.22	3.15	3.47	3.29	3.71	-4.2	-1.9	5.5	13.6	6.1	33.0
	채권	246	15.5	1.61	3.89	8.48	11.39	11.51	8.14	0.5	-2.4	2.3	1.9	0.3	2.0
	대체	98	4.5	0.04	0.18	0.34	0.30	-0.67	-2.69	1.3	2.4	1.2	-11.4	-11.6	23.0
기타	344	29.4	1.42	2.10	4.18	12.47	14.15	20.98	-3.1	-1.7	3.7	11.6	8.0	28.1	

자료: FnSpectrum, KB증권

그림 35. 펀드 유형별 수익률과 자금유출입_최근 2년 기준

회피동기가 생기기 쉬운 액티브
접근동기가 생길 수 있는 패시브

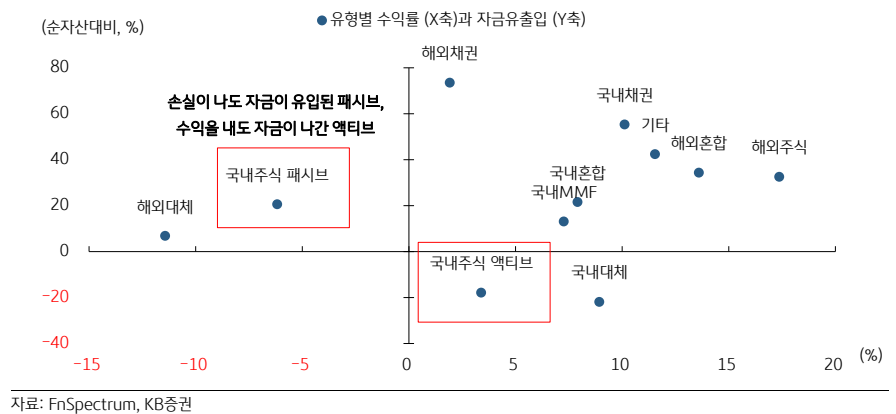
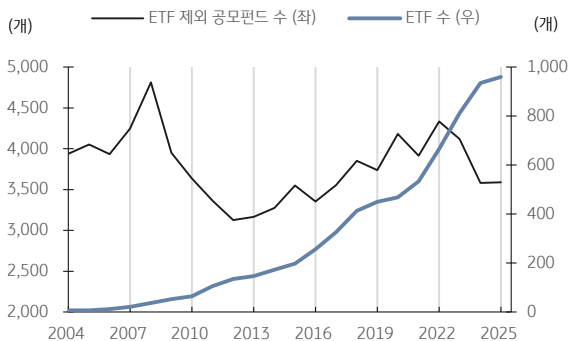
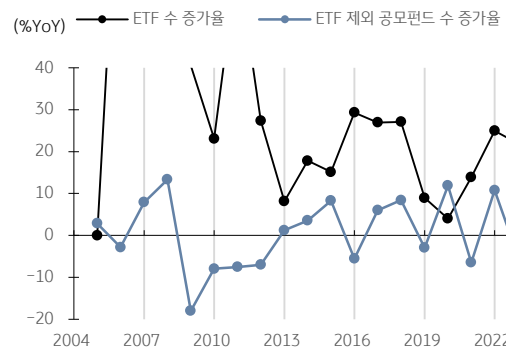


그림 36. 공모펀드 수 _ETF 제외 및 ETF



자료: KRX, 금융투자협회, KB증권

그림 37. 공모펀드 수 증가율 ETF 제외 및 ETF



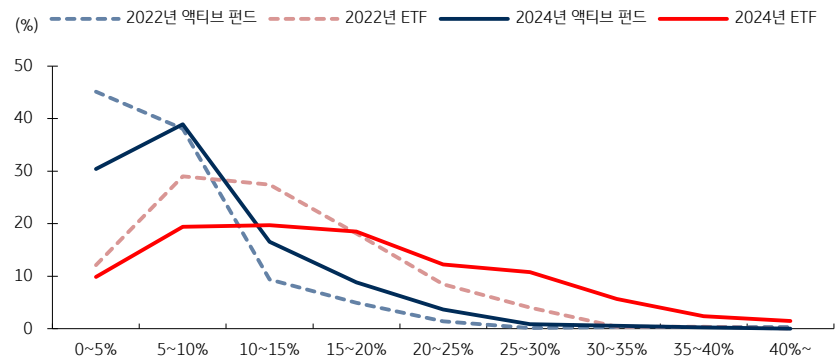
자료: KRX, 금융투자협회, KB증권

고 위험 ETF 증가 저 위험 ETF 감소

두 펀드시장의 동기가 극단화하고 있음은 ‘펀드의 위험분포’를 통해 수치로 관찰할 수 있다. 2021년 이후 액티브펀드와 ETF의 KOSPI대비 추적오차 분포를 살펴보았다. 액티브펀드는 위험수준에 큰 변화가 없다. 그런데 ETF는, 저위험펀드가 줄어들고, 위험수준이 큰 펀드는 늘어났다. 펀드의 리스크 (위험)을 보는 이유는, 매니저의 동기를 관찰할 수 있는 지표이기 때문이다. 리스크를 키우는 것은 ‘위험을 지더라도 수익을 내보겠다’는 접근동기, 낮추는 것은 ‘손실을 줄이겠다’는 회피동기의 표출이다. 액티브가 접근동기를 가질 수 없는 환경이니, 과거 액티브펀드가 해오던 역할을 패시브 펀드가 하는 역설스러운 상황이 생긴 것이다.

그림 38. 액티브펀드와 ETF의 추적오차 (Tracking Error)분포 변화

ETF의 위험성향이 강해지고
액티브 펀드의 위험성향은 제자리

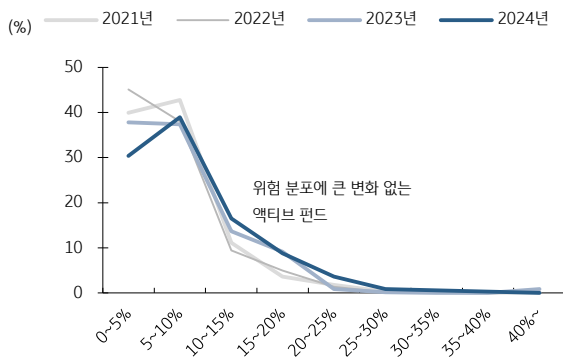


자료: FnSpectrum, Quantiwise, KB증권

주1: 추적오차=KOSPI대비 수익률의 변동성

주2: ETF는 레버리지, 인버스를 제외한 국내 주식을 기초자산으로 할 경우만 포함

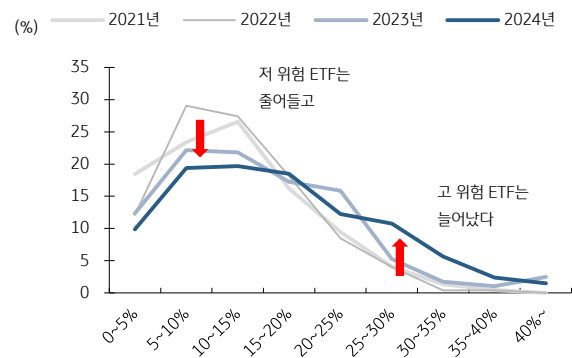
그림 39. 액티브 펀드의 추적오차 (Tracking Error)분포 변화



자료: FnSpectrum, KB증권

주: 추적오차=KOSPI대비 수익률의 변동성

그림 40. ETF의 추적오차 (Tracking Error)분포 변화



자료: Quantiwise, KB증권

주1: 추적오차=KOSPI대비 수익률의 변동성

주2: ETF는 레버리지, 인버스를 제외한 국내 주식을 기초자산으로 할 경우만 포함

패시브에서 위험에 대한 수요에 대응하는 역설스러운 상황

분석 안 되는 기업,
좁아진 애널리스트의 분석,
액티브의 회피동기가 만나 생긴 현상

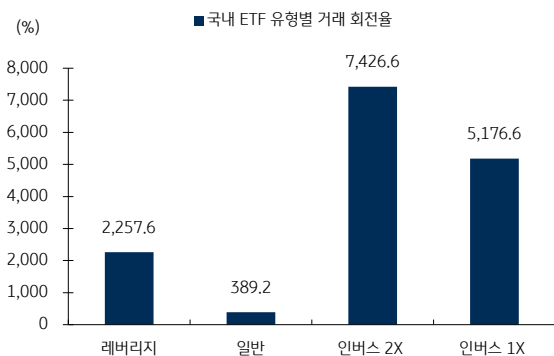
패시브의 액티브화가 ‘매니저’개인의 입장에서 좋을까?

팬데믹 이후 주식투자 인구가 늘어나고, 자산의 변동성도 커진 만큼, 위험을 부담하더라도 큰 수익을 내려는 수요는 분명 많아졌다. 그런데 회피동기를 가진 액티브 시장에서는 리스크를 지려하지 않기 때문에, 패시브에서 그 수요에 대응하고 있다.

이는 액티브에서 자금이 빠져나가기 때문에 생긴 회피동기 탓만은 아니다. 액티브 매니저가 위험을 지더라도 과감한 투자를 하려면 개별기업에 대한 깊이 있는 분석을 해야 한다. 그런데 앞서 이야기 한 것처럼, 기업은 갈수록 분석이 어려워지는데, 애널리스트의 분석 영역도 좁아지고 있고 투자해야 할 기업의 가격이 왜곡되는 일도 잦아졌다. 이 상황에서 수익을 내도 자금이 유출되니 개별기업에 대한 분석 의존도가 크지 않은 패시브가 그 역할을 대신한 것이다.

그런데 패시브가 위험에 대한 사람들의 욕구를 채워주는 것이 무작정 좋은 것인지는 생각해 볼 여지가 있다. 최근 규모가 커진 ‘액티브 ETF’는 기존 ETF보다 매니저의 역량을 강조하고는 있지만, ETF는 태생상 지수를 추종하는 것이 기본 구조다. 액티브 펀드의 손실은 매니저의 책임으로 볼 수 있지만, 패시브는 손실의 책임을 지수에 전가하는 ‘위험의 외주화’가 가능하다. 하지만 반대로 생각해보면, 패시브는 수익률이 좋을 때도 매니저의 운용역량이 과소평가되기 쉽다. 접근동기를 갖고 일하고자 하는 ‘주식을 좋아하는 매니저’에게 패시브가 그 무대가 되는 것이 마냥 좋다고 볼 수 없을 것이다.

그림 41. 국내 ETF 유형별 거래 회전율



자료: Quantiwise, KB증권

주: 회전율=거래대금/시가총액

표 10. 한국투자자 해외주식 거래대금 상위 20종목 _ 최근 1년

순위	종목명	매수+매도 (백만USD)
1	DIREXION DAILY SEMICONDUCTORS BULL 3X SHS ETF	54,431.8
2	TESLA INC	51,868.1
3	NVIDIA CORP	45,093.1
4	DIREXION DAILY TSLA BULL 2X SHARES	29,976.1
5	DIREXION SEMICONDUCTOR BEAR 3X ETF	19,267.0
6	GRANITESHARES 2.0X LONG NVDA DAILY ETF	18,431.2
7	PROSHARES ULTRAPRO QQQ ETF	15,020.4
8	SPDR SP 500 ETF TRUST	10,909.1
9	IONQ INC	10,597.7
10	PALANTIR TECHNOLOGIES INC CL A	10,504.4
11	APPLE INC	8,849.1
12	MICROSTRATEGY INC CL A	7,311.1
13	DIREXION DAILY 20 YEAR PLUS DRX DLY 20+ YR TREAS BULL 3X SPLR 953438320 US25459W5408	6,850.1
14	RIGETTI COMPUTING INC MRGR 008989411 KYG8T86C1136	6,638.8
15	MICROSOFT CORP	6,524.4
16	2X BITCOIN STRATEGY ETF	5,666.4
17	BROADCOM INC EXOF 005644980 SG9999014823	5,432.8
18	T-Rex 2X Long MSTR Daily Target ETF	5,092.5
19	PROSHARES ULTRAPRO SHORT QQQ ETF	4,483.9
20	GRNTSHR 2X ETF	4,351.2

자료: 한국예탁결제원, KB증권

주: 회색은 2X, 또는 3X ETF

패시브 시장에서도 일어나는 실패

언젠가는 ‘패시브의 실패’가 자산시장에서 문제가 될 수도 있다. 지금도 시장의 한 켠에서는 실패한 ETF가 생기고 있는데, 현재까지 한국에서 상장 폐지된 ETF는 200개 이상이고 그 규모는 4.5조원이다. 이들의 상장 당시 최대 시가총액은 17.5조원이었다. 17.5조원과 4.5조원의 차이인 13조원은 결국 ETF에서 빠져나간 자금과 손실의 합으로 실패한 규모에 해당한다.

지금은 ETF가 증가하는 속도가 소멸하는 속도보다 빠르기 때문에 수면위로 떠오르지 않고 있으나, 행여나 패시브 만능론이 흔들릴 때가 온다면 문제로 떠오를 수 있다. 펀더멘탈과 상관 없이 ‘ETF가 사기 때문에 밸류에이션이 급등하는 현상’을 일컫는 일명 ‘패냥괴 (패시브가 낳은 괴물)’신드롬은, ETF가 소멸될 때 기초자산을 팔아야 하는 반대의 상황에서도 생길 수 있다.

그림 42. 누적 상장폐지 ETF 규모

현재까지 203개의 ETF가 상장폐지

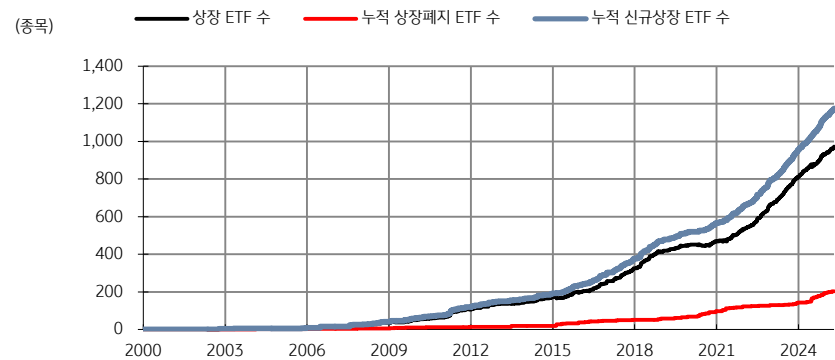
상장폐지 당시의 시가총액 규모는 4.5조원

상장 기간 동안의 최대시가총액 기준으로는 17.5조원



자료: Quantiwise, KB증권

그림 43. 국내 상장 ETF 수 & 상장폐지 ETF 수 추이



자료: Quantiwise, KB증권

[참고] 매니저 (기관투자자)는 심리보고서 1탄에서도 다루었던 대상이다. 당시 자료에서는 액티브매니저의 회피동기환경을 ‘성과를 내도 보상이 돌아오지 않는 환경’에서 찾은 바 있다. 수익률을 기준으로 펀드를 1등부터 5등까지 줄 세우니, 1등그룹의 자금 유출이 가장 적은 것은 맞지만, 5분위에서 2분위로 갈수록 자금이 더 많이 유출됐다. 최고의 성과를 내는 게 아니라면 오히려 수익률이 좋아질수록 자금이 빠져나가는 것이다. 더 높은 성과를 내려는 접근동기가 생기기 힘든 구조다. 그리고 변동성 낮은 펀드일수록 자금이 덜 빠져나갔다. 이 환경은 “수익률로 최고가 되지 못할 바에야 시장과 멀어지는 리스크를 피하자 (변동성을 낮추자)”는 회피동기를 발생시킬 수 있다.

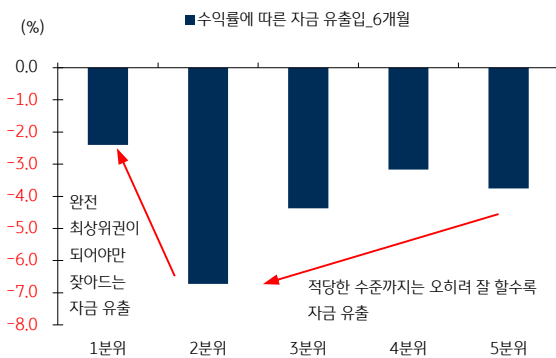
표 11. 펀드 수익률과 변동성에 따른 자금 유출입

수익률에 따른 자금 유출입						변동성에 따른 자금 유출입						
수익률		설정액 증감률 (%)				변동성		설정액 증감률 (%)				
		1개월	3개월	6개월	12개월			3개월	6개월	12개월		
높은 수익률 ↑ ↓	1분위	-4.0	-0.5	-2.4	-7.8	큰 변동성 ↑ ↓	1분위	-2.4	-5.8	-4.5		
	2분위	-1.7	-5.2	-6.7	-8.0		2분위	-5.0	-5.4	-9.3		
	3분위	-2.6	-3.7	-4.4	-7.5		3분위	-4.3	-4.4	-9.2		
	4분위	-1.4	-4.3	-5.2	-9.8		4분위	-2.6	-4.0	-10.0		
낮은 수익률		5분위	-0.8	-3.6	-3.8	-9.7	작은 변동성		5분위	-2.8	-1.9	-9.1

자료: FnSpectrum, KB증권

주: 2024.3.27, '[한국주식 심리보고서] 마음은 수급으로 말한다' 발췌

그림 44. 펀드 수익률에 따른 자금 유출입 _ 6개월

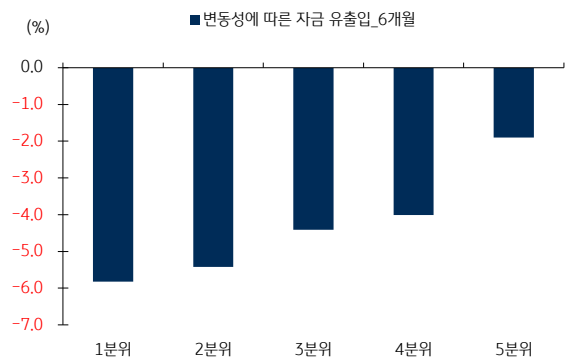


자료: FnSpectrum, KB증권

주1: 1분위=수익률 높은 펀드, 5분위=수익률 낮은 펀드이며 유출입 규모는 순자산 대비

주2: 2024.3.27, '[한국주식 심리보고서] 마음은 수급으로 말한다' 발췌

그림 45. 펀드 변동성에 따른 자금 유출입 _ 6개월



자료: FnSpectrum, KB증권

주1: 1분위=변동성 높은 펀드, 5분위=변동성 낮은 펀드이며 유출입 규모는 순자산 대비

주2: 2024.3.27, '[한국주식 심리보고서] 마음은 수급으로 말한다' 발췌

자기확장+지각방어+회피동기=‘여의도 종목’

불안의 동조 강화, ‘여의도 종목’의 생성

지금까지 내용을 요약해보면 아래처럼 구조도를 정리할 수 있다. 기업가의 자기확장과 과거보다 안 통하는 가치평가 모델이 애널리스트의 지각방어와 만나 분석의 범위를 좁아지게 했고, 이것이 매니저의 회피동기와 결합해 패시브가 과감해지는 현상이 발생했다.

3주체의 심리가 만나 ‘여의도 종목’탄생

그리고 발생한 또 하나의 현상은 ‘여의도 커뮤니티의 동조행동 강화’다. ‘동조’ 역시 심리학 현상이다. ‘동조행동’의 정의는 ‘한 사회 집단에 속한 구성원들이 그 집단 특유의 사고나 감정, 행동 양식 따위를 공유하고 답습하는 것 (표준국어대사전)’이다. 쉽게 말해 남을 따라하는 것이다. 동조행동의 이유 역시 남들과 다른 행동을 하게 될 경우 구성원들 사이에서 배척당할 수 있다는 ‘불안’의 심리로 설명할 수 있다.

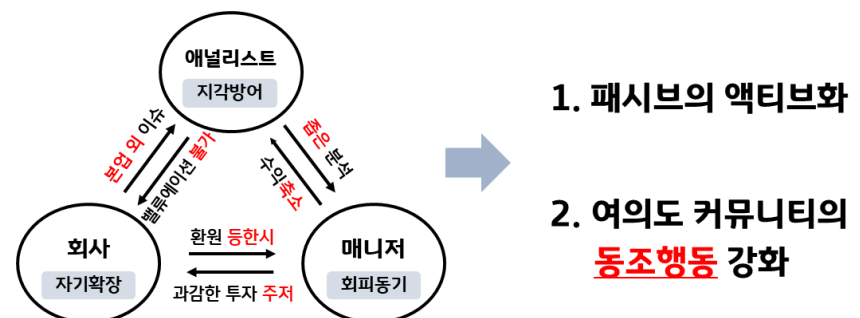
동조행동 = 남을 따라 하는 것

대화 중에 상대방이 하는 행동을 무심코 따라 하거나, 식당이 새로 문을 열었는데 평소 좋아하지 않던 메뉴임에도 길게 늘어선 줄을 보고 방문해서 먹어보는 것 등이 동조행동이다. 개인과 개인 간에 발생하기도 하고, 개인이 집단을 따라 하거나 집단 간에 나타나기도 한다. 동조행동의 강도는 불안을 느끼는 정도, 집단에 대한 감정, 개인의 지위, 불확실성, 타인의 전문성이나 유명도 등 여러 가지가 영향을 미친다. 정서상 친밀한 사람들끼리 자주 발생하고, 유명인이나 권력자들의 행동일수록 동조의 대상이 된다. 또한 영향력이 큰 집단일수록 그 집단의 결정에 대한 신뢰가 커지고, 상황이 불확실할수록 (또는 그렇다고 느낄수록) 전문가 (또는 전문가라고 생각하는 이들)를 향한 동조가 강해진다.

주식시장의 동조행동 = 따라서 사거나 파는 것

동조행동을 주식시장에 적용해보자면, 남들이 사는 종목이나 파는 종목을 따라서 사고 파는 현상이다. 동조행동은 불안과 회피동기가 시장에 커질 때 강화될 수 있다. 주식시장에서 회피동기는 (매니저편에서 설명했듯) 리스크를 지지 않음으로 표현된다. 여기서 리스크란 곧 남들보다 낮은 수익률을 기록할 위험인데, 그 확률은 남들과 포트폴리오가 다를 때 높아진다. 남들이 사는 것을 따라서 사고, 남들이 팔 때 같이 파는 동조행동을 하면 그 리스크에서 멀어진다. 그래서 동조를 수치화할 수 있다면, 시장의 참여자들이 느끼는 ‘불안의 정도’ 역시 관찰할 수 있다.

그림 46. 여의도 주식투자 업계 3주체의 심리상태에 따른 행동 구조도



자료: KB증권

주식시장의 동조행동은 수급데이터로 측정이 가능하다. 예를 들면, 연기금이 반도체를 사면 다른 투자주체들이 따라서 산다던가, 사모펀드가 코스닥을 팔면 다른 주체들이 따라서 판다던가 하는 식이다.

조건부 확률 개념으로 동조를 만들어내는 주체를 수치로 표현 가능

동조행동을 측정하려면 ‘조건부 확률’을 사용할 수 있다. 조건부 확률은 특정 상황에서 이벤트가 발생할 확률이다. 주식시장에서의 조건부확률을 소개하기 위해 아래 두 개 투자주체가 1년 동안 매수/매도했던 예시를 만들었다. A, B주체는 12달 중 6, 8달을 매수했다. 그런데 B는 A가 매수하는 6번의 경우 중 5번 매수했고, A가 매수하지 않을 때는 3번 매수했다 (표에 ③, ④). 확률로 표현하면 83.3%와 50%다. 이 의미는 B가 매수할 때는 A의 의견을 많이 참고한다는 것이다. 반대로 매도할 때는 A가 B를 더 많이 참고한다. B가 매도할 때 A는 75%의 확률로 매도했지만, B가 매수할 땐 A는 37.5%의 확률로만 매도했다 (표에 ⑤, ⑥). 매수의 동조를 이끌어내는 주체는 A, 매도의 동조를 이끌어내는 주체는 B라고 볼 수 있다.

사실 조건부 확률은 우리 일상에 매우 깊게 파고들어있다. OTT나 유튜브, SNS가 알고리즘을 통해 콘텐츠를 추천해줄 때 쓰인다. 추천을 하려면 사용자가 특정 상황에 놓였을 때 어떤 콘텐츠를 추천해줘야 사용량이 늘어나는지 계산이 필요한데, 그 방법이 바로 조건부 확률이다.

표 12. 투자주체의 동조행동을 조건부 확률로 표현한 예시

②가 낮아야 하는 이유: A가 B의 매도 상황 때도 매수를 많이 한다면, B의 의견과 상관 없이 매수자체를 많이 하는 것일 수 있기 때문. 이하 ④, ⑥, ⑧이 낮아야 하는 이유도 동일

투자주체	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
A	매도	매수	매수	매도	매도	매도	매도	매수	매수	매도	매수	매수
B	매수	매수	매수	매수	매도	매도	매수	매도	매수	매도	매수	매수

A가 매수할 확률	=	6	/ 12	=	50.0%
B가 매수할 확률	=	8	/ 12	=	66.7%
① B가 매수할 때 A도 매수할 확률	=	5	/ 8	=	62.5%
② B가 매도할 때 A는 매수할 확률	=	1	/ 4	=	25.0%
해석: ① > 50% ≥ ② = A는 B를 따라서 매수한다					
③ A가 매수할 때 B도 매수할 확률	=	5	/ 6	=	83.3%
④ A가 매도할 때 B는 매수할 확률	=	3	/ 6	=	50.0%
해석: ③ > 50% ≥ ④ = B는 A를 따라서 매수한다					

A가 매도할 확률	=	6	/ 12	=	50.0%
B가 매도할 확률	=	4	/ 12	=	33.3%
⑤ B가 매도할 때 A도 매도할 확률	=	3	/ 4	=	75.0%
⑥ B가 매수할 때 A는 매도할 확률	=	3	/ 8	=	37.5%
해석: ⑤ > 50% ≥ ⑥ = A는 B를 따라서 매도한다					
⑦ A가 매도할 때 B도 매도할 확률	=	3	/ 6	=	50.0%
⑧ A가 매수할 때 B는 매도할 확률	=	1	/ 6	=	16.7%
해석: ⑦ > 50% ≥ ⑧ = B는 A를 따라서 매도한다					

자료: KB증권

동조는 서로 간에 발생 가능

주체간의 동조가 무조건 한 방향은 아니다. 서로 누가 먼저랄 것 없이 행동을 참고할 수도 있다. 따라서 이 수치는 영향의 방향을 이분법으로 판단하는 것이 아닌, ‘행동의 경향성’에 대한 것이다. 동조는 따라서 ‘순환참조’일 수 있다. 여기에서는 개인이 집단을 따라 하는 것이 아니라 집단 대 집단 간의 분석이기 때문이다.

한국시장에서 거래비중이 높은 투신, 사모펀드, 연기금, 외국인 그리고 개인을 대상으로 위 개념을 활용해 동조성을 분석해보았다. 매수와 매도 방향으로 20개씩 (5X5-5) 총 40개의 동조관계를 파악해볼 수 있다.

남이 파는 것에 더 민감하게 반응하는 한국시장 참여자들

KOSPI는 최근 52주만 놓고 보면, 투신과 사모펀드가 서로를 따라 하는 경향이 유의미하게 나타난다. 투신이 사면 사모펀드가 사고, 그 반대도 성립하는 순환참조가 반복한다. 매도관점에서도 마찬가지인데, 그 강도가 더 강했다. KOSDAQ은 좀 더 유의미한 동조의 조합이 많았다. 역시 매도의 동조가 더 강하게 나타나고 있었다. 지금 한국 주식시장 참여자들은, 남이 사는 것보다 남이 파는 것에 더 민감하게 반응하고 있다.

이 같은 분석을, 업종으로도 확대해볼 수 있다 (다음 장 표 및 그림). 통계상 유의미한 동조의 조합이 많은 업종으로는 반도체, 조선, 바이오, 철강, 자동차, 방산/우주, 건설, 엔터 등이었고, 증권, 비철, 보험 등은 유의미한 동조의 조합이 많지 않은, 남들이 사든 팔든 크게 신경 쓰지 않는 업종이었다.

표 13. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ KOSPI

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		61.1	77.8	33.3	44.4	이들이 팔 때	투신		79.4	32.4	76.5	47.1
	사모펀드	61.1		72.2	22.2	50.0		사모펀드	79.4		29.4	70.6	50.0
	연기금	37.8	35.1		13.5	54.1		연기금	73.3	66.7		40.0	60.0
	외국인	42.9	28.6	35.7		7.1		외국인	68.4	63.2	15.8		34.2
	개인	30.8	34.6	76.9	3.8			개인	61.5	65.4	34.6	50.0	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		38.9	22.2	66.7	55.6	이들이 팔 때	투신		20.6	67.6	23.5	52.9
	사모펀드	38.9		27.8	77.8	50.0		사모펀드	20.6		70.6	29.4	50.0
	연기금	62.2	64.9		86.5	45.9		연기금	26.7	33.3		60.0	40.0
	외국인	57.1	71.4	64.3		92.9		외국인	31.6	36.8	84.2		65.8
	개인	69.2	65.4	23.1	96.2			개인	38.5	34.6	65.4	50.0	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 14. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ KOSDAQ

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		37.5	62.5	58.3	37.5	이들이 팔 때	투신		89.3	82.1	64.3	17.9
	사모펀드	75.0		50.0	75.0	25.0		사모펀드	62.5		65.0	62.5	27.5
	연기금	75.0	30.0		55.0	50.0		연기금	71.9	81.3		59.4	31.3
	외국인	58.3	37.5	45.8		29.2		외국인	64.3	89.3	67.9		10.7
	개인	28.1	9.4	31.3	21.9			개인	25.0	55.0	50.0	15.0	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		62.5	37.5	41.7	62.5	이들이 팔 때	투신		10.7	17.9	35.7	82.1
	사모펀드	25.0		50.0	25.0	75.0		사모펀드	37.5		35.0	37.5	72.5
	연기금	25.0	70.0		45.0	50.0		연기금	28.1	18.8		40.6	68.8
	외국인	41.7	62.5	54.2		70.8		외국인	35.7	10.7	32.1		89.3
	개인	71.9	90.6	68.8	78.1			개인	75.0	45.0	50.0	85.0	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 15. 업종별 매수동조 결정도/피결정도 (위), 매도동조 결정도/피결정도 (아래)

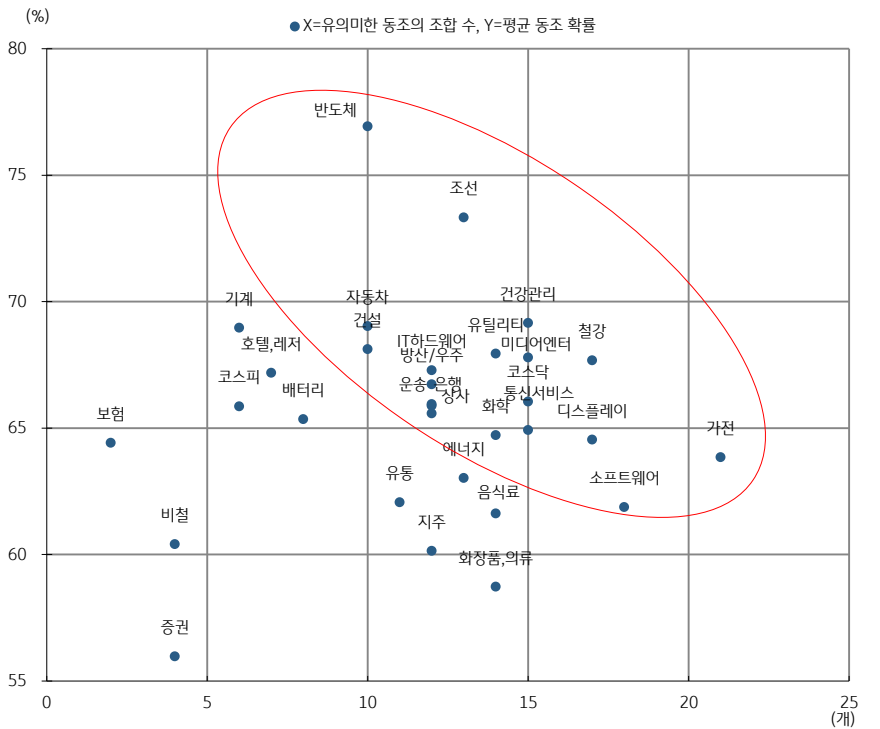
업종	매수 결정도: 높을수록 이 주체가 사면 다른 주체가 따라 삼					매수 피결정도: 높을수록 이 주체는 다른 주체를 따라 삼				
	투신	사모펀드	연기금	외국인	개인	투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
코스피	11.1	11.1	4.1			11.1	11.1			4.1
코스닥	10.4	25.0	15.0	8.3		19.4		12.5	12.8	
에너지	14.0	12.5	7.1	31.3		11.9	14.0	17.9		
소재	화학	13.5	20.5	12.1	11.5	13.6	6.2	25.2		
	비철	10.0					16.7	3.3		
	철강	22.7	27.5	3.2	5.6	11.8	8.5	28.6		
산업재	건설	25.0	25.9	21.2		27.3	16.2	31.3		
	기계	6.5	26.5	3.1		14.8	6.5			
	조선	29.6	29.5	15.6	5.9	21.9	9.9	34.9		
	지주	12.1	15.4	7.1	12.5	16.9	10.5	8.2		
	상사	9.1	20.4	25.6	14.0	28.5	15.3		5.4	
	방산/우주	9.3	15.9	14.3		24.4	10.1	5.1		
	운송	20.0	23.9		5.0	17.5	12.7		18.8	
경기소비재	자동차	23.9	7.1	14.7		10.9	2.2	45.7		
	화장품, 의류	11.1	5.0	13.0	5.8	10.3		10.5	3.7	
	호텔, 레저	18.6					14.7	32.4	8.8	
	미디어엔터	24.0	18.2	14.3	12.5	23.9	14.0	20.0	3.6	
음식료	유통	16.1	18.5	10.0		15.2	13.9	15.5		
		15.4	15.4	12.1	5.0	11.8	9.5	19.2		
건강관리		18.2	15.0	2.9	15.2	14.4	18.2		8.7	
금융	은행	13.0	15.4	4.8	16.7	16.1		23.9	3.0	
	증권			1.3		1.3				
IT	보험	16.7						16.7		
	소프트웨어	18.0	10.4	7.6	4.0	12.1	8.0	34.0	3.9	
	IT하드웨어	11.9	10.8	13.6		17.1	7.1	12.7	2.9	
	반도체	30.6	30.0	10.0		16.7	11.1	43.3		
	가전	6.9	13.6	8.7	10.9	12.3	7.3	12.5	8.2	
	배터리	2.4	2.6	5.6	7.9	5.4			2.4	
	디스플레이	9.0	16.7	16.7	9.5	19.8	11.5	7.0	3.8	
통신서비스		25.0	22.5	12.9	12.1	4.9		26.4	18.6	
유틸리티		25.0	22.9	9.7		16.1	14.4	27.1		

업종	매도 결정도: 높을수록 이 주체가 팔면 다른 주체가 따라 팔					매도 피결정도: 높을수록 이 주체는 다른 주체를 따라 팔				
	투신	사모펀드	연기금	외국인	개인	투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
코스피	29.4	29.4	10.0			29.4	29.4			10.0
코스닥	23.2	13.3	15.6	14.3		16.2		23.6	12.1	
에너지	13.0	17.9	10.4	5.6		11.0	14.4	6.9		
소재	화학	15.4	10.0	23.9	3.8	11.1	23.7	10.8		
	비철	10.8					9.5	12.2		
	철강	18.3	18.8	28.6	17.6	23.0	28.3	3.2	25.0	
산업재	건설	15.0	6.5	13.2		12.5	11.4	15.0		
	기계	36.2	21.4	20.0		20.7	36.2			
	조선	28.0	20.0	32.5	5.6	21.9	29.5	22.0		
	지주	10.9	11.5	4.2	5.6	11.5	9.8	2.2		
	상사	15.8	10.0	31.8	9.3	18.9	16.5		10.9	
	방산/우주	28.0	18.3	14.5		14.0	23.9	23.0		
	운송	16.7	13.8		15.9	19.7	24.8		1.8	
경기소비재	자동차	13.8	14.5	36.1	9.4	22.8	23.4	8.6		
	화장품, 의류	10.0	4.5	12.0	3.8	11.3		10.9	4.0	
	호텔, 레저	11.0	30.0			30.0	18.6	4.3	10.0	
	미디어엔터	25.9	11.7	20.8	3.6	26.7	22.2	10.3	12.5	
음식료	유통	16.7	8.0	6.8		9.3	12.9	2.0		
		9.6	9.6	15.2	3.1	13.4	10.0	7.7		
건강관리		28.3	20.3	27.8	25.9	27.3	33.3		19.4	
금융	은행	15.5	19.2	21.4	17.6	18.6		1.7	25.6	
	증권			11.5	2.9	7.2	17.5			
IT	보험	12.2			17.5			12.2		
	소프트웨어	11.7	12.5	18.4	9.3	18.7	14.8	5.6	8.1	
	IT하드웨어	29.0	17.6	26.7		25.5	33.9	20.0	12.9	
	반도체	26.5	17.6	50.0		40.5	38.2	9.4		
	가전	20.2	17.8	15.6	19.0	15.5	19.4	22.6	16.3	
	배터리	24.2	16.7	43.8	19.7	26.7			24.2	
	디스플레이	24.4	14.5	16.1	9.7	14.4	24.3	12.9	23.1	
통신서비스		5.0	3.1	21.4	13.0	25.3		6.6	6.1	
유틸리티		16.1	14.3	23.8	12.5	21.2	19.6	5.4		

자료: Quantwise, KB증권

주: 예시에서 찾은 조합처럼 유의미한 조건부확률일 경우에만 50을 차감하여 평균한 것

그림 47. 업종별 유의미한 동조의 조합 수와 동조의 강도



자료: Quantiwise, KB증권

가장 많은 동조가 발생하는
‘여의도 커뮤니티’
(투신, 사모펀드, 연기금)

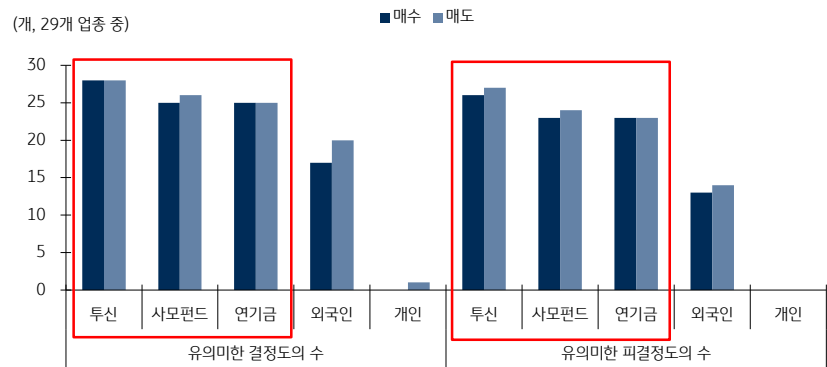
동조는 비슷한 정보를 가진 가까운
사람들끼리 할 수밖에

그런데, 업종간 동조성을 분석한 표를 자세히 다시 보면 발견할 수 있는 점이 있다. 가장 많은 동조의 관계가 생성되는 조합은 투신, 사모펀드, 연기금 이른바 ‘여의도 커뮤니티’라는 것이다. 외국인은 업종에 따라 다른 모습, 개인은 아예 다른 주체를 따라하지 않는다고 봐도 될 정도다.

리스크를 지지 않으려는 회피동기는, 패시브의 액티브화로도 나타났지만, 서로서로 매매가 비슷해지는 ‘동조행동’으로도 표출된다. 그런데 동조는 비슷한 정보를 가진 가까운 사람들끼리 할 확률이 높다. 여의도 커뮤니티는 제도권/비제도권을 떠나 수없이 많은 정보를 텔레그램 채널 등으로 주고받는 교류가 활발하게 이루어진다. 물론 애널리스트도 그 일원이다. 나도 모르게 광고에 나오는 노래를 흥얼대는 것처럼, 우리가 주변에서 접하는 정보는 의식하든 의식하지 않든 우리의 투자결정에 영향을 준 것이다.

그림 48. 투자주체별 유의미한 동조행동의 수

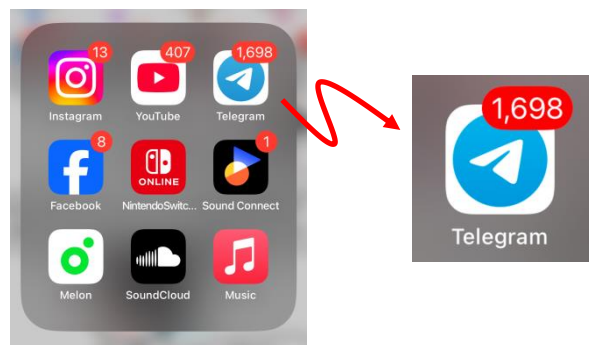
29개 업종 중 매수/매도 결정도가 유의미한 업종이 몇
개인지 세어본 것



자료: Quantiwise, KB증권

그림 49. KB증권 김**연구원의 텔레그램 채널 알림 현황

수없이 많은 정보가 오고 가는 여의도



자료: KB증권

주: ESTP

불안은 경계의 대상이자 이용의 대상

한국 주식시장의 동조가 얼마나 강해지고 약해졌는지도 추적했다. 아래 그림처럼, 시점별로 유의미한 동조강도 (조건부확률 자체)를 합산해서 추이를 살펴보면 되는데, 금융위기 이전에는 한국시장 수급주체들이 남을 따라하는 경향이 크지 않았다. 그런데 금융위기 이후 동조성이 강화됐고 특히 팬데믹 이후부터는 매도의 동조가 매수의 동조보다 강하다. 매도동조가 강하다는 뜻은, 남들이 팔 때 따라서 파는 경향이 강하다는 것인데, 이 역시 불안심리에서 그 이유를 찾을 수 있다.

매수동조=FOMO
(Fear Of Missing Out)
매도동조=FOPO
(Fear Of Peak Out)

우선 매수동조와 매도동조에 담긴 불안의 의미를 구분해 볼 필요가 있다. 매수동조가 강하다는 뜻은, 주가가 오를 때 사지 못해 불안함을 크게 느끼는 것이다. 사지 못하면 안 된다는 불안은 ‘나만 돈을 벌지 못 할지도 모른다’는 불안이다. 반면 매도동조는 지금의 주가가 고점일까 느끼는 불안, 이미 수익이 난 상황에서 ‘내가 남들보다 덜 벌지도 모른다’, ‘늦게 팔면 안 된다’는 불안이다. “나만 팔지 않고 있다가 앞으로 주가가 내려가서 나 혼자 하락을 맞으면 어쩌지?”하는 것이다. 매수동조가 FOMO (Fear Of Missing Out)에 휩싸여 나오는 현상이라면, 매도의 동조는 FOPO (Fear Of Peak Out) 때문이다.

[참고] FOPO는 ‘Fear of People’s Opinion’으로 더 많이 쓰이는데, 본인의 의견을 내놓음에 있어 남들과 다른 의견을 가질 때 느끼는 불편한 감정을 의미한다.

그림 50. 한국시장의 동조강도 측정 _52주 기준 동조강도



자료: Quantiwise, KB증권

주: 동조강도는 유의미한 동조확률을 모두 더한 것으로 %의 합으로 표현되고 업종별 분석 결과 최대 400%내외까지 상승 가능. 절대 수치보다 업종 간 비교나 시계열 추이가 더 의미 있음

불안은 경계의 대상이면서 이용의 대상

이런 불안은 경계의 대상이지만 이용할 대상이기도 하다. KOSPI추이를 살펴보면, 매도동조가 강해질수록 주가도 상승한다. 마치 '주가는 불안의 벽을 타고 오른다는 말처럼' 말이다.

동조의 변화를 보면 상승장에서 고점이 어떻게 만들어지고, 고점에 가기까지 사람들의 심리변화가 어떻게 이루어지는지도 볼 수 있다. 아래 팬데믹 이후 동조변화를 확대한 그림을 보면, 상승과 함께 매도동조가 올라가고 매수동조가 뒤따라 상승한다. 이후 매수동조가 약해지는데 매도동조는 계속 강한 상태를 유지하고 이내 고점이 만들어진다. 양쪽의 불안이 모두 자극되면서 주가는 상승하지만, 매수동조가 약한 '따라 사려는 사람이 없는' 상태에서 매도동조가 강한 "네가 팔면 나도 언제든지 팔 거야"라는 불안만 남아있을 때가 고점을 경계할 때인 것이다.

그림 51. 팬데믹 이후 상승장에서 나타난 동조의 변화 _ 26주 기준 동조강도



자료: Quantiwise, KB증권

주: 동조강도는 유의미한 동조확률을 모두 더한 것으로 %의 합으로 표현되고 업종별 분석 결과 최대 400%내외까지 상승 가능. 절대 수치보다 업종 간 비교나 시계열 추이가 더 의미 있음

마켓타이밍 결정에도 힌트를 주는 ‘매도의 동조’

실제로 매도동조 지표를 투자시점 (Market Timing)을 결정하는 지표로 활용할 수 있었다. 매도동조가 상승하는 시기에 KOSPI를 보유하는 것과, 매수동조가 상승하는 시기에 KOSPI를 보유하는 것의 수익률을 비교해보면, 매도동조를 이용했을 때의 수익률이 연평균 6.4%, 매수동조가 0.2%, 계속 보유가 1.6%였다. FOPO에 동참하지 않는 것이 승률이 높은 전략이라는 뜻이다.

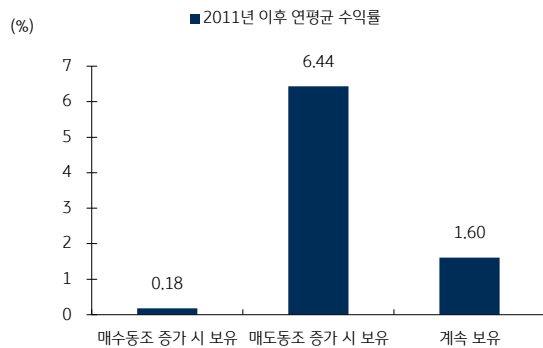
26주 기준 매수/매도 동조 강도가 2개월 전 대비
증가하거나 감소하는 것을 기준으로 판단해
전주의 결과가 증가하면 이번 주에 보유 하는 것을 가정

그림 52. 매수동조 vs. 매도동조를 따랐을 때 KOSPI 수익률



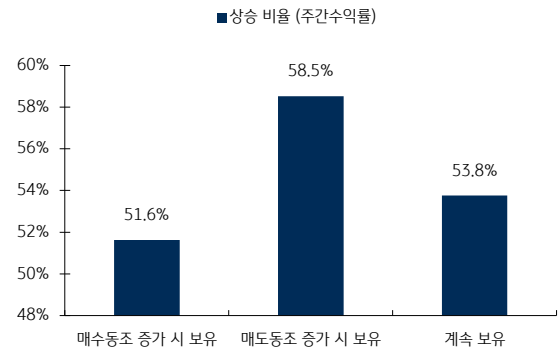
자료: Quantiwise, KB증권

그림 53. 매수동조 vs. 매도동조를 따랐을 때 KOSPI 연평균 수익률



자료: Quantiwise, KB증권

그림 54. 매수동조 vs. 매도동조를 따랐을 때 KOSPI 상승 비율

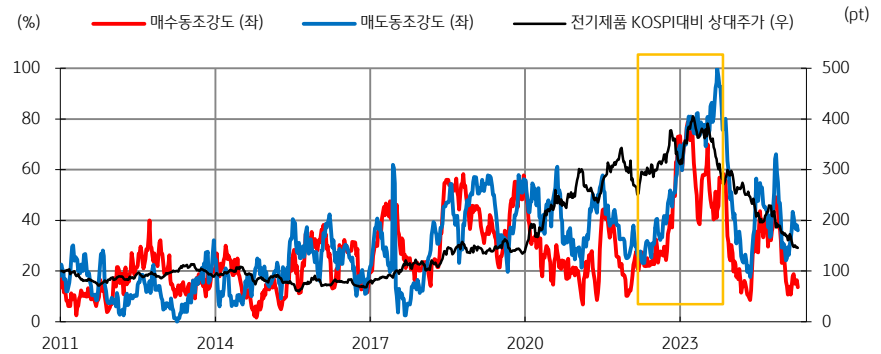


자료: Quantiwise, KB증권

매도동조가 올라가야 주가도 오른다
=시장은 불안을 잡아먹고 상승장을 만든다

불안을 타고 상승하는 '매도동조가 올라갈수록 주가가 오르는 현상'과 '매도동조가 강하지만 매수동조가 약해질 때가 고점 부근'이라는 공통점은 팬데믹 직후 주도주들 (배터리, 메타버스)에서도 관찰할 수 있다.

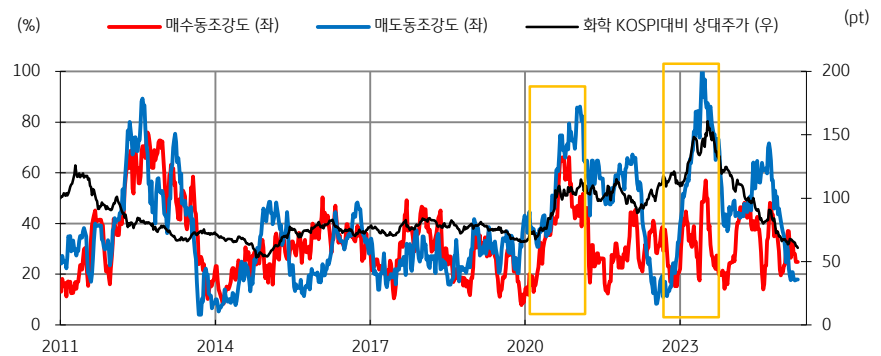
그림 55. 매수/매도 동조 강도와 주가 추이_전기제품 (배터리)



자료: Quantiwise, KB증권

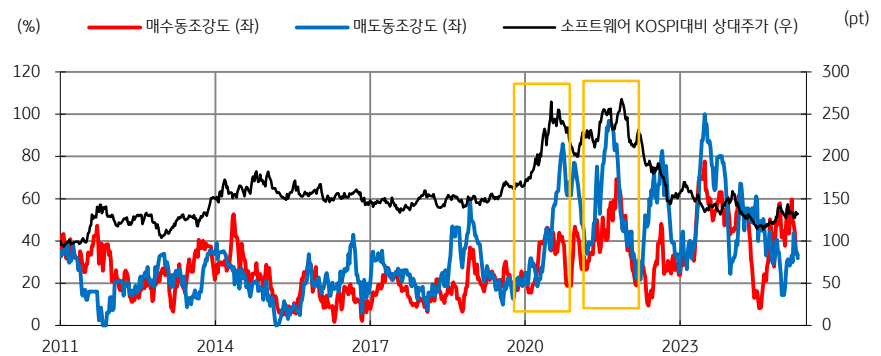
주: 업종의 과거대비 매수/매도 동조 강도는 과거 고점을 100%로 환산

그림 56. 매수/매도 동조 강도와 주가 추이_화학



자료: Quantiwise, KB증권

그림 57. 매수/매도 동조 강도와 주가 추이_소프트웨어

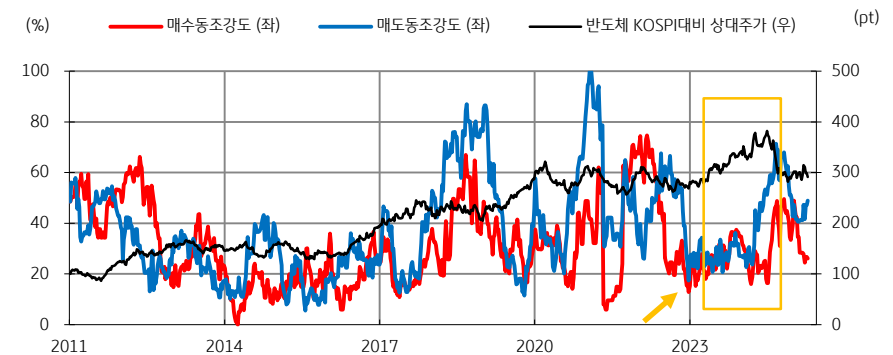


자료: Quantiwise, KB증권

동조가 약해진 상태에서 랠리가 시작된다

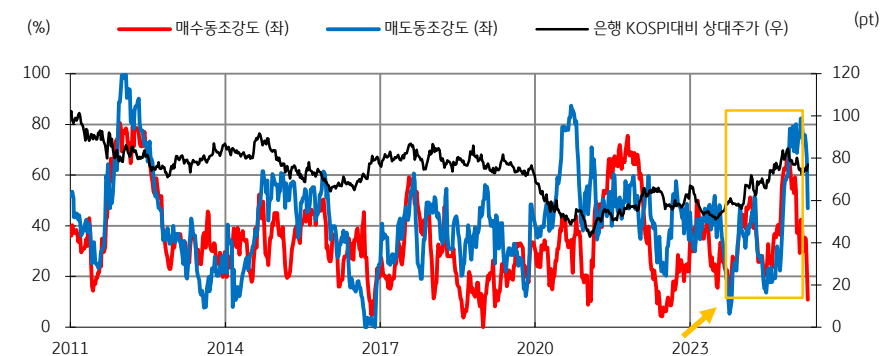
그 이후 시테마의 초기 주도주였던 반도체와 밸류업테마로 상승하기 시작한 은행에서 관찰할 수 있는 공통점도 있다. 주도주가 되기 전, 이들의 동조강도는 역사상 저점까지 내려가 있었다. 동조강도가 약하다는 건 누가 사든 말든 신경 쓰지 않는 상태를 의미한다. 물론 동조가 약한 상태라고 모두 상승하는 것은 아니지만, 매도동조의 상승을 역이용할 수 있듯이, 동조의 바닥도 역이용하면서 ‘다음 주도주’를 찾는 데 실마리로 쓸 수 있을 것이다.

그림 58. 매수/매도 동조 강도와 주가 추이_반도체



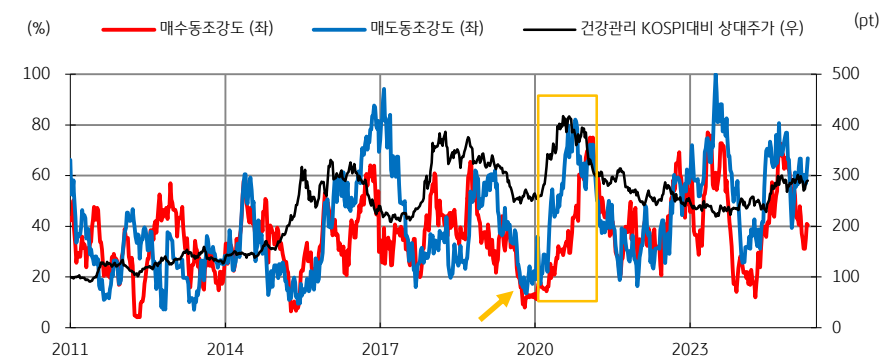
자료: Quantiwise, KB증권

그림 59. 매수/매도 동조 강도와 주가 추이_은행



자료: Quantiwise, KB증권

그림 60. 매수/매도 동조 강도와 주가 추이_바이오



자료: Quantiwise, KB증권

동조를 활용한 업종/종목 투자전략

투자전략으로 접목

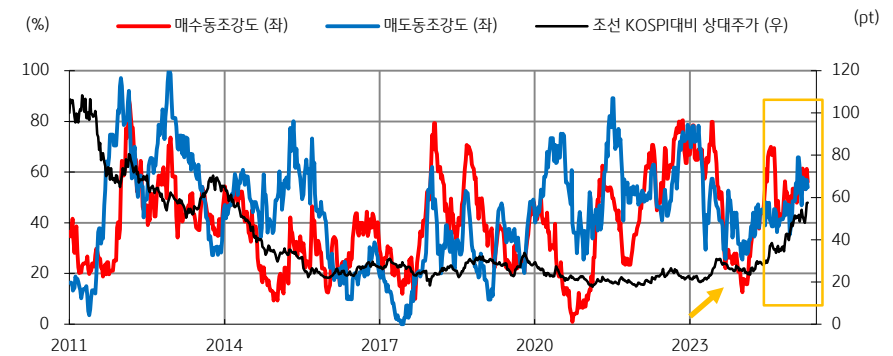
이 사실을 투자전략에 접목시켜 결론을 내보면

1. 주도주 중에서 매도동조가 상승할 여지가 있거나, 상승하고 있으면서 매수동조가 꺾이지 않은 업종은 계속 상승을 지속할 수 있다
2. 동조성이 바닥까지 내려간 것들, 또는 반등하면서 매도동조가 올라오는 것들 중에서 다음 상승 후보를 탐색해볼 수 있다

현재의 주도주인 산업재 아직 잡아먹을 불안이 남아있지만 7부 능선 즈음

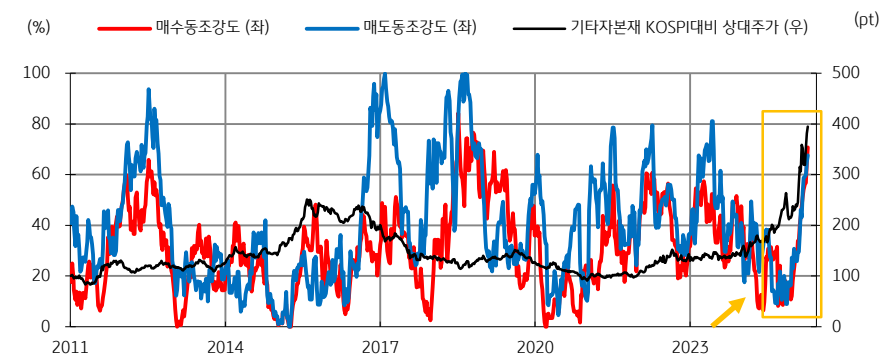
따라서 최근 주도주로 꼽히는 산업재의 상황을 먼저 점검해보면, 조선과 방산/우주 모두 과거 평균보다는 매도의 동조가 높은 수준이지만, 상승할 여지는 있다. 잡아 먹힐 불안이 더 남아있다는 뜻이다. 다만 그 수준으로는 과거 고점대비 70%이며, 사례에서 본 것처럼 추가 고점은 매수동조가 내려가기 시작한 이후 나왔기 때문에 사람들이 다른 사람을 따라서 사는 강도가 어떻게 변하는지 민감하게 지켜볼 필요는 있다.

그림 61. 매수/매도 동조 강도와 주가 추이_조선



자료: Quantiwise, KB증권

그림 62. 매수/매도 동조 강도와 주가 추이_기타자본재 (방산/우주)



자료: Quantiwise, KB증권

앞으로 동조가 높아지면서

오를 후보:

소비재, 건설, 증권 등

그리고 아래 표에, 동조가 약해진 업종, 그리고 주가가 오르면서 매도동조가 강해지는 업종도 파악해보았다. 동조가 다른 업종보다, 그리고 자기 자신의 과거보다도 낮아져있는 업종으로는 소비재 (자동차, 화장품, 호텔레저, 가전)와 증권, 화학 등을 꼽을 수 있었다. 그리고 최근 주가가 상승 중이면서 매도동조가 강해지고 있는 업종으로는 건설과 기계를 주목해본다.

표 16. 업종별 수익률 및 매수/매도의 동조성 분석_업종간 상대비교 및 과거대비 상대비교

업종		수익률		원 계열		업종간 상대비교		과거대비 상대비교			
		1M (%)	YTD (%)	매수동조 (%)	매도동조 (%)	매수동조 (%)	매도동조 (%)	매수동조 (%)	(%p)	매도동조 (%)	(%p)
코스피		-4.2	5.1	36.4	125.1	14.7	50.4	11.9	-7.0	41.0	-5.2
코스닥		0.8	7.1	172.6	248.4	69.5	100.0	59.1	11.3	85.0	29.2
에너지		-7.6	-1.5	110.5	196.2	44.5	79.0	30.7	-15.7	54.6	-4.6
소재	화학	-10.1	-2.7	94.5	68.3	38.0	27.5	24.8	-12.2	17.9	-4.3
	비철	-7.7	-15.1	0.0	26.3	0.0	10.6	0.0	-22.6	11.9	-14.9
	철강	-14.5	4.1	142.9	245.2	57.5	98.7	35.2	-8.2	60.3	3.2
산업재	건설	4.8	12.9	143.4	132.7	57.7	53.4	52.7	25.4	48.8	23.4
	기계	-3.1	23.0	82.6	82.6	33.3	33.3	27.6	14.6	27.6	12.4
	조선	15.2	31.3	199.1	191.5	80.2	77.1	56.1	2.3	54.0	-11.8
	지주	-7.7	4.9	75.7	82.7	30.5	33.3	27.6	-7.6	30.2	-12.7
	상사	-11.0	14.3	153.5	135.7	61.8	54.6	54.2	-28.4	47.9	15.6
	방산/우주	12.5	82.1	197.0	188.3	79.3	75.8	70.7	36.8	67.6	58.1
	운송	-6.7	0.4	106.8	111.3	43.0	44.8	30.2	6.6	31.4	-6.2
경기소비재	자동차	-9.2	-5.4	84.6	113.5	34.1	45.7	19.7	7.4	26.5	12.5
	화장품,의류	0.0	4.9	52.8	6.8	21.3	2.7	21.0	-11.1	2.7	-34.1
	호텔,레저	3.0	7.0	72.9	85.4	29.3	34.4	21.5	9.0	25.3	3.7
	미디어엔터	2.0	11.5	97.4	79.8	39.2	32.1	30.7	-2.0	25.2	14.9
	유통	2.9	11.2	153.4	92.2	61.8	37.1	31.7	16.0	19.1	-3.0
음식료		4.7	9.0	187.3	128.4	75.4	51.7	52.3	20.6	35.9	14.7
건강관리		0.8	2.3	140.2	231.3	56.4	93.1	40.5	-0.1	66.8	3.5
금융	은행	0.4	5.0	35.7	154.9	14.4	62.4	10.8	-27.5	47.0	-28.1
	증권	0.8	11.9	31.7	117.9	12.7	47.5	9.5	-10.5	35.5	-11.6
	보험	-5.9	-5.8	60.0	173.2	24.2	69.7	22.2	-7.6	63.9	9.6
IT	소프트웨어	-1.0	2.4	138.4	131.2	55.7	52.8	33.5	-9.9	31.7	2.4
	IT하드웨어	-8.8	-1.3	91.7	128.5	36.9	51.7	28.4	0.3	39.8	-14.4
	반도체	-10.3	4.4	109.1	203.9	43.9	82.1	26.1	-8.4	48.9	8.3
	가전	-13.4	-15.0	33.3	86.2	13.4	34.7	11.9	-29.2	30.6	-51.9
	배터리	-3.8	-11.8	55.1	146.5	22.2	59.0	13.6	1.7	36.1	9.8
	디스플레이	-5.7	-4.8	56.7	138.3	22.8	55.7	19.4	-10.0	47.4	-8.8
통신서비스	통신서비스	2.2	8.8	158.4	184.1	63.8	74.1	46.3	-4.7	53.7	-3.0
유틸리티	유틸리티	7.5	17.1	205.8	186.7	82.9	75.2	60.8	13.0	55.1	-0.6

자료: Quantwise, KB증권

주: 음영은 주가와 매도동조가 상승하거나, 업종 간 및 과거대비 상대 비교한 동조강도가 모두 낮은 업종

동조강도를 이용한 종목 스크리닝1 :강한 동조가 일어나고 있는 주도주

이어서 동조강도 비교를 종목에도 적용했다. 다른 종목들보다 동조강도가 크면서, 최근 주가가 상승 중인 종목을 아래처럼 꼽아볼 수 있다. 위에서 언급한 주요 업종들과 겹치거나, 시가총액 상위 종목 중에서는 한화솔루션, 현대건설, HDC현대산업개발, 두산에너지빌리티, 한화에어로스페이스, 한국항공우주, 에이피알, 농심, 미래에셋증권 등이다.

표 17. 종목별 동조강도를 이용한 스크리닝

코드	종목	시장	업종	시가총액 (십억원)	P/E		수익률		동조강도		연초대비 동조강도 변화		2025E 실적 전망			
					Fwd (X)	TTM (X)	1M (%)	YTD (%)	매수 (%)	매도 (%)	매수 (%p)	매도 (%p)	매출액 (십억원)	(%YoY)	영업이익 (십억원)	(%YoY)
A009830	한화솔루션	KS	에너지	5,122.4	19.3	0.54	52.5	84.9	165.2	133.1	35.3	-105.6	14,746.7	19.0	705.0	흑전
A100090	SK오션플랜트	KS	에너지	903.9	18.1	1.28	6.5	18.7	139.6	101.5	-91.2	-23.5	1,067.2	61.1	64.6	54.6
A083650	비에이치아이	KQ	에너지	674.6	24.1	5.80	9.0	41.2	89.3	82.1	-14.6	-23.0	620.1	53.2	38.5	75.5
A457190	이수스패셜티케미컬	KS	화학	1,562.4	78.3	11.10	-4.0	43.4	122.8	145.6	50.6	-4.8	405.2	22.0	26.9	89.4
A010060	OCI홀딩스	KS	화학	1,281.5	6.5	0.52	-8.2	15.8	133.1	174.8	77.5	66.4	3,895.1	8.9	226.1	122.7
A005010	휴스틸	KS	철강	274.8		0.25	-9.1	29.4	184.4	172.8	137.1	144.8				
A000720	현대건설	KS	건설	4,581.9	6.6	0.55	12.9	54.9	97.6	97.0	-84.6	-167.5	30,449.2	-6.8	964.7	흑전
A294870	HDC현대산업개발	KS	건설	1,555.4	5.5	0.49	20.0	30.8	148.2	153.4	-4.0	78.6	4,335.9	1.9	313.8	69.9
A034020	두산에너지빌리티	KS	기계	17,871.7	39.4	2.38	5.1	59.0	251.9	190.5	-27.0	-31.1	15,980.2	-1.6	1,107.2	8.8
A064350	현대로템	KS	기계	12,409.5	17.4	6.07	7.8	128.8	85.1	91.1	-165.0	-129.8	5,647.9	29.1	847.1	85.5
A010120	LS ELECTRIC	KS	기계	5,769.0	16.2	3.11	0.6	19.6	191.7	111.1	31.0	-87.8	5,089.8	11.8	469.8	20.5
A277810	레인보우로보틱스	KQ	기계	5,538.7		41.72	5.6	75.5	253.2	130.8	104.3	-44.2				
A298040	효성중공업	KS	기계	4,284.6	12.5	2.24	0.4	16.9	102.0	84.4	-28.1	9.4	5,449.3	11.3	500.0	37.9
A006260	LS	KS	기계	4,079.7	10.4	0.75	11.7	34.4	140.7	137.5	-50.0	-67.3	28,873.0	4.8	1,078.9	-0.8
A042670	HD현대인프라코어	KS	기계	1,572.1	9.3	0.85	-12.7	18.4	188.5	260.7	53.7	25.6	4,415.7	7.3	237.2	28.8
A329180	HD현대중공업	KS	조선	35,775.6	27.0	6.27	40.4	40.2	91.4	113.0	12.3	-53.2	16,185.3	11.7	1,700.3	141.1
A042660	한화오션	KS	조선	27,546.6	46.0	5.67	31.2	140.7	113.7	128.7	25.7	-39.3	12,398.2	15.1	700.8	194.6
A010140	삼성중공업	KS	조선	12,953.6	22.0	3.31	5.1	30.3	87.1	104.2	-82.9	-21.8	10,889.0	10.0	724.8	44.2
A010620	HD현대미포	KS	조선	6,530.5	23.3	3.18	58.4	21.8	170.9	145.1	99.1	92.9	5,058.5	9.3	332.2	275.2
A017960	한국카본	KS	조선	1,025.2	14.5	2.05	39.1	68.1	128.1	136.4	51.7	52.6	839.2	13.1	88.7	95.1
A000150	두산	KS	지주	5,097.6	27.6	3.71	0.0	21.0	159.5	103.1	75.0	39.4	18,321.0	1.0	1,259.8	25.5
A000880	한화	KS	지주	3,658.0	5.6	0.41	15.4	81.4	98.5	113.5	16.6	-5.8	62,498.6	12.3	3,343.9	38.4
A047050	포스코인터내셔널	KS	상사	8,681.8	11.8	1.29	-7.4	24.5	87.9	102.2	-60.9	-18.3	33,402.5	3.3	1,153.7	3.3
A012450	한화에어로스페이스	KS	방산/우주	37,558.9	21.4	7.50	26.0	152.4	154.7	118.5	120.6	48.3	22,547.5	100.6	2,713.6	56.7
A047810	한국항공우주	KS	방산/우주	8,041.7	25.6	4.71	0.6	50.3	155.1	130.6	-5.3	-21.1	4,101.8	12.9	325.1	35.1
A272210	한화시스템	KS	방산/우주	7,575.7	31.5	3.01	17.3	77.4	155.6	147.0	-66.8	-66.8	3,549.4	26.6	233.1	6.3
A079550	LIG넥스원	KS	방산/우주	6,853.0	23.5	5.61	20.7	41.3	181.7	189.0	38.7	-2.6	3,796.2	15.9	298.9	30.1
A489790	한화비전	KS	방산/우주	2,837.5	15.7	3.44	2.6	77.9	266.1	138.9	266.1	138.9	1,934.8	292.2	200.2	흑전
A003570	SNT다이내믹스	KS	자동차	1,125.6		0.96	7.3	80.9	134.6	127.6	7.6	30.2	733.2	19.3	86.5	-21.7
A021240	코웨이	KS	화장품,의류	5,761.6	8.9	1.79	-8.1	18.7	129.8	162.8	32.3	92.0	4,723.8	9.6	861.6	8.3
A278470	에이피알	KS	화장품,의류	2,805.5	18.4	8.62	8.9	49.8	180.0	100.0	34.7	-14.7	978.3	35.4	172.8	40.8
A161890	한국콜마	KS	화장품,의류	1,760.9	13.9	2.22	16.0	35.4	143.1	91.0	44.9	-43.6	2,738.6	11.7	247.4	27.6
A023550	롯데쇼핑	KS	유통	1,895.4	7.8	0.12	3.9	23.8	132.6	112.1	18.3	34.9	14,187.8	1.4	586.8	24.0
A004170	신세계	KS	유통	1,475.7	7.1	0.31	5.1	15.0	87.5	122.4	16.4	-131.3	6,812.3	3.7	524.5	10.0
A069960	현대백화점	KS	유통	1,317.0	5.9	0.29	2.3	23.2	93.0	115.9	-26.8	-15.1	4,321.1	3.2	381.5	34.3
A003230	삼양식품	KS	음식료	7,073.5	18.3	8.57	7.1	22.8	87.9	99.5	-18.5	13.3	2,225.7	28.8	459.9	33.5
A271560	오리온	KS	음식료	4,728.5	10.2	1.36	0.6	16.8	196.1	124.1	53.8	19.8	3,349.5	7.9	591.7	8.9
A001680	대성	KS	음식료	829.8	7.1	0.61	-1.6	24.8	140.4	101.8	91.8	-17.6	4,432.3	4.2	204.1	15.3
A196170	알테오젠	KQ	건강관리	19,674.7	96.5	71.88	1.9	19.2	119.2	84.8	25.3	-29.4	220.7	114.6	110.4	334.6
A298380	에이비엘바이오	KQ	건강관리	3,348.4	134.4	22.30	93.8	130.8	113.1	120.2	43.3	47.4	142.2	325.8	44.2	흑전
A310210	보로노이	KQ	건강관리	2,033.8	적자	29.92	-5.6	38.3	92.0	112.4	30.4	44.3	17.1		-24.0	적자▲
A096530	씨젠	KQ	건강관리	1,391.8	23.6	1.26	7.9	16.9	105.9	86.5	87.3	65.0	489.6	18.2	44.2	흑전
A039200	오스코텍	KQ	건강관리	1,113.0	25.3	8.71	-6.9	19.5	120.5	95.4	-8.4	-56.5	57.0	67.6	16.0	흑전
A347850	디앤디파마텍	KQ	건강관리	711.0		10.01	30.2	36.6	88.5	103.9	17.1	43.1				
A006800	미래에셋증권	KS	증권	5,951.3	8.0	0.50	4.8	29.5	86.4	104.8	45.5	32.0			1,185.0	-0.3
A071050	한국금융지주	KS	증권	4,352.2	4.3	0.47	4.1	9.5	154.3	163.7	-53.5	33.7			1,315.8	9.7
A259960	크래프톤	KS	소프트웨어	17,870.8	15.1	2.48	11.0	19.4	153.9	168.0	102.4	120.5	3,086.1	13.9	1,346.9	13.9
A263750	펄버시스	KQ	소프트웨어	2,235.8	19.5	2.65	8.2	25.6	125.5	82.0	78.0	-93.8	547.6	59.9	114.9	흑전
A007660	이수퍼타시스	KS	IT하드웨어	2,147.2	17.6	6.88	-8.6	27.6	157.8	125.6	0.0	-58.5	1,007.0	20.3	161.4	58.5
A000660	SK하이닉스	KS	반도체	134,243.6	4.5	1.72	-11.4	6.0	204.7	186.9	5.9	-115.2	84,995.2	28.4	35,985.9	53.4
A036930	주성엔지니어링	KQ	반도체	1,739.5	14.7	2.97	-8.5	25.0	162.0	193.7	143.7	64.1	426.0	4.1	119.4	22.8
A005290	동진세미컨	KQ	반도체	1,599.0		1.60	-0.3	48.8	104.8	100.9	92.3	22.8				
A064760	티씨케이	KQ	반도체	1,042.6	12.3	2.02	4.2	26.0	136.3	113.1	8.9	-60.2	316.3	14.7	94.7	17.2
A101490	에스앤에스텍	KQ	반도체	791.6		3.13	8.1	44.1	145.6	110.2	107.8	-18.4				
A032640	LG유플러스	KS	통신서비스	5,012.3	8.4	0.58	6.3	11.1	189.3	146.7	121.5	112.2	14,869.7	1.7	973.0	12.7
A015760	한국전력	KS	유틸리티	16,209.6	2.1	0.41	11.7	25.9	192.7	189.3	15.2	-20.0	97,374.0	4.3	13,555.1	62.1
A071320	지역난방공사	KS	유틸리티	602.1	2.8	0.27	-0.4	25.6	116.3	88.5	46.6	20.5	3,656.5	2.4	347.4	5.9

자료: Quantwise, KB증권

주1: 음영은 매도동조 강도가 해당 리스트에서 상위권이거나, 매수동조강도와 매도동조강도 모두 연초대비 증가한 종목

주2: 해당 목록에 대한 투자 의견이 아닌 단순 참고용임

동조강도를 이용한 종목 스크리닝 동조강도가 밑에서 상승 중인 종목

이어서 주가와 관계없이 최근 동조강도가 상승하는 종목을 꼽았다. 여기서 추가까지 상승하고 있는 종목으로는 한화엔진, 휴젤, 파마리서치, 케이카, 쟈백스, 포스코DX, 펄텍코리아 등이다.

표 18. 종목별 동조강도를 이용한 스크리닝

코드	종목	시장	업종	시가총액 (십억원)	P/E		수익률		동조강도		연초대비 동조강도 변화		2025E 실적 전망			
					Fwd (X)	TTM (X)	1M (%)	YTD (%)	매수 (%)	매도 (%)	매수 (%p)	매도 (%p)	매출액 (십억원)	(%YoY)	영업이익 (십억원)	(%YoY)
A003670	포스코퓨처엠	KS	화학	9,977.3	140.7	3.36	-5.1	-9.4	91.2	133.5	44.8	70.6	3,878.1	4.8	85.3	11,724.7
A005420	코스모화학	KS	화학	613.0		2.67	-10.5	4.3	98.1	137.5	69.7	73.5				
A161000	애경케미칼	KS	화학	504.0		0.68	50.4	51.7	139.5	80.8	72.7	33.2				
A251970	펄텍코리아	KQ	반도체	675.8	16.1	2.55	13.5	25.3	47.8	39.8	22.9	35.4	382.2	13.3	56.1	15.9
A002030	아세아	KS	비철	546.0		0.38	0.0	4.2	72.0	123.2	42.8	50.4				
A009410	태영건설	KS	건설	724.9		1.38	-16.3	2.3	33.3	50.0	33.3	50.0				
A344820	KCC글라스	KS	건설	510.3		0.34	0.5	-15.0	78.5	68.7	24.9	30.6				
A062040	산일전기	KS	기계	1,520.7	11.8	3.50	-16.1	-27.2	86.7	99.2	86.7	99.2	463.5	38.8	155.2	42.1
A079900	전진건설로봇	KS	기계	708.5	20.1	4.67	-3.9	36.8	30.3	31.0	30.3	31.0	185.0	9.0	38.3	22.2
A082740	한화엔진	KS	조선	2,265.6	24.2	5.76	20.7	47.2	75.0	79.8	21.6	33.8	1,332.7	10.9	103.7	45.0
A086280	현대글로벌서비스	KS	운송	8,490.0	5.6	0.97	-10.9	-4.2	107.7	132.4	46.9	68.9	30,217.0	6.4	2,022.4	15.4
A381970	케이카	KS	자동차	668.3	12.9	2.96	4.5	8.3	72.4	42.0	39.7	20.6	2,406.1	4.5	76.1	11.7
A025540	한국단자	KS	자동차	664.5	4.4	0.61	-10.6	-4.6	51.9	63.0	35.2	46.3	1,617.8	7.2	179.4	4.7
A009970	영원무역홀딩스	KS	화장품, 의류	1,287.2		0.40	0.4	13.5	61.6	50.1	29.7	33.4				
A079160	CJ CGV	KS	미디어엔터	787.3	148.9	1.14	-0.5	-10.1	108.7	84.7	48.7	33.3	2,418.7	23.5	126.5	66.6
A280360	롯데웰푸드	KS	음식료	1,118.0	10.3	0.49	-2.9	6.2	101.8	87.7	53.5	30.2	4,206.1	4.0	182.6	16.2
A005610	SPC삼립	KS	음식료	537.6	7.7	1.05	2.1	23.9	119.3	62.6	85.4	52.6	3,617.0	5.5	108.0	13.8
A145020	휴젤	KQ	건강관리	4,537.5	23.7	4.80	6.7	28.3	123.6	73.8	78.7	20.4	454.4	21.8	221.9	33.5
A214450	파마리서치	KQ	건강관리	3,946.4	28.8	8.05	17.5	43.1	54.4	70.3	54.4	33.3	448.7	28.2	170.4	35.2
A128940	한미약품	KS	건강관리	3,074.6	20.6	2.81	-1.6	-14.4	130.1	55.8	37.6	24.2	1,611.8	7.8	232.6	7.6
A328130	루닛	KQ	건강관리	1,568.6	적자	9.50	-2.0	-15.2	109.8	94.3	36.5	60.5	79.7	47.0	-58.4	적자/▲
A003090	대웅	KS	건강관리	1,150.6		0.81	-1.8	-8.4	66.3	125.0	31.9	26.3				
A358570	지아아이노베이션	KQ	건강관리	860.8		25.63	2.8	90.0	53.2	85.9	35.9	19.6				
A215600	신라젠	KQ	건강관리	528.9		4.01	67.0	53.4	50.0	54.2	33.3	54.2				
A041190	우리기술투자	KQ	은행	554.4		0.77	3.6	-4.6	66.6	64.6	49.9	51.4				
A005940	NH투자증권	KS	증권	4,670.0	6.4	0.61	-4.5	2.2	126.6	102.0	25.0	63.9			988.3	9.7
A023590	다우기술	KS	증권	946.7		0.32	-0.7	18.1	77.9	79.2	45.7	53.7				
A000810	삼성화재	KS	보험	17,078.6	8.4	0.98	-3.2	0.6	82.3	92.4	27.7	58.7			2,811.0	6.1
A003690	코리안리	KS	보험	1,548.8	5.4	0.41	-3.4	0.0	100.0	110.5	32.2	21.9			358.0	-10.4
A022100	포스코DX	KS	소프트웨어	3,869.3		7.39	-3.1	33.4	69.2	107.3	42.8	58.1				
A462870	시프트업	KS	소프트웨어	3,152.3	16.8	4.11	-1.6	-15.0	68.2	83.0	68.2	83.0	300.5	34.1	219.2	43.6
A053800	안랩	KQ	소프트웨어	751.0		1.77	-16.9	2.0	75.0	48.2	29.2	20.9				
A098460	고영	KQ	IT하드웨어	910.4	21.8	2.71	-8.2	63.5	70.8	75.3	47.0	46.4	249.1	23.0	33.2	899.3
A161580	필옵틱스	KQ	IT하드웨어	746.1		4.81	-11.4	78.6	46.7	112.6	22.1	73.3				
A082270	쟈백스	KQ	반도체	1,498.9		49.52	-2.4	144.6	61.7	34.3	61.7	23.8				
A357780	솔브레인	KQ	반도체	1,391.6	9.7	1.37	-11.0	8.2	92.7	117.0	67.7	31.2	849.0	-1.7	163.5	-2.6
A319660	피에스케이	KQ	반도체	542.0	6.5	1.15	-11.8	13.4	98.0	122.6	44.3	43.0	417.1	4.8	87.9	4.7

자료: Quantiwise, KB증권

주1: 음영은 연초 이후 주가가 상승 중인 종목

주2: 해당 목록에 대한 투자의견이 아닌 단순 참고용임

Epilogue, 심리학은 불편하다?

비난으로 가득 찬 것은 아닐까?

여기까지 자료를 다 읽으셨다면 보기에 따라, ‘기업가는 욕심쟁이고, 애널리스트는 편협하고, 펀드매니저는 과감하지 않다는, 그저 그들을 불편하게 하기 위한 비난만 늘어놓았다’고 받아들이실 수도 있을 것 같습니다. 그래서 마지막으로 한 가지만 더 이야기하려고 합니다. 심리학은 불편하지 않다는 것입니다. 물론 제 의도도 이들을 일반화하거나 누군가를 불편하게 만들려는 것이 아니고요.

심리학은 얼핏 불편해 보이지만

심리학은 우리의 마음에서 일어나는 현상을 파고들어 인간의 행동을 이해하도록 도와줍니다. 그런데 심리학에 관심을 갖다 보면 재미는 있는데 부끄럽고 불편할 때가 한두 번이 아닙니다. 우리의 근원에 있는 감정이 ‘불안’이라는 내용은 인지심리학 책의 맨 처음에 등장합니다. 시작부터 “넌 겁쟁이야”라고 선언해 버리다니요? 그동안 겪었던 불안의 경험과 겹쳐서 하지 못해 아쉬웠던 일들이 떠올라 기분이 썩 좋지는 않았습니디. 예측을 직업으로 하는 사람들의 불안전함을 설명하는 데 쓰인 지각방어와 선택지각, 확증편향은 말할 것도 없습니다. 애널리스트 망신주기에 아주 제격이죠. 농담 약간 섞으면 “심리학자란 주변사람들 망신 주면서 희열을 느끼는 직업이 아닐까?” 싶기도 했습니다.

심리학 개념은 ‘양면성’이 있다

하지만 심리학 이론들은 동전처럼 양면성을 지니고 있습니다. 회사, 애널리스트, 매니저의 심리를 설명하는 데 쓰인 개념들도 마찬가지입니다. 자기확장 (Extension), 지각방어 그리고 회피동기는 언뜻 좋지 않은 개념 같지만 그렇지 않습니다.

Extension이 있어 생기는 ‘감정의 풍부함’

‘Extension’은 적당하기만 하면 삶 속에서 우리의 감정을 풍부하게 만들어 주기도 합니다. 아기는 물건이나 장소에 의미를 부여하고 애착을 갖는 것처럼요. 세상사람 모두가 ‘Expansion’을 추구한다고 상상해볼까요? 늘 성장하려고 하는 욕심에 지쳐버린 ‘번 아웃 (Burn Out)’과, 반복되는 삶이 지겹다고 느끼는 ‘역마살’에 휩싸인 세상이 될지도 모릅니다.

지각방어가 있어 느낄 수 있는 ‘오늘의 행복’

지각방어도 마찬가지입니다. 우리는 지각방어가 있어 좋은 것에 집중할 수 있습니다. 상황이 안 좋고 미래가 어둡다고 오늘의 행복을 버려야 할까요? 그렇지 않습니다. 오늘의 소소한 행복을 느끼는 것, 그리고 실패를 딛고 일어설 힘을 주는 것도 지각방어의 역할입니다. 지각방어가 사라진 지구는 비관론에 휩싸여 삶의 동력을 잃어버린 사람들로 가득 차버릴 것입니다.

회피동기가 인간에게 안겨준 ‘치밀함’

회피동기 역시 인간을 생존하게 했고, ‘치밀함’이라는 재주를 주었습니다. 회피동기가 있어 우리는 오늘도 무사히 하루를 마칠 수 있습니다. 모두가 접근동기를 가진 이상주의자가 되어버리면 그게 세상에 좋은 일은 아닐 것입니다. 회피동기와 접근동기의 균형은 현실과 이상의 균형과도 같습니다.

마음의 균형

결국 심리학은 우리에게, ‘인생의 행복을 위해 균형 있는 태도와 생각이 필요하다’는 말을 하려는 학문이 아닐까 싶습니다. ‘고슴도치가 될 것이냐, 여우가 될 것이냐?’가 양자택일의 문제는 아닌 것처럼요. 심리학이 고슴도치처럼 만지면 따가운 불편한 진실을 파고드는 것은 “우리 마음속에 불편한 것들을 이해하고 맞이해야 반대편에 있는 행복의 가치가 빛날 수 있다”고 말하기 위해서라고 생각합니다. 저울이 한쪽으로 기울는 것을 막으려면 반대쪽도 신경 써야 하는 것처럼 말입니다. 그래서 1편에서 ‘숫자 뒤 사람’을 이야기하고 싶었다면, 이번 2편에서는 ‘마음의 균형’을 이야기해보고 싶었습니다. 역시나 INFJ라서 그런 걸까요?

Appendix _ 업종별 동조효과 관계도

표 19. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 에너지

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		64.0	64.0	32.0	28.0	이들이 팔 때	투신		70.4	55.6	70.4	29.6
	사모펀드	66.7		58.3	25.0	37.5		사모펀드	67.9		50.0	64.3	39.3
	연기금	57.1	50.0		46.4	25.0		연기금	62.5	58.3		87.5	20.8
	외국인	50.0	37.5	81.3		18.8		외국인	52.8	50.0	58.3		36.1
	개인	26.9	34.6	26.9	11.5			개인	30.8	42.3	19.2	50.0	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		36.0	36.0	68.0	72.0	이들이 팔 때	투신		29.6	44.4	29.6	70.4
	사모펀드	33.3		41.7	75.0	62.5		사모펀드	32.1		50.0	35.7	60.7
	연기금	42.9	50.0		53.6	75.0		연기금	37.5	41.7		12.5	79.2
	외국인	50.0	62.5	18.8		81.3		외국인	47.2	50.0	41.7		63.9
	개인	73.1	65.4	73.1	88.5			개인	69.2	57.7	80.8	50.0	

자료: Quantiwise, KB증권 / 주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 20. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 화학

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		53.8	73.1	30.8	50.0	이들이 팔 때	투신		69.2	61.5	80.8	19.2
	사모펀드	63.6		77.3	22.7	59.1		사모펀드	60.0		60.0	73.3	30.0
	연기금	65.5	58.6		17.2	65.5		연기금	69.6	78.3		65.2	34.8
	외국인	61.5	38.5	38.5		15.4		외국인	53.8	56.4	38.5		17.9
	개인	38.2	38.2	55.9	5.9			개인	27.8	50.0	44.4	38.9	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		46.2	26.9	69.2	50.0	이들이 팔 때	투신		30.8	38.5	19.2	80.8
	사모펀드	36.4		22.7	77.3	40.9		사모펀드	40.0		40.0	26.7	70.0
	연기금	34.5	41.4		82.8	34.5		연기금	30.4	21.7		34.8	65.2
	외국인	38.5	61.5	61.5		84.6		외국인	46.2	43.6	61.5		82.1
	개인	61.8	61.8	44.1	94.1			개인	72.2	50.0	55.6	61.1	

자료: Quantiwise, KB증권 / 주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 21. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 비철

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		66.7	53.3	26.7	20.0	이들이 팔 때	투신		59.5	62.2	56.8	43.2
	사모펀드	40.0		40.0	28.0	40.0		사모펀드	81.5		55.6	51.9	48.1
	연기금	36.4	45.5		36.4	22.7		연기금	76.7	50.0		60.0	36.7
	외국인	20.0	35.0	40.0		25.0		외국인	65.6	43.8	56.3		40.6
	개인	12.5	41.7	20.8	20.8			개인	57.1	46.4	39.3	46.4	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		33.3	46.7	73.3	80.0	이들이 팔 때	투신		40.5	37.8	43.2	56.8
	사모펀드	60.0		60.0	72.0	60.0		사모펀드	18.5		44.4	48.1	51.9
	연기금	63.6	54.5		63.6	77.3		연기금	23.3	50.0		40.0	63.3
	외국인	80.0	65.0	60.0		75.0		외국인	34.4	56.3	43.8		59.4
	개인	87.5	58.3	79.2	79.2			개인	42.9	53.6	60.7	53.6	

자료: Quantiwise, KB증권 / 주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 22. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 철강

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		68.2	77.3	45.5	18.2	이들이 팔 때	투신		83.3	53.3	73.3	30.0
	사모펀드	75.0		80.0	50.0	20.0		사모펀드	78.1		53.1	75.0	34.4
	연기금	54.8	51.6		38.7	32.3		연기금	76.2	81.0		71.4	28.6
	외국인	55.6	55.6	66.7		11.1		외국인	64.7	70.6	44.1		32.4
	개인	16.0	16.0	40.0	8.0			개인	33.3	40.7	22.2	40.7	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		31.8	22.7	54.5	81.8	이들이 팔 때	투신		16.7	46.7	26.7	70.0
	사모펀드	25.0		20.0	50.0	80.0		사모펀드	21.9		46.9	25.0	65.6
	연기금	45.2	48.4		61.3	67.7		연기금	23.8	19.0		28.6	71.4
	외국인	44.4	44.4	33.3		88.9		외국인	35.3	29.4	55.9		67.6
	개인	84.0	84.0	60.0	92.0			개인	66.7	59.3	77.8	59.3	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 23. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 건설

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		68.8	81.3	31.3	34.4	이들이 팔 때	투신		65.0	65.0	70.0	20.0
	사모펀드	75.9		72.4	34.5	37.9		사모펀드	56.5		47.8	73.9	30.4
	연기금	78.8	63.6		27.3	36.4		연기금	68.4	57.9		63.2	21.1
	외국인	62.5	62.5	56.3		18.8		외국인	38.9	47.2	33.3		33.3
	개인	40.7	40.7	44.4	11.1			개인	16.0	28.0	16.0	48.0	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		31.3	18.8	68.8	65.6	이들이 팔 때	투신		35.0	35.0	30.0	80.0
	사모펀드	24.1		27.6	65.5	62.1		사모펀드	43.5		52.2	26.1	69.6
	연기금	21.2	36.4		72.7	63.6		연기금	31.6	42.1		36.8	78.9
	외국인	37.5	37.5	43.8		81.3		외국인	61.1	52.8	66.7		66.7
	개인	59.3	59.3	55.6	88.9			개인	84.0	72.0	84.0	52.0	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 24. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 기계

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		56.5	73.9	56.5	21.7	이들이 팔 때	투신		86.2	48.3	34.5	48.3
	사모펀드	76.5		70.6	76.5	0.0		사모펀드	71.4		42.9	45.7	42.9
	연기금	53.1	37.5		65.6	21.9		연기금	70.0	75.0		45.0	35.0
	외국인	40.6	40.6	65.6		15.6		외국인	50.0	80.0	45.0		25.0
	개인	25.0	0.0	35.0	25.0			개인	43.8	46.9	21.9	15.6	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		43.5	26.1	43.5	78.3	이들이 팔 때	투신		13.8	51.7	65.5	51.7
	사모펀드	23.5		29.4	23.5	100.0		사모펀드	28.6		57.1	54.3	57.1
	연기금	46.9	62.5		34.4	78.1		연기금	30.0	25.0		55.0	65.0
	외국인	59.4	59.4	34.4		84.4		외국인	50.0	20.0	55.0		75.0
	개인	75.0	100.0	65.0	75.0			개인	56.3	53.1	78.1	84.4	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 25. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 조선

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		66.7	92.6	70.4	18.5	이들이 팔 때	투신		84.0	72.0	40.0	28.0
	사모펀드	81.8		77.3	63.6	36.4		사모펀드	70.0		50.0	33.3	50.0
	연기금	78.1	53.1		68.8	25.0		연기금	90.0	75.0		40.0	25.0
	외국인	55.9	41.2	64.7		29.4		외국인	55.6	55.6	44.4		27.8
	개인	21.7	34.8	34.8	43.5			개인	24.1	51.7	17.2	17.2	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		33.3	7.4	29.6	81.5	이들이 팔 때	투신		16.0	28.0	60.0	72.0
	사모펀드	18.2		22.7	36.4	63.6		사모펀드	30.0		50.0	66.7	50.0
	연기금	21.9	46.9		31.3	75.0		연기금	10.0	25.0		60.0	75.0
	외국인	44.1	58.8	35.3		70.6		외국인	44.4	44.4	55.6		72.2
	개인	78.3	65.2	65.2	56.5			개인	75.9	48.3	82.8	82.8	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 26. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 지주

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		65.5	58.6	27.6	55.2	이들이 팔 때	투신		69.6	52.2	65.2	34.8
	사모펀드	73.1		57.7	38.5	50.0		사모펀드	61.5		50.0	76.9	30.8
	연기금	60.7	53.6		10.7	39.3		연기금	50.0	54.2		45.8	16.7
	외국인	50.0	62.5	18.8		56.3		외국인	41.7	55.6	30.6		38.9
	개인	51.6	41.9	35.5	29.0			개인	38.1	38.1	19.0	66.7	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		34.5	41.4	72.4	44.8	이들이 팔 때	투신		30.4	47.8	34.8	65.2
	사모펀드	26.9		42.3	61.5	50.0		사모펀드	38.5		50.0	23.1	69.2
	연기금	39.3	46.4		89.3	60.7		연기금	50.0	45.8		54.2	83.3
	외국인	50.0	37.5	81.3		43.8		외국인	58.3	44.4	69.4		61.1
	개인	48.4	58.1	64.5	71.0			개인	61.9	61.9	81.0	33.3	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 27. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 상사

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		66.7	93.9	51.5	27.3	이들이 팔 때	투신		73.7	47.4	57.9	36.8
	사모펀드	81.5		77.8	59.3	22.2		사모펀드	56.0		20.0	64.0	40.0
	연기금	75.6	51.2		48.8	34.1		연기금	81.8	45.5		54.5	36.4
	외국인	68.0	64.0	80.0		16.0		외국인	40.7	59.3	22.2		37.0
	개인	42.9	28.6	66.7	19.0			개인	22.6	32.3	12.9	32.3	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		33.3	6.1	48.5	72.7	이들이 팔 때	투신		26.3	52.6	42.1	63.2
	사모펀드	18.5		22.2	40.7	77.8		사모펀드	44.0		80.0	36.0	60.0
	연기금	24.4	48.8		51.2	65.9		연기금	18.2	54.5		45.5	63.6
	외국인	32.0	36.0	20.0		84.0		외국인	59.3	40.7	77.8		63.0
	개인	57.1	71.4	33.3	81.0			개인	77.4	67.7	87.1	67.7	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 28. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 방산/우주

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		63.0	55.6	59.3	14.8	이들이 팔 때	투신		80.0	76.0	24.0	36.0
	사모펀드	77.3		54.5	63.6	18.2		사모펀드	66.7		70.0	30.0	46.7
	연기금	71.4	57.1		61.9	19.0		연기금	61.3	67.7		29.0	48.4
	외국인	45.7	40.0	37.1		28.6		외국인	35.3	52.9	52.9		41.2
	개인	20.0	20.0	20.0	50.0			개인	28.1	43.8	46.9	21.9	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		37.0	44.4	40.7	85.2	이들이 팔 때	투신		20.0	24.0	76.0	64.0
	사모펀드	22.7		45.5	36.4	81.8		사모펀드	33.3		30.0	70.0	53.3
	연기금	28.6	42.9		38.1	81.0		연기금	38.7	32.3		71.0	51.6
	외국인	54.3	60.0	62.9		71.4		외국인	64.7	47.1	47.1		58.8
	개인	80.0	80.0	80.0	50.0			개인	71.9	56.3	53.1	78.1	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 29. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 운송

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		72.0	60.0	68.0	24.0	이들이 팔 때	투신		81.5	40.7	51.9	40.7
	사모펀드	78.3		56.5	69.6	17.4		사모펀드	75.9		37.9	51.7	37.9
	연기금	48.4	41.9		58.1	35.5		연기금	52.4	52.4		42.9	47.6
	외국인	56.7	53.3	60.0		13.3		외국인	63.6	68.2	40.9		18.2
	개인	27.3	18.2	50.0	18.2			개인	36.7	36.7	33.3	13.3	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		28.0	40.0	32.0	76.0	이들이 팔 때	투신		18.5	59.3	48.1	59.3
	사모펀드	21.7		43.5	30.4	82.6		사모펀드	24.1		62.1	48.3	62.1
	연기금	51.6	58.1		41.9	64.5		연기금	47.6	47.6		57.1	52.4
	외국인	43.3	46.7	40.0		86.7		외국인	36.4	31.8	59.1		81.8
	개인	72.7	81.8	50.0	81.8			개인	63.3	63.3	66.7	86.7	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 30. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 자동차

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		52.2	95.7	43.5	39.1	이들이 팔 때	투신		69.0	58.6	65.5	31.0
	사모펀드	57.1		81.0	42.9	42.9		사모펀드	64.5		45.2	64.5	35.5
	연기금	64.7	50.0		32.4	50.0		연기금	94.4	77.8		50.0	33.3
	외국인	50.0	45.0	55.0		20.0		외국인	59.4	62.5	28.1		21.9
	개인	31.0	31.0	58.6	13.8			개인	39.1	47.8	26.1	30.4	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		47.8	4.3	56.5	60.9	이들이 팔 때	투신		31.0	41.4	34.5	69.0
	사모펀드	42.9		19.0	57.1	57.1		사모펀드	35.5		54.8	35.5	64.5
	연기금	35.3	50.0		67.6	50.0		연기금	5.6	22.2		50.0	66.7
	외국인	50.0	55.0	45.0		80.0		외국인	40.6	37.5	71.9		78.1
	개인	69.0	69.0	41.4	86.2			개인	60.9	52.2	73.9	69.6	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 31. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 화장품, 의류

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		63.0	70.4	51.9	22.2	이들이 팔 때	투신		48.0	68.0	52.0	28.0
	사모펀드	56.7		53.3	46.7	33.3		사모펀드	54.5		50.0	45.5	36.4
	연기금	70.4	59.3		55.6	25.9		연기금	68.0	44.0		56.0	32.0
	외국인	53.8	53.8	57.7		23.1		외국인	50.0	38.5	53.8		30.8
	개인	25.0	41.7	29.2	25.0			개인	25.0	28.6	28.6	28.6	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		37.0	29.6	48.1	77.8	이들이 팔 때	투신		52.0	32.0	48.0	72.0
	사모펀드	43.3		46.7	53.3	66.7		사모펀드	45.5		50.0	54.5	63.6
	연기금	29.6	40.7		44.4	74.1		연기금	32.0	56.0		44.0	68.0
	외국인	46.2	46.2	42.3		76.9		외국인	50.0	61.5	46.2		69.2
	개인	75.0	58.3	70.8	75.0			개인	75.0	71.4	71.4	71.4	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 32. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 호텔, 레저

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		64.7	82.4	58.8	23.5	이들이 팔 때	투신		68.6	54.3	60.0	28.6
	사모펀드	50.0		63.6	36.4	45.5		사모펀드	80.0		46.7	46.7	36.7
	연기금	46.7	46.7		40.0	50.0		연기금	86.4	63.6		45.5	36.4
	외국인	41.7	33.3	50.0		20.8		외국인	75.0	50.0	35.7		14.3
	개인	13.8	34.5	51.7	17.2			개인	43.5	47.8	34.8	17.4	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		35.3	17.6	41.2	76.5	이들이 팔 때	투신		31.4	45.7	40.0	71.4
	사모펀드	50.0		36.4	63.6	54.5		사모펀드	20.0		53.3	53.3	63.3
	연기금	53.3	53.3		60.0	50.0		연기금	13.6	36.4		54.5	63.6
	외국인	58.3	66.7	50.0		79.2		외국인	25.0	50.0	64.3		85.7
	개인	86.2	65.5	48.3	82.8			개인	56.5	52.2	65.2	82.6	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 33. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 미디어엔터

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		64.0	84.0	40.0	32.0	이들이 팔 때	투신		77.8	74.1	48.1	29.6
	사모펀드	72.7		63.6	36.4	31.8		사모펀드	70.0		53.3	46.7	33.3
	연기금	75.0	50.0		53.6	25.0		연기금	83.3	66.7		62.5	16.7
	외국인	41.7	33.3	62.5		29.2		외국인	46.4	50.0	53.6		28.6
	개인	29.6	25.9	25.9	25.9			개인	32.0	40.0	16.0	32.0	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		36.0	16.0	60.0	68.0	이들이 팔 때	투신		22.2	25.9	51.9	70.4
	사모펀드	27.3		36.4	63.6	68.2		사모펀드	30.0		46.7	53.3	66.7
	연기금	25.0	50.0		46.4	75.0		연기금	16.7	33.3		37.5	83.3
	외국인	58.3	66.7	37.5		70.8		외국인	53.6	50.0	46.4		71.4
	개인	70.4	74.1	74.1	74.1			개인	68.0	60.0	84.0	68.0	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 34. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 유통

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		67.9	64.3	39.3	17.9	이들이 팔 때	투신		66.7	50.0	50.0	45.8
	사모펀드	70.4		66.7	37.0	18.5		사모펀드	64.0		52.0	48.0	48.0
	연기금	60.0	60.0		40.0	16.7		연기금	54.5	59.1		50.0	40.9
	외국인	47.8	43.5	52.2		13.0		외국인	41.4	41.4	37.9		48.3
	개인	27.8	27.8	27.8	16.7			개인	32.4	35.3	26.5	41.2	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		32.1	35.7	60.7	82.1	이들이 팔 때	투신		33.3	50.0	50.0	54.2
	사모펀드	29.6		33.3	63.0	81.5		사모펀드	36.0		48.0	52.0	52.0
	연기금	40.0	40.0		60.0	83.3		연기금	45.5	40.9		50.0	59.1
	외국인	52.2	56.5	47.8		87.0		외국인	58.6	58.6	62.1		51.7
	개인	72.2	72.2	72.2	83.3			개인	67.6	64.7	73.5	58.8	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 35. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 음식료

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		61.5	69.2	38.5	30.8	이들이 팔 때	투신		61.5	57.7	61.5	34.6
	사모펀드	61.5		69.2	42.3	30.8		사모펀드	61.5		57.7	65.4	34.6
	연기금	62.1	62.1		41.4	37.9		연기금	65.2	65.2		65.2	39.1
	외국인	50.0	55.0	60.0		25.0		외국인	50.0	53.1	46.9		37.5
	개인	32.0	32.0	44.0	20.0			개인	33.3	33.3	33.3	44.4	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		38.5	30.8	61.5	69.2	이들이 팔 때	투신		38.5	42.3	38.5	65.4
	사모펀드	38.5		30.8	57.7	69.2		사모펀드	38.5		42.3	34.6	65.4
	연기금	37.9	37.9		58.6	62.1		연기금	34.8	34.8		34.8	60.9
	외국인	50.0	45.0	40.0		75.0		외국인	50.0	46.9	53.1		62.5
	개인	68.0	68.0	56.0	80.0			개인	66.7	66.7	66.7	55.6	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 36. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 건강관리

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		68.2	81.8	68.2	18.2	이들이 팔 때	투신		83.3	46.7	73.3	16.7
	사모펀드	75.0		85.0	55.0	25.0		사모펀드	78.1		46.9	62.5	25.0
	연기금	52.9	50.0		52.9	47.1		연기금	77.8	83.3		72.2	27.8
	외국인	65.2	47.8	78.3		17.4		외국인	75.9	69.0	44.8		13.8
	개인	13.8	17.2	55.2	13.8			개인	21.7	34.8	21.7	17.4	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		31.8	18.2	31.8	81.8	이들이 팔 때	투신		16.7	53.3	26.7	83.3
	사모펀드	25.0		15.0	45.0	75.0		사모펀드	21.9		53.1	37.5	75.0
	연기금	47.1	50.0		47.1	52.9		연기금	22.2	16.7		27.8	72.2
	외국인	34.8	52.2	21.7		82.6		외국인	24.1	31.0	55.2		86.2
	개인	86.2	82.8	44.8	86.2			개인	78.3	65.2	78.3	82.6	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 37. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _은행

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		43.5	73.9	52.2	26.1	이들이 팔 때	투신		89.7	51.7	79.3	27.6
	사모펀드	76.9		61.5	53.8	15.4		사모펀드	66.7		41.0	71.8	35.9
	연기금	54.8	25.8		35.5	45.2		연기금	71.4	76.2		66.7	38.1
	외국인	66.7	38.9	61.1		27.8		외국인	67.6	82.4	41.2		35.3
	개인	22.2	7.4	51.9	18.5			개인	32.0	56.0	32.0	48.0	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		56.5	26.1	47.8	73.9	이들이 팔 때	투신		10.3	48.3	20.7	72.4
	사모펀드	23.1		38.5	46.2	84.6		사모펀드	33.3		59.0	28.2	64.1
	연기금	45.2	74.2		64.5	54.8		연기금	28.6	23.8		33.3	61.9
	외국인	33.3	61.1	38.9		72.2		외국인	32.4	17.6	58.8		64.7
	개인	77.8	92.6	48.1	81.5			개인	68.0	44.0	68.0	52.0	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 38. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _증권

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		36.0	80.0	36.0	8.0	이들이 팔 때	투신		63.0	29.6	66.7	63.0
	사모펀드	47.4		68.4	36.8	31.6		사모펀드	51.5		21.2	66.7	81.8
	연기금	51.3	33.3		41.0	15.4		연기금	61.5	53.8		84.6	53.8
	외국인	50.0	38.9	88.9		0.0		외국인	52.9	64.7	32.4		64.7
	개인	16.7	50.0	50.0	0.0			개인	42.5	67.5	17.5	55.0	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		64.0	20.0	64.0	92.0	이들이 팔 때	투신		37.0	70.4	33.3	37.0
	사모펀드	52.6		31.6	63.2	68.4		사모펀드	48.5		78.8	33.3	18.2
	연기금	48.7	66.7		59.0	84.6		연기금	38.5	46.2		15.4	46.2
	외국인	50.0	61.1	11.1		100.0		외국인	47.1	35.3	67.6		35.3
	개인	83.3	50.0	50.0	100.0			개인	57.5	32.5	82.5	45.0	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 39. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _보험

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		46.7	66.7	53.3	13.3	이들이 팔 때	투신		78.4	62.2	48.6	27.0
	사모펀드	46.7		46.7	46.7	46.7		사모펀드	78.4		54.1	45.9	40.5
	연기금	41.7	29.2		45.8	45.8		연기금	82.1	71.4		42.9	35.7
	외국인	29.6	25.9	40.7		37.0		외국인	72.0	68.0	48.0		24.0
	개인	6.9	24.1	37.9	34.5			개인	43.5	65.2	43.5	26.1	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		53.3	33.3	46.7	86.7	이들이 팔 때	투신		21.6	37.8	51.4	73.0
	사모펀드	53.3		53.3	53.3	53.3		사모펀드	21.6		45.9	54.1	59.5
	연기금	58.3	70.8		54.2	54.2		연기금	17.9	28.6		57.1	64.3
	외국인	70.4	74.1	59.3		63.0		외국인	28.0	32.0	52.0		76.0
	개인	93.1	75.9	62.1	65.5			개인	56.5	34.8	56.5	73.9	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 40. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 소프트웨어

(단위: %)		이들도 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		64.0	84.0	56.0	20.0
	사모펀드	66.7		66.7	54.2	29.2
	연기금	63.6	48.5		51.5	21.2
	외국인	56.0	52.0	68.0		24.0
	개인	23.8	33.3	33.3	28.6	
		이들은 판다				
이들이 살 때	투신					
	사모펀드	33.3		33.3	45.8	70.8
	연기금	36.4	51.5		48.5	78.8
	외국인	44.0	48.0	32.0		76.0
	개인	76.2	66.7	66.7	71.4	

		이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 팔 때	투신		70.4	55.6	59.3	40.7
	사모펀드	67.9		39.3	57.1	50.0
	연기금	78.9	57.9		57.9	26.3
	외국인	59.3	59.3	40.7		44.4
	개인	35.5	45.2	16.1	38.7	
		이들은 산다				
이들이 팔 때	투신		29.6	44.4	40.7	59.3
	사모펀드	32.1		60.7	42.9	50.0
	연기금	21.1	42.1		42.1	73.7
	외국인	40.7	40.7	59.3		55.6
	개인	64.5	54.8	83.9	61.3	

자료: Quantwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 41. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ IT하드웨어

(단위: %)		이들도 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		57.1	66.7	42.9	33.3
	사모펀드	70.6		58.8	52.9	35.3
	연기금	63.6	45.5		36.4	36.4
	외국인	40.9	40.9	36.4		13.6
	개인	25.9	22.2	29.6	11.1	

		이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 팔 때	투신		83.9	74.2	58.1	35.5
	사모펀드	74.3		65.7	62.9	40.0
	연기금	76.7	76.7		53.3	36.7
	외국인	60.0	73.3	53.3		20.0
	개인	44.0	56.0	44.0	24.0	

		이들은 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		42.9	33.3	57.1	66.7
	사모펀드	29.4		41.2	47.1	64.7
	연기금	36.4	54.5		63.6	63.6
	외국인	59.1	59.1	63.6		86.4
	개인	74.1	77.8	70.4	88.9	

		이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 팔 때	투신		16.1	25.8	41.9	64.5
	사모펀드	25.7		34.3	37.1	60.0
	연기금	23.3	23.3		46.7	63.3
	외국인	40.0	26.7	46.7		80.0
	개인	56.0	44.0	56.0	76.0	

자료: Quantwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 42. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 반도체

(단위: %)		이들도 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		61.1	100.0	22.2	55.6
	사모펀드	73.3		86.7	33.3	46.7
	연기금	60.0	43.3		26.7	63.3
	외국인	25.0	31.3	50.0		12.5
	개인	29.4	20.6	55.9	5.9	

		이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 팔 때	투신		88.2	64.7	64.7	29.4
	사모펀드	81.1		54.1	70.3	27.0
	연기금	100.0	90.9		63.6	31.8
	외국인	61.1	72.2	38.9		11.1
	개인	55.6	55.6	38.9	22.2	

		이들은 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		38.9	0.0	77.8	44.4
	사모펀드	26.7		13.3	66.7	53.3
	연기금	40.0	56.7		73.3	36.7
	외국인	75.0	68.8	50.0		87.5
	개인	70.6	79.4	44.1	94.1	

		이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 팔 때	투신		11.8	35.3	35.3	70.6
	사모펀드	18.9		45.9	29.7	73.0
	연기금	0.0	9.1		36.4	68.2
	외국인	38.9	27.8	61.1		88.9
	개인	44.4	44.4	61.1	77.8	

자료: Quantwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 43. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 가전

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		54.2	62.5	54.2	20.8	이들이 팔 때	투신		67.9	78.6	64.3	25.0
	사모펀드	59.1		50.0	68.2	22.7		사모펀드	63.3		66.7	73.3	30.0
	연기금	71.4	52.4		52.4	28.6		연기금	71.0	64.5		61.3	35.5
	외국인	56.5	65.2	47.8		17.4		외국인	62.1	75.9	65.5		24.1
	개인	19.2	19.2	23.1	15.4			개인	26.9	34.6	42.3	26.9	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		45.8	37.5	45.8	79.2	이들이 팔 때	투신		32.1	21.4	35.7	75.0
	사모펀드	40.9		50.0	31.8	77.3		사모펀드	36.7		33.3	26.7	70.0
	연기금	28.6	47.6		47.6	71.4		연기금	29.0	35.5		38.7	64.5
	외국인	43.5	34.8	52.2		82.6		외국인	37.9	24.1	34.5		75.9
	개인	80.8	80.8	76.9	84.6			개인	73.1	65.4	57.7	73.1	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 44. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 배터리

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		47.6	95.2	52.4	28.6	이들이 팔 때	투신		71.0	48.4	74.2	25.8
	사모펀드	52.6		78.9	36.8	42.1		사모펀드	66.7		36.4	63.6	36.4
	연기금	55.6	41.7		44.4	44.4		연기금	93.8	75.0		81.3	18.8
	외국인	57.9	36.8	84.2		5.3		외국인	69.7	63.6	39.4		15.2
	개인	20.7	27.6	55.2	3.4			개인	34.8	52.2	13.0	21.7	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		52.4	4.8	47.6	71.4	이들이 팔 때	투신		29.0	51.6	25.8	74.2
	사모펀드	47.4		21.1	63.2	57.9		사모펀드	33.3		63.6	36.4	63.6
	연기금	44.4	58.3		55.6	55.6		연기금	6.3	25.0		18.8	81.3
	외국인	42.1	63.2	15.8		94.7		외국인	30.3	36.4	60.6		84.8
	개인	79.3	72.4	44.8	96.6			개인	65.2	47.8	87.0	78.3	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 45. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 디스플레이

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		61.5	61.5	53.8	23.1	이들이 팔 때	투신		80.8	69.2	73.1	15.4
	사모펀드	76.2		57.1	38.1	42.9		사모펀드	67.7		61.3	58.1	38.7
	연기금	66.7	50.0		45.8	33.3		연기금	64.3	67.9		64.3	28.6
	외국인	66.7	38.1	52.4		19.0		외국인	61.3	58.1	58.1		22.6
	개인	21.4	32.1	28.6	14.3			개인	16.7	50.0	33.3	29.2	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		38.5	38.5	46.2	76.9	이들이 팔 때	투신		19.2	30.8	26.9	84.6
	사모펀드	23.8		42.9	61.9	57.1		사모펀드	32.3		38.7	41.9	61.3
	연기금	33.3	50.0		54.2	66.7		연기금	35.7	32.1		35.7	71.4
	외국인	33.3	61.9	47.6		81.0		외국인	38.7	41.9	41.9		77.4
	개인	78.6	67.9	71.4	85.7			개인	83.3	50.0	66.7	70.8	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 46. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 통신서비스

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		40.9	81.8	68.2	27.3	이들이 팔 때	투신		63.3	56.7	53.3	36.7
	사모펀드	45.0		75.0	70.0	25.0		사모펀드	59.4		50.0	53.1	37.5
	연기금	58.1	48.4		67.7	29.0		연기금	81.0	76.2		61.9	23.8
	외국인	51.7	48.3	72.4		20.7		외국인	69.6	73.9	56.5		17.4
	개인	24.0	20.0	36.0	24.0			개인	40.7	44.4	18.5	14.8	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		59.1	18.2	31.8	72.7	이들이 팔 때	투신		36.7	43.3	46.7	63.3
	사모펀드	55.0		25.0	30.0	75.0		사모펀드	40.6		50.0	46.9	62.5
	연기금	41.9	51.6		32.3	71.0		연기금	19.0	23.8		38.1	76.2
	외국인	48.3	51.7	27.6		79.3		외국인	30.4	26.1	43.5		82.6
	개인	76.0	80.0	64.0	76.0			개인	59.3	55.6	81.5	85.2	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

표 47. 최근 52주 동안 5대 수급주체의 조건부확률 분석 _ 유틸리티

(단위: %)		이들도 산다							이들도 판다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		70.8	79.2	75.0	8.3	이들이 팔 때	투신		75.0	57.1	35.7	39.3
	사모펀드	70.8		75.0	75.0	25.0		사모펀드	75.0		53.6	35.7	53.6
	연기금	61.3	58.1		67.7	16.1		연기금	76.2	71.4		28.6	33.3
	외국인	50.0	50.0	58.3		25.0		외국인	62.5	62.5	37.5		37.5
	개인	10.5	31.6	26.3	47.4			개인	33.3	45.5	21.2	18.2	
		이들은 판다							이들은 산다				
		투신	사모펀드	연기금	외국인	개인			투신	사모펀드	연기금	외국인	개인
이들이 살 때	투신		29.2	20.8	25.0	91.7	이들이 팔 때	투신		25.0	42.9	64.3	60.7
	사모펀드	29.2		25.0	25.0	75.0		사모펀드	25.0		46.4	64.3	46.4
	연기금	38.7	41.9		32.3	83.9		연기금	23.8	28.6		71.4	66.7
	외국인	50.0	50.0	41.7		75.0		외국인	37.5	37.5	62.5		62.5
	개인	89.5	68.4	73.7	52.6			개인	66.7	54.5	78.8	81.8	

자료: Quantiwise, KB증권

주: 붉은색 테두리 수치가 동조효과로서 의미가 있는 조합

Appendix _ 한국주식 Performance, Valuation, Earnings

한국시장 규모/업종별 Performance & Valuation

업종		수익률 (%)						P/E (X)					P/B (X)				
기준일	2025-04-25	1W	1M	3M	6M	12M	YTD	Trailing	Fwd	2024	2025 (E)	2026 (E)	Trailing	Fwd	2024	2025 (E)	2026 (E)
코스피	전체	2.5	-2.7	0.4	-1.4	-3.1	6.1	11.9	8.7	12.0	9.2	7.9	0.86	0.81	0.86	0.83	0.77
	대형주	2.6	-3.2	0.1	-1.9	-3.2	6.1	11.4	8.8	11.4	9.3	8.1	0.96	0.86	0.96	0.89	0.82
	중형주	2.6	-1.1	0.8	-0.2	-1.5	6.2	15.2	8.1	15.4	8.8	7.0	0.61	0.55	0.61	0.56	0.52
	소형주	2.0	2.6	3.2	2.3	-4.1	5.7	15.8	5.9	15.9	6.4	5.2	0.47	0.44	0.47	0.45	0.42
코스닥		1.7	2.6	0.1	0.3	-14.5	7.6	184.1	20.2	194.6	22.5	15.9	1.62	2.10	1.62	2.18	1.94
에너지		6.7	-4.9	-9.2	-5.5	-7.7	0.6	적자	12.7	적자	16.3	8.9	0.53	0.51	0.53	0.52	0.49
소재	화학	3.8	-7.5	-6.1	-26.5	-40.4	-1.9	적자	20.9	적자	31.8	12.4	0.67	0.62	0.67	0.64	0.60
	비철,목재등	3.8	-7.4	-7.7	-29.5	15.8	-15.1	26.3	26.8	26.5	28.2	23.4	0.93	1.44	0.93	1.46	1.43
	철강	2.5	-12.6	0.7	-17.9	-30.1	4.9	21.9	11.7	22.2	13.2	9.6	0.34	0.33	0.34	0.33	0.32
산업재	건설	0.8	4.8	7.2	8.1	-2.8	12.9	14.6	6.2	14.6	6.9	5.3	0.51	0.46	0.51	0.48	0.44
	기계	1.4	1.2	-0.1	24.1	34.0	26.3	30.5	15.5	30.5	16.7	13.5	1.98	1.83	1.98	1.91	1.70
	조선	11.1	26.1	25.2	67.0	106.0	38.5	39.2	20.5	38.6	23.2	16.7	3.73	3.18	3.73	3.36	2.87
	상사,자본재	2.5	6.2	27.1	27.3	34.6	40.3	11.6	9.5	11.9	10.0	8.5	1.02	0.92	1.02	0.94	0.87
	운송	-1.4	-6.6	-7.2	-2.0	9.9	0.4	6.7	6.7	6.7	7.1	7.3	0.70	0.60	0.70	0.66	0.62
	자동차	1.7	-11.2	-7.6	-7.6	-18.9	-5.7	4.3	3.9	4.3	4.0	3.8	0.48	0.43	0.48	0.44	0.41
경기소비재	화장품,의류,완구	1.8	0.8	1.9	4.8	-0.7	5.1	13.9	10.0	14.0	10.6	9.1	0.97	1.05	0.97	1.08	0.99
	호텔,레저서비스	0.6	3.0	3.4	5.2	-5.9	7.3	17.6	10.7	17.3	11.2	10.0	0.88	0.92	0.88	0.94	0.88
	미디어,교육	0.6	2.3	8.7	15.7	-1.5	13.4	적자	19.9	적자	21.9	16.6	1.51	1.53	1.51	1.56	1.46
	소매(유통)	2.0	6.1	12.4	3.7	-1.2	12.9	적자	9.1	적자	9.8	7.9	0.37	0.33	0.37	0.34	0.33
필수소비재		0.9	5.3	12.8	11.5	19.6	9.1	13.1	10.0	13.1	10.4	9.4	0.90	0.95	0.90	0.98	0.91
건강관리		-0.3	-0.6	-2.8	-4.5	8.3	1.3	207.0	39.8	217.5	45.2	31.7	3.04	3.49	3.04	3.61	3.26
금융	은행	4.0	1.4	1.0	-8.0	14.7	6.4	6.3	5.3	6.3	5.4	5.1	0.50	0.44	0.50	0.45	0.43
	증권	6.2	1.4	7.6	6.3	29.0	12.5	6.8	6.2	6.8	6.3	6.1	0.70	0.74	0.70	0.76	0.71
	보험	2.6	-4.1	1.9	-10.9	2.4	-6.0	5.5	5.3	5.6	5.5	5.1	0.57	0.55	0.57	0.56	0.53
IT	소프트웨어	0.6	-1.2	2.0	6.4	-1.5	2.2	24.3	16.6	24.3	17.6	15.0	1.48	1.32	1.48	1.36	1.25
	IT하드웨어	2.0	-6.4	-8.0	-6.8	-22.6	-0.1	56.9	12.0	56.2	13.6	9.7	1.02	1.01	1.02	1.05	0.95
	반도체	2.4	-8.0	-3.4	-3.0	-20.3	5.5	9.5	7.4	9.5	7.8	6.8	1.05	0.90	1.05	0.94	0.84
	IT가전	3.6	-4.7	-12.8	-28.6	-40.4	-11.4	적자	40.7	적자	58.7	24.9	1.71	1.66	1.71	1.69	1.58
	디스플레이	3.4	-3.7	-7.8	-12.3	-26.2	-3.7	적자	15.4	적자	20.9	9.0	0.77	0.70	0.77	0.73	0.66
통신서비스		1.2	2.5	7.5	8.0	26.7	9.8	14.7	8.6	14.7	8.6	8.6	0.82	0.77	0.82	0.78	0.75
유틸리티		3.2	7.9	10.5	3.9	19.6	18.0	5.2	2.8	5.2	3.0	2.6	0.46	0.39	0.46	0.40	0.36

자료: Quantwise 컨센서스, KB증권

주: 각 항목 높은 10개에 푸른색, 낮은 10개에 회색으로 표시

한국시장 규모/업종별 연간 Earnings

업종	항목	연간 실적 (십억원)				연간 성장률 (%YoY)				2025 (E) Revision (%)			2026 (E) Revision (%)			
		2024	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2024	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	1W	1M	3M	1W	1M	3M	
코스피	전체	매출액	3,720,915	3,000,164	3,156,370	3,146,401	5.6	5.9	5.6	4.7	0.1	0.2	0.7	-0.0	-0.2	0.5
		영업이익	249,507	296,020	341,870	354,446	45.9	24.2	15.7	8.0	0.8	0.7	-1.8	0.2	-0.5	-0.7
		당기순이익	167,868	207,749	239,661	252,503	58.5	27.6	15.5	8.4	1.6	1.4	-1.3	0.1	-1.1	-1.4
	대형주	매출액	2,537,880	2,193,541	2,321,188	2,383,526	6.0	6.1	5.8	4.7	0.1	0.4	0.8	0.0	-0.2	0.5
		영업이익	199,391	248,224	286,021	302,080	67.6	24.1	15.2	7.8	1.1	1.2	-1.2	0.3	-0.3	-0.4
		당기순이익	143,891	181,110	206,780	222,042	79.1	23.6	14.2	8.1	2.0	2.3	-0.1	0.4	-0.6	-0.7
	중형주	매출액	809,291	696,597	721,528	691,957	5.2	5.1	4.8	4.6	-0.0	-0.3	0.6	-0.0	-0.3	0.6
		영업이익	39,251	42,082	49,225	47,874	-2.4	25.3	18.4	9.0	-0.4	-2.1	-4.8	-0.5	-1.5	-2.2
		당기순이익	19,013	22,935	28,421	27,266	-8.9	62.4	25.1	10.4	-1.4	-4.5	-9.2	-1.4	-4.1	-5.7
	소형주	매출액	371,738	102,735	106,053	63,088	3.0	6.4	5.1	3.7	-0.2	-0.9	-0.6	-0.4	-0.8	-0.3
		영업이익	10,501	5,073	5,905	3,756	-11.1	26.6	17.4	6.3	-1.0	-2.6	-6.9	-0.9	-1.4	-3.4
		당기순이익	4,634	3,235	3,942	2,660	1.0	89.6	22.5	9.6	-1.4	-3.2	-9.2	-1.2	-1.8	-6.4
코스닥	매출액	333,543	109,588	118,285	82,219	2.8	11.3	14.2	10.3	-0.0	-0.5	-3.3	-0.3	-0.3	-3.4	
	영업이익	11,092	10,700	13,795	10,262	-1.3	59.1	37.6	17.6	-0.1	-1.7	-10.7	-0.1	0.7	-4.8	
	당기순이익	1,690	7,568	10,337	7,649	-29.2	94.3	46.3	22.4	-0.1	-2.2	-9.6	0.3	3.8	-1.0	
에너지	매출액	363,326	364,137	379,969	391,364	-0.2	4.2	4.4	3.4	0.3	-0.7	0.3	0.2	-1.3	-0.6	
	영업이익	9,041	16,622	21,282	24,126	-34.8	87.8	28.2	14.1	1.0	-8.2	-10.3	0.6	-3.8	-4.5	
	당기순이익	-3,779	3,066	5,596	7,019	흑전	흑전	83.8	27.4	5.2	-36.3	-48.8	1.5	-16.8	-32.1	
소재	화학	매출액	153,916	121,151	131,950	125,086	-4.5	5.8	9.0	7.1	0.1	-0.5	-4.2	-0.3	-0.7	-5.4
		영업이익	640	3,998	7,703	9,075	-88.2	5,244.4	93.4	31.8	-0.1	0.1	-34.4	-2.5	-1.1	-23.1
		당기순이익	-1,612	1,634	4,204	5,295	흑전	흑전	157.3	42.9	7.4	-2.7	-45.6	1.8	-1.2	-21.4
	비철,목재등	매출액	56,358	23,642	24,327	9,284	11.4	10.4	4.2	2.6	-0.5	-0.7	-1.7	-0.8	-1.1	-2.1
		영업이익	2,402	1,289	1,428	617	7.1	6.5	13.4	6.2	-0.5	0.0	-6.2	-0.8	-0.4	-4.2
		당기순이익	1,103	648	765	431	10.5	35.9	23.0	10.6	0.4	1.9	-7.6	-1.2	-1.6	-9.2
	철강	매출액	139,276	117,108	121,732	116,270	-5.5	0.6	4.0	2.7	-0.8	-2.0	-3.3	-1.0	-2.9	-3.8
		영업이익	3,522	4,082	5,335	5,562	-50.6	27.2	30.7	12.2	-0.7	-12.1	-18.7	-2.9	-9.9	-12.0
		당기순이익	1,555	2,184	3,011	3,280	-61.8	37.4	37.9	22.0	-2.9	-18.9	-28.8	-5.7	-14.4	-21.0
	건설	매출액	165,457	108,519	110,837	101,908	-1.7	-4.0	3.9	4.6	-0.2	-0.5	-3.1	-0.2	-0.4	-2.3
		영업이익	3,659	5,278	6,564	6,158	-35.1	128.0	25.4	13.8	-1.1	-2.7	-5.5	-0.6	-0.9	-2.5
		당기순이익	2,586	3,284	4,235	4,138	21.8	70.5	30.0	13.2	-2.5	-5.0	-7.9	-1.7	-1.9	-3.3
산업재	기계	매출액	109,853	99,709	107,570	103,580	3.9	7.6	8.4	7.7	0.2	0.7	1.1	0.4	0.8	1.1
		영업이익	6,589	7,608	9,206	10,681	-4.6	24.6	21.5	28.6	-0.1	-0.1	-1.4	-0.2	-1.8	1.4
		당기순이익	3,248	4,724	5,829	6,394	-9.6	49.0	24.1	23.2	1.6	-0.3	-1.8	0.9	-2.3	1.0
	조선	매출액	71,669	79,374	87,848	93,884	23.7	12.4	10.7	8.0	0.3	1.3	1.7	0.4	1.0	2.5
		영업이익	3,579	7,349	9,767	12,078	414.7	110.7	33.1	25.1	19.4	20.9	22.0	15.6	15.1	17.3
		당기순이익	3,030	4,957	6,863	8,644	672.3	67.9	38.5	27.5	13.9	15.8	18.1	11.8	11.5	14.9
	상사,자본재	매출액	310,445	314,857	334,114	346,228	7.1	8.9	6.1	6.8	0.0	1.2	5.4	0.1	1.6	6.5
		영업이익	19,621	24,558	28,080	29,777	58.2	26.2	14.4	10.2	0.1	1.4	4.0	0.2	2.5	8.0
		당기순이익	12,227	13,851	16,332	17,231	93.8	16.5	18.0	11.0	-0.8	0.3	2.0	-0.7	1.4	6.0
	운송	매출액	109,580	106,181	101,389	96,666	12.5	7.4	3.2	3.5	-0.1	-0.1	4.5	-0.1	0.7	5.2
		영업이익	10,418	8,850	8,599	7,948	41.4	-13.8	0.6	3.1	-2.0	-6.7	-4.0	-1.9	-3.6	-1.3
		당기순이익	7,627	6,549	6,277	5,779	50.0	-12.3	-3.7	2.6	-2.2	-6.1	-3.8	-3.2	-3.8	-2.1
경기소비재	자동차	매출액	502,168	424,759	441,562	453,595	5.2	5.0	4.2	4.6	0.6	0.6	0.9	0.5	0.3	0.5
		영업이익	38,565	35,133	36,215	36,077	2.8	-0.1	3.4	2.0	-1.2	-3.8	-4.6	-1.1	-5.1	-5.3
		당기순이익	31,250	29,893	30,941	30,906	11.4	1.5	3.8	1.9	-2.0	-4.6	-5.8	-1.6	-5.9	-6.6
		매출액	91,722	60,349	63,870	56,094	5.0	7.7	6.5	5.3	0.0	0.0	0.6	-0.1	-0.3	1.0
	화장품,의류,연구	영업이익	6,829	6,009	6,797	5,579	0.9	24.4	14.6	9.2	-0.5	-0.8	-2.9	-0.3	-0.4	-1.3
		당기순이익	4,279	4,021	4,634	3,681	24.0	4.8	16.8	11.9	-0.4	-0.8	-3.6	-0.3	-0.2	-1.1
	매출액	8,187	7,293	7,745	5,879	1.2	6.6	6.2	-0.5	0.3	-1.9	-3.2	0.2	-0.7	-1.7	
	호텔,레저서비스	영업이익	726	934	1,057	706	11.3	25.1	13.2	1.3	1.7	-1.0	-4.3	1.1	0.4	-1.6
		당기순이익	564	731	819	638	486.7	13.3	12.1	8.1	1.2	-0.6	5.1	7.6	8.0	8.8
	매출액	33,223	28,737	30,730	28,150	3.6	8.1	8.2	3.9	-0.2	-0.5	0.9	-0.3	-0.1	1.5	
	미디어,교육	영업이익	1,319	1,947	2,417	2,355	-13.9	53.4	25.3	4.2	-0.5	-2.7	-5.7	0.1	-0.4	-1.3
		당기순이익	-615	1,169	1,539	1,568	흑전	흑전	32.9	8.4	-0.8	-3.2	-9.4	-1.4	-2.0	-3.9
필수소비재	매출액	92,507	88,204	91,286	93,335	2.6	3.3	3.5	2.4	-0.0	-0.2	-1.9	-0.0	-0.5	-2.1	
	소매(유통)	영업이익	2,155	2,961	3,411	3,731	1.3	42.3	15.2	9.6	0.1	2.0	-0.2	0.2	1.3	1.6
		당기순이익	-1,491	1,540	1,902	2,185	흑전	흑전	23.5	15.3	-0.1	2.3	-4.3	-0.0	1.7	-1.8
	매출액	150,598	112,430	117,666	122,253	3.0	4.6	4.7	4.6	0.1	-0.2	0.1	0.1	-0.3	-0.0	
	영업이익	9,200	8,132	8,882	9,359	17.0	10.5	9.2	6.6	0.3	-0.5	-0.8	0.5	-0.5	-0.4	
		당기순이익	4,449	4,367	4,867	5,256	10.1	23.0	11.5	10.0	0.6	-1.7	-0.8	0.8	-2.1	-1.1
	건강관리	매출액	63,732	36,051	40,541	36,242	8.5	17.6	14.3	13.6	0.0	0.5	1.8	-0.1	1.0	2.3
		영업이익	2,721	5,761	7,765	8,764	10.6	67.5	36.1	21.5	0.6	1.3	-5.9	-0.3	1.9	-3.5
		당기순이익	1,330	4,537	6,439	7,373	170.7	58.4	43.5	22.4	0.3	-1.2	-8.6	-0.4	4.3	-1.6
	은행	매출액														
		영업이익														
		당기순이익	21,936	23,432	24,531	25,565	6.3	7.5	4.7	4.9	0.2	-0.3	-0.3	0.2	-0.1	-0.2
금융	증권	매출액														
		영업이익														
		당기순이익	7,616	7,140	7,482	7,486	40.7	4.5	4.8	0.1	0.1	0.8	1.3	-0.1	-0.9	2.1
	보험	매출액														
		영업이익														
		당기순이익	8,925	8,820	9,157	9,583	7.8	-0.6	6.2	4.7	-0.3	-1.7	-5.9	-0.5	-2.0	-5.4
IT	소프트웨어	매출액	75,571	68,464	74,189	74,264	7.7	7.5	8.8	7.2	-0.1	-1.4	-1.7	-0.3	-0.9	-0.5
		영업이익	6,398	8,094	9,455	9,768	23.2	25.3	17.1	9.6	0.3	-2.1	-4.9	-0.0	-1.1	-2.5
		당기순이익	5,275	6,629	7,741	7,965	193.9	20.5	17.1	8.9	0.4	-1.4	-2.4	0.4	-0.2	0.4
	매출액	87,437	54,844	59,672	51,592	5.7	5.3	9.2</								

한국시장 규모/업종별 분기 Earnings

업종	항목	분기 실적 (십억원)				분기 성장률 (%YoY)				1Q25 (E) Revision (%)			2Q25 (E) Revision (%)		
		4Q24	1Q25 (E)	2Q25 (E)	3Q25(E)	4Q24	1Q25 (E)	2Q25 (E)	3Q25(E)	1W	1M	3M	1W	1M	3M
코스피	전체	매출액 995,309	698,609	706,445	729,270	11.8	6.0	3.8	6.5	-0.1	0.2	-0.2	0.1	0.3	0.1
		영업이익 47,808	63,922	69,477	78,987	47.2	9.8	6.5	24.4	1.5	0.1	-1.7	0.6	0.1	-0.4
		당기순이익 24,434	43,946	47,730	55,063	99.1	8.8	4.5	21.1	0.7	-0.8	-4.1	0.9	0.5	-0.7
	대형주	매출액 680,434	513,529	521,160	541,041	12.7	6.7	3.8	6.8	-0.1	0.4	0.1	0.1	0.5	0.3
		영업이익 41,351	53,451	58,209	66,583	61.7	11.4	5.9	22.0	1.9	0.6	-1.3	0.8	0.5	0.1
		당기순이익 25,913	38,529	42,026	48,593	89.4	12.8	3.8	15.8	1.6	0.4	-3.2	1.2	1.1	-0.1
	중형주	매출액 216,672	166,874	165,744	168,512	12.0	4.2	4.0	5.8	0.0	-0.2	-1.1	0.0	0.0	-0.4
		영업이익 5,180	9,552	10,158	11,198	-2.6	3.3	9.6	36.1	-0.5	-2.9	-4.1	-0.4	-1.9	-2.8
		당기순이익 -654	4,894	5,020	5,697	적지▼	-13.3	9.4	80.8	-6.3	-9.8	-12.2	-2.2	-4.6	-4.9
	소형주	매출액 97,509	16,965	17,900	18,077	6.0	1.9	4.3	5.1	0.1	-0.4	-1.7	-0.5	-0.9	-1.2
		영업이익 1,181	839	965	1,057	-24.6	-10.3	16.0	107.1	-0.6	-1.3	0.5	-0.9	-1.6	-7.0
		당기순이익 -954	472	576	663	적지▲	-16.1	15.1	172.9	-1.9	-7.6	-11.2	-2.4	-6.9	-20.6
코스닥	매출액 88,317	17,410	19,598	20,245	8.0	1.5	9.0	19.3	-0.3	-1.6	-5.0	-0.1	-0.8	-3.4	
	영업이익 1,897	1,316	2,029	2,405	57.8	17.7	36.3	72.5	-0.2	-6.7	-18.1	-0.2	-4.6	-11.1	
	당기순이익 -2,103	825	1,243	1,411	적지▲	4.9	25.7	471.4	-0.6	-4.4	-21.8	-0.7	-5.3	-14.8	
에너지	매출액 92,464	91,489	87,886	89,653	0.8	3.9	0.4	5.6	0.0	-0.2	-0.4	0.3	-0.4	-0.0	
	영업이익 1,579	3,356	3,918	4,583	107.7	-19.7	62.8	530.2	0.3	-22.8	-24.2	2.5	-7.0	-7.0	
	당기순이익 -3,293	400	578	883	적지▼	21.1	흑전	흑전	-1.9	-62.0	-67.3	-0.1	-39.0	-50.4	
소재	화학	매출액 37,650	28,290	29,506	30,530	1.2	4.0	1.9	5.9	0.1	-0.6	-4.7	-0.0	-1.1	-5.7
		영업이익 -1,079	408	804	1,309	적지▼	-17.2	66.2	흑전	-0.5	26.8	-43.4	-2.3	-8.5	-35.2
		당기순이익 -2,835	78	337	680	적지▼	-87.5	흑전	336.8	30.0	83.7	-56.7	3.7	-13.9	-32.5
	비철, 목재 등	매출액 15,056	5,749	5,690	5,502	16.2	27.7	9.1	5.0	-0.4	-0.9	-5.3	-0.6	-0.6	-3.7
		영업이익 301	302	320	303	-48.4	-1.7	-33.6	24.6	-0.4	0.1	-8.3	-0.6	-0.4	-10.1
		당기순이익 -378	144	153	141	적전	-18.8	-48.2	-31.3	0.5	1.0	-9.6	-1.5	-3.7	-19.5
	철강	매출액 33,827	27,580	28,982	28,650	-5.3	-3.6	-1.6	1.2	-0.5	-1.6	-2.7	-0.6	-1.7	-2.8
		영업이익 97	695	1,095	1,106	-67.3	-20.5	-6.8	20.1	0.2	-9.8	-16.3	-0.9	-6.3	-9.8
		당기순이익 -578	356	607	616	적전	-45.5	-9.8	19.2	-2.2	-18.9	-31.7	-5.0	-13.7	-24.2
		매출액 42,087	24,168	25,254	24,485	-5.9	-4.9	-7.1	-3.2	-0.6	-0.9	-1.9	-0.2	-0.4	-2.3
	건설	영업이익 -871	1,034	1,180	1,266	적전	-2.9	18.0	70.8	-1.8	-4.8	-4.0	-1.0	-3.1	-2.8
		당기순이익 -833	607	700	783	적지▲	-48.6	0.0	116.9	-28.4	-34.8	-32.6	1.4	-0.6	-1.0
산업재	기계	매출액 29,576	22,675	24,419	23,622	8.8	6.6	3.3	11.4	-0.2	-0.5	0.1	0.3	0.6	0.0
		영업이익 1,570	1,638	1,921	1,806	21.3	0.2	2.0	73.9	-0.7	-2.3	-6.4	0.2	-0.3	3.2
		당기순이익 528	930	1,174	1,057	-20.0	4.2	6.7	161.2	-0.1	-3.8	-4.3	0.3	-3.5	1.9
	조선	매출액 20,305	18,700	19,904	19,456	21.9	22.3	10.4	12.6	-0.3	1.9	1.8	0.2	2.6	2.5
		영업이익 1,346	1,286	1,810	1,804	303.1	252.7	110.5	98.4	20.1	24.6	27.3	13.8	17.3	21.1
		당기순이익 1,651	763	1,086	1,097	흑전	127.8	76.5	265.1	15.5	14.3	6.6	10.3	8.6	7.6
	상사, 자본재	매출액 86,983	72,821	75,559	75,991	15.6	9.2	8.7	12.2	-0.6	1.5	2.7	-0.2	1.7	3.5
		영업이익 5,518	4,337	5,053	5,152	159.3	33.8	17.8	24.0	0.1	2.9	9.7	0.3	1.8	6.3
		당기순이익 3,803	2,007	2,105	2,304	흑전	30.6	5.9	17.8	-2.6	-0.3	-3.0	-3.0	0.3	12.8
		매출액 28,545	25,507	25,534	26,040	14.6	14.4	9.9	3.7	0.0	1.1	1.3	0.0	0.4	-0.6
	운송	영업이익 2,397	2,191	1,724	2,407	79.6	3.6	-12.0	-27.8	-0.2	-5.3	-6.4	-2.2	-10.0	-13.8
		당기순이익 992	1,599	1,213	1,613	-3.3	5.0	-20.6	-41.0	1.9	-4.1	-7.1	5.1	1.7	-8.4
경기소비재	자동차	매출액 130,062	101,446	107,333	103,468	9.1	6.0	4.2	4.6	0.6	0.2	0.3	0.4	0.0	0.2
		영업이익 8,118	8,741	9,225	8,242	-3.9	-1.0	-7.2	-4.4	-0.8	-5.2	-5.8	-2.2	-6.4	-6.6
		당기순이익 5,961	7,474	7,983	7,088	21.4	-6.5	-8.7	3.6	-1.3	-5.1	-5.8	-3.1	-6.5	-7.0
		매출액 24,057	14,334	14,769	15,116	10.7	7.9	7.8	8.1	0.0	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.5
	항공, 의류, 연구	영업이익 1,327	1,409	1,524	1,573	-5.7	6.4	17.9	27.3	-0.7	-1.4	-7.1	-0.7	-1.1	-3.0
		당기순이익 227	759	874	820	-4.3	1.8	-34.0	27.8	-0.5	-3.0	-6.9	0.3	-1.7	-0.9
	호텔, 레저 서비스	매출액 1,890	1,655	1,635	1,738	15.7	-0.6	4.5	6.4	0.1	-1.3	-3.7	-0.1	-0.5	-1.5
		영업이익 117	211	204	257	흑전	0.0	28.4	24.0	3.6	7.5	1.5	3.0	-3.6	-8.3
		당기순이익 180	132	129	156	흑전	-0.0	-36.3	58.8	5.5	-1.2	1.8	4.4	-3.1	-11.7
		매출액 9,390	6,142	6,836	7,123	10.5	4.2	7.9	10.5	-0.6	-2.3	-5.0	0.1	0.7	1.6
	미디어, 교육	영업이익 389	238	492	590	15.5	25.0	46.0	59.7	-4.2	-15.8	-24.2	-0.2	-1.7	-3.9
		당기순이익 -614	155	269	328	적지▲	69.9	94.7	흑전	2.3	-1.8	-5.6	0.0	-5.1	-15.0
소매(유통)	매출액 23,517	21,152	21,592	22,433	4.8	2.0	3.5	2.8	0.0	-0.4	-1.5	0.1	0.1	-0.6	
	영업이익 408	661	545	877	-14.4	11.9	30.7	30.7	0.1	-0.7	1.7	1.4	2.5	5.7	
필수소비재	당기순이익 -2,002	366	253	491	적지▼	-19.1	흑전	96.8	0.5	-6.7	-3.3	2.3	3.8	11.5	
	매출액 38,420	23,804	24,495	25,392	5.8	4.0	5.0	5.7	0.4	-0.9	-0.6	0.2	-0.1	0.2	
	영업이익 1,701	1,635	1,816	2,184	18.4	6.0	10.1	9.3	0.6	-1.8	-2.2	0.8	0.1	0.2	
	당기순이익 339	853	1,022	1,226	-25.7	3.0	13.5	55.8	-1.0	-5.4	-0.8	0.1	3.0	2.7	
건강관리	매출액 16,750	7,627	8,451	8,759	11.9	17.9	16.6	17.2	-0.3	-0.8	0.2	0.2	0.6	0.9	
	영업이익 507	1,088	1,372	1,500	25.1	85.6	44.6	38.1	1.6	-0.3	-3.2	-1.3	-1.5	-4.8	
	당기순이익 -19	794	983	1,109	적지▲	78.1	38.0	70.9	-0.7	-3.3	-6.3	-2.8	-4.4	-9.6	
금융	은행	매출액													
		영업이익													
		당기순이익 2,828	6,349	6,287	6,322	27.1	8.9	-0.4	-1.4	-0.1	0.6	0.9	0.2	-0.6	-0.2
	증권	매출액													
		영업이익													
		당기순이익 1,122	2,003	1,801	1,805	흑전	7.2	-7.5	-2.9	0.1	4.2	7.4	0.0	-1.5	0.2
	보험	매출액													
		영업이익													
		당기순이익 599	2,331	2,529	2,357	-38.5	-18.2	-8.0	-1.8	-0.2	-5.6	-5.8	-0.8	-1.8	0.4
	소프트웨어	매출액 20,501	15,026	16,101	16,624	12.1	5.7	4.8	7.8	-0.1	-0.9	-1.3	-0.2	-1.5	-1.9
		영업이익 1,603	1,618	1,823	2,034	10.3	14.6	3.7	20.5	0.1	-2.4	-3.3	-0.5	-5.0	-6.7
		당기순이익 1,063	1,355	1,550	1,678	흑전	-3.9	-3.2	37.6	-0.1	-1.0	0.3	0.1	-1.6	-3.5
IT	매출액 23,205	11,761	11,882	14,172	-1.0	2.0	-1.6	6.3	-3.0	-3.0	-4.5	-0.3	-0.2	-0.6	
	IT하드웨어	영업이익 180	411	565	876	-68.5	-11.5	3.4	77.5	-3.2	-3.5	-5.8	-0.0	-0.3	-3.8
		당기순이익 -237	321	425	630	적지▲	-26.9	1.3	154.8	2.4	0.7	7.8	-2.8	-3.0	1.4
	반도체	매출액 104,478	97,868	100,535	110,932	21.1	12.0	7.2	10.7	0.7	2.1	1.9	0.1	1.3	1.9
		영업이익 15,312	12												

투자자 고지 사항

종목명	인수 합병 업무관련	1년이내 IPO	BW/CB/EB 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	주식/파생 등 유동성공급	ETF 설정/해지	ELW 발행/유동성공급	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
한화솔루션												
현대건설												
HDC현대산업개발						○						
두산에너지빌리티												
한화에너지로스페이스												
한국항공공우주												
에이피알												
농심												
미래에셋증권												
한화엔진												
휴젤												
파마리서치												
케이카												
멤버스												
포스코DX												
팜텍코리아												

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.