

PEAD: 실적 발표 이후의 주가 움직임, 알파인가 리스크인가?

퀀트 전략의 관점에서 본 Post-Earnings Announcement Drift 심층 분석



효율적 시장 가설에 던지는 50년의 질문

“이익 서프라이즈의 정보는
왜 즉시 주가에 반영되지 않는가?”

1968년 Ball & Brown의 연구에서 처음 발견된 아래, PEAD는 시장의 정보 효율성에 대한 가장 강력한 실증적 반례 중 하나로 남아있습니다. 이 현상의 본질을 이해하는 것은 시장의 작동 방식에 대한 근본적인 질문과 맞닿아 있습니다.

진정한 알파
(True Alpha)



특정 리스크에 대한 보상
(Compensation for
Specific Risk)

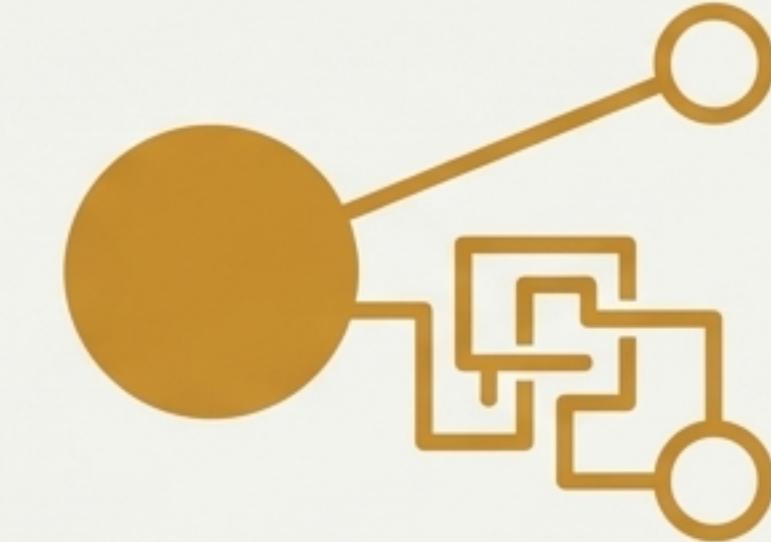
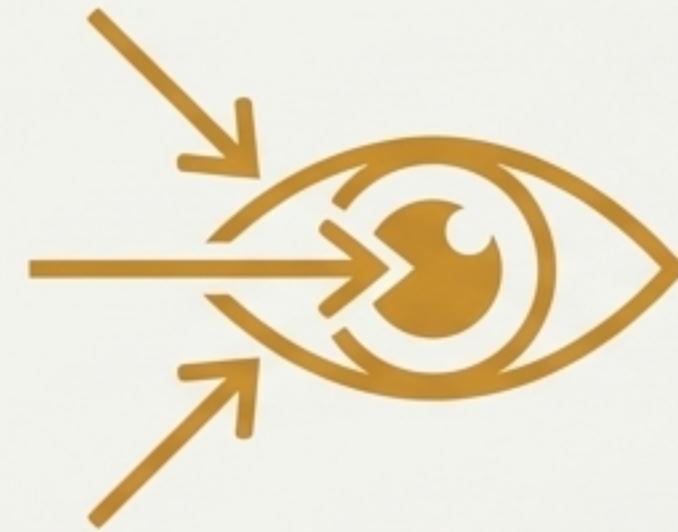
Post-Earnings Announcement Drift (PEAD) 현상의 정의

“어닝 서프라이즈가 발표된 뒤, 주가가 수 주에서 수 개월 동안 같은 방향으로 천천히 계속 움직이는 현상.”



초기의 가격 반응이 어닝 서프라이즈에 담긴 정보를 완전히 반영하지 못하고, 정보가 시장에 점진적으로 흡수됨을 시사합니다.

왜 드리프트는 발생하는가? 행동경제학 및 정보 마찰 요인



투자자 과소반응 (Investor Under-reaction)

투자자들이 새로운 정보의 완전한 의미를 즉각적으로 이해하고 신뢰하기보다 점진적으로 받아들이는 경향.

제한된 주의력 (Limited Attention)

시장 참여자들은 동시에 쏟아지는 수많은 정보 중 일부에만 집중할 수 있으며, 특히 소형주나 주목도가 낮은 기업의 정보는 처리 속도가 느림.

정보 비대칭 (Information Asymmetry)

기업 구조가 복잡하거나 정보 환경이 불투명한 경우, 정보가 시장 전체에 확산되는 데 시간이 더 오래 걸림.

현상을 포착하는 두 가지 핵심 지표: SUE vs. EAR

SUE (Standardized Unexpected Earnings)

🔍 무엇을 측정하는가?

'이익' 자체의 놀람의 강도.

寁 계산하는가?

실제 분기 순이익에서 계절적 랜덤워크 모델로 예측한 기대 이익을 뺀 값을 과거 이익 서프라이즈의 표준편차로 나눈 값.

🎯 핵심

과거 이익 패턴 대비 얼마나 이례적인가.

EAR (Earnings Announcement Return)

🔍 무엇을 측정하는가?

'시장'의 즉각적인 가격 반응.

寁 계산하는가?

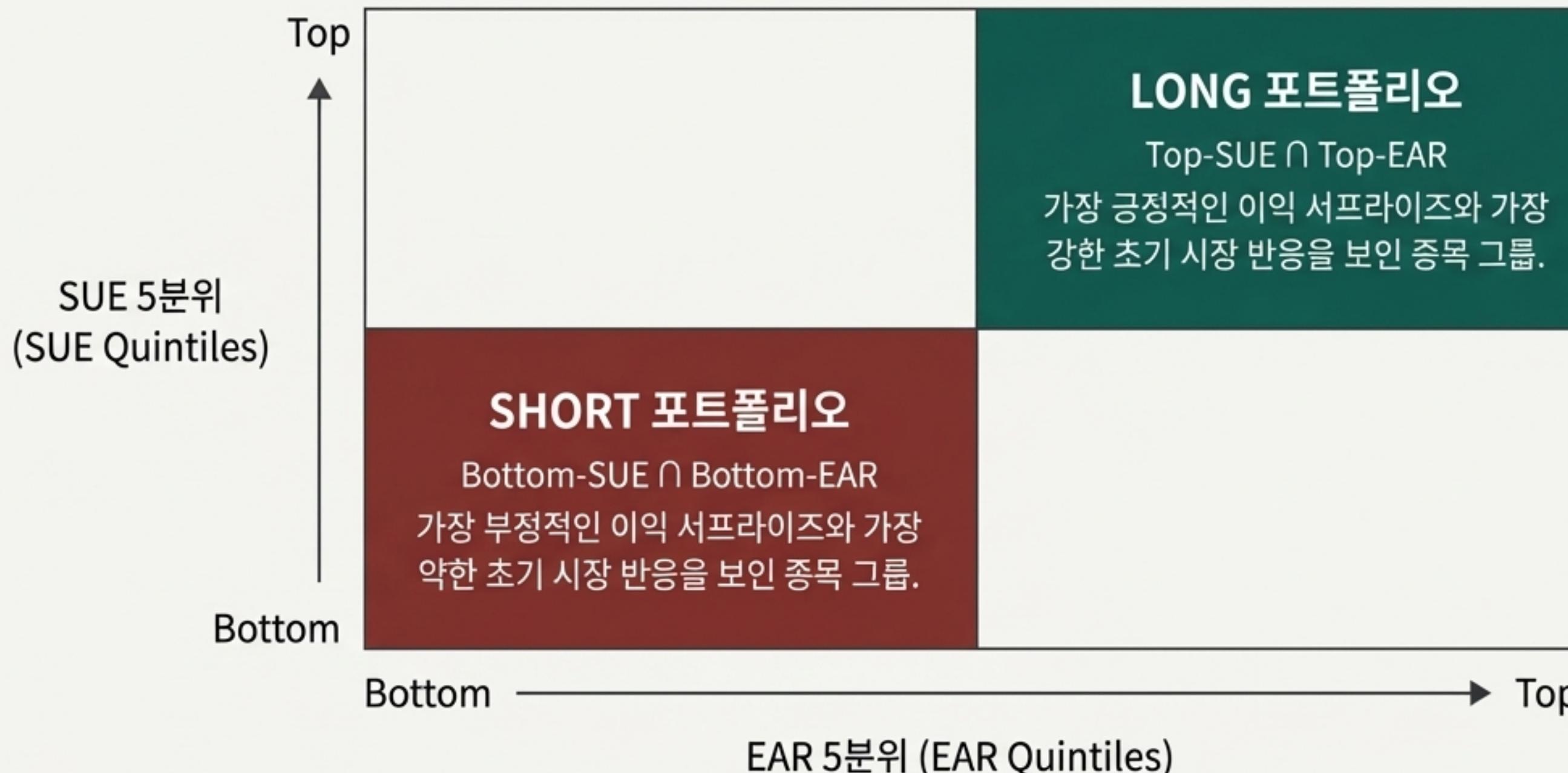
실적 공시일 전후 3일간의 누적 비정상수익률(CAR). 시장의 리스크 요인을 통제한 초과수익률을 측정.

🎯 핵심

시장이 뉴스에 얼마나 강하게 반응했는가.

SUE + EAR: 두 시그널의 교차 분석을 통한 효과 극대화

연구에 따르면 EAR 단독 포트폴리오가 SUE보다 드리프트 포착력이 높으며,
두 지표를 결합했을 때 가장 강력한 성과를 보입니다.



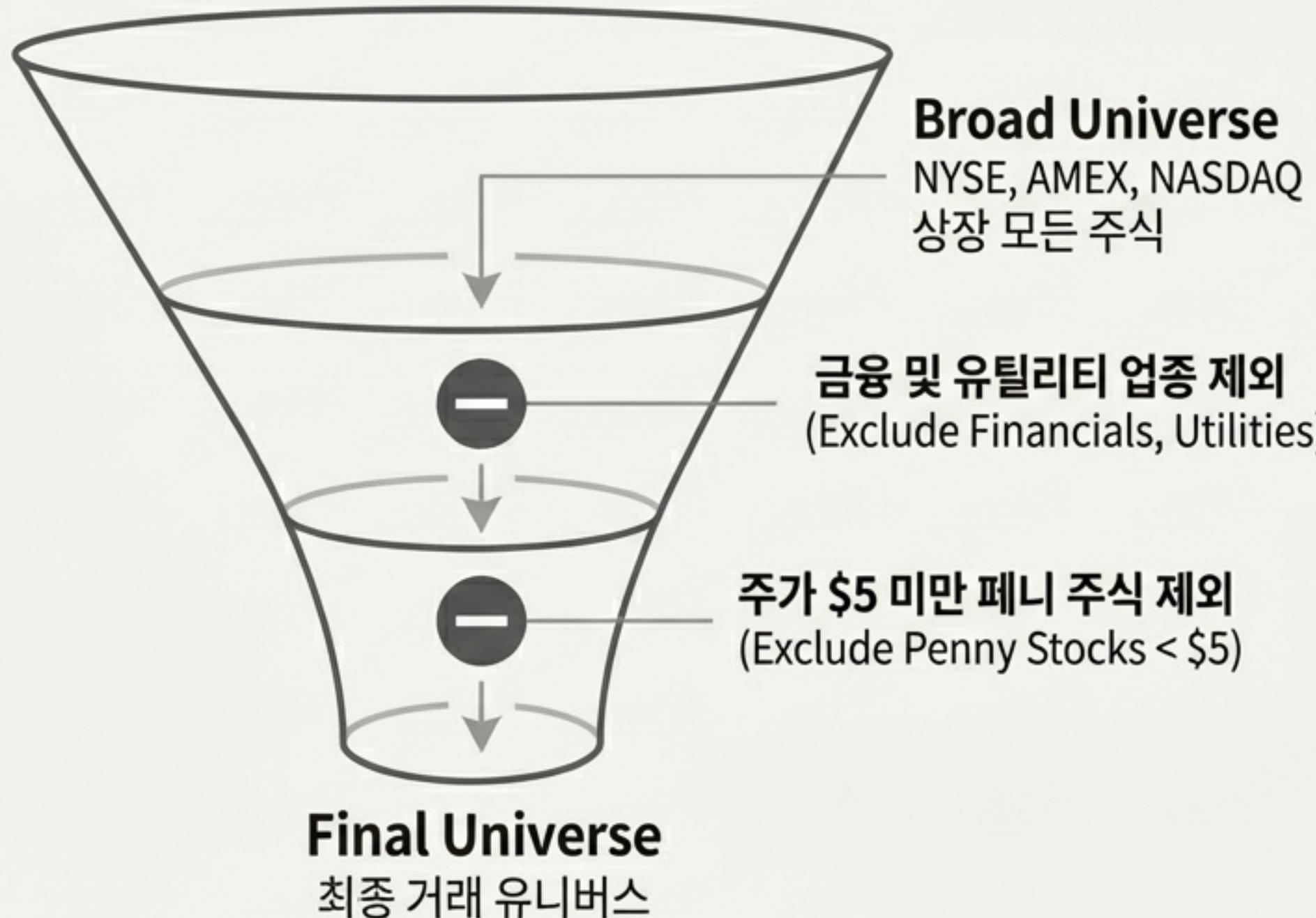
교차 포트폴리오의 역사적 초과수익률

연 평균
12-15%

SUE와 EAR 상/하위 5분위 교차 그룹을 이용한
Long-Short 포트폴리오의 성과. (Source: Brandt,
et al., 1987-2004 미국 시장 데이터 기반 백테스트)



전략 설계 ①: 유니버스 정의와 리밸런싱 주기



리밸런싱 주기 (Rebalancing Cycle)

분기별 (Quarterly)

시점 (Timing)

모든 기업의 분기 실적 발표가 마무리된 시점에 포트폴리오를 재구성.

전략 설계 ②: 포트폴리오 구성 방식

Option A: Long-Short 전략 (시장 중립 목표)

- **LONG**: Top SUE \cap Top EAR 교차 그룹
(동일가중)
- **SHORT**: Bottom SUE \cap Bottom EAR
교차 그룹 (동일가중)

장점: 시장 방향성에 대한 노출을 줄여 시장 중립적인 알파 추구 가능.

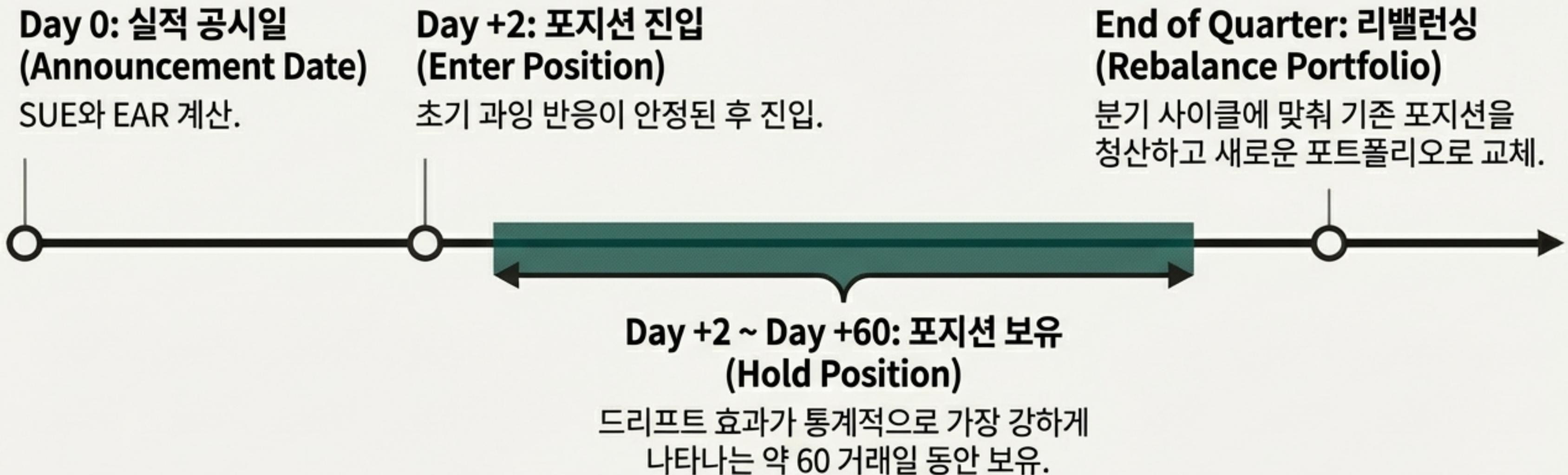
Option B: Long-Only 전략 (실용적 대안)

- **LONG**: Top SUE \cap Top EAR 교차 그룹
(동일가중)

장점: 공매도 제약 및 비용이 없어 구현이 용이.

연구에 따르면 전략 초과수익의 대부분은 Long 포트폴리오에서 발생하므로, Long-Only 접근법도 매우 효과적인 대안이 될 수 있습니다.

전략 설계 ③: 진입, 보유, 청산 사이클



초과수익이 공시 후 약 60거래일에 걸쳐 누적되는 통계적 패턴을 활용하여 보유 기간을 설정합니다.

백테스트의 약속 vs. 실전 구현의 현실

The Promise

연평균 수익률 (Annual Return):

~15%

최대 낙폭 (Max Drawdown):

-11.2%

(Source: 1987-2004, Long-Short)

The Hurdles



거래비용 및 슬리피지 (Transaction Costs & Slippage): 특히 유동성이 낮은 소형주에서 성과를 크게 잠식할 수 있음.



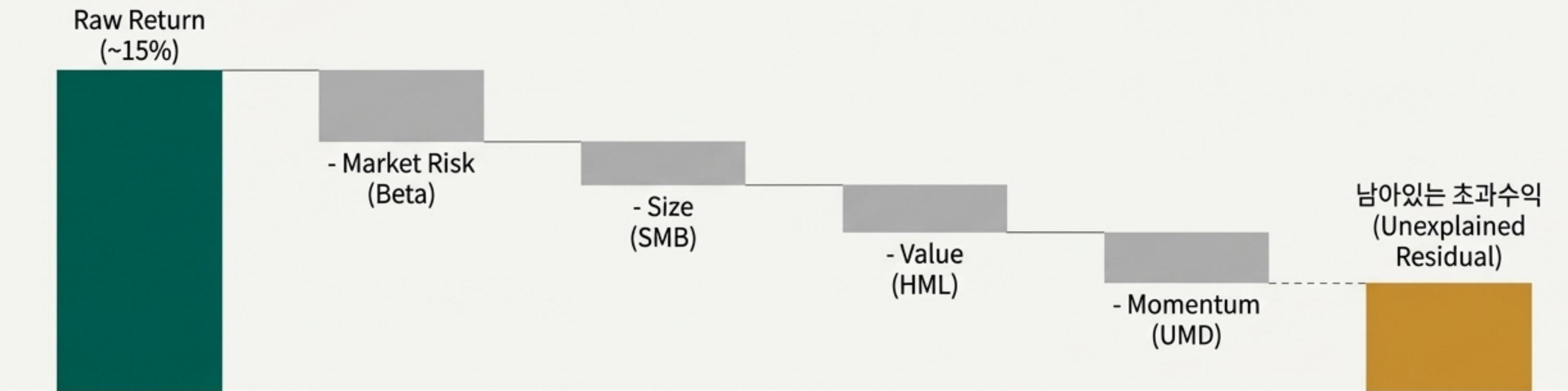
공매도 제약 (Shorting Constraints): 특정 종목의 공매도 불가능성 또는 높은 차입 비용.



소형주 편향 (Small-Cap Bias): 전략 성과의 상당 부분이 소형주에서 나오므로, 운용 자산 규모가 커질수록 전략 확장에 한계 발생.

초과수익의 본질: 진정한 알파인가, 숨겨진 리스크 팩터인가?

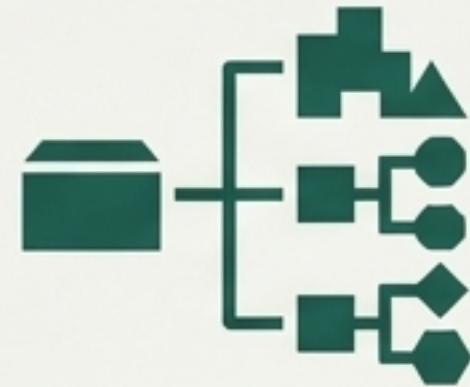
Fama-French 3/4 팩터, 모멘텀 팩터 등 기존의 잘 알려진 리스크 팩터 모델은 PEAD 전략의 초과수익을 완전히 설명하지 못합니다.



이 설명되지 않는 잔여 수익은 ‘실적 서프라이즈 리스크(Earnings Surprise Risk)’라는 고유한 리스크 팩터에 대한 보상일 수 있다는 주장이 제기됩니다.

PEAD 현상이 강화되는 조건들

정보 마찰과 불확실성이 높은 환경에서
드리프트 효과가 더 강하게 나타납니다.



복잡한 기업 구조
(Complex Firms):
사업 부문이 다양한
컨글로머릿 등 분석이
어려운 기업.



애널리스트 의견 불일치
(High Analyst Dispersion):
향후 실적에 대한 전문가들의
예측 편차가 큰 경우.



소형주 / 저유동성 종목
(Small-Cap / Illiquid Stocks):
시장의 관심이 적고 정보
전달 속도가 느린 종목.



투자자 구성
(Investor Composition):
단기 정보에 덜 민감한
장기 투자자 비중이 높은 주식.

결론: 강력한 패턴, 끝나지 않은 논쟁

WHAT?	실적 발표 후 수개월간 지속되는 체계적인 주가 드리프트 현상.
WHY?	투자자의 과소반응, 제한된 주의력 등 정보 마찰로 인해 발생.
HOW?	SUE(이익)와 EAR(가격) 시그널을 결합한 퀀트 포트폴리오로 포착.
BUT...	초과수익은 소형주, 유동성 등 특정 리스크와 깊게 연관되어 있으며, 순수한 ‘알파’가 아닐 수 있음.

PEAD는 데이터상 가장 강력하고 오래된 이상현상 중 하나지만, 그 수익의 원천이 진정한 알파인지 리스크 프리미엄인지에 대한 탐구는 지금도 계속되고 있습니다.

당신의 전략을 설계한다면?

PEAD는 정해진 답이 아닌, 수많은 질문을 던지는 현상입니다.



1. 리스크 통제 (Risk Control)

소형주 및 유동성 리스크를 통제한 후에도 남는 초과수익을 어떻게 측정하고, 이를 진정한 알파로 간주할 수 있을까?



2. 시장 확장성 (Scalability)

이 전략 구조는 미국 외 한국, 아시아 등 다른 시장에서도 유효하게 재현될 수 있을까? 어떤 시장 특성을 고려해야 할까?



3. 실용적 구현 (Practicality)

공매도가 어려운 개인 투자자를 위해, 리스크를 관리하면서도 의미 있는 성과를 낼 수 있는 Long-Only 버전은 어떻게 최적화할 수 있을까?