

자본조달 관련 발행제비용에 관한 실증연구: 회사채 발행 수수료가 주관사 소속 재무분석가 이익예측 특성에 미치는 영향*

신상훈(주저자)

넷마블 감사실 실장/경희대학교 박사
(gsense@netmarble.com)

김선미(교신저자)

전남대학교 경영대학 경영학부 회계학과 부교수
(smkim09@jnu.ac.kr)

유승원(공저자)

고려대학교 경영대학 교수
(acyoo@korea.ac.kr)

본 연구의 목적은 회사채 발행기업을 대상으로 회사채발행제비용이 주관회사 소속 개별재무분석가의 이익예측에 미치는 영향을 분석하는 데에 있다. 이를 위해 본 연구는 2012년부터 2017년까지 주관사 소속 개별재무분석가 예측정보가 있는 표본을 대상으로 자본조달 발행제비용과 재무분석가의 예측편의 및 정확성 간의 관계에 대해 분석하였다. 실증분석을 실시하여 도출한 연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 회사채발행수수료(총발행비용, 대표주관사수수료, 인수단수수료, 대표주관사수수료+인수단수수료)와 재무분석가 예측편의는 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는 회사채 발행 주관사에 소속된 재무분석가는 회사채발행 기업의 수수료 지급이 많을수록 낙관적인 이익예측을 공시한다는 것을 나타낸다고 할 수 있다. 또한, 수수료와 재무분석가 예측정확성은 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성이 있다는 연구결과를 발견하였다. 회사채발행수수료가 많을수록 재무분석가의 이익예측 정확성이 낮아진다는 연구결과를 발견하였다. 동 결과는 패널자료 통계 결과와 대표주관회사 소속 재무분석가 표본만을 대상으로 한 분석에서도 일관되게 나타났다. 이는 주관사 소속된 재무분석가들은 정보비대칭을 완화하기 보다는 수수료 지급에 따라 기업에게 유리한 정보를 공시하고자 하는 유인이 있음을 보인 것으로 해석된다.

본 연구는 최근 논란이 되고 있는 주관사 수수료 과대 또는 과소지급 문제에 대한 시사점을 제공한다는 점에서 공헌점이 있다. 또한, 자본조달 기업에 대한 외부정보인증자로서 주관사의 행태를 이해함으로써 증권, 채권 발행가액 산정 시 이해를 돕고, 관련 감독기관의 기존 정책에 대한 주의 환기를 시키는 데 활용될 수 있다는 점에서 공헌점이 있다. 마지막으로 본 연구는 주관사 역할에 초점을 두고 분석을 수행했다는 점에서 기존 자본시장 관련 선행연구들과 다른 공헌점이 있다고 할 수 있다.

주제어: 회사채발행, 주관수수료, 재무분석가 이익예측 편의, 이익예측 정확성

1. 서론

사채발행 시 발행가액, 이자 등의 조건을 평가하는 과정에서 재무분석가의 미래이익예측 정보는 중

요한 영향을 미칠 수 있다(배성호 외 2011). 또한 사채발행 시 투자자와 경영자간의 정보비대칭 문제로 인해 재무분석가의 이익예측이 차별적으로 나타날 수 있다고 한다(배성호 외 2011; 김선미 외 2014). 구체적으로 김선미 외(2014)는 주관사의 역할이 사

채발행기업과 투자자들 간의 정보비대칭 문제를 해소하는 것으로 정보이용자들에게 보다 신뢰성 있는 재무정보를 제공하고자 한다고 주장한다. 이는 자본 시장에서 사채발행 주관사는 신뢰성 있는 정보를 전달하는 중개기관으로서 경영자가 제공하는 정보에 의존하기 보다는 독립적인 판단으로 보다 정확한 정보를 제공하여야 한다는 것을 의미한다. 본 연구의 목적은 회사채 발행기업의 회사채 발행 수수료가 발행 주관사 소속 재무분석가 이익예측 특성(예측 편향 및 예측 정확성)에 미치는 영향을 확인하여 주관사 소속 재무분석가가 독립적인 이익예측을 하는지 살펴보는 데 있다.

재무분석가의 이익예측 정보가 회사채발행 시 중요한 이유는 회사채 발생시 재무정보를 이용하여 부채계약상 이자율, 이자지급방법, 상환방법 등의 채무이행 조항들이 결정되기에 정보이용자들 입장에서는 회사채발행기업의 미래성과를 판단할 때 이익정보가 중요하기 때문이다(DeFond and Jiambalvo 1994; Sweeney 1994; Liu et al. 2010; 배성호 외 2011; 이현경과 김성환 2019).¹⁾ 즉 재무분석가들의 이익예측 정보는 자본조달 시 분석대상 기업의 내재가치를 평가하여 기업에 대한 보다 정확한 가치평가 정보를 제공한다는 점에서 유용하다. 특히 채권의 특성상 성장지표에 대한 정보보다는 채무불이행과 같은 이익실현 정보에 대한 활용이 높은 회사채발행시장(배성호 외 2011)에서도 재무분석가들의 기말 이익예측 정보 공시는 정보이용자들에게 시장 기대이익 정보를 제공한다는 측면에서 의미가 있을 것이다.

사채발행업무를 위임받은 주관사의 재무분석가들

은 투자자들의 미래현금흐름에 대한 가치판단을 용이하게 하고 정보비대칭을 낮추고자 이익예측 정보를 제공할 유인이 일차적으로 존재한다(Healy and Palepu 1993; 김선미 외 2014). 또한 소속기관이 주관사로 선정되었다 하더라도 개별재무분석가들은 자신들의 명성훼손으로 인한 피해를 최소화하고, 주관사 수임과 관련된 과다 경쟁으로 인한 손해를 회피하고자 보수적인 예측 정보를 제공하려는 유인도 존재한다(이재경과 장범식 1999; 김용겸과 최문수 2008). 이는 주관사와는 독립적으로 개별재무분석가는 주관사로서의 정보 우위를 활용하여 보다 정확하고 보수적인 이익예측을 보일 가능성이 있음을 의미한다.

그러나 발행가액, 이자율 산정 근거가 되는 미래 이익 과소·과대 예측 여부는 주관사들의 수익과 직결되기 때문에 주관사 소속 재무분석가들은 회사채발행 기업에 대해 차별적 이익예측 행태를 보일 가능성도 존재한다. 예를 들어, 재무분석가들은 발행기업의 수익을 높이하고자 하는 회사채 발행기업 경영자들의 요구를 반영하기 위해 낙관적 예측정보를 제공할 유인이 존재한다. 따라서 주관사 소속 재무분석가들이 회사채발행사에 대한 미래 기대이익 정보를 제공함에 있어서 주관사에 지급되는 과대한 발행수수료는 발행사와의 이해상충 문제를 일으킬 수 있고 이에 따라 주관사 소속 재무분석가들의 이익예측 특성에 차별적으로 영향을 미칠 수 있다.

특히, 주관사 업무 수행으로 증권사가 회사채 발행기업과 지속적인 관계를 유지하고자 하는 경우 주관사 소속 재무분석가들의 이익예측 정보는 본인들이 속한 증권사가 갖고 있는 경제적 이해관계에 영

1) 회사채를 발행하는 기업은 회사채 종류, 발행가액, 이자율, 이자지급방법, 상환방법, 기간 등을 정하여 이사회 결의(상법 제 469조)를 거쳐 대체적으로 증권회사를 통한 간접발행 방식을 통해 회사채를 발행한다(배성호 외 2011).

향을 받아 보다 낙관적인 이익예측 정보를 제공의 유인이 발생할 수 있다(Lin and McNichols 1998; 정석우 외 2006; 배성호 외 2011). 이와 같이 미래기대치 예측에 근거가 되는 재무분석가들의 과소·과대예측 여부는 주관사들의 장단기 수익과 직결됨으로서 주관사 소속 재무분석가들의 이익예측 특성에 영향을 미칠 수 있다.

본 연구는 주관사 소속 재무분석가의 이해상충 정도를 측정하는 변수로 주관사가 수령하는 발행수수료를 활용하고자 한다. 발행수수료에 주목한 이유는 보상적 성격인 자본조달 발행제비용에 따라 주관업무를 담당하는 증권사의 이해상충 정도가 영향을 받을 가능성 때문이다. 회사채 발행 주관사는 기업에게 유리한 조건으로 회사채를 발행하는 업무를 수행하지만 그 대가로 받는 수수료는 회사채 발행과 관련된 직접적 비용과 함께 주관사가 부담하는 잠재적 위험을 충분히 보상해야 한다. 이와 관련하여 최근 언론에서도 회사채발행 시 고위험의 대가에 따른 상호교환적인 의미로 회사채 발행 시 높은 수수료를 적용하는 사례를 들었다.²⁾ 이와 같이 회사채발행 수수료는 회사채를 발행하는 기업에게는 회사채 발행을 대행하는 서비스 품질에 대한 수수료로 볼 수 있지만, 회사채발행 주관사의 입장에서는 회사채 발행을 대행하고 수요예측 실패에 따른 명성 훼손이나 고위험에 대한 상호교환적인 성격의 위험 부담에 대한 보상이 포함된 것이라 할 수 있다(Fang 2005;

박혜정 2015). 또한 우량등급의 발행사로 부터 높은 발행 수수료를 지급받은 주관사가 적극적인 홍보와 정보제공을 통해 낮은 이자비용으로 자금을 조달하여 발행기업의 수익을 높이는 경우도 존재한다.³⁾

이상과 같이 회사채 발행 시 인수수수료 등 주관사에게 귀속되는 발행 수수료는 주관사의 장단기 노력과 위험에 대한 보상의 성격을 가지고 있어서 주관사의 이해관계에 직접적인 영향을 미칠 것으로 판단된다. 특히 주관업무를 담당하는 증권사에 소속된 재무분석가들은 자신들의 이익예측 정보를 제시함에 있어 소속 증권사의 이해관계가 영향을 받는 발행사의 수수료 지급 수준을 무시할 수 없을 것이다.⁴⁾ 즉 주관사 소속 재무분석가들은 그들의 예측정보 산출에 있어 주관업무 위험 대비 비용측면을 고려할 것이며, 회사채발행 시 주관사가 받게 되는 수수료에 따라 차별적인 예측정보를 공시할 가능성이 있을 것으로 예상된다.

이에 2012년부터 2017년까지 회사채 발행업무 주관사 소속 개별재무분석가 예측정보에 있는 표본을 대상으로 자본조달 발행제비용과 재무분석가의 예측편의 및 예측정확성에 대한 실증분석을 진행하였다. 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 회사채발행수수료(총발행비용, 대표주관사 수수료, 인수단수수료, 대표주관+인수수료)와 주관사 소속 재무분석가의 예측편의는 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는

2) "유진투자증권은 비추얼텍이 발행하는 50억원 규모의 신주인수권부사채(BW) 인수수수료로 최대 11.8%를 받게 될 예정이다. 비추얼텍 BW에 대한 투자 리스크가 높아 잔액인수 수수료를 높게 책정한 것으로 풀이된다.(중략).....실질적인 인수수수료 부담을 높게 설정한 것은 비추얼텍이 발행하는 BW의 투자 리스크가 크기 때문으로 평가되고 있다.", "유진증권, 비추얼텍 BW 수수료 최대 12%... 고위험 대가", 더벨, 2016.05.02

3) "LS, KT, GS EPS, LG유플러스 등 대기업 계열 발행사들은 대부분 0.20~0.25%의 인수 수수료를 책정하고 있었다. 특히 SK그룹 계열사들은 모두 우량등급에 속한 발행사들임에도 주관사들에게 0.30%의 인수 수수료를 지급한 것으로 나타났다.", "'싼돌이' 롯데그룹, 수수료 후려치기에 자승자박", 매일경제, 2014.07.15

4) 이러한 우려로 인해 2012년 회사채시장 활성화 방안에 따라 주관사는 기업실사를 의무적으로 하고 이를 증권신고서에 보고(박혜정 2017)해야 하도록 하여 경영자들의 요구대로만 이익예측 정보를 제공할 수도 없도록 규제하기도 하였다.

회사채 발행 주관사에 소속된 재무분석가는 회사채 발행 기업의 수수료 지급이 많을수록 낙관적인 이익 예측을 공시한다는 것을 의미한다고 할 수 있다.

둘째, 주관사 소속 재무분석가들에게 지급된 수수료(총발행비용, 대표주관사수수료, 인수단수수료, 대표주관+인수수수료)와 예측편의의 절대값으로 정의된 재무분석가의 예측정확성도 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 회사채 발행기업의 수수료 지급이 많을수록 예측차이의 절대값이 커진다는 것으로 수수료 지급이 많을수록 예측정확성이 낮아지는 것을 의미한다. 이러한 결과는 주관사 소속 재무분석가들이 정보중개인으로 기업 재무정보에 대한 분석활동과 감시활동을 수행해야 하나 재무분석가들에게 지급되는 수수료가 신뢰성 있는 정보제공을 위협하는 요소로 작용할 수 있음을 나타낸 것이라 할 수 있다.

추가적으로 패널자료의 특성을 통제하고자 Cluster Standard Errors 회귀분석을 실시하였으며, 분석 결과는 회사채발행수수료와 주관사 소속 재무분석가 예측편의간의 관계는 기존 연구결과와 동일하게 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성이 있음을 보였다. 또한, 재무분석가 예측정확성과도 기존 연구결과와 동일하게 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성이 있음을 보였다. 마지막으로 대표주관회사 소속 개별재무분석가에 한정하여 회사채발행수수료(총발행비용, 대표주관사수수료, 인수단수수료, 대표주관+인수수수료)와 재무분석가 예측 편의를 통계적으로 분석한 결과도 역시 회사채발행수수료와 대표주관회사 소속 재무분석가 예측편의 간에는 유의한 음(-)의 관련성을 가지고 예측정확성은 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다.

본 연구결과는 발행사가 지불한 총발행제비용, 대표주관사수수료, 인수단수수료 등과 같은 사채발행

제비용과 주관사 소속 재무분석가 예측정보 편의 및 정확성에 대한 관련성을 실증분석하여 제시함으로써 회사채 발행 수수료와 주관사 소속 재무분석가 예측치에 대한 관련성을 직접적으로 제시한다는 점에서 기존 연구와 차별성을 가진다고 할 수 있다. 또한, 본 연구는 기업의 미래 이익을 결정하는 중요한 활동이자 기업과 시장 간의 정보 불균형을 일으키는 요소인 회사채 발행 활동에서 기업과 투자자간 정보 불균형 해소에 영향을 미치며 인센티브 성격을 띠는 회사채 발행 수수료가 기업의 미래이익을 예측하는 행위이며 시장 기대이익의 대용치인 재무분석가의 이익예측 특성에 미치는 영향에 대해 실증분석 하였다는 점에서 학문적으로 추가적인 의미가 있다. 마지막으로 본 연구결과는 주관사가 제공하는 정보력 등을 바탕으로 자신들의 이익 예측치를 결정할 수 있는 주관사 소속 재무분석가들에 주목하여 그들의 이익예측 행태를 분석하여 주관사 소속 재무분석가의 이익예측 활동이 발행사와의 관계에 따라 어떤 영향을 받을 수 있는지 여부에 대하여 검증해 보았다는 점에서 의미가 있다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 본 연구의 선행연구 및 가설설정을 제II장에서 제시하고, 제III장에서는 본 연구의 연구모형과 연구표본에 대해 설명하였다. 제IV장은 실증분석 결과를 제시하였고 마지막으로 제V장에서는 본 연구의 결론과 한계점을 제시하였다.

II. 선행연구 및 가설설정

본 연구는 사채발행비용이 발행 주관사 소속 재무분석가의 이익예측 행태에 미치는 영향에 대해 본

석한다. 주관사는 자본조달 기업에 대한 정보를 분석하여 투자자들에게 제공함으로써 기업과 외부투자자 간 정보불균형 문제를 해소시키며, 이는 발행기업의 자금조달비용을 감소시켜 기업이 성공적인 성장을 할 수 있도록 돕는 역할을 한다(Aharony et al. 1993; Teoh et al. 1998; Ball and Shivakumar 2008; Lee and Masulis 2009; 배성호 외 2011; 엄승섭과 홍재원 2013; 김선미 외 2014 등). 특히, 회사채를 발행하는 기업은 회사채 종류, 발행가액, 이자율, 이자지급방법, 상환방법, 기간 등을 정하여 이사회 결의(상법 제 469조)를 거쳐 대체적으로 증권회사를 통한 간접발행 방식을 통해 회사채를 발행하기에 주관사의 역할이 중요하다(배성호 외 2011).

한편 사채발행 시장에서 기업은 낮은 이자율 등 사채발행 조건을 유리하게 형성하고자 이익을 과대하게 보고하려는 유인이 있다(Frankel et al. 1995; 배성호 외 2011; 김선미 외 2014; 최승욱과 배길수 2015 등). 즉 사채시장은 주식시장과는 다르게 채무이행에 영향을 미치는 이익지표 공시가 중요하다고 할 수 있다. 이와 관련하여 김정욱과 배길수(2004)는 기업이 자금조달 비용을 줄이기 위하여 기업에 대한 유리한 이익정보만을 제공하고, 그 결과 투자자의 기대치를 높이려는 유인을 가진다고 주장하였다. 이는 기업이 전환사채를 발행할 때 경영자와 투자자간의 정보비대칭성을 이용하여 자본비용을 줄이기 위해 기업에 유리한 이익정보를 제공한다는 것이다. 따라서 기업의 내재가치를 평가할 수 있는 재무분석가들의 미래이익예측 정보는 사채발행 시장에서 정보비대칭 문제를 해소시키는데 주요한 정보라고 할 수 있다.

이와 관련하여 김선미 외(2014)는 사채발행기업과 투자자들 간의 정보불균형 문제를 해소하는 역할

을 하는 재무분석가들이 시장에 보다 신뢰성 있는 정보를 제공하고자 한다는 연구결과를 제시하였다. 이는 자본시장에서 재무분석가들이 신뢰성 있는 정보를 전달하는 중개인으로서 경영자가 제공하는 정보에 의존하기 보다는 독립적인 판단으로 보다 정확한 정보를 제공하려 한다는 것이다. 반면, 배성호 외(2011)는 정보이용자들이 기업 내부의 사적정보를 취할 수 없는 상황에서 재무분석가가 유리한 채무이행 계약을 달성하고자 이익을 과대하게 보고하려는 유인이 있음을 주장하였다. 즉 주관사 입장에서 발행회사가 낮은 이자비용으로 자본조달을 하게 돕고 그 대가로 수수료는 낮게 책정해야 하기 때문에 재무분석가는 수익을 위해 낙관적인 이익예측 정보를 제공할 유인이 있다는 것이다.

이러한 상반된 연구결과와 관련하여 주관사가 받게 되는 발행 수수료가 주관사 소속 재무분석가에 예측행태에 영향을 미칠 가능성이 있다. Fang(2005)과 박혜정(2015)은 회사채 발행 시 사채발행기업이 주관사에게 높은 수수료를 지급하는 경우 사채발행기업의 수익 또한 더 높아진다는 연구결과를 제시하였다. 이는 주관사 역할과 관련하여 명성 있는 주관사에게 더 높은 수수료를 지급하는 것이 발행회사 입장에서도 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. 즉 높은 수수료가 지급될 경우 주관사는 적극적인 홍보와 정보제공을 통해 발행 기업이 낮은 이자비용으로 자금을 조달할 수 있도록 하는 것이다. 이는 기업이 외부로부터의 자본조달을 할 때 기업과 외부투자자 간 정보불균형이 존재하여 기업의 자금조달비용에 영향을 미치는데 이때 주관사는 자본조달 기업에 대한 정보를 분석하고 투자자들에게 제공하여 기업과 외부투자자 간 정보불균형 문제를 해소시킨다는 것이다. 반면, 발행사의 재무위험을 고려하여 채무이행 능력과 재무 건전성 관점에서 발행사의 위험이

높다고 판단된다면, 주관사는 위험에 대한 보상으로 높은 수수료를 청구할 수도 있다. 이와 관련하여 최근 언론보도(더벨 2016.05.02.)에 따르면 주관사가 발행사의 회사채에 대한 투자 리스크가 높아 잔액인수수료를 높게 책정한 사례가 발생하였다. 이와 같이 회사채 발행수수료는 주관사에게 중요한 인센티브 요인으로 작용하는 것이다.

주관사의 인센티브에 영향을 미치는 회사채 발행 수수료는 결과적으로 주관사 소속 재무분석가의 이해관계에 영향을 미칠 가능성이 높다. 예를 들어 정석우 외(2006)는 재무분석가 소속 증권사 및 분석 대상기업의 기업집단 소속 여부에 따른 재무분석가의 이익예측치 및 투자추천 의견 차이에 대하여 분석하였다. 분석결과 기업집단 재무분석가들이 동일 기업 집단소속 기업에 대한 예측정보 산출 시 본인들이 속한 증권사가 갖고 있는 경제적 이해관계에 영향을 받는다고 주장하였다. 따라서 회사채 발행의 경우에도 주관사의 경제적 이해관계에 중요한 영향을 미치는 발행수수료의 과소·과대 문제가 주관사 소속 재무분석가들의 이익예측에 영향을 미칠 수 있을 것이다.

이상과 같은 선행연구들을 종합해 보면 기업의 미래 이익을 결정하는 중요한 활동이자 기업과 시장 간의 정보불균형을 일으키는 요소인 회사채 발행 활동에서 회사채 발행 수수료는 회사채 발행과 관련하여 발생 가능한 위험에 따른 보상을 포함하여 기업과 투자자간 정보불균형 해소에 영향을 미치는 인센티브 성격을 띠고 있다. 즉, 주관사의 입장에서는 2012년 제도변경⁵⁾으로 인해 기업실사와 같은 추가적인 절차 등 행정업무의 증가로 주관사의 역할이 커짐에 따라 주관업무에 대한 서비스에 대한 대가로

높은 수수료를 받을 수 있다. 이에 높은 주관수수료를 수취한 주관사 소속 재무분석가는 엄격한 기업분석을 통해 편의(bias)없는 정확한 정보를 제공하여야 한다. 그러나 발행 수수료의 크기 및 주관사와 기업 간의 장기적 유대관계 등 장단기 경제적 유인으로 주관사 소속 재무분석가들은 본인들이 속한 주관사와 발행사의 경제적 이해관계에 영향을 받을 수 있다(Lin and McNichols1998; 이재경과 장범식 1999; 정석우 외 2006; 배성호 외 2011). 구체적으로 이재경과 장범식(1999)은 재무분석가가 부정적인 이익예측을 하면 자신들의 분석활동을 위한 정보수집에 제약을 받는 등 불이익이 있고, 지속적인 발행회사의 주관업무를 통해 미래 발행수수료를 확보할 수 있어 발행사의 요구대로 낙관적 이익예측 정보를 제공할 압력을 받을 수 있다고 주장하였다. 이에 회사채발행 시 높은 수수료를 지급받은 주관사 소속 재무분석가도 역시 회사채 발행사에 대해 낙관적이고 부정확한 예측정보를 공시할 유인이 있을 것으로 판단된다.

따라서 회사채 발행 수수료는 회사채 발행 주관사 소속 재무분석가의 이익예측 특성에 차별적인 영향을 미칠 가능성이 있다. 즉 회사채 발행 주관사 소속 재무분석가들의 이익예측 행태(예측편의 및 예측정확성)가 사채발행제비용 규모에 따라 영향을 받을 가능성이 있어 이를 아래와 같이 귀무가설을 설정하였다.

연구가설: 사채발행제비용은 주관사 소속 개별 재무분석가 예측행태(예: 예측편의, 예측정확성)와 유의한 관련성이 없다.

5) 금융투자회사의 기업실사(Due Diligence) 모범규준. 2011.12. 금융감독원

III. 연구모형 설계 및 표본구성

3.1 연구모형

기업의 사채발행에 있어서 이자율 등의 발행조건 결정에 재무분석가 이익예측치는 지대한 영향을 미치게 된다. 2012년 회사채시장 활성화 방안에 따르면 주관사는 기업실사를 의무적으로 하고 그 결과를 증권신고서에 보고해야 하며, 부정확한 정보를 시장에 전달함으로 인한 명성 훼손을 우려해 경영자들의 요구대로만 이익예측을 제공할 수 없다. 그럼에도 불구하고 재무분석가들은 기업과의 유대관계 유지를 위해 경영자의 높은 발행가액 요구를 반영하여 낙관적인 이익예측 정보를 제공할 유인이 존재한다. 따라서 재무분석가들은 그들의 예측정보 산출에 있어 위험 대비 보상측면을 고려할 것이며, 사채발행 시 그들이 받게 되는 수수료에 따라 차별적인 예측정보를 공시할 가능성이 있는 것으로 판단된다. 이를 분석하기 위해 다음과 같은 모형을 설정한다.

$$\begin{aligned} AnalForecast_{i,t} = & a_0 + a_1 ISSCOST_{i,t} + a_2 SIZE_{i,t} \\ & + a_3 LEV_{i,t} + a_4 LOSS_{i,t} + a_5 ROE_{i,t} \\ & + a_6 MTB_{i,t} + a_7 SALEGRW_{i,t} + a_8 VOL_{i,t} \\ & + a_9 HOR_{i,t} + a_{10} TOP3_{i,t} + a_{11} COMP_{i,t} \\ & + a_{12} ANALFOLL_{i,t} + a_{13} BESTAF_{i,t} \\ & + a_{14-19} YEAR + a_{20-48} IND + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

<i>AnalForecast</i>	: 재무분석가 예측정보 편익 및 정확성 ⁶⁾ 재무분석가 예측편익 = 실제이익과 재무분석가 이익예측치 차이를 기말 시가총액으로 나눈 값 재무분석가 예측정확성 = 예측편익의 절대값
<i>ISSCOST</i>	: 사채발행제비용(발행사가 지불한 총 발행제비용, 대표주관사수수료, 인수 수수료, 대표주간수수료+인수수료)/ 기말시가총액
<i>SIZE</i>	: 기말시가총액에 자연로그 취한 값
<i>LEV</i>	: 당해연도의 부채비율 (=부채총계/자 산총계)
<i>LOSS</i>	: 당해연도 손실보고 기업이면 1, 아니 면 0인 더미변수
<i>ROE</i>	: 당기순이익/기초자기자본
<i>MTB</i>	: 주가-장부가비율 (=시가 총액/자기 자본)
<i>SALEGRW</i>	: 매출액성장률
<i>VOL</i>	: 이익의 변동성
<i>HOR</i>	: 재무분석가 예측보고일과 회계연도 말까지 일수에 자연로그를 취한 값
<i>TOP3</i>	: 소속 재무분석가 보고서 기준 상위 3 개 증권사인 경우 1, 아니면 0인 더 미변수
<i>COMP</i>	: 재무분석가가 분석하는 회사의 개수
<i>ANALFOLL</i>	: 재무분석가 추종수에 자연로그 취한 값
<i>BESTAF</i>	: FN GUIDE기준 우수 재무분석가이 면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>YEAR</i>	: 연도더미
<i>IND</i>	: 산업더미

6) 재무분석가 예측정보와 회사채 발행 시점상의 차이로 기업의 이익변동성이 본 연구결과에 영향을 미칠 가능성이 있다. 이에 본 연구 결과에 이익변동성이 미치는 영향을 최소화 하고자 기말 이익보고 시점에 가장 근접한 재무분석가 이익예측 정보를 활용하였다. 이는 기말 시점의 재무분석가 예측 정보 산출 시 연중 정보의 축적으로 기말 시점에 보다 정확한 예측정보를 제공할 가능성이 높음(정성환 2012)에도 불구하고, 회사채발행수수료에 따라 이익예측 정보가 차별적으로 나타나는지 실증분석 하기 위함이다. 또한, 이익예측 정보를 활용함에 있어 사채발행시점과 예측정보 시점이 일치하는 표본 수집은 한계가 있어 이익변동성을 최대한 통제할 수 있는 기말 이익보고 시점에 가장 근접한 예측 정보를 활용하였다.

위 모형의 관심계수는 α_1 으로, 만일 연구가설이 지지되어 자본조달 관련 발행제비용에 따라 차별적인 이익예측 행태가 나타난다면 사채제발행비용 (*ISSCOST*)변수는 통계적으로 유의한 값을 가질 것이다. 위 모형의 종속변수인 재무분석가 이익예측 행태 (*AnalForecast*)는 예측편의 (*Afbias*)와 예측 정확성 (*Afacc*)으로 측정된다. 예측편의의 구체적인 산출식은 아래와 같다.

[예측편의]

$$\text{예측편의} = \frac{\text{실제이익} - \text{재무분석가의 이익예측치}}{\text{예측년도말 시가총액}}$$

예측편의는 기말시가로 조정된 당기순이익 실제치와 예측치 차이로 측정되며, 동 값이 음(-)의 값을 보인다면 재무분석가는 평균적으로 낙관적인 이익예측을 한다고 해석할 수 있다. 본 연구는 예측편의 측정 변수를 통해 재무분석가의 과대 또는 과소예측 성향을 살펴보고자 한다.

다음으로 예측정확성의 산출식은 다음과 같다.

[예측정확성]

$$\text{예측정확성} = \frac{|\text{실제이익} - \text{재무분석가의 이익예측치}|}{\text{예측년도말 시가총액}}$$

예측정확성은 예측편의의 절대값으로 정의하였으며, 재무분석가의 예측정확성이 높으면, 실제이익과 재무분석가의 이익예측치 차이 값은 작을 것이다. 따라서, 평균적으로 음(-)의 값을 지니면 예측정확성이 높다고 해석될 수 있다.

[재무분석가 이익예측 행태] 연구모형에 사용할 통제변수는 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 주가 변동성(*VOL*), 주가-장부가 비율(*MB*), 성장성(*ROE*, *SALEGRW*), 손실더미(*LOSS*)를 사용하였다. 또

한 개별 재무분석가의 예측 분석 환경 및 개별특성을 통제하고자 예측기간(*HOR*), 재무분석가 추종수 (*ANALFOLL*), 재무분석가 분석회사 수(*COMP*), 우수 재무분석가 여부(*BESTAF*), 상위 증권사 소속 여부(*TOP3*)를 모형에 포함하였다.

기업규모(*SIZE*)변수는 내부 정보 이용의 접근이 용이한 반면 재무분석가의 업무 복잡성이 크다는 선행연구(정석우 외 2006)에 근거하여 이를 통제하고자 모형에 포함한다. 부채비율(*LEV*)은 기업의 재무위험도가 높을수록 이익예측이 어려워진다는 연구에 기반하여 모형에 포함한다(배성호 외 2011). 주가 변동성(*VOL*)이 크면 미래 현금불확실성이 커져 재무분석가가 낙관적이며 부정확한 이익예측을 한다는 선행연구에 기반하여 이를 모형에 포함한다(정석우 2003; 안윤영 외 2006; 배성호 외 2011; 이우재 외 2014). 기업의 수익성이 좋고 주가가 높으면 투자자들의 관심이 많아지기 때문에 보다 정확한 예측정보를 제공한다는 선행연구(정석우 2003; 안윤영 외 2006; 배성호 외 2011)에 기반하여 주가-장부가 비율(*MB*)와 성장성(*ROE*와 *SALEGRW*) 변수를 모형에 포함한다.

재무분석가 특성과 관련해서 예측기간(*HOR*), 증권사 규모(*TOP3*), 업무복잡성(*COMP*)의 변수 등이 통제되었다. 예측기간이 길수록 예측정확성이 낮고, 증권사 규모가 클수록 재무분석가의 정보활용이 용이하며, 개별재무분석가가 분석하는 기업의 수가 많으면 예측정확성이 떨어진다는 연구결과(Clement 1999; 배성호 외 2011; 이우재 외 2014)에 기반하여 이를 모형에 포함하였다. 또한 재무분석가의 추종 수가 증가할수록 시장의 기대에 충족하는 예측정보를 공시할 성향이 있어 이를 모형에 추가하였으며, 우수재무분석가(*BESTAF*)와 이익예측정확성에 관계가 있다는 선행연구를 바탕으로 이를 모형에

포함한다(정석우 외 2011; 정성환과 한승수 2011). 마지막으로 산업별/연도별 미치는 영향을 통제하고자 산업더미와 연도더미를 모형에 포함한다.

3.2 표본선정

본 연구 가설을 검증하기 위하여 금융감독원 전자공시시스템에서 증권발행내역 정보를 입수할 수 있는 유가증권 상장기업을 대상으로 하였다. 회사채발행비용이 재무분석가 이익예측 특성에 미치는 영향을 검증하기 위해 표본을 선정하는 구체적 기준은 다음과 같다.

- 1) 금융산업 이외의 기업 및 결산월이 12월인 기업
- 2) 기업의 재무자료가 이용가능한 기업
- 3) 증권보고서에서 채무증권 발행제비용 자료를 추출할 수 있는 기업
- 4) FN Guide에서 재무분석가 자료를 추출할 수 있는 기업

결산월의 차이와 금융기업의 재무제표 특성차이를 조정하기 위해 12월 이외의 결산월이며 금융관련

업종은 동 연구분석에서 제외하였다. 본 연구는 발행회사에 대한 수수료 지급의 영향을 살펴보는 것으로 발행회사 주관사 소속 재무분석가 예측정보만을 분석대상으로 하였다. 이에 기업-연도-발행회차 기준 970개 표본을 분석대상에 포함하였다. 이에 대한 상세한 내용은 다음의 <표 1>과 같다.

<표 2>는 연도별 산업분포(중위분류 기준)를 나타낸 표이다. 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업, 화학물질 및 화학제품 제조업; 의약품 제외, 우편 및 통신업 순으로 산업표본이 많은 것으로 나타났다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

<표 3>은 회사채 발행 수수료가 회사채 발행 기업 소속 재무분석가 이익예측특성에 미치는 영향을 검증하기 위한 연구 모형에 사용된 주요 변수들의 기술통계량이다. 본 연구의 종속변수인 재무분석가

<표 1> 표본선정과정-재무분석가 이익예측 특성

구분	기업-연도-발행회차-개별재무분석가	기업-연도-발행회차	기업-연도표본
2012년-2017년 발행회사 인수단 소속 개별재무분석가 예측정보가 있는 표본	84,775	970	385
차감:			
기말보고 시점 기준으로 가장 최근 재무분석가 이익예측정보가 없는 기업	80,997	106	45
주간수수료자료(대표주간수수료또는인수수료)가 없는 표본	657	47	21
분석에 필요한 재무자료를 구할 수 없는 기업	277	23	6
최종표본	2,844	794	313

〈표 2〉 연도별 산업 분포

구분	빈도	백분율
1차 금속 제조업	226	7.95
고무 및 플라스틱제품 제조업	31	1.09
금속가공제품 제조업; 기계 및 가구 제외	3	0.11
기타 기계 및 장비 제조업	58	2.04
기타 운송장비 제조업	171	6.01
도매 및 상품 중개업	148	5.2
방송업	8	0.28
소매업; 자동차 제외	214	7.52
수상 운송업	8	0.28
식료품 제조업	101	3.55
어업	1	0.04
영상·오디오 기록물 제작 및 배급업	9	0.32
우편 및 통신업	293	10.3
육상운송 및 파이프라인 운송업	47	1.65
음료 제조업	58	2.04
의료용 물질 및 의약품 제조업	13	0.46
의복, 의복 액세서리 및 모피제품 제조업	4	0.14
임대업; 부동산 제외	18	0.63
자동차 및 트레일러 제조업	122	4.29
전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	6	0.21
전기장비 제조업	40	1.41
전문 서비스업	62	2.18
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	447	15.72
정보서비스업	30	1.05
종합 건설업	152	5.34
출판업	2	0.07
코크스, 연탄 및 석유정제품 제조업	97	3.41
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	1	0.04
항공 운송업	100	3.52
화학물질 및 화학제품 제조업; 의약품 제외	374	13.15
총계	2844	100

이익예측 행태 (*AnalForecast*)를 나타내는 재무 분석가 예측편의 (*Afbias*)는 선행연구와 같이 대체적으로 낙관적인 이익예측 성향을 보이며(평균값

-0.043), 재무분석가 예측 정확성 (*Afacc*)의 평균은 0.057로 나타났다. 본 연구의 관심변수인 사채 제발행비용 (*ISSCOST*)를 나타내는 총발행제비용

〈표 3〉 주요변수의 기술통계

변수	N	평균	표준편차	최솟값	최댓값
<i>Afbias</i>	2,844	-0.043	0.359	-10.657	1.862
<i>Afacc</i>	2,844	0.057	0.358	0.000	10.657
<i>TOCOST</i>	2,844	0.169	0.343	0.000	5.090
<i>ISSCOST</i>					
<i>Rep_cost</i>	2,010	0.017	0.077	0.000	1.383
<i>UnderWcost</i>	2,844	0.108	0.223	0.001	3.672
<i>RW_cost</i>	2,010	0.126	0.317	0.005	4.589
<i>SIZE</i>	2,844	29.213	0.888	27.207	31.114
<i>LEV</i>	2,844	0.581	0.132	0.254	0.908
<i>LOSS</i>	2,844	0.156	0.363	0.000	1.000
<i>ROE</i>	2,844	0.063	0.091	-0.238	0.288
<i>MTB</i>	2,844	1.158	0.887	0.299	5.801
<i>SALEGRW</i>	2,844	0.062	0.188	-0.374	1.106
<i>VOL</i>	2,844	33.915	7.210	16.962	52.611
<i>HOR</i>	2,844	4.269	0.982	2.996	5.894
<i>TOP3</i>	2,844	0.137	0.344	0.000	1.000
<i>COMP</i>	2,844	4.775	2.370	1.000	12.000
<i>ANALFOLL</i>	2,844	4.988	0.826	2.708	6.370
<i>BESTAF</i>	2,844	0.268	0.443	0.000	1.000

주) 변수의 정의

- AnalForecast* : 재무분석가 예측정보 편의 및 정확성
재무분석가 예측편의 = 실제이익과 재무분석가 이익예측치 차이를 기말시가총액으로 나눈 값
재무분석가 예측 정확성 = 예측편의의 절대값
- ISSCOST* : 사채발행제비용(발행사가 지불한 총발행제비용, 대표주관사수수료, 인수수수료, 대표주간수수료+인수수료)/
기말시가총액
- SIZE* : 기말시가총액에 자연로그 취한 값
- LEV* : 당해연도의 부채비율 (=부채총계/자산총계)
- LOSS* : 당해연도 손실보고 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수
- ROE* : 당기순이익/기초자기자본
- MTB* : 주가-장부가비율 (=시가 총액/자기자본)
- SALEGRW* : 매출액성장률
- VOL* : 이익의 변동성
- HOR* : 재무분석가 예측보고일과 회계연도 말까지 일수에 자연로그를 취한 값
- TOP3* : 소속 재무분석가 보고서 기준 상위 3개 증권사인 경우 1, 아니면 0인 더미변수
- COMP* : 재무분석가가 분석하는 회사의 개수
- ANALFOLL* : 재무분석가 추종수에 자연로그 취한 값
- BESTAF* : FN GUIDE기준 우수 재무분석가이면 1, 아니면 0인 더미변수
- YEAR* : 연도더미
- IND* : 산업더미

(*TOCOST*), 대표주관사수수료(*Rep_cost*), 인수수수료(*UnderWcost*), 대표주관사와 인수수수료 합계(*RW_cost*)의 평균은 각각 0.169, 0.017, 0.108, 0.126으로 나타났다.

통제변수로는 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 추가변동성(*VOL*), 추가-장부가 비율(*MTB*), 성장성(*ROE*, *SALEGRW*), 손실더미(*LOSS*)의 평균은 각각 29.213, 0.581, 33.915, 1.158, 0.063, 0.062, 0.156으로 나타났다. 또한 개별 재무분석가의 예측 분석 환경 및 개별특성을 통제하고자 사용한 통제 변수인 예측기간(*HOR*)의 평균은 4.269년이며, 재무분석가 추종수(*ANALFOLL*)는 평균 4.988이었다. 재무분석가 분석회사 수(*COMP*) 평균 4.775개사이며, 우수 재무분석가 여부(*BESTAF*)는 평균 0.268로 나타났으며, 상위 증권사 소속 여부(*TOP3*)의 평균은 0.137로 모집단의 약 13%가 상위 증권사인 것으로 나타났다.

4.2 상관관계 분석

〈표 4〉는 주요 변수들 간의 피어슨 상관관계를 나타낸다. 먼저 본 연구의 종속변수인 재무분석가 이익예측 행태(*AnalForecast*)를 나타내는 재무분석가 예측편의(*Afbias*)는 관심변수인 사채제발행비용(*ISSCOST*)를 나타내는 총발행제비용(*TOCOST*), 대표주관사수수료(*Rep_cost*), 인수수수료(*UnderWcost*), 대표주관사와 인수수수료 합계(*RW_cost*)와 각각 1% 수준에서 음(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 이는 귀무가설을 기각하는 결과로 사채제발행비용이 높을수록 재무분석가가 낙관적인 이익예측을 보고한다는 것을 의미한다. 또 다른 종속변수인 재무분석가 예측 정확성(*Afacc*)는 관심변수인 사채제발행비용(*ISSCOST*)

를 나타내는 총발행제비용(*TOCOST*), 대표주관사수수료(*Rep_cost*), 인수수수료(*UnderWcost*), 대표주관사와 인수수수료 합계(*RW_cost*)와 각각 1% 수준에서 양(+)의 관련성을 갖는다. 이 역시 귀무가설을 기각하는 것으로 사채제발행비용이 높을수록 예측 정확성은 감소하는 것을 알 수 있다.

한편 재무분석가 예측편의(*Afbias*)는 통제변수인 기업규모(*SIZE*), 성장성(*ROE*, *SALEGRW*), 추가-장부가 비율(*MTB*), 재무분석가 추종수(*ANALFOLL*)과는 1% 수준에서 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났으며 부채비율(*LEV*), 손실더미(*LOSS*), 추가변동성(*VOL*), 예측기간(*HOR*)은 1% 수준에서 음(-)의 관련성이 있는 것으로, 우수 재무분석가 여부(*BESTAF*)는 5% 수준에서 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 또한, 재무분석가 예측 정확성(*Afacc*)은 기업규모(*SIZE*), 성장성(*ROE*, *SALEGRW*), 추가-장부가 비율(*MTB*), 상위 증권사 소속 여부(*TOP3*)에서 1% 수준에서 음(-)의 관련성이, 부채비율(*LEV*), 손실더미(*LOSS*), 추가변동성(*VOL*), 예측기간(*HOR*)은 1%수준에서 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타나 부정확한 이익예측을 한다는 선행연구(Clement 1999; 정석우 2003; 안윤영 외 2006; 배성호 외 2011; 이우재 외 2014)와 일관된 결과를 얻었다. 나타났으며 상위 증권사 소속일수록 재무분석가 예측 정확성이 감소하는 것으로 나타났다.

그러나 이러한 통계결과는 결과에 영향을 미칠 수 있는 요소들을 통제하지 않은 상태에서 산출된 것으로 분석의 강건성을 위해 영향을 미치는 요소를 통제 후 분석을 수행하도록 한다.

〈표 4〉 주요변수의 상관관계

	Afbias	Afacc	TOCOST	Rep_cost	UnderWcost	RW_cost	SIZE	LEV	LOSS	ROE	MTB	SALEGRW	VOL	HOR	TOP3	COMP	ANALFOLL
Afacc	-0.919 (0.000)																
TOCOST	-0.281 (0.000)	0.338 (0.000)															
Rep_cost	-0.288 (0.000)	0.311 (0.000)	0.920 (0.000)														
UnderWcost	-0.205 (0.000)	0.264 (0.000)	0.987 (0.000)	0.895 (0.000)													
RW_cost	-0.226 (0.000)	0.282 (0.000)	0.989 (0.000)	0.938 (0.000)	0.994 (0.000)												
SIZE	0.098 (0.000)	-0.129 (0.000)	-0.450 (0.000)	-0.237 (0.000)	-0.431 (0.000)	-0.361 (0.000)											
LEV	-0.138 (0.000)	0.173 (0.000)	0.293 (0.000)	0.163 (0.000)	0.297 (0.000)	0.246 (0.000)	-0.442 (0.000)										
LOSS	-0.156 (0.000)	0.186 (0.000)	0.280 (0.000)	0.163 (0.000)	0.281 (0.000)	0.275 (0.000)	-0.275 (0.000)	0.338 (0.000)									
ROE	0.191 (0.000)	-0.225 (0.000)	-0.284 (0.000)	-0.144 (0.000)	-0.281 (0.000)	-0.245 (0.000)	0.372 (0.000)	-0.428 (0.000)	-0.673 (0.000)								
MTB	0.057 (0.003)	-0.053 (0.005)	-0.101 (0.000)	-0.054 (0.016)	-0.101 (0.000)	-0.087 (0.000)	0.104 (0.000)	-0.078 (0.000)	-0.110 (0.000)	0.314 (0.000)							
SALEGRW	0.085 (0.000)	-0.092 (0.000)	-0.061 (0.001)	-0.031 (0.169)	-0.060 (0.001)	-0.057 (0.010)	0.108 (0.000)	-0.048 (0.010)	-0.190 (0.000)	0.150 (0.000)	0.079 (0.000)						
VOL	-0.069 (0.000)	0.113 (0.000)	0.162 (0.000)	0.115 (0.000)	0.151 (0.000)	0.145 (0.000)	-0.274 (0.000)	0.067 (0.000)	0.189 (0.000)	-0.079 (0.000)	0.225 (0.000)	-0.072 (0.000)					
HOR	-0.072 (0.000)	0.074 (0.000)	0.067 (0.000)	0.089 (0.000)	0.055 (0.003)	0.068 (0.002)	-0.014 (0.464)	-0.046 (0.014)	0.013 (0.485)	0.028 (0.135)	-0.041 (0.029)	-0.012 (0.521)	-0.062 (0.001)				
TOP3	0.006 (0.757)	-0.015 (0.411)	0.030 (0.110)	0.037 (0.102)	0.033 (0.079)	0.039 (0.084)	-0.045 (0.016)	0.007 (0.714)	0.046 (0.015)	-0.017 (0.379)	-0.024 (0.200)	0.019 (0.319)	0.028 (0.141)	-0.095 (0.000)			
COMP	0.021 (0.263)	-0.019 (0.313)	0.046 (0.014)	0.051 (0.023)	0.046 (0.014)	0.047 (0.035)	-0.077 (0.000)	-0.006 (0.763)	-0.003 (0.888)	0.026 (0.170)	-0.002 (0.904)	-0.038 (0.042)	0.103 (0.000)	0.116 (0.000)	-0.042 (0.025)		
ANALFOLL	0.069 (0.000)	-0.078 (0.000)	-0.269 (0.000)	-0.184 (0.000)	-0.254 (0.000)	-0.228 (0.000)	0.437 (0.000)	-0.113 (0.000)	-0.077 (0.000)	0.010 (0.583)	0.009 (0.633)	-0.080 (0.000)	-0.034 (0.067)	-0.433 (0.000)	-0.043 (0.023)	-0.257 (0.000)	
BESTAF	-0.037 (0.050)	0.030 (0.111)	0.022 (0.244)	0.033 (0.137)	0.018 (0.346)	0.036 (0.103)	-0.005 (0.801)	-0.035 (0.064)	0.031 (0.099)	0.026 (0.164)	-0.007 (0.724)	0.040 (0.033)	-0.026 (0.169)	-0.087 (0.000)	0.259 (0.000)	0.014 (0.470)	-0.143 (0.000)

주1) 변수에 대한 설명은 〈표 3〉을 참조할 것

주2) 괄호 안의 수는 p-value를 의미함.

4.3 다중회귀분석 결과

〈표 5〉⁷⁾는 주관사 소속 재무분석가 이익예측 특성이 수수료에 따라 차별적으로 나타나는지를 분석한 표이다. 분석결과를 살펴보면, 회사채 발행 주관사 회사에 소속된 재무분석가는 회사채발행 기업의 수수료 지급이 많을수록 낙관적인 이익예측을 공시한다는 연구결과(PANEL A)를 발견하였다. 또한, 회사채발행 주관사에 소속된 재무분석가는 부정확한 이익예측정보를 공시한다는 연구결과(PANEL B)를 보이고 있다. 이는 회사채 발행회사에게 유리한 조건으로 자금이 조달되게 하고자 주관사 업무를 수입해야 하는 증권사에 소속된 재무분석가들이 회사채 발행기업에 대해 단기적으로 호의적인 이익예측 정보를 공시하며, 이러한 인센티브는 주관사 업무의 댓가로 높은 수수료를 받을수록 강화되는 것으로 해

석된다.

〈표 6〉은 개별재무분석가 분석 시 패널자료가 가지는 문제점을 통제한 후의 결과이다. 본 연구에 사용된 표본에서 한 표본이 여러 기간에 나타나 회귀 분석결과와 왜곡을 가져 올 수 있어, 이를 통제하고자 Cluster Standard Errors 회귀 분석을 수행하였다 (Petersen 2009). 분석결과, 〈표 5〉와 동일하게 회사채 발행 주관사에 소속된 재무분석가는 수수료를 많이 받을수록 낙관적으로 이익예측을 하는 경향이 있으며, 부정확한 이익예측 정보를 제공한다는 연구결과를 발견하였다.

〈표 7〉은 대표주관회사에 소속된 개별재무분석가들의 이익예측 특성 분석결과를 나타낸 표이다. 주관회사는 정보비대칭을 완화하여 회사채 발행기업의 자본조달 비용을 낮추는 서비스를 제공하고 그에 따른 수수료를 회사채발행회사로부터 지급받는다. 특

7) 사채발행 수수료율은 발행규모에 영향을 받을 수 있다. 한 예로 한화(2017.11.09. 증권발행실적보고서)의 예를 들면, 수수료 산정시 인수금액 대비 비율로 산정한다. 이에 사채발행비용을 기업규모 통제가 아닌 각 주관사별 발행규모 대비 수수료 비율로 재분석을 수행하였다. 분석결과는 아래의 표와 같다.

〈재무분석가 예측편의와 수수료의 관계〉

	Dep. Var. = Afbias							
	results of TOCOST		results of Rep_cost		results of underWcost		results of RW_cost	
	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값
ISSCOST	-0.418	-1.38	-12.844	-3.36***	-0.155	-0.35	0.028	0.05
F-값	7.65***		7.73***		7.6***		7.39***	
AdjustedR ²	0.0837		0.1129		0.0831		0.1078	
N	2844		2010		2844		2010	

〈재무분석가 예측정확성과 수수료의 관계〉

	Dep. Var. = Afacc							
	results of TOCOST		results of Rep_cost		results of underWcost		results of RW_cost	
	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값
ISSCOST	0.480	1.61	12.390	3.29***	0.275	0.62	0.030	0.05
F-값	9.03***		8.82***		8.97***		8.49***	
AdjustedR ²	0.0992		0.1289		0.0985		0.1241	
N	2844		2010		2844		2010	

분석결과, 대표주관수수료와의 관계에서만 기존 연구결과와 일관된 결과를 얻을 수 있었다. 이는 대표주관사의 역할 강화에도 불구하고, 여전히 주관사 소속 재무분석가들이 낙관적이며, 부정확한 이익예측 정보를 제공함을 의미한다.

(표 5) 회사채 발행 주관사 소속 재무분석가 예측특성 결과

[PANEL A: 재무분석가 예측 편의와 수수료의 관계]

	Dep. Var. = Afbias							
	results of TOCOST		results of Rep cost		results of underWcost		results of RW cost	
	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값
Intercept	2.993	8.14***	3.497	6.38***	2.561	6.86***	3.493	6.21***
ISSCOST	-0.294	-12.98***	-1.588	-12.37***	-0.272	-7.77***	-0.263	-7.83***
SIZE	-0.105	-8.36***	-0.142	-7.18***	-0.093	-7.25***	-0.142	-7.01***
LEV	-0.179	-2.74***	-0.200	-2.24**	-0.182	-2.73***	-0.184	-2.00**
LOSS	0.037	1.39	0.033	0.84	0.029	1.06	0.052	1.30
ROE	0.665	5.75***	0.826	5.10***	0.707	6.01***	0.864	5.21***
MTB	0.010	1.22	0.020	1.66*	0.011	1.30	0.019	1.56
SALEGRW	0.141	3.88***	0.234	4.79***	0.137	3.69***	0.231	4.63***
VOL	-0.007	-5.44***	-0.009	-5.56***	-0.007	-5.83***	-0.010	-6.05***
HOR	-0.031	-3.70***	-0.040	-3.45***	-0.032	-3.73***	-0.041	-3.43***
TOP3	0.018	0.92	0.026	0.94	0.021	1.08	0.025	0.89
COMP	0.004	1.35	0.008	1.94**	0.004	1.23	0.007	1.66*
ANALFOLL	0.118	6.52***	0.263	8.74***	0.134	7.25***	0.266	8.65***
BESTAF	-0.043	-2.80***	-0.048	-2.27**	-0.045	-2.88***	-0.049	-2.28**
산업더미		포함		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함		포함
F-값		12.86***		11.99***		9.31***		9.23***
Adjusted R ²		0.135		0.1721		0.1024		0.1347
N		2844		2010		2844		2010

주1) 변수에 대한 설명은 (표 3)을 참조할 것
 주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

[PANEL B: 재무분석가 예측 정확성과 수수료의 관계]

	Dep. Var. = Afacc							
	results of TOCOST		results of Rep cost		results of underWcost		results of RW cost	
	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값
Intercept	-2.819	-7.90***	-3.146	-5.86***	-2.378	-6.52***	-3.266	-5.95***
ISSCOST	0.358	16.30***	1.684	13.38***	0.374	10.94***	0.339	10.37***
SIZE	0.095	7.77***	0.121	6.24***	0.082	6.58***	0.124	6.30***
LEV	0.220	3.46***	0.311	3.54***	0.219	3.36***	0.283	3.16***
LOSS	-0.048	-1.86*	-0.058	-1.50	-0.041	-1.55	-0.083	-2.11**
ROE	-0.694	-6.18***	-0.988	-6.22***	-0.738	-6.43***	-1.013	-6.27***
MTB	-0.011	-1.35	-0.020	-1.73*	-0.012	-1.42	-0.020	-1.62
SALEGRW	-0.130	-3.69***	-0.190	-3.96***	-0.126	-3.49***	-0.190	-3.90***
VOL	0.008	6.43***	0.010	6.54***	0.008	6.82***	0.011	6.94***
HOR	0.029	3.48***	0.037	3.27***	0.030	3.52***	0.038	3.29***
TOP3	-0.025	-1.34	-0.036	-1.33	-0.029	-1.50	-0.033	-1.21
COMP	-0.005	-1.80*	-0.009	-2.15**	-0.005	-1.66*	-0.008	-1.91*
ANALFOLL	-0.088	-5.00***	-0.214	-7.25***	-0.104	-5.75***	-0.211	-7.03***
BESTAF	0.036	2.42**	0.040	1.94**	0.039	2.51**	0.041	1.93*
산업더미		포함		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함		포함
F-값		16.61***		13.97***		12.41***		11.79***
Adjusted R ²		0.1764		0.197		0.1353		0.1694
N		2844		2010		2844		2010

주1) 변수에 대한 설명은 (표 3)을 참조할 것
 주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

〈표 6〉 회사채 발행 주관사 소속 재무분석가 예측특성 결과-패널통제

[PANEL A: 재무분석가 예측 편의와 수수료의 관계]

	Dep. Var. = Afbias							
	results of TOCOST		results of Rep cost		results of underWcost		results of RW cost	
	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값
Intercept	2.993	2.48**	3.497	2.36**	2.561	2.51**	3.493	2.24**
ISSCOST	-0.294	-1.86*	-1.588	-1.81*	-0.272	-1.81*	-0.263	-1.72*
SIZE	-0.105	-2.56**	-0.142	-2.38**	-0.093	-2.58***	-0.142	-2.27**
LEV	-0.179	-3.78***	-0.200	-3.04***	-0.182	-3.82***	-0.184	-2.98***
LOSS	0.037	0.83	0.033	0.64	0.029	0.70	0.052	0.85
ROE	0.665	2.92***	0.826	2.46**	0.707	2.78***	0.864	2.38**
MTB	0.010	1.45	0.020	1.60	0.011	1.50	0.019	1.55
SALEGRW	0.141	2.04**	0.234	2.32**	0.137	1.97**	0.231	2.21**
VOL	-0.007	-1.61	-0.009	-1.68*	-0.007	-1.57	-0.010	-1.65*
HOR	-0.031	-2.84***	-0.040	-2.48**	-0.032	-2.74***	-0.041	-2.39**
TOP3	0.018	1.15	0.026	1.05	0.021	1.27	0.025	1.07
COMP	0.004	1.72*	0.008	1.86*	0.004	1.69*	0.007	1.80*
ANALFOLL	0.118	2.75***	0.263	2.34**	0.134	2.57**	0.266	2.25**
BESTAF	-0.043	-1.70*	-0.048	-1.50	-0.045	-1.68*	-0.049	-1.47
산업더미		포함		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함		포함
F-값		12.38***		11.99***		9.31***		9.23***
AdjustedR ²		0.135		0.1721		0.1024		0.1347
N		2844		2010		2844		2010

주1) 변수에 대한 설명은 〈표 3〉을 참조할 것

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

[PANEL B: 재무분석가 예측 정확성과 수수료의 관계]

	Dep. Var. = Afacc							
	results of TOCOST		results of Rep cost		results of underWcost		results of RW cost	
	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값
Intercept	-2.819	-2.36**	-3.146	-2.14**	-2.378	-2.34**	-3.266	-2.12**
ISSCOST	0.358	2.24**	1.684	1.89*	0.374	2.37**	0.339	2.14**
SIZE	0.095	2.35**	0.121	2.05**	0.082	2.31**	0.124	2.01**
LEV	0.220	4.88***	0.311	5.20***	0.219	4.86***	0.283	5.11***
LOSS	-0.048	-1.10	-0.058	-1.13	-0.041	-1.00	-0.083	-1.36
ROE	-0.694	-3.12***	-0.988	-2.98***	-0.738	-2.95***	-1.013	-2.84***
MTB	-0.011	-1.51	-0.020	-1.58	-0.012	-1.55	-0.020	-1.51
SALEGRW	-0.130	-1.92*	-0.190	-1.90*	-0.126	-1.83*	-0.190	-1.85*
VOL	0.007	1.88*	0.010	1.95*	0.008	1.81*	0.011	1.86*
HOR	0.029	2.66***	0.037	2.34**	0.030	2.57**	0.038	2.27**
TOP3	-0.025	-1.58	-0.036	-1.43	-0.029	-1.69*	-0.033	-1.40
COMP	-0.005	-2.31**	-0.009	-2.07**	-0.005	-2.34**	-0.008	-2.09**
ANALFOLL	-0.088	-2.10**	-0.214	-1.93*	-0.104	-2.03**	-0.211	-1.82*
BESTAF	0.036	1.45	0.040	1.26	0.039	1.45	0.041	1.23
산업더미		포함		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함		포함
F-값		16.61***		13.97***		12.41***		11.79***
AdjustedR ²		0.1764		0.197		0.1353		0.1694
N		2844		2010		2844		2010

주1) 변수에 대한 설명은 〈표 3〉을 참조할 것

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

〈표 7〉 회사채 발행 대표주관사 소속 재무분석가 예측특성 결과

[PANEL A: 재무분석가 예측 편의와 수수료의 관계]

	Dep. Var. = Afbias							
	results of TOCOST		results of Rep cost		results of underWcost		results of RW cost	
	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값
Intercept	2.456	4.81***	2.946	4.10***	2.034	3.94***	2.951	3.98***
ISSCOST	-0.272	-7.61***	-1.673	-8.33***	-0.267	-4.53***	-0.273	-5.03***
SIZE	-0.091	-5.14***	-0.127	-4.85***	-0.078	-4.33***	-0.127	-4.71***
LEV	-0.053	-0.56	-0.019	-0.15	-0.051	-0.53	0.002	0.02
LOSS	0.028	0.76	0.037	0.70	0.021	0.55	0.055	1.02
ROE	0.703	4.21***	0.805	3.74***	0.719	4.24***	0.857	3.90***
MTB	0.000	-0.03	0.011	0.67	0.002	0.12	0.012	0.71
SALEGRW	0.146	2.80***	0.235	3.41***	0.142	2.68***	0.238	3.37***
VOL	-0.005	-2.76***	-0.006	-3.03***	-0.005	-2.95***	-0.007	-3.44***
HOR	-0.029	-2.43**	-0.038	-2.43**	-0.030	-2.44**	-0.038	-2.38**
TOP3	0.006	0.25	-0.005	-0.14	0.011	0.42	0.001	0.03
COMP	0.001	0.27	0.002	0.27	0.001	0.28	0.002	0.31
ANALFOLL	0.114	4.39***	0.255	5.96***	0.120	4.55***	0.253	5.75***
BESTAF	-0.040	-1.84*	-0.039	-1.38	-0.045	-2.04**	-0.048	-1.65*
산업더미		포함		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함		포함
F-값		4.7***		5.44***		3.57***		4.02***
Adjusted R ²		0.0978		0.11408		0.07		0.1022
N		1231		930		1231		930

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2) 변수 설명은 재무분석가 예측특성 연구모형 참고.

[PANEL B: 재무분석가 예측 정확성과 수수료의 관계]

	Dep. Var. = Afacc							
	results of TOCOST		results of Rep cost		results of underWcost		results of RW cost	
	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값	추정계수	t-값
Intercept	-2.445	-4.98***	-2.430	-3.45***	-2.038	-4.08***	-2.686	-3.73***
ISSCOST	0.374	10.84***	1.835	9.34***	0.450	7.90***	0.409	7.77***
SIZE	0.086	5.04***	0.099	3.87***	0.073	4.22***	0.107	4.10***
LEV	0.154	1.68*	0.186	1.50	0.141	1.51	0.148	1.17
LOSS	-0.050	-1.40	-0.063	-1.21	-0.045	-1.23	-0.093	-1.75*
ROE	-0.768	-4.78***	-0.962	-4.57***	-0.790	-4.81***	-1.014	-4.75***
MTB	-0.001	-0.09	-0.010	-0.62	-0.003	-0.22	-0.010	-0.59
SALEGRW	-0.107	-2.12**	-0.148	-2.19**	-0.104	-2.02**	-0.159	-2.32**
VOL	0.005	3.36***	0.007	3.59***	0.006	3.56***	0.008	3.89***
HOR	0.021	1.80*	0.027	1.79*	0.021	1.81*	0.027	1.71*
TOP3	-0.012	-0.47	-0.005	-0.14	-0.017	-0.66	-0.007	-0.20
COMP	-0.003	-0.75	-0.003	-0.54	-0.003	-0.73	-0.003	-0.50
ANALFOLL	-0.083	-3.31***	-0.195	-4.65***	-0.089	-3.47***	-0.187	-4.39***
BESTAF	0.032	1.52	0.031	1.10	0.037	1.75*	0.035	1.24
산업더미		포함		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함		포함
F-값		7.23***		6.47***		5.53***		5.6***
Adjusted R ²		0.1541		0.1709		0.117		0.1476
N		1231		930		1231		930

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2) 변수 설명은 재무분석가 예측특성 연구모형 참고.

히 2012년 이후 수요예측제도로 인해 주관회사는 회사채발행에 있어 기업실사, 수요예측, 가격결정 등의 결정에 중요한 역할을 하게 되었다(박혜정 2015). 이에 따라서 대표주관사의 역할이 커졌다고 볼 수 있어 대표주관사 소속 재무분석가의 이익예측 특성이 수수료 지급에 따라 차별적으로 나타나는지 분석해 볼 필요성이 있다. 금융투자회사의 기업실사 모범규준(2011.12. 금융감독원)에서도 대표주관회사를 중심으로 상당한 주의(Due Diligence)가 성실히 수행되어야 함을 강조하고 있어 대표주관사 소속 재무분석가들 표본만을 기준으로 추가분석을 수행하였다. 분석결과, <표 5>와 일관되게 재무분석가들은 낙관적 예측성향을 보이며, 부정확한 이익예측 정보를 제공한다는 연구결과를 발견하였다.

앞선 결과들을 종합하면, 회사채발행기업과 투자자들 간의 정보불균형 문제를 해소하는 역할을 하는 주관사는 높은 수수료를 받는 경우 회사채 발행 위험에 대한 교환 관계로 높은 수수료를 지급받으며, 이 때 발행기업에게 유리한 사채발행을 돕고자 주관사 소속 재무분석가는 이익을 과대 예측하여 낙관적으로 보고하려는 유인이 있다는 연구결과를 발견하였다. 이는 회사채발행시 재무분석가의 역할이 중요함에도 불구하고 주관사의 수익을 위해서는 낙관적이고 부정확한 이익예측 정보를 제공할 유인이 있음을 의미한다.

V. 결론

본 연구는 채무증권 발행기업을 대상으로 사채를 통한 자본조달 발행비용이 회계정보의 질과 내·외 부정보이용자의 의사결정에 미치는 영향에 대해 분석

하는 데에 있다. 구체적으로 본 연구는 자본조달 발행비용과 재무분석가의 예측편의 간의 관계에 대해 분석하였다. 2012년부터 2017년까지 발행회사 인수단 소속 개별재무분석가 예측정보가 있는 표본을 대상으로 실증분석을 실시한 결과는 다음과 같다.

첫째, 회사채발행수수료(총발행비용, 대표주관사 수수료, 인수단수수료, 대표주관사수수료+인수단수수료)와 재무분석가 예측편의는 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는 회사채 발행 주관사 회사에 소속된 재무분석가는 회사채 발행 기업의 수수료 지급이 많을수록 낙관적인 이익예측을 공시한다는 것을 나타낸다고 할 수 있다.

둘째, 수수료와 재무분석가 예측정확성은 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성이 있다는 연구결과를 발견하였다. 이는 회사채발행 주관사에 소속된 재무분석가는 부정확한 이익예측정보를 공시한다는 것으로 주관사 업무를 수임해야 하는 증권사가 회사채 발행 회사의 상당부분을 인수하는 경우, 회사채 발행회사에게 유리한 조건으로 자금이 조달되게 하고자 해당 기관에 소속된 재무분석가들이 회사채 발행 기업에 대해 단기적으로 호의적인 이익예측 정보를 공시한다는 것으로 해석된다.

추가적으로 대표주관회사 소속 재무분석가 표본만을 대상으로 분석한 결과에서도 회사채발행수수료(총발행비용, 대표주관사수수료, 인수단수수료, 대표주관사수수료+인수단수수료)와 재무분석가 예측편의를 통계적으로 분석한 결과 회사채발행수수료와 대표주관회사 소속 재무분석가 예측편의간에는 유의한 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 또한, 대표주관사 소속 재무분석가들에게 지급된 수수료와 재무분석가 예측정확성도 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성이 있다는 연구결과를 발견하여, 주관사 소속 재무분석가들이 정보중개인으로 기업 채

무정보에 대한 분석활동과 감시활동을 수행해야 하나 재무분석가들에게 지급되는 수수료가 신뢰성 있는 정보제공을 위협하는 요소로 작용할 수 있음을 제시하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 최근 논란이 되고 있는 주관사 수수료 과대 또는 과소지급 문제에 대한 시사점을 제공하였다는 점이다. 본 연구는 금융감독원 전자공시시스템에서 이용 가능한 발행공시 정보 중 발행제비용 정보에 기반하여 동 정보와 재무분석가들의 예측정보에 미치는 영향을 살펴보았다. 본 연구결과는 관련 시장규제에 대한 논의가 필요한 현 시점에 추가적인 공헌점이 있을 것으로 판단된다. 둘째, 자본조달 기업에 대한 내·외 부정보이용자 행태를 이해함으로써 증권, 채권 발행가액 산정 시 이해를 돕고, 관련 감독기관의 기존 정책에 대한 주의 환기를 시키는 데 활용될 수 있다. 본 연구결과는 2012년 이후의 기간을 중심으로 주관사 이익과 직결되는 회사채 발행제비용이 자본시장 참여자들에게 미치는 영향을 살펴봄으로써 이해관계자들과 금융당국의 의사결정에 효과적인 정보 제공 측면에서 시사점이 있다. 마지막으로 본 연구는 주관사 역할에 초점을 두고 분석을 수행했다는 점에서 기존 자본시장 관련 선행연구들과 다른 공헌점이 있다고 할 수 있다. 본 연구는 금융기관, 특히 주관사 수수료와 같은 발행제비용 변수를 다각적으로 사용하여 살펴보았다는 점에서 자본시장에 대한 시장참여자들의 역할에 초점을 두고 분석을 수행한 기존 선행연구와 차별된다고 할 수 있다.

이와 같이 본 연구는 주관업무에 대한 대가인 발행수수료와 주관사 소속 재무분석가의 이익예측 특성을 살펴보았다는 점에서 의미가 있을 것이다. 다만, 본 연구의 대상이 회사채 발행 주관업무 관련 표본으로 국한되어 있고, 다른 매출창출 활동(M&A

중계, 기업경영 회생자문 등) 관련 자료 이용에 제한이 있어 주관사의 기타 매출활동이 미치는 영향은 제시하지 못하였다는 한계점이 있다.

참고문헌

- 김선미, 최우석, 이은서(2014), "사채발행시 재무분석가의 이익예측 성향에 대한 실증적 연구," **국제회계연구**, 56, pp.1-19.
- 김용겸, 최문수(2008), "코스닥 신규공개기업(IPO)에 대한 주관회사의 미래이익 예측형태와 장기성과에 관한 연구," **대한경영학회지**, 21(3), pp.931-960.
- 김정옥, 배길수(2004), "지분전환가능사채의 발행과 이익조정: 공모와 사모발행을 중심으로," **회계학연구**, 29(2), pp.83-109.
- 박혜정(2015), "회사채 발행시장에서 주관회사 명성의 역할과 주관수수료에 대한 실증연구," **경영컨설팅연구** 15(1), pp.225-232.
- 박혜정(2017), "회사채시장의 주관사 보상에 관한 실증연구," **경영컨설팅연구** 17(2), pp.111-123.
- 배성호, 오광욱, 이우재, 정석우(2011), "회사채 발행 주관사 회사에 소속된 재무분석가 이익예측 특성," 한국회계학회 발표논문집.
- 안윤영, 유영태, 조영준, 신현한, 장진호(2006), "재무분석가의 특성이 이익예측 정확성에 미치는 영향," **회계학연구**, 28(4), pp. 61-84.
- 엄승섭, 홍재원(2013), "신규 상장시 주관사 평판에 따른 저평가 차이: KOSDAQ IPO 시장을 중심으로," **한국기업경영학회**, 20(6), pp.215-231.
- 이우재, 정석우, 최승욱(2014), "감사인의 국제회계기준 도입 자문서비스와 재무분석가의 예측정확성 및 주요: K-IFRS 연결재무제표를 중심으로," **회계학연구**, 39(3), pp.249-290.
- 이재경, 장범식(1999), "주관사회사의 이익예측동기와 신

- 규공개기업의 이익예측오차,” **회계학연구**, 24(1), pp.33-54.
- 이현경, 김성환(2019), “회사채 발행이 이익조정과 보수주의에 미치는 영향,” **회계와정책연구**, 24(1), pp. 147-176.
- 정석우(2003), “재무분석가의 분석기업 결정과 예측특성에 영향을 미치는 요인,” **회계학연구**, 28(4), pp.61-84.
- 정석우, 임태균, 김진배(2006), “재무분석가 및 분석대상 기업의 기업집단소속 여부에 따른 이익예측치 및 투자추천의견의 특성,” **회계·세무와감사연구**, 44, pp. 27-55.
- 정석우, 한형성, 임태균(2011), “재무분석가의 베스트 선정 및 산업전문성과 예측특성,” **한국증권학회지**, 40(5), pp. 749-774
- 정성환, 한승수(2011), “재무분석가의 발생액 구분 능력과 경영자 이익조정과의 관계에 관한 연구,” **회계학연구**, 36(3), pp.103-133.
- 정성환(2012), “재무분석가의 인적 특성이 이익예측특성에 미치는 영향,” **경영학연구**, 41(6), pp.1555-1590.
- 최승욱, 배길수(2015), “자본조달비용이 회계보수성에 미치는 영향: 사채발행기업과 유상증자기업을 사용한 분석,” **회계저널**, 24(4), pp.1-44.
- Aharony, J., J. Lin, and M. Leob(1993), “Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management,” *Contemporary Accounting Research*, (Fall), pp.61-81.
- Ball, R., and L. Shivakumar(2008), “Earnings Quality in UK Private Firms,” *Journal of Accounting and Economics*, 45, pp.324-349.
- Clement, M.(1999), “Analyst Forecast Accuracy: Do Ability, Resources, and Portfolio Complexity Matter?,” *Journal of Accounting and Economics*, 21, pp.285-303.
- DeFond, M., and J. Jiambalvo(1994), “Debt Covenant Violations and Manipulation of Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), pp.145-176.
- Fang, L. H.(2005), “Investment bank reputation and the price and quality of underwriting services” *The Journal of Finance*, 60, pp. 2729-2761.
- Frankel, R., M. MaNichols, and G. P. Wilson(1995), “Discretionary Disclosure and External Financing,” *The Accounting Review*, 70, pp. 135-150.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu(1993), “The effect of firms’ financial disclosure strategies on stock prices” *Accounting Horizons*, 7, pp.1-11.
- Lee, G. and RW. Masulis(2009), “Seasoned Equity Offerings: Quality of Accounting Information and Expected Flotation Costs,” *Journal of Financial Economics*, 92(3), pp.443-469.
- Lin, H., and M. McNichols(1998), “Underwriting Relationships, Analysts’ Earnings Forecasts and Investment Recommendations,” *Journal of Accounting and Economics*, 25, pp.101-127.
- Liu, Y., Y. Ning, and W.N. Davidson III(2010), “Earnings management surrounding new debt issues,” *Financial Review*, 45(3), pp. 659-681.
- Petersen, M(2009), “Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches,” *The Review of Financial Studies*, pp.435-480.
- Sweeney, A. P(1994), “Debt-covenant violations and managers’ accounting responses,” *Journal of Accounting and Economics*, 17, pp.281-308
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong(1998), “Earnings Management and the Long -run Underperformance of Seasoned Equity Offerings,” *Journal of Financial Economics*, 50(1), pp. 63-100.

An Empirical Study on the Underwriter Fees for Capital Raising: The Relation Between the Underwriter Fees and Analysts' Forecast Characteristics in Bond Market

Sang Hoon Shin* · Seon Mi Kim** · Seung Weon Yoo***

Abstract

The purpose of this study is to analyze the effect of the underwriter fees on the earnings forecast of the individual financial analyst of the underwriting house in capital raising markets. As shown by the recent dispute of underwriter fees over GS E&C and Korea Ocean Business Corporation, the low rate of issuing bond has been controversial for underwriters. When a firm issues corporate bonds, the issuer intentionally offer lower underwriter fees by inducing competition among underwriting houses, and underwriter houses receive the low-rate fees to increase the issuance performance or to increase long-term ties with the issuing firms.

Low fees for underwriters may be advantageous to companies in terms of cost reductions when firm issue bond, but there are other issues arisen. For example, when Lotte Chemical corporate issue bonds in 2015, the firm issue the bonds with the highest interest cost, because the firm failed to promote their bonds due to the low underwriter fees, thus, the firm failed to fill the recruitment amount of bonds. This low underwriter fees are not necessarily a good condition for companies, but more importantly, the low underwriter fees may not be able to resolve the problem of information asymmetry between the issuing firms and external investors.

To this end, this study analyze the relationship between capital raising costs and earnings forecasts bias and accuracy of analysts on a sample with forecasting information for individual financial analysts from 2012 to 2017. As a result of the empirical analysis, the underwriter fees

* Netmarble Audit Division/Kyonggi University Ph.D., First Author

** Chonnam National University, Dept. of Business Administration, Accounting, Associate Professor, Corresponding Author

*** Korea University, Business School, Professor, Co-Author

(total issuance fee, representative commission fee, and acquisition fee) and analysts' forecast biases are statistically negative and significant. This suggests that the financial analysts belonging to the issuing companies will disclose the optimistic earnings forecasts as the issuing firm pays more underwriter fees. Additionally, we examine the relationship between the analyst's forecast accuracy and the underwriter fees. We find that the underwriter fees paid to the individual analysts and the analysts' forecast accuracy are positively related and significant. In addition, a cluster standard errors regression analysis was conducted to control the characteristics of panel data. Also, we re-regress the model only for the sample belonging to the representative underwriters. As a result, conclusions were consistent with our results of this study. This suggests that the underwriter fees paid to financial analysts may represent a threat to reliable information. Even though financial analysts belonging to the underwriting houses should conduct analysis and monitoring activities on issuing firms as information brokers.

This study contributes to the implications of the recent controversial issue of oversupply fees or underpayment fees. In addition, the results of this paper can be used to help understand when calculating the issuing value of bonds and to draw attention to the existing policies of the relevant supervisory authorities by understanding the behavior of the underwriters as an external information certifier in capital raising market. Lastly, this study has different contributions from previous studies on capital markets in that the analysis is focused on the role of underwriter or its fees.

Keywords: issuing bond, underwriter fees, analysts' forecast bias, analysts' forecast accuracy

-
- 저자 신상훈은 현재 넷마블 감사실 실장으로 재직 중이다. 고려대학교 경영대학원에서 석사를, 경기대학교 대학원 회계세무학과에서 박사를 취득하였다. 박사 취득 이후 경기대학교와 한국생산성본부에서 회계, 내부감사 관련 강의를 수행하고 있다. 주요 연구분야는 내부감사, 청렴도, 하도급, 수주산업, 공기업, 기업 투명성 등이다.
 - 저자 김선미는 현재 전남대학교 경영대학 경영학부 회계학과 부교수로 재직 중이다. 덕성여자대학교 회계학과를 졸업하고, 고려대학교 경영대학 경영학과 경영학석사 및 박사를 취득하였다. 주요 연구분야는 감사, 예측정보 공시, 보상 등이다.
 - 저자 유승원은 현재 고려대학교 경영대학 회계학 전공 교수로 재직 중이다. 서울대학교 경영대학 및 대학원 경영학과를 졸업하였으며, 미국 위스콘신주립대학교에서 경영학 박사를 취득하였다. 주요 연구분야는 경영자 및 재무분석가의 이익예측과 공시, 감사, 경영자 인센티브 등이다.