

공시유형별 가결산이익의 정확성 및 정정공시

이동헌(제1저자)
고려대학교 경영대학 박사과정
(lyys77@korea.ac.kr)
최우석(교신저자)
고려대학교 경영대학 교수
(choiw@korea.ac.kr)
유승원
고려대학교 경영대학 교수
(acyoo@korea.ac.kr)

본 연구는 2006년부터 2008년까지 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 추출된 사업보고서 제출 이전의 기업 가결산이익에 대한 자료를 바탕으로 공정공시 및 수시공시 등의 공시유형에 따라 예측특성차이가 존재하는 가를 살펴보고, 이에 대한 사후 정정보고 수정정도와 기업특성과의 관계를 실증 분석하였다. 가결산공시란 사업보고서 공시 이전의 기업이 이익예측을 하는 것을 의미한다. 가결산공시란 공시유형에 따라 수시공시기준과 공정공시기준 두 가지로 분류될 수 있다. 수시공시기준에 따른 가결산이익은 최근 사업연도 매출액, 영업손익 또는 당기순손익등의 이익관련 구조적 변경이 있을 때 이를 의무적으로 공시하는 것을 의미한다. 이와는 별도로 기업이 감사이전에 이익을 재무분석가, 투자자 등에게 가결산이익을 자발적으로 공시하는 경우 공정공시기준에 의거하여 발표하게 된다.

기존의 선행연구에서는 가결산공시가 평균적으로 과대공시하는 경향과 기업특성을 살펴보았다(전영순과 손준희 2005). 또한 가결산이익에 대해 시장이 유의하게 반응한다는 점을 발견하고, 이와 관련된 기업특성에 대한 분석을 실시하였다(손성규와 이은철 2005). 이러한 선행연구는 가결산이익이 자본시장에서 유의미한 정보로서 가치가 있음을 밝히고 있다. 하지만 이들 연구에서는 가결산이익 보고의 근거가 되는 두 가지 공시유형은 구체적으로 고려되지 않았을 뿐 아니라, 가결산이익 정정보고의 특성에 대해서는 연구가 진행되지 않았다. 본 연구에서는 이와 같은 미비점을 보완하고자 가결산이익 공시유형별 특성을 추가적으로 고려하고 이에 대한 정정보고의 특성을 살펴보았다.

분석결과, 첫째, 기업의 경영상황에 따라 의무적으로 보고해야하는 수시공시 가결산이익 예측치와 비교하여 자발적으로 보고하는 공정공시 가결산이익 예측치의 정확도가 더 높은 것으로 나타났다. 둘째, 기업규모가 크고, 부채비율이 작고, 주가-장부가비율이 작고, 수익성이 좋은 기업이 사후 가결산이익의 정정오차가 작은 것으로 나타났다.

이는 가결산이익이 정정보고에 의해 오용되어 사용될 수 있는 가능성을 의미할 뿐 아니라 가결산이익을 사용하는 정보이용자는 공시유형 및 기업특성정보를 함께 고려할 때 보다 정확한 투자의사결정을 내릴 수 있다는 것을 시사한다. 본 연구의 결과는 가결산이익을 이용하는 잠재적 투자자에게 의미있는 시사점을 제공해줄 수 있을 것으로 기대된다.

주제어: 가결산이익, 수시공시, 공정공시, 정정보고

1. 서론

본 연구는 공정공시 및 수시공시제도 간 특성차

이가 기업의 가결산 정보의 특성에 어떠한 영향을 미치는 가를 분석하고, 가결산이익에 대한 정정보고 수정정도와 기업 특성 간의 관계를 검증하는 것에 목적을 두고 있다. 가결산이익¹⁾(잠정이익) 공시

논문접수일: 2010. 10 게재확정일: 2011. 3

1) 선행연구에서는 경영자의 사업보고서 공시 이전 당해 이익예측에 대해 가결산(문상혁 외 2006; 여은정 2005; 전영순과 손준희 2005; 송인만과 박연희 2006)과 잠정이익(손성규와 이은철 2005; 김우영 2009) 등으로 혼용하여 사용하고 있다. 본 연구에서는 이를 가결산이익이라는 용어로 기술하고자 한다.

제도는 정보이용자들을 위해 정보비대칭문제를 해결하고 신속하게 정보를 전달하려는 목적으로 도입되어 시행되고 있다(송인만과 박연희 2006). 선행연구(장지인과 전영순 2002; 손성규와 이은철 2005)는 외부 감사이전의 기업 가결산이익에 대한 자료가 시장에 정보로서 가치가 있음을 밝혔다. 따라서 이러한 기업의 가결산 정보에 대한 예측 특성을 정확히 파악하는 것은 투자자의 합리적 의사결정에 도움을 줄 수 있을 것으로 기대된다.

우리나라에서 기업의 가결산자료는 수시공시제도 및 공정공시제도 두 가지 제도에 의해 제공되고 있다. 먼저 '수시공시'를 규정한 유가증권시장 공시규정 제 7조 제①항 2호 마목 (3)에 의하면 기업은 최근 사업연도 매출액, 영업손익 또는 당기순손익이 직전사업연도대비 30% 이상(대규모 법인의 경우 100분의 15)의 구조적 변경이 있을 때 이를 의무적으로 공시하도록 규정되어 있다. 다시말해, 기업의 수시공시는 의무사항으로서, 외부감사 이전에라도 회사가 작성한 재무제표가 투자자에게 중요한 정보를 담고 있다면 정보의 접근성이 떨어질 가능성이 있는 투자자를 보호하는 측면에서 변경사항을 공시하도록 규정되어 있다. 다음으로 수시공시의무와는 별도로 유가증권시장 공시규정 제 15조 제 ①항은 기업의 '공정공시'에 관한 의무를 기재하고 있다. 이에 따라 기업은 가결산이익에 대해 사업보고서 이전의 영업실적정보를 기관투자자나 재무분석가 등에게 기업이 선별적으로 제공하고자 할 때, 사전에 모든 이해관계자들에게 공시함으로써 증권시장 내에 공정한 거래질서를 확립한다. 두 공시제도의 가장 큰 차이점은 공시의무에 있다. 즉 수시공시제도의 경우 기업이 손익구조변경이라는 특정한 경제적인 사건을 맞이할 때 의무적으로 공시해야 하는 것임에 비해 공정공시제도에 의해 제

공되는 가결산이익의 공시에 대한 결정은 자발적이라는 점에서 차이가 있다. 이러한 제도 간의 특성 차이가 가결산이익 정보의 예측특성에 미치는 영향은 실증적 검증사항이다.

본 연구의 실증분석은 두 단계로 나누어 수행되었다. 첫째, 2006년에서 2008년까지 1,425개의 가결산이익 공시를 이용하여 수시공시 및 공정공시 정정보고의 정확성을 비교검증하고 이와 관련된 기업의 특성을 살펴보았다. 둘째 652개의 가결산이익 예측의 정정보고 표본을 이용하여 정정보고편의 및 오차와 기업의 특성과의 관계를 분석하였다. 추가분석에서는 가결산이익의 사후 정정보고가 시장 정보로서 유용성이 있는지를 살펴보았다.

분석결과를 보면 공정공시제도를 근거로 작성된 가결산이익 예측치가 손익구조변경과 관련된 수시공시제도 가결산이익 예측치보다 정확하였다. 이러한 연구 결과는 수시공시제도에 의해 공시되는 가결산이익의 측정에 대해 경영자는 노력을 덜 기울이거나 정정보고를 통해 책임을 회피하는 반면, 기업정보에 관심있는 재무분석가나 투자자에게 자발적으로 정보를 제공하는 공정공시 가결산이익 정보의 정확성에 대해 경영자는 더 큰 관심을 가지고 있는 것으로 볼 수 있다. 다음으로, 정정보고 정도가 큰 기업은 규모가 작고, 부채비율이 높으며, 수익성이 낮고, 추가장부가비율이 높다는 특성을 가지고 있다. 가결산이익의 정정이 큰 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 재무적 건정성이 낮으며 수익성이 낮았다. 이는 기업내부회계제도와 관련하여 가결산이익을 과도하게 정정보고하는 기업은 이익예측에 대해 기업의 전문성이 부족하거나 고의적으로 정정보고를 이용할 가능성이 있다는 것으로 해석할 수 있다. 또한 추가분석에서는 이러한 가결산이익 정보가 (-1, 0), (-1, 1), (-5, 5) 사

건일 기준으로 누적초과 수익률에 대해 모두 유의한 양(+)의 시장반응이 있었다. 이는 선행연구(여은정 2005)의 결과와 동일하게 가결산이익의 정정보고가 시장에서 유용한 가치가 있음을 보이고 있다.

본 연구는 가결산이라는 예측정보의 특성을 연구한 국내 선행연구들(장지인과 전영순 2003, 전영순과 손준희 2005; 손성규와 이은철 2005; 송인만과 박연희 2006)과 비교할 때 다음과 같은 차별적인 공협점을 가지고 있다. 첫째, 공시유형이 경영자의 예측정보의 속성에 영향을 주고 있음을 살펴봄으로써, 가결산과 관련된 선행연구 결과를 비교 및 연결하여 살펴볼 수 있다는 점이다. 선행연구에서는 동일한 가결산이라는 용어를 사용하고 있지만 공시의 근거가 되는 공시유형을 고려하지 않고 연구가 진행되었다. 즉 자발적 공시인 공정공시에 해당되는 가결산과 의무적 공시인 수시공시 가결산의 예측특성에 대하여 각각 분산되어 연구가 진행되었다. 따라서 본 연구는 공시유형이라는 연결고리를 제시함으로써 기업공시와 관련된 연구의 외연을 확장할 수 있다고 판단된다.

둘째, 분석과 관련하여 연구표본 및 모형의 외적 타당성 측면에서 보완된 결과를 얻을 수 있었다. 예를 들어 공정공시제도 시행 이후의 특정 매체에 의존하지 않은 연구표본을 확보하였다. 뿐만 아니라 정정보고기업의 특성을 비교함에 있어서 과거 연구와는 달리 공시유형 및 기업특성변수를 동시에 통제함으로써 예측정보의 속성 및 편의(BIAS)에 대한 이해에 도움을 줄 수 있을 것으로 기대된다.

셋째, 정정보고와 관련된 기업의 특성을 살펴봄으로써 가결산과 관련된 정정보고의 오용가능성과 관련된 시사점을 제공할 수 있다. 최근 언론에서는

기업이 가결산을 과대계상한 후 정정보고를 하는 사례에 대하여 우려를 나타내고 있다. 이는 기업이 공시품질에 있어서 책임을 회피하고 정정보고를 오용가능성을 나타내고 있는 것이다. 이를 통해 가결산과이익의 정정보고를 하는 기업들의 특성을 밝힘으로써 잠재적 투자자에게 가결산예측의 신뢰성과 관련하여 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 서술된다. II장에서는 본 연구와 관련된 문헌연구를 수행하고 연구가설을 설정한다. III장에서는 연구방법론 및 표본 선정에 관해 기술한다. IV장에서는 실증분석결과를 설명한 후 V장과 VI장에서는 각각 추가분석과 결론을 제시한다.

II. 문헌연구 및 가설설정

2.1 공정공시제도와 수시공시제도의 배경

2002년 11월부터 시행되고 있는 공정공시제도는 증권거래소 상장기업 또는 코스닥 상장기업이 경영 및 재무에 관한 사항이나 향후 사업계획 등 증권시장에 공개되지 않은 주요정보를 기관투자자나 재무분석가 등 특정인에게 선별적으로 제공하고자 하는 경우 동 정보를 사전에 모든 이해관계자들에게 공시함으로써 증권시장 내에 공정한 거래질서를 도모하기 위한 제도이다.²⁾ 즉 기업의 정보를 모든 투자자를 대상으로 공평하게 제공함으로써 내부자의 불공정거래를 사전에 차단하고 시장참여기간

2) 2002.9.9 금융감독원 보도자료 '공정공시제도 도입방안'

의 정보불균형의 부작용을 감소시키고자 하는 것이다. 공정공시를 통해 제공되는 정보는 (1) 장래 사업계획 또는 경영계획에 관한 정보, (2) 매출액, 영업손익 등 영업실적에 대한 전망 또는 예측정보, (3) 사업보고서 등 정기보고서를 제출하기 이전의 당해 보고서와 관련된 영업실적정보, (4) 수시공시 의무사항과 관련된 정보로 구분된다. 이 중 본 연구에서 관심을 가지는 대상은 사업보고서 등 정기보고서를 제출하기 이전의 당해 보고서와 관련된 영업실적정보이다. 기본적으로 공정공시제도에 의해 제공되는 가결산이익은 기업이 자발적으로 공시하려는 의사결정에 따라 결정된다는 특성을 가진다.

한편, 수시공시제도는 상장법인 또는 협회등록법인의 경영활동과 관련된 사항으로서 주요 투자자의사 결정에 영향을 미치는 사실 또는 결정내용을 즉시 신고 공시토록 함으로써 투자자에게 합리적인 투자 판단자료를 제공하고 내부정보를 이용한 유가증권 매매거래를 예방하여 유가증권 시장의 공정한 거래 질서를 확립하게 위한 제도이다.³⁾ 이와 관련된 주요 신고대상으로는 재무구조에 중대한 변경을 초래하는 사항, 기업경영환경에 중대한 변경을 초래하는 사항, 손익구조변경에 관한 사항 등이 있다. 이 중에서 본 연구의 가결산이익과 관련된 사항은 손익구조변경에 관한 내용이다. 최근 사업연도 매출액, 영업손익, 당기순손익이 직전 사업연도 대비 30%이상(대규모 법인의 경우 15%이상)의 증감사실 또는 결정이 있을 때와 같은 기업의 중요한 손익구조의 변경이 있을 경우 정보의 비대칭으로 인해 피해를 볼 우려가 있는 투자자를 보호하기 위해 적시에 보고하여야 한다는 것을 의미한다. 이와 같이 손익구조변경 관련 수시공시 정보는 기업의 특

정 요건에 따라 강제화되어 있으므로, 기업이 손익구조와 관련된 특정요건에 해당될 경우 의무적으로 가결산이익 정보를 제공해야 한다.

2.2 가결산이익 공시에 대한 시장반응 및 가결산이익 공시 기업의 특성

가결산이익과 관련된 선행연구의 흐름은 크게 두 가지로 나누어 살펴볼 수 있다. 가결산이익 정보의 시장반응을 통해 정보의 유용성을 분석하는 연구와, 가결산이익을 공시하는 기업의 특성을 분석하는 연구이다. 선행연구를 요약하면, 가결산이익이 시장에서 유의한 양(+의 반응으로 나타나, 정보로서 유용성을 지니고 있음을 보이고 있다. 또한 기업규모, 재무건전성과 같은 기업의 특성이 가결산이익의 보고성향에 영향을 끼치고 있음을 살피고 있다.

먼저, 가결산이익 정보의 유용성은 검증한 논문을 살펴보면, 손성규와 이은철(2005)은 상장법인 60%이상의 기업이 수시공시를 통해 당기순이익 정보를 사전에 공시하는 것을 발견하였으며, 수시공시일을 전후한 누적초과수익률을 이용하여 분석한 결과, 가결산이익의 비기대이익과 누적초과수익률간에는 유의적인 양(+의 관계)가 있음을 제시하였다. 또한 주총소집공시일을 전후한 누적초과수익률의 반응에 대한 분석결과, 가결산이익을 사전에 공시한 기업들의 추가반응이 사전공시가 없었던 기업에 비해 더 작은 것으로 나타났다. 여은정(2005)은 2000년부터 2004년까지 5개 연도 동안 가결산이익 정정공시에 대한 시장반응을 살펴보았다. 분석결과, 우리나라 유가증권 상장시장(KOSPI)에서는 가결산이익 정정보고가 유의한 양(+의 시장

3) 2003.12 금융감독원 '기업공시제도해설 (제2 수정판)'

반응이 나타난 반면, 코스닥시장(KOSDAQ)에서는 유의한 시장반응이 관찰되지 않았다. 이는 가결산이익의 정정보고가 우리나라 상장시장에서 정보로서 유용한 가치가 있음을 의미한다. 송인만과 박연희(2006)는 상당수의 기업들이 수시공시제도로 인해 기업의 가결산 공시를 제공해야 할 의무가 있는 경우, 감사 이후에 공시하는 경우가 많으며 이로 인해 가결산이익 정보공시의 정보효과가 희석화됨에 따라 자본시장의 정보의 불균형을 제거하고 신뢰성 있는 정보를 시장에 신속히 전달하고자 하는 제도의 목적을 달성하기 어려운 것으로 주장하였다. 즉 감사보고서일 이전에 공시된 가결산이익만이 의사결정에 유용한 정보로서 시장에서 받아들여지고 있음을 의미한다.

다음으로 가결산 정보와 기업의 특성간의 관계를 살펴본 논문으로는 아래와 같다. 장지인과 전영순(2002)은 정기주총일 전에 언론에 자발적으로 가결산이익을 공시하는 기업의 특성과 공시유인을 분석하고 정기주총일의 주가반응에 대한 선점효과를 분석하였다. 분석결과는 기업의 규모가 크고, 전문투자자들의 지분율이 높으며, 영업성고가 높은 기업들이 자발적으로 사전공시를 하는 경향이 있었다. 또한 사전공시를 한 기업의 경우 정기주총일의 기업의 주가반응이 일반적으로 유의하지 않고, 사전공시가 없는 회계연도의 정기주총일을 전후로 한 기업의 주가반응은 유의하게 나타났다. 이는 정기주총일에 확정되는 이익정보가 사전공시를 통해 정기주총일 전에 이미 주가에 반영되어 정기주총일에는 유의한 주가반응을 초래하지 못하는 것을 의미한다. 전영순과 손준희(2005)는 자발적 공시를 중심으로 한 가결산이익의 과대공시와 기업특성 간의 관계를 살펴보았다. 기업규모가 작을수록, 기업의 경영성과가 열악할수록, 결산과정의 마지막 단계에

서 결정되는 유가증권평가손실 등이 매출액에서 차지하는 비율이 큰 기업일수록 가결산이익을 과대공시하는 경향이 있다는 분석결과를 제시하였다. 추가적으로 경영자를 견제하는 외국인지분이 높을수록 가결산 순이익이 과대 공시된 것으로 밝혀지는 경우 부정적인 주가반응이 가중되는 것으로 나타났다. 이와 관련하여 동 연구에서는 외국인투자자가 가결산 순이익의 과대 공시에 대한 감시기능을 수행하고 있다고 해석하였다.

선행연구와 본 연구의 차이점은 아래와 같다. 첫째, 선행연구에서는 가결산이익에 관한 연구표본을 공정공시제도와 수시공시제도 표본 중 하나에 초점을 맞추어 분석한 반면, 본 연구에서는 이를 확장하여 수시공시 가결산이익 예측치와 공정공시 가결산이익 예측치를 동시에 분석함을 통해서 정보간 공시유형의 차별성을 검증하고 있다. 이는 제도적 특성에 따른 경영자 예측정보의 속성을 이해하는데 도움이 될 것으로 판단된다. 둘째, 선행연구에 추가하여 정정보고 기업특성을 분석하였다. 정정보고에 관심을 둔 이유는 손익구조의 변경과 관련된 수시공시의 경우 많은 기업이 정정보고를 하고 있는 것으로 나타났으며, 기업이 이에 대한 오용의 가능성이 있다고 판단되었다. 마지막으로 선행연구(전영순과 손준희 2005)의 경우 1996년에서 2003년에 걸쳐 언론을 통해 기업이 공시한 자료를 이용하였으나, 본 연구는 공정공시제도(2002. 11) 시행 이후의 연구표본을 대상으로 하고 있다.

2.3 가결산이익 공시의 정확성

기업의 가결산이익 정보는 외부감사 이전에 공시되는 것으로서 다음과 같은 이유에서 사업보고서의 수치와 다를 수 있다. 첫째, 기업이 외부감사 없이

자체적으로 작성하는 것이므로 전문성의 부족으로 인해 정확성이 떨어질 수 있다. 다음으로 기업의 가결산이익의 추측 시기와 외부감사시기 사이에 경영자가 특정한 목표를 가지고 이익예측에 대해 왜곡할 가능성이 있다. 이러한 이유때문에 가결산이익은 신뢰성에 의문이 가는 정보가 될 가능성도 존재한다. 하지만 가결산 자료의 오용과 부정확성에 대해 현 공시규정은 외부 감사과정에서 정정될 경우 사후 정정보고를 일정시기에 공시만 한다면 기업이나 경영자에 대해 특별한 제재를 가하지 않고 있다(손성규와 이은철 2005; 여은정 2005). 가결산이익의 정정사유가 상술한 기업 전문성 부족 때문이라면 이러한 현행 규정은 합리적인 것이라고 볼 수 있으나, 만약 기업이 현 공시제도를 악용하여 잠정이익을 부풀린 후 정정하는 것이라면 제도에 허점이 있는 것으로 볼 수 있다. 최근 다수의 언론사에서는 가결산이익의 예측 공시와 관련된 정정보고의 허점에 대해서 우려와 지적을 하고 있다. 이와 관련된 대표적인 기사를 인용하면 다음과 같다.

뽕튀기 실적 발표 후 슬쩍 정정

(한국경제신문, 2009.03.21)

상장사들이 실적을 부풀려 발표했다가 외부 감사기관의 감사를 받고 나서 훨씬 악화된 경영 실적을 내놓는 '얇게 공시'가 극성을 부리고 있다. 일부 기업들은 회계 기준을 잘못 적용한 경우도 있어 투자자들의 주의가 필요하다는 지적이다. 20일 금융정보제공업체인 에프앤가이드에 따르면 12월 결산법인 중 자체 집계한 실적을 공시했다가 외감 기관의 감사를 받은 후 매출 영업이익 순이익 등을 고친 기업이 지난 18일까지 유가증권시장 56개사, 코스닥시장 57개사 등 113개사에 달한다. 대부분 최초 공시 때보다 악화된 실적을 내놓는 경우가 많다. 심지어

혹자를 냈다고 공시했다가 적자로 뒤집어진 경우도 있다. 증권업계 관계자는 "정정 공시를 내는 기업들 대부분은 최초 발표 때보다 매출과 이익이 크게 줄어든 실적을 내놓고 있다"며 "투자자들도 기업이 자체적으로 집계한 실적에 대해선 보수적으로 접근할 필요가 있다"고 지적했다.

위의 기사를 살펴볼 때, 자본시장 참여자의 정보 접근성을 제고시키기 위해 도입된 가결산이익에 대한 공시제도가 현행제도 하에서는 악용될 수 있는 가능성이 존재한다. 따라서 이러한 가결산이익의 정정 성향과 기업특성과의 관계를 살펴보는 것은 제도의 유용성을 파악하는 것에 도움이 될 수 있을 뿐 아니라 가결산이익 정보를 이용하고 있는 시장 참여자에게도 유용할 수 있다.

2.4 연구기설

본 연구에서 분석하고자 하는 내용은 크게 두가지로 나눌 수 있다. 첫째, 공정공시와 수시공시 두가지 제도를 통해 제공되는 가결산이익의 정보의 정확성이 공시유형별로 체계적인 차이가 있는가를 비교, 분석한다. 둘째, 기업이 가결산이익에 대해 정정보고를 할 경우, 수정정도와 기업의 재무적 특성과의 관계를 살펴본다.

2.4.1 공정공시 및 수시공시 가결산이익의 정확성 비교

선행연구들은 가결산이익의 시장효과와 특성을 분석함에 있어 공정공시와 수시공시를 구분하여 연구를 진행시켜 왔다.⁴⁾ 이는 자발적으로 공시되는

4) 손성규와 이은철(2005), 여은정(2005), 송인만과 박연희(2006)의 경우 수시공시제도에 의해 반영되는 가결산이익 정보이고, 전영순

정보와 '제도권' 안에서 수시공시의 형태로 전달되는 내용에는 차이가 존재할 가능성이 있기 때문이다(손성규와 이은철 2005). 본 연구에서는 이러한 논의를 확장하여 두 공시제도를 함께 분석함으로써, 제도적 특성 차이가 가결산이익의 특성에 어떠한 영향을 미치는지를 검증하고자 한다.

상술한 문헌연구에서 언급한 바와 같이 수시공시의 경우 규정상 열거된 주요경영사항의 발생 또는 결정사실이 있는 경우 동 사항의 선별 제공여부와 관계없이 공시의무가 발생하는 데 비해, 공정공시의무는 경영자 자발적으로 기업정보를 특정인에게 선별 제공하는 경우에만 발생한다. 따라서 공정공시제도에 의해 제공되는 가결산이익의 경우 경영자의 전략적인 선택이 가능하다는 점에서, 매출액, 영업손익, 당기순손익 등의 특정요건에 따라 강제화 되는 수시공시제도와는 차이점이 있다. 이와 같은 두 공시제도의 차이점 때문에 가결산 이익의 예측특성, 특히 예측편의(예측오차)가 공시유형에 따라 차이가 날 수 있다. 먼저, '자발적' 공정공시제도에 의해 제공되는 가결산이익에 대한 정보의 양과 질이 '의무적' 수시공시제도에 의해 제공되는 가결산이익에 비해 높을 가능성이 있다. 다시말해, 공정공시의 경우 경영자가 재량권을 사용해 기업이 유리한 방향으로 가결산 이익을 보고할 유인이 있으며, 이 경우 경영자의 이익조정행위 때문에 수시공시 가결산이익에 비해 공정공시를 통해 제공되는 가결산이익의 예측편의(예측오차)가 상대적으로 높아질 수 있다.

한편, 반대의 시각도 존재한다. 즉, 수시공시제도에 비해 공정공시제도의 경우 기업의 정보에 관심을 가지고 있는 재무분석가 및 잠재적 투자자 등의

정보이용자에게 자발적으로 정보를 제공한다. 따라서 기업이 가결산이익의 측정시 많은 시간과 노력을 투입하여 양질의 정보를 제공할 가능성도 존재한다. 또한 선행연구(손성규와 이은철 2005; 여은정 2005)에서 밝혀졌듯이 수시공시에 대한 가결산이익의 경우 외부감사로 인해 변동이 생겼다는 이유로 정정보고를 할 경우 공시정보의 질에 대한 부담은 거의 존재하지 않는다는 것을 알 수 있다. 다시말해, 수시공시의 경우 정정보고제도를 이용함으로써 기업이 가결산이익의 정확성에 큰 관심을 기울이지 않을 가능성이 있다. 이 경우, 공정공시제도에 의해 제공되는 가결산이익이 수시공시제도에 의해 제공되는 가결산이익에 비해 더 정확하고 편익이 낮을 것으로 예상된다.

이상과 같은 두 가지 상반된 가능성을 고려할 때, 공시제도의 유형에 따른 가결산이익의 예측편의차이는 실증적인 의문사항이라 판단된다. 따라서, 본 연구의 첫번째 가설은 아래와 같이 방향성 없는(non-directional) 형태로 설정한다.

연구가설 1: 공정공시제도 가결산이익의 예측편의(예측오차)는 수시공시제도 가결산이익의 예측편의(예측오차)와 유의한 차이가 있다.

2.4.2 가결산이익 정정보고와 기업의 특성간의 관계

본 연구의 두 번째 연구주제는 가결산이익 정정보고와 기업특성간의 관계를 살펴보는 것이다. 선행연구에서는 가결산이익과 기업특성간의 관계를

과 손준희(2005)는 기업의 자발적으로 언론에 제공되는 가결산이익이다. 전영순과 손준희(2005)의 표본의 속성이 현재 공정공시제도로 통해 공시되는 정보와 그 속성이 유사하나, 표본기간이 1996년에서 2003년이므로 일부가 공정공시제도 시행 이후에 해당된다.

분석한 바 있다(전영순과 손준희, 2005). 이와는 달리 본 연구에서는 가결산이익 자체가 아니라 가결산이익에 대한 정정보고와 기업특성간의 관계를 살펴보았다. 가결산이익에 대한 정정보고는 공시정보의 신뢰성과 직접적인 관련성이 있다는 점에서 그 중요성이 있다. 경영자 예측정보에 영향을 미칠 것으로 본 연구에서 예상한 기업특성요인은 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 수익성(ROE), 추가장부가비율(MB), 외국인지분율(FOR), 및 감사인 유형(BIG)이다.

기업규모란 자본시장에서 차지하는 비중과 역할을 의미한다. 즉 기업의 규모가 클수록 이해관계자가 많아지므로 경영자는 보다 신뢰성 있는 정보를 공시할 유인이 높아지기 때문이다.⁵⁾ 따라서, 기업 규모와 경영자 예측정보의 정확성은 양(+)의 관계가 있을 것으로 예상되므로, 본 연구에서는 사후 가결산이익 수정정도와 기업규모와는 음(-)의 관계가 있다고 예상한다.

연구가설 2-1: 기업의 규모가 클수록 사후 가결산 예측 정정보고의 수정정도는 작다(정정예측편의 및 정정예측오차와 음(-)의 관계를 가진다).

부채비율은 기업 재무건전성을 나타내는 대표적인 지표로서 부채비율이 높을수록 기업은 재무적 곤경에 처할 가능성이 높아지며, 레버리지 효과로 인한 이익의 변동성 역시 높아지게 된다. 따라서 경영자는 의도적으로 낙관적인 예측을 제시하거나 정확성이 낮은 예측정보를 공시할 가능성이 높아질 수 있다. 반대로 부채비율이 높아질수록 기업에 대

한 외부 이해관계자가 많아지고 채권자의 경영자에 대한 감시기능이 높아진다면 경영자는 보다 정확한 예측정보의 공시를 통해 대리인비용을 낮추고자 하는 유인을 가질 것이다. 따라서, 부채비율과 예측정보의 정확성은 실증적으로 검증해야 할 사항으로 판단되므로 아래와 같이 귀무가설(null hypotheses)의 형태로 설정한다.

연구가설 2-2: 기업의 부채비율과 사후 가결산 예측 정정보고의 수정정도는 관계가 없다(정정예측편의 및 정정예측오차와 관계가 없다).

수익성의 경우 현재 기업 성과를 나타내는 지표로서, 기업의 수익성이 일정하게 유지가 되는 경우 기업이 이익을 유리하게 조작할 유인이 작으므로, 정정보고의 정도가 작을 것으로 예상된다. 따라서, 가결산이익 수정정도와 수익성과는 음(-)의 관계를 예상한다.

연구가설 2-3: 기업의 수익성이 높을수록 사후 가결산 예측 정정보고의 수정정도는 작다(정정예측편의 및 정정예측오차와 음(-)의 관계를 가진다).

추가장부가비율은 기업의 영업성과와 미래의 이익성장성(Penman, 1996)을 대변하는 지표이다. 경영자는 수익성이 낮고 미래 이익성장성이 낮은 경우 의도적으로 낙관적인 예측치를 제시하여 시장에서 관심을 얻고자 하는 유인이 존재한다. 반대로 수익성이 높고 미래 이익성장성이 높은 경우에도

5) 재무분석가의 예측정확성에 관한 연구(Brown et al. 1985; Bhushan 1989)에 따르면, 기업의 규모가 클수록 재무분석가 예측정보가 정확성이 비례하는 것으로 나타나고 있다.

실현이익의 변동폭이 크게 될 가능성이 있고 이에 따라 예측보고의 정확성이 낮아질 수 있다. 따라서 추가-장부가비율과 정정보고 기업의 수정규모와의 관계는 실증적 검토사항으로 판단된다.⁶⁾

연구가설 2-4: 추가-장부가비율과 사후 가결산 예측 정정보고의 수정정도 관계가 없다(정정예측편의 및 정정예측오차와 관계가 없다)

외국인투자자는 일종의 전문투자자로서 정보수집과 분석해석 능력이 일반투자자에 비해서 뛰어나다고 알려져 있고 외국인투자자는 내부감사자적인 역할을 할 것으로 기대된다.⁷⁾ 따라서 가결산이익의 정정보고의 수정정도와 외국인지분율과는 음(-)의 관계를 예상한다.

연구가설 2-5: 외국인 지분율이 높을수록 사후 가결산 예측 정정보고의 수정정도는 작다(정정예측편의 및 정정예측오차와 음(-)의 관계를 가진다).

BIG4/5 감사인이 높은 품질의 감사를 수행할 경우⁸⁾ 가결산이익의 오류를 상대적으로 잘 파악할 수 있을 것이다. 따라서 BIG4/5 감사인 일수록 가결산 수정 폭이 높을 것이다. 하지만 사전적으로 기업이 외부감사인의 질을 파악한다면, BIG4/5 감사인으로부터 감사를 받을 경우 가결산이익 정보를 왜곡할 유인이 억제될 가능성도 존재한다. 따라

서, 감사인유형(BIG)과 사후 가결산 정정보고의 수정 예측편의(예측오차)는 양방향성이 존재하므로 아래와 같이 귀무가설(null hypotheses)의 형태로 설정한다.

연구가설 2-6: 감사인유형과 사후 가결산 예측 정정보고의 수정정도는 관계가 없다(정정예측편의 및 정정예측오차와 음(-)의 관계를 가진다).

III. 연구설계 및 표본

3.1 연구모형

본 연구의 첫 번째 주제는 가결산이익의 공시유형별로 가결산이익 예측정보의 정확성에 체계적인 차이가 있는가를 검증하는 것이다. 이를 위해 다음과 같이 예측편의(BIAS)와 예측오차(ERROR) 두 가지를 측정하고 이를 종속변수로 사용한다.

$$\text{예측편의(BIAS)} = \frac{\text{가결산이익} - \text{실제이익}}{\text{기초자산}}$$

$$\text{예측오차(ERROR)} = \frac{|\text{가결산이익} - \text{실제이익}|}{\text{기초자산}}$$

예측편의(BIAS)는 가결산이익과 실제이익의 차이를 기초자산으로 나누어 측정된다. 가결산이익은

6) 전영순과 손준희(2005)은 기업의 성장가능성이 높을수록 향후 실현되는 이익의 변동폭은 커질 것이며, 따라서 경영자의 예측오차는 크고 부정확할 것으로 언급하고 있다.

7) 장지인과 전영순(2003)은 외국인 기관이 일반투자자에 비해 우월한 정보분석능력이 있으므로, 기업의 입장에서는 이러한 정보의 불균형을 줄이기 위해 자발적으로 가결산을 사전공시하는 것으로 보고하고 있다.

8) 감사관련 연구(DeAngelo 1981; Teoh and Wong 1993)에서는 BIG4 감사법인에 대해 감사의 질이 높다고 실증적으로 밝히고 있다.

대체로 과대공시되는 경향이 있으므로(문상혁 외 2006), 예측편의(BIAS)는 평균적으로 양(+)의 값을 가지게 된다. 예측정보의 정확성을 측정하는 또 다른 변수인 예측오차(ERROR)는 절대예측오차(absolute error)에 의해 측정된다. 예측치가 정확할수록 예측오차(ERROR)의 값은 작을 것이며, 예측정보가 부정확할수록 예측오차(ERROR)의 값은 클 것이다. 따라서 예측오차는 정확성과 음(-)의 관계가 성립한다.

관심변수는 수시공시와 공정공시제도의 유형에 따라 구분한 공시유형(TYPE)이다. 이는 수시공시제도에 의해 가결산이익이 공시될 경우 1, 공정공시제도에 의해 가결산이익이 공시될 경우를 0으로 구분한 더미변수이다. 예측정보가 정확할수록 예측오차(ERROR)의 값이 작아지므로 설명변수의 추정계수가 유의한 음(-)의 값을 가지면 당해 변수가 최초 잠정예측의 예측정확성을 제고하는 것이 된다. 만약 공시유형(TYPE)이 유의한 양(+)의 값을 가질 경우, 수시공시제도 하의 가결산이익이 공정공시제도 하의 가결산이익보다 부정확하다고 해석할 수 있다. 반대로 음(-)의 값을 가질 경우 수시공시제도 하의 가결산이익이 공정공시제도 하의 가결산이익보다 더 정확하다고 해석된다. 이상과 같은 두 가지 가결산이익 예측정확성지표 (BIAS와 ERROR)와 관심변수인 공시유형(TYPE)를 통제변수화 함께 다음과 같은 회귀모형을 이용한다.

[연구모형 1]

$$\begin{aligned} BIAS_{i,t} (ERROR_{i,t}) = & a_0 + a_1TYPE_{i,t} \\ & + a_2LHOR_{i,t} + a_3SIZE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} \\ & + a_5MB_{i,t} + a_6ROE_{i,t} + a_7FOR_{i,t} + a_8BIG_{i,t} \\ & + IndustryFixed + YearFixed + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

통제변수로 사용되는 변수들은 다음과 같이 계산된다. 예측시점(LHOR)은 가결산이익의 사전공시일부터 순이익의 사후 확정일까지 일수를 로그를 취해 측정된다. 기업규모(SIZE)는 해당년도 총자산에 자연로그를 취해서 구한다. 부채비율(LEV)은 총자산 대비 부채액으로 측정하며, 수익성(ROE)은 자기자본대비 당기순이익으로 측정된다. 주가장부가 비율(MB)은 총자산 대비 3월말 현재 시가총액으로 측정하며, 외국인지분율(FOR)은 해당 회계연도 말의 외국인투자자 지분율을 이용한다. 다음으로 감사인유형(BIG)은 외부감사법인이 BIG4/5에 해당되는 경우 1 아닌 경우 0으로 측정되었다. 마지막으로 Industryfixed와 Yearfixed는 개별 기업이 속해 있는 산업과 연도에 관한 더미변수로서 산업별 연도별 표본기업에 공통적으로 나타날 수 있는 횡적상관성(cross-sectional dependence)을 통제하기 위해 포함한다.

두 번째 연구주제는 가결산이익의 정정보고와 기업특성간의 관계를 살펴보는 것이다. 종속변수로 사용되는 변수는 정정예측편의(R_BIAS)와 정정예측오차(R_ERROR)이다.

$$R_BIAS = \frac{\text{가결산이익} - \text{정정보고 이익}}{\text{기초자산}}$$

$$R_ERROR = \frac{|\text{가결산이익} - \text{정정보고 이익}|}{\text{기초자산}}$$

정정예측편의(R_BIAS)를 측정하기 위해 가결산이익에서 정정보고 이익의 차를 기초자산으로 나누는 값을 이용한다. 가결산이익이 과대공시되는 성향을 살펴볼 때, 정정예측편의(R_BIAS)도 평균적으로 양(+)의 값을 예상할 수 있다. 정정예측오차(R_ERROR)는 정정예측편의(R_BIAS)에서 절대

값을 취해서 측정된다. 이는 앞서 예측오차(ERROR)와 마찬가지로 처음의 가결산이익예측이 정확할수록 정정예측오차(R-ERROR)의 값은 작게 되는 것을 의미한다. 따라서 정정예측오차(R_ERROR)는 정확성과 음(-)의 관계를 가지게 된다.⁹⁾ 본 연구에서 가결산이익의 정정보고의 성향에 영향을 미칠 것으로 고려되는 기업특성요인은 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 증가-장부가비율(MB), 수익성(ROE), 외국인지분율(FOR), 감사인유형(BIG)이다. 이들 변수의 측정은 첫 번째 연구모형과 동일하다. 또한 공시유형(TYPE)¹⁰⁾과 예측시점(LHOR)이 통제변수로 사용되고, 산업별, 연도별 더미변수로 표본기업에 공통적으로 나타날 수 있는 횡적상관성(cross-sectional dependence)을 통제한다.

[연구모형 2]

$$R_BIAS_{i,t} (R_ERROR_{i,t}) = a_0 + a_1TYPE_{i,t} + a_2LHOR_{i,t} + a_3SIZE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} + a_5MB_{i,t} + a_6ROE_{i,t} + a_7FOR_{i,t} + a_8BIG_i + IndustryFixed + YearFixed + \epsilon_{i,t}$$

3.2 표본선정

본 연구는 2006년부터 2008년까지 우리나라 유가증권시장 상장기업 중 가결산이익 공시기업을 대상으로 한다. 가결산이익과 관련된 이익예측치에 관한 자료는 DART의 공정공시 및 수시공시 항목에서 구했으며, 우리나라 기업의 재무자료는 KisLibrary에서 제공한 자료를 사용하였다. 표본

을 선정하는 기준은 결산 월이 12월인 기업, 기업의 재무자료와 증가자료를 추출할 수 있는 기업으로서 금융 산업 외의 기업이다.

12월 결산 기준은 결산 월의 차이에 따른 영향을 통제하기 위해서이며 금융관련업종은 기타 제조업종과 그 영업적 성격 및 회계보고 특성에 큰 차이가 있으므로 제외하였다. 최종 가결산이익에 관한 표본 수는 1,425개이고, 공정공시제도에 따른 공시는 191개 수시공시제도에 따른 공시는 경우 1,234로 나타났다.

<표 1> [Panel A]는 본 연구에서 공시유형별 가결산이익의 차이가 있는지를 분석하기 위한 표본으로서 연도별 가결산이익의 현황을 보여준다. 경영자의 자발적인 유인으로 실시되는 공정공시제도의 하의 공시 수시공시제도의 하의 공시에 비해서 1: 6 정도의 비율로서 현저히 그 예측치의 수가 작음을 알 수 있다. <표 1> [Panel B]에서는 가결산이익의 정정보고에 대한 현황을 보여주고 있다. 가결산이익의 정정보고에 관해서 특징적인 부분으로 공정공시의 경우 전체 현황이 191개 중 16개로 약 10% 미만으로 나타나 수시공시의 정정비율(52%)에 비해 정정보고를 적게 하는 것임을 알 수 있다. 또한 수시공시 중에서 정정 이후 하락의 비율은 전체 수시공시 항목 중에서 52.66%로 높게 나타나, 수시공시의 정정이 대체로 과대공시를 줄이는 방향으로 이루어지고 있는 것으로 나타났다. 수집된 표본에서 수시공시와 공정공시를 동일 일에 제공한 69개의 표본은 분석에서 제외하였다.¹¹⁾ 다음으로 <표 1> [Panel A]에서 상승의 의미는 가결산예측

9) 정정예측편의(R_BIAS)와 정정예측오차(R_ERROR)를 계산하기 위해 사용되는 정정보고 이익은 대체로 외부감사철수일 이후 보고 되고 있으므로, 실제로 실제이익과 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

10) 수시공시의 경우 외부감사 이후 정정보고가 50%이상 나타나고 있으나 공정공시의 경우 정정보고가 거의 나타나지 않는다(10% 미만).

11) 이를 표본에 넣고 분석하였을 경우에도 본 분석의 실증분석결과인 공정공시 가결산이익 예측치가 수시공시 가결산이익 예측치보다 상대적으로 더 정확하다는 분석결과와 큰 차이가 없었고, 정정보고 기업특성도 유지되었다.

〈표 1〉 표본의 분포

[PANEL A]: 가결산이익 공시유형별 연도별 표본의 분포 (1,425 개)

연도	비고	공정공시(191개)				수시공시(1,234개)			
		상승	하락	유지	총합	상승	하락	유지	총합
2006	개수	8	4	48	152	72	117	199	388
	비율(%)	13.33	6.67	80	100	18.56	30.15	51.29	100
2007	개수	7	3	60	70	60	115	204	379
	비율(%)	10	4.29	85.71	100	15.83	30.34	53.83	100
2008	개수	3	3	55	61	70	143	254	467
	비율(%)	4.92	4.92	90.16	100	14.99	30.62	54.39	100
총합	개수	18	10	163	191	202	375	657	1234
	비율(%)	9.42	5.24	85.34	100	16.37	30.39	53.24	100

[PANEL B]: 가결산이익 정정보고 공시유형별 연도별 표본의 분포 (652 개)

연도	비고	공정공시(16개)				수시공시(636개)			
		상승	하락	유지	총합	상승	하락	유지	총합
2006	개수	4	3	0	7	71	102	33	206
	비율(%)	57.14	42.86	0	100	34.47	49.51	16.02	100
2007	개수	4	3	0	7	55	108	37	200
	비율(%)	57.14	42.86	0	100	27.23	53.96	18.81	100
2008	개수	1	1	0	2	73	125	32	230
	비율(%)	50	50	0	100	31.74	54.35	13.91	100
총합	개수	9	7	0	16	199	336	103	636
	비율(%)	56.25	43.75	0	100	31.19	52.66	16.14	100

이 과소평가되어 사업보고서 상의 실제이익이 증가한 것을 의미한다. 반대로 하락은 가결산예측이 과대평가되어 사업보고서 상의 실제이익이 감소한 것을 의미한다. 유지의 경우는 위의 사례를 제외한 가결산예측과 사업보고서 상의 실제이익의 차이가 양측으로 5%내에 있는 표본을 의미한다(손성규와 이은철 2005). 수시공시의 경우 하락한 경우가 375개, 상승한 경우가 202개로 대체로 가결산이

이익이 과대평가되고 있음을 알 수 있다. 〈표 1〉 [Panel B]에서는 가결산예측과 정정공시를 비교하여 상승과 하락을 나타내었다. 가결산예측이 과소 계상되어 정정공시가 증가하는 경우를 상승으로 반대인 경우를 하락으로 표시하였다. 정정공시에서도 수시공시와 마찬가지로 가결산예측이 과대 계상되고 있으며, 이에 대하여 정정공시가 나타나고 있음을 알 수 있다.

IV. 실증분석결과

4.1 기술통계

〈표 2〉 (PANEL A)와 (PANEL B)는 본 연구에서 사용된 주요 변수에 대한 기술통계를 각각 가결산이익 표본과 정정보고 표본으로 구분하여 제시하였다.

가결산이익 표본 〈표 2〉 (Panel A)에서 종속 변수인 예측편의(BIAS)와 예측오차(ERROR)에 대한 기술 통계량을 비교하면 예측편의(BIAS)의 경우 평균과 중위수가 각각 0.002와 0.000으로 나타나 평균적으로 가결산이익이 낙관적으로 편의를 보이고 있음을 알 수 있다. 예측오차(ERROR)의 경우 평균과 중위수가 각각 0.004와 0.000으로 나타났다. 전체 표본 중에서 수시공시인 경우 1, 공정공시인 경우 0으로 설정한 변수인 공시유형(TYPE)은 평균값이 0.866로 나타나 기업의 가결산 공시에 대해 수시공시와 공정공시가 각각 6:1의 비율로 나타나고 있음을 알 수 있다.

다음으로 가결산이익을 공시하는 기업특성과 관련된 주요변수들의 기술통계를 살펴본다. 우선 예측시점(HOR)¹²⁾의 경우 평균과 중위수가 각각 47과 48으로 나타났다. 이는 우리나라의 많은 기업이 사업보고서를 3월 말 경에 공시하는 반면 것을 감안할 때, 기업의 가결산이익 정보는 2월 중순 경에 공시하는 것을 의미한다. 다음으로 기업규모(SIZE)의 경우 평균과 중위수가 1,397,496백만원과 210,859백만원이다. 상위 5%과 95%의 경

우 각각 38,617백만원과 6,211,000백만원으로 극단치가 존재하고 있음을 알 수 있다. 부채비율(LEV)의 경우 평균값이 0.454이고, 주가-장부가비율(MB)의 경우 평균값이 1.186으로 나타났다. 외국인지분율(FOR)은 평균이 11%로 선행연구(전영순과 손준희 2005)와 유사하게 나타났다.

〈표 2〉 (PANEL B)는 표본의 주요변수에 대한 기술통계를 보여 준다. 대체로 가결산이익 표본과 그 특성이 유사함을 알 수 있다. 정정예측편의(R_BIAS)의 경우 평균값이 0.008로 가결산이익이 과대공시가 되고 있으며 이에 대한 수정이 나타나고 있음을 알 수 있다. 정정예측오차(R_ERROR)의 경우 평균값과 중위수는 0.011과 0.001이며 이는 가결산이익의 평균보다는 크게 나타났다. 공시유형(TYPE)의 경우 평균이 0.976으로 나타나서, 〈표 2〉 (PANEL A)와 비교할 때, 큰 차이가 있었다. 이는 수시공시제도 하의 가결산이익의 공시는 외부감사이후 정정보고를 많이 하지만 공정공시제도 하의 가결산이익은 정정보고를 많이 하지 않기 때문이다. 다음으로 기업규모(SIZE)의 경우 (PANEL A)와 비교할 때 평균값이 876,043백만원으로 규모가 작은 기업이 정정공시를 하고 있음을 알 수 있다.

〈표 3〉은 주요 변수간 피어슨 상관관계를 제시하고 있다. (PANEL A)와 (PANEL B)는 각각 1,425개의 가결산이익 표본과 652개 정정보고 표본을 보여주고 있다.

〈표 3〉 (PANEL A)에서 공시유형(TYPE)은 예측편의(BIAS)와 0.071으로 유의한 양(+의) 상관성을, 예측오차(ERROR)와도 0.091로 유의한 양

12) 예측시점(HOR)은 본 연구의 실증분석에서는 정규성을 확보하기 위하여 자연로그를 취하여 LHOR이라는 변수로 사용된다. 자연로그를 취하였을 때 가결산이익 표본에서 평균값은 3.799 중위수는 3.871로 나타났으며, 가결산이익 정정보고 표본에서는 평균값과 중위수가 각각 3.145와 3.296으로 나타났다.

〈표 2〉 주요변수에 대한 기술통계

[PANEL A]: 가결산이익의 표본 (1,425 개)

변수	평균값	중위수	표준편차	5%	95%
BIAS	0.002	0.000	0.014	-0.003	0.014
ERROR	0.004	0.000	0.016	0.000	0.020
TYPE	0.866	1.000	0.341	0.000	1.000
HOR(일)	47.400	48.000	18.530	22.000	70.000
SIZE(백만)	1,397,496	210,859	5,049,625	38,617	6,211,000
LEV	0.454	0.468	0.198	0.124	0.763
MB	1.186	0.831	1.076	0.305	3.323
ROE	-0.023	0.055	3.473	-0.494	0.230
FOR	0.110	0.042	0.149	0.000	0.451
BIG	0.379	0.000	0.485	0.000	1.000

[PANEL B]: 가결산이익의 정정보고 표본 (652 개)

변수	평균값	중위수	표준편차	5%	95%
R_BIAS	0.008	0.000	0.041	-0.006	0.032
R_ERROR	0.011	0.001	0.049	0.000	0.034
TYPE	0.976	1.000	0.155	1.000	1.000
HOR(일)	26.255	27.000	11.605	8.000	44.000
SIZE(백만)	876,043	180,515	2,262,799	33,892	3,923,775
LEV	0.480	0.494	0.199	0.139	0.789
MB	1.297	0.805	2.598	0.291	3.351
ROE	-0.191	0.043	1.797	-0.830	0.239
FOR	0.085	0.026	0.128	0.000	0.354
BIG	0.379	0.000	0.486	0.000	1.000

여기에서, BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 확정되는 순이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, ERROR는 BIAS의 절대값, R_BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 정정된 가결산이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, R_ERROR는 R_BIAS의 절대값, TYPE는 수시공시인 경우 1 공정공시인 경우 0인 dummy variable, HOR은 가결산이익의 사전공시일부터 사후확정일까지 일수의 차이(정정표본의 경우 사전공시일부터 정정공시일까지 일수의 차이), SIZE는 총자산의 자연로그, LEV는 총자산 대비 부채비율, MB는 순자산 대비 3월말 현재 시가총액 ROE는 자기자본 수익률로서 순자산 대비 당기순이익으로 계산됨, FOR은 외국인 지분을 BIG은 외부감사인이 BIG4/5인 경우 1 아닌 경우 0인 dummy variable

(+)의 상관성을 보이고 있다. 이는 수시공시제도 하의 가결산이익이 공정공시제도 하의 가결산이익 보다 부정확한 공시가 되고 있음을 의미한다. 다음으로 기업특성변수와 예측편의(BIAS) 및 예측오

차(ERROR)의 상관성은 대체적으로 기존의 가결산이익의 특성에 관한 선행연구(전영순과 손준희 2005)의 결과와 유사하게 나타나고 있다. 기업규모(SIZE)와 예측편의(BIAS) 및 예측오차(ERROR)

〈표 3〉 주요 변수 간 상관관계

[PANEL A]: 가결산이익 표본 피어슨 상관계수 (1,425 개)

	ERROR	TYPE	LHOR	SIZE	LEV	MB	ROE	FOR	BIG
BIAS	0.798***	0.071***	-0.083***	-0.176***	0.074***	0.063***	-0.064**	-0.095***	-0.075***
ERROR		0.091***	-0.124***	-0.213***	0.107***	0.069***	-0.112***	-0.115***	-0.062**
TYPE			-0.197***	-0.199***	0.118***	-0.212***	-0.023	-0.278***	-0.100***
LHOR				0.349***	-0.100***	0.111***	0.126***	0.219***	0.092***
SIZE					0.143***	0.033	0.084***	0.461***	0.212***
LEV						-0.245***	-0.137***	-0.120***	-0.022
MB							0.000	0.217***	0.067**
ROE								0.053**	0.033
FOR									0.230***

[PANEL B]: 가결산이익 정정보고 표본 피어슨 상관계수 (652 개)

	R_ERROR	TYPE	LHOR	SIZE	LEV	MB	ROE	FOR	BIG
R_BIAS	0.932***	0.034	0.005	-0.255***	0.044	0.149***	-0.211***	-0.099**	-0.093**
R_ERROR		0.030	-0.002	-0.258***	0.040	0.149*	-0.216***	-0.111***	-0.069*
TYPE			-0.054	-0.097**	0.064*	-0.081**	-0.027	-0.175***	0.022
LHOR				0.129***	-0.037	0.100**	0.104***	0.093*	0.055
SIZE					0.183***	-0.070*	0.141***	0.479***	0.198***
LEV						-0.182***	-0.224***	-0.032	0.032
MB							-0.094**	0.111***	0.021
ROE								0.093**	0.057
FOR									0.134***

여기에서, BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 확정되는 순이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, ERROR는 BIAS의 절대값, R_BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 정정된 가결산이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, R_ERROR는 R_BIAS의 절대값, TYPE는 수시공시인 경우 1 공정공시인 경우 0인 dummy variable, LHOR은 가결산이익의 사전공시일부터 사후확정일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값(정정표본의 경우 사전공시일부터 정정공시일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값), SIZE는 총자산의 자연로그, LEV는 총자산 대비 부채비율, MB는 순자산 대비 3월말 현재 시가총액, ROE는 자기자본 수익률로서 순자산 대비 당기순이익으로 계산됨, FOR은 외국인 지분을 BIG은 외부감사인이 BIG4/5인 경우 1 아닌 경우 0인 dummy variable

와는 각각 -0.177과 -0.214로 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 가지고 있었다. 부채비율(LEV)의 경우에는 예측편의(BIAS) 및 예측오차(ERROR)의 경우 0.076과 0.108으로 유의한 양(+의 값을 가지는 것으로 나타났고 수익성(ROE)과 외국인지분율(FOR)은 예측편의(BIAS) 및 예측오차(ERROR)와 각각 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 파악되었다. 감사인유형(BIG)은 예측편의(BIAS) 및 예측오차(ERROR)와 -0.076과 -0.063으로 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 갖는다. 단일변량분석에서는 기업의 규모가 클수록, 수익성이 좋을수록, 외국인 지분이 높을수록 좋은 품질을 외부감사를 받을수록 가결산이익의 정보의 편의가 적고 더 정확한 것으로 파악된다. 반면에 부채비율이 높고 예측시점이 길고 추가-장부가 비율이 클수록 가결산이익이 부정확하게 공시되는 것으로 파악된다.

정정보고 표본(표 3) [PANEL B]에서도 위와 유사한 상관관계가 나타났다. 하지만 공시유형(TYPE)의 경우 정정예측편의(R_BIAS)와 정정예측오차(R_ERROR)의 상관관계의 유의성이 사라졌다. 이는 공정공시의 경우 정정보고가 거의 나타나지 않아서, 그 통계적 유의성을 검증하기 어렵기 때문이라고 판단된다. 다른 특징적인 부분으로는 [PANEL A]에 존재하던 예측시점(LHOR)과 예측편의(BIAS) 및 예측오차(ERROR)의 음(-)의 상관관계가 사라졌다. 이는 정정보고수정이 예측기간에 따른 확실성에 의해서 영향을 받는 것은 아닌 것을 의미한다.

가결산이익의 표본, 정정보고 표본 모두 변수간의 상관관계가 높은 것으로 나타나 다중공선성의 우려

가 있을 수 있으므로, 추가적으로 가결산이익의 표본과 정정보고 표본 모두 회귀분석시 분산팽창지수분석(Variance Influence Factor)을 실시한 결과 최대값이 2미만으로 나타나 다중공선성 문제는 심각하지 않다고 판단된다.

4.2 실증분석결과

4.2.1 공정공시 및 수시공시 가결산이익의 정확성 비교 실증분석 결과

〈표 4〉는 가결산이익의 공시유형이 예측편의와 예측오차에 미치는 영향을 알아보기 위한 [연구모형]의 회귀분석결과를 보여준다.¹³⁾

공시유형(TYPE)은 주요 관심독립변수로 예측편의(BIAS) 및 예측오차(ERROR) 모두 통계적으로 유의한 양(+의 값을 가지고 있다. 예측편의(BIAS)는 회귀계수가 통계적으로 10%내로 유의하게 나타났다. 다음으로 예측오차(ERROR) 연구모형(2)에서 보면 회귀계수는 0.003으로 통계적으로 5%내로 유의한 양의 값을 가졌다. 이는 수시공시의 경우 공정공시에 비해서 예측편의(BIAS)가 크고 예측정확성은 떨어지는 것을 의미한다. 이러한 결과는 수시공시와 비교하여 공정공시의 경우 경영자가 노력과 시간을 투입하여 기업의 외부 이해관계자에게 제공하고 있다고 해석된다.¹⁴⁾

다음으로 기업특성과 가결산이익 간의 관련성을 분석한 결과를 살펴보면, 기업규모(SIZE)의 경우 모든 회귀모형에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을

13) 극단치의 영향을 제거하기 위하여 기업규모를 제외한 변수들의 분포를 상, 하위 99%와 1%를 기준으로 조정하였다(winsorization). 상, 하위 95%와 5%를 기준으로 하였을 때에도 실증분석결과는 동일하였다.

14) 표본기간을 2009년으로 확장하였을 경우에도 본 연구의 결과와 동일하게 공시유형(TYPE)이 예측편의(BIAS)와 예측오차(ERROR)와 유의하게 양(+의 값으로 나타났다. 하지만, V. 추가분석의 관련 연구표본이 2008년으로 한정되어 있으므로 비교목적상 동일한 표본을 사용하기 위하여 본 연구의 표본기간을 2006년에서 2008년으로 한정한다.

〈표 4〉 가결산이익 공시제도 유형 별 정확성 비교

(연구모형 1)

$$BIAS_{i,t} (ERROR_{i,t}) = a_0 + a_1TYPE_{i,t} + a_2LHOR_{i,t} + a_3SIZE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} + a_5MB_{i,t} + a_6ROE_{i,t} + a_7FOR_{i,t} + a_8BIG_{i,t} + IndustryFixed + YearFixed + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상부호	종속변수=예측편의(BIAS)		종속변수=예측오차(ERROR)	
		회귀계수	T-값	회귀계수	T-값
Intercept	+/-	0.044***	5.30	0.073***	7.59
TYPE	+/-	0.002*	1.78	0.003**	2.15
LHOR	+	0.000	0.06	-0.001	-0.73
SIZE	-	-0.002***	-5.82	-0.002***	-7.02
LEV	+/-	0.008***	4.20	0.013***	5.54
MB	+/-	0.003***	4.06	0.004***	4.73
ROE	-	0.000	-1.20	0.000***	-2.68
FOR	-	-0.001	-0.22	-0.001	-0.16
BIG	+/-	-0.001	-1.36	0.000	-0.56
산업효과		통계		통계	
연도효과		통계		통계	
설명력(%)		5.35%		9.33%	
표본수		1,425		1,425	

여기에서, BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 확정되는 순이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, ERROR는 BIAS의 절댓값, TYPE는 수시공시인 경우 1 공정공시인 경우 0인 dummy variable, LHOR은 가결산이익의 사전공시일부터 사후확정일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값(정정표본의 경우 사전공시일부터 정정공시일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값), SIZE는 총자산의 자연로그, LEV는 총자산 대비 부채비율, MB는 순자산 대비 3월말 현재 시가총액 ROE는 자기자본 수익률로서 순자산 대비 당기순이익으로 계산됨, FOR은 외국인 지분율 BIG은 외부감사인이 BIG4/5인 경우 1 아닌 경우 0인 dummy variable

가진 것으로 나타났다. 이에 반해 부채비율(LEV)과 추가-장부가 비율(MB) 경우 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지고, 수익성(ROE)의 경우 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 기업의 규모가 클수록 기업의 수익성이 좋을수록, 재무건전성이 좋을수록 기업의 가결산 정보가 더 정확하다는 선행연구의 결과와 일치한다(전영순과 손준희 2005). 이외에도 예측시점(LHOR)과, 외국인 지분율(FOR)과 감사인유형(BIG)의 경우에는 통계적으로 유의하지는 않은 회귀분석결과가 나타났다. 선행연구에서 가결산이익 예측특성에 영향을 미

치는 변수들을 통제 한 후, 공정공시에 의해 제공되는 가결산이익은 수시공시에 의해 제공되는 가결산이익보다 덜 편향적이고 더 정확한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 수시공시제도에 의해 의무적으로 공시되는 가결산이익에 대해 경영자는 정정보고를 통해 책임을 회피하거나 예측정확성에 노력을 덜 기울이고 있으며, 상대적으로 기업정보에 관심 있는 재무분석가나 투자자에게 자발적으로 정보를 제공하는 공정공시 가결산이익의 에 대해 더 큰 관심을 가지고 많은 노력을 기울이는 것으로 해석될 수 있다.

4.2.2 가결산이익 정정보고와 기업의 특성간의 관계 실증분석 결과

<표 5>는 정정보고 기업의 가결산이익과 기업 특성 간의 관계를 살펴보는 회귀분석 결과를 보여준다. 공시유형(TYPE)의 경우 통계적으로 유의한 값을 가지지 못하였다. 이는 공정공시의 경우 가결산이익을 정정보고하는 경우가 적으므로(16 개), 특성차이를 발견하기 어려운 것으로 판단된다.

기업규모(SIZE)와 정정예측편의(R_BIAS)은 [연구모형 2]에서 회귀계수가 -0.008로 통계적으로

1%내에서 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 정정예측오차(R_ERROR)의 경우에도 회귀계수가 -0.006으로 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가졌다. 이는 기업규모(SIZE)가 클수록 정정보고의 수정폭이 작다는 것을 의미한다.

부채비율(LEV)의 경우 가결산이익 정정예측편의(R_BIAS)와 정정예측오차(R_ERROR)와 통계적으로 10%내에서 유의한 양(+의 값을 가진다. 이는 기업의 재무건전성이 낮을수록 가결산이익을 많이 수정하는 경향이 있는 것을 의미한다.

추가-장부가비율(MB)와 수익성(ROE)의 경우

<표 5> 가결산이익 정정보고 기업특성

[연구모형 2]

$$R_BIAS_{i,t} (R_ERROR_{i,t}) = a_0 + a_1TYPE_{i,t} + a_2LHOR_{i,t} + a_3SIZE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} + a_5MB_{i,t} + a_6ROE_{i,t} + a_7FOR_{i,t} + a_8BIG_{i,t} + IndustryFixed + YearFixed + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상부호	종속변수=정정예측편의(R_BIAS)		종속변수=정정예측오차(R_ERROR)	
		회귀계수	T-값	회귀계수	T-값
Intercept	+/-	0.299***	6.69	0.207***	5.48
TYPE	+/-	0.003	0.24	0.005**	0.49
LHOR	+	0.004	1.19	0.004	1.32
SIZE	-	-0.009***	-5.88	-0.008***	-5.92
LEV	+/-	0.017*	1.74	0.016**	1.91
MB	+/-	0.016***	3.94	0.013***	3.62
ROE	-	-0.003***	-3.26	-0.003***	-3.49
FOR	-	0.000	0.00	0.004	0.29
BIG	+/-	-0.002	-0.60	-0.003	-1.05
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
설명력(%)		14.47%		11.59%	
표본수		652		652	

여기에서, R_BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 정정된 가결산이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, R_ERROR는 R_BIAS의 절댓값 TYPE는 수시공시인 경우 1 공정공시인 경우 0인 dummy variable, LHOR은 가결산이익의 사전공시일부터 사후확정일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값(정정표본의 경우 사전공시일부터 정정공시일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값), SIZE는 총자산의 자연로그, LEV는 총자산 대비 부채비율, MB는 순자산 대비 3월말 현재 시가총액 ROE는 자기자본 수익률로서 순자산 대비 당기순이익으로 계산됨. FOR은 외국인 지분을 BIG은 외부감사인이 BIG4/5인 경우 1 아닌 경우 0인 dummy variable

통계적으로 유의하게 각각 양(+)과 음(-)의 값을 가진다. 이는 주가-장부가 비율이 기업의 성장성을 대표하는 것이라고 볼 때, 성장성이 높은 기업은 이익의 변동성이 크고 이에 따라 정정공시의 정확성이 떨어지는 것으로 해석된다. 수익성(ROE)의 경우에는 경영자가 편향적으로 가결산이익을 왜곡할 유인이 적으므로, 가결산 공시의 정정정보의 정확성도 제고되는 것으로 해석된다. 외국인지분율(FOR)와 감사인유형(BIG)의 경우 통계적으로 유의한 값은 얻을 수 없었다.

이상을 요약하면, 기업규모가 작은 기업일수록, 부채비율이 높은 기업일수록, 주가-장부가비율이 높고, 수익성이 낮을수록 가결산공시의 정정보고 수정폭이 크다. 이러한 결과는 정보비대칭이 큰 기업일수록, 기업의 경영성과가 열악할수록, 재무건전성이 낮은 기업일수록 가결산이익 예측을 내부적으로 통제하기 어렵고, 공시규정에 근거한 정정보고를 오용하는 것으로 해석할 수 있다.

V. 추가분석

5.1 정정분석 시장반응

정정보고와 관련된 추가분석으로 사건일 전후의 일별초과수익률(AR: Abnormal Return)과 이를 누적한 누적초과수익률(CAR: Cumulative Abnormal Return)을 산출하여 가결산이익 정정보고가 시장에서 유의한 반응을 보이는지를 분석하여 보았다. 초과수익률 산출을 위해서 개별기업의 주식수익률

에서 기업별 위험도를 고려하여 추정한 기대주가수익률을 차감하여 초과수익률을 측정하는 시장모형(Market Model)을 사용하였다. 시장모형에서 베타(β)를 측정하기 위한 추정기간은 사건 일을 기준으로 -250에서 -50까지 200일을 이용하고, 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Returns)은 일별초과수익률(AR)을 누적하여 아래와 같이 산출한다.

$$CAR_i(a,b) = \sum_{t=a}^b AR_{i,t}$$

여기에서 $CAR_i(a, b)$ 는 i 기업의 a 시점부터 b 시점까지의 누적초과수익률이며, $AR_{i,t}$ 은 i 기업의 t 시점의 초과주식수익률이다. 종속변수인 누적초과수익률은 정정보고일을 기준으로 $CAR_i(0, 1)$, $CAR_i(-1, 1)$, $CAR_i(-5, 5)$ 세 종류를 측정하여 사용한다. 독립변수인 수시공시일의 비기대이익(UE)은 수정이익과 최초 가결산이익의 차이를 기초시장가치로 나눈 값을 이용한다. 본 연구에서는 주가반응에 영향을 주는 기타요소들의 영향을 통제하기 위해 기업규모(SIZE)와 당기순손실여부(NE), 연도별 더미변수를 추가하였다. 기업의 규모를 통제한 이유는 규모가 큰 기업의 경우 이익공시 전에 시장에 이용가능한 정보가 많음으로 인해 실제로 이익이 공시되는 시점에는 비기대 정보가 적을 수 있기 때문이다(Atiase 1985).

[연구모형 3]¹⁵⁾

$$CAR(a, b) = a + \beta_1 SIZE + \beta_2 UE + \beta_3 NE + \beta_4 YearFixed + \varepsilon_{i,t}$$

15) $CAR(a, b)$ = 가결산이익 공시일 기준으로 a일부터 b일까지의 누적초과수익률
 $SIZE$ = 기초 시장가치에 자연로그를 취한 값

[연구모형 3]에서 정정보고가 시장에 정보로서 효과적으로 반영된다면 β_2 가 통계적으로 유의한 양(+)¹⁶⁾의 값을 가질 것이다.

〈표 6〉은 정정보고의 시장효과를 분석한 결과이다. 가결산이익이 수정보고되는 일을 기준으로 세 가지 누적초과수익률에 대한 가결산이익 정정보고 시장효과를 분석한 결과를 보여주고 있다. (-1, 0)의 경우 회귀계수가 0.092로 통계적으로 5%내에서 유의한 양(+)¹⁶⁾의 값을 가지고, (-1, 1)의 경우 회귀계수가 0.112로 통계적으로 10%, (-5, 5)의 경우 통계적으로 1%내에서 유의한 양(+)¹⁶⁾의 값을 가졌다. 본 연구의 결과는 2000년에서 2004년까지 가결산이익 정정보고의 시장효과를 연구한 선행 연구(여은정 2005)와 동일한 결과로, 가결산이익의 정정보고는 시장에서 정보로서의 유용성을 가진

다고 해석할 수 있다.

5.2 강건성 분석

5.2.1 전기 대비 증감률 통계

본 연구에서 수시공시는 직접사업연도대비 30% 이상(대규모법인의 경우 100분의 15)이라는 구조적 변경(유가증권시장 공시규정 제 7조 제①항 2호 마목 (3))에 대한 공시요건을 가지고 있는 반면, 공정공시는 자발적 공시로 이러한 요건을 가지고 있지 않다. 이와 같은 수시공시관련 손익구조의 주요한 변경은 당해 가결산 예측을 어렵게 할 체계적인 차이를 발생시키는 요인이 될 가능성이 있다.¹⁶⁾

본 연구의 목적이 공정공시 및 수시공시제도 간

〈표 6〉 추가분석- 시장반응

[연구모형 3]

$$CAR(a, b) = a + \beta_1 * SIZE + \beta_2 * UE + \beta_3 * NE + YearFixed + \epsilon_{i,t}$$

변수	[-1, 0]		[-1, 1]		[-5, 5]	
	회귀계수	T-값	회귀계수	T-값	회귀계수	T-값
Intercept	0.08**	2.59	0.10*	2.39	0.26**	3.36
SIZE	-0.00**	-2.76	-0.00*	-2.36	-0.0**	-3.29
UE	0.09*	1.98	0.11	1.81	0.31**	2.86
NE	0.00	1.23	0.00	0.51	0.01	1.13
연도효과	통제		통제		통제	
설명력(%)	2.07%		1.36%		4.02%	
표본수	652		652		652	

여기서, CAR(a, b)는 가결산이익 정정보고 공시일 기준으로 a일부터 b일까지의 누적초과수익률, SIZE는 기초 시장가치에 자연로그를 취한 값, UE는 수정이익과 가결산이익의 차이를 기초시장가치로 조정한 값, NE는 가결산이익이 손실이면 1, 아니면 0

UE = 비기대이익 = (수정이익-가결산이익)/기초시장가치

NE = 가결산이익이 손실이면 1, 아니면 0

16) 아래의 표는 공정공시 및 수시공시 표본 기업간 이익증가율의 차이에 대한 T-TEST결과를 보여주고 있다. 수시공시가 공정공시보다 통계적으로 1%내에서 유의하게 더 크게 증가하고 있는 것으로 나타나고 있다. 이는 수시공시의 공시요건이 30%(대규모기업인 경우 15%)의 손익구조변경을 기준으로 하고 있기 때문으로 판단된다.

특성차이가 기업의 가결산 정보의 특성에 어떠한 영향을 미치는가를 살펴보는 것에 있으므로, 이러한 공시규율과 관련된 내재된 특성들을 통제 한 후에도 연구결과가 강건하게 유지되고 있는지 살펴본다. 이를 위하여 이익과 매출액 전기 대비 증감률에 대한 두 변수를 설정하고, 이를 [연구모형 1]에 추가 통제하여 [연구모형 4]를 설정한다.

$$\text{전기 대비 이익증감률 (FLU1)} = \frac{|\text{당기순이익} - \text{전기 당기순이익}|}{|\text{전기 당기순이익}|}$$

$$\text{전기 대비 매출액증감률 (FLU2)} = \frac{|\text{당기 매출액} - \text{전기 매출액}|}{|\text{전기 매출액}|}$$

[연구모형 4]

$$\begin{aligned} \text{BIAS}_{i,t}(\text{ERROR}_{i,t}) = & a_0 + a_1 \text{TYPE}_{i,t} \\ & + a_2 \text{LHOR}_{i,t} + a_3 \text{SIZE}_{i,t} + a_4 \text{LEV}_{i,t} + a_5 \text{MB}_{i,t} \\ & + a_6 \text{ROE}_{i,t} + a_7 \text{FOR}_{i,t} + a_8 \text{BIG}_{i,t} \\ & + a_9 \text{FLU1}(\text{FLU2}) + \text{IndustryFixed} \\ & + \text{YearFixed} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

〈표 7〉은 이익 및 매출액 증감률에 대한 통제 후 공시유형이 가결산에 미치는 영향을 보여주는 회귀 분석 결과이다.

먼저 전기 대비 이익증감률(FLU1)을 통제 한 결과, 관심변수인 공시유형(TYPE)은 예측편의(BIAS)와 예측오차(ERROR) 모두 양측검증을 기준으로 통계적으로 5% 내로 유의한 양(+)의 값을 가지고 있다. 이는 앞에서 살펴본 [연구모형 1]의 결과

와 동일한 것으로 수시공시의 경우 공정공시에 비해 예측편의가 크고 예측정확성은 떨어지는 것을 의미한다. 이러한 결과로부터 이전 대비 30%변동이 있을 경우 공시해야 한다는 공시규율을 가진 수시공시가 가진 변동성요건을 통제 한 경우에도 가결산에 대하여 수시공시예측이 공정공시예측 보다 상대적으로 부정확하다는 기존의 결과가 강건하게 유지되고 있다는 것을 알 수 있다. 한편 전기 대비 매출액증감률(FLU2)을 통제 한 경우에서도 동일한 결과를 보이고 있으며, 전기 대비 이익증감률과 전기 대비 매출액 증감률을 절대값이 아닌 원 변수를 대입하였을 경우에도 관심변수인 공시유형(TYPE)은 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 유지하고 있는 것으로 나타났다.

5.2.2 감사일 전후의 공시특성 차이 통제

기업이 가결산에 대하여 감사일 이후에 공시할 경우 감사인에 의해 예측정보의 질이 영향을 받을 가능성이 있다(송인만과 박연희 2006). 따라서 만약 본 연구의 비교대상인 수시공시에 따른 가결산과 공정공시에 따른 가결산에 대하여 외부감사에 대한 특성의 차이가 존재한다면 두 공시제도의 비교에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 본 연구에서는 외부감사가 공정공시 및 수시공시에 영향을 미칠 가능성을 통제하기 위하여 감사일 이후의 표본을 제거한 후 [연구모형 1]에 대한 실증분석을 실시한다.¹⁷⁾ 이에 관한 회귀분석결과는 〈표 8〉에 제시

변수	집단	표본 수	평균	T-값
이익증가율	공정공시	191	0.1051	-8.61***
	수시공시	1,234	0.1998	
	차이		-0.0947	

17) 아래의 표는 감사보고서일을 기준으로 수시공시 및 공정공시 가결산 자료의 분포를 보여주고 있다. 수시공시가 감사보고서일 이전

〈표 7〉 공시규율에 관한 특성 -이익 및 매출액 증감률 통제

[연구모형 4]

$$BIAS_{i,t}(ERROR_{i,t}) = a_0 + a_1TYPE_{i,t} + a_2LHOR_{i,t} + a_3SIZE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} + a_5MB_{i,t} + a_6ROE_{i,t} \\ + a_7FOR_{i,t} + a_8BIG_{i,t} + a_9FLU1(FLU2) + IndustryFixed + YearFixed + \varepsilon_{i,t}$$

변수	예상 부호	종속변수 = 예측편의(BIAS)		종속변수 = 예측오차(ERROR)		종속변수 = 예측편의(BIAS)		종속변수 = 예측오차(ERROR)	
		회귀계수	T-값	회귀계수	T-값	회귀계수	T-값	회귀계수	T-값
Intercept	+/-	0.041***	6.03	0.077***	7.84	0.038***	5.82	0.074***	7.67
TYPE	+/-	0.002**	2.02	0.003**	2.08	0.002**	2.02	0.003**	2.08
LHOR	+	0.000	-0.46	-0.002	-1.18	0.000	-0.19	-0.001	-0.95
SIZE	-	-0.002***	-6.31	-0.003****	-7.09	-0.001***	-6.21	-0.002***	-7.00
LEV	+/-	0.007***	4.55	0.014****	6.06	0.007***	4.35	0.014***	5.90
MB	+/-	0.003***	4.56	0.005****	5.00	0.003***	4.59	0.005***	5.03
ROE	-	0.000	-1.17	0.000***	-2.20	0.000	-1.29	0.000**	-2.34
FOR	-	0.000	0.01	0.000	-0.04	0.000	0.00	0.000	-0.06
BIG	+/-	-0.001	-1.17	-0.001	-0.81	-0.001	-1.10	-0.001	-0.74
FLU1	+	0.000	-0.86	0.000	-0.75				
FLU2	+					0.000	1.46	0.000	1.45
산업효과		통제		통제		통제		통제	
연도효과		통제		통제		통제		통제	
설명력(%)		6.70%		10.04%		6.62%		9.93%	
표본수		1,425		1,425		1,425		1,425	

여기에서, BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 확정되는 순이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, ERROR는 BIAS의 절대값, TYPE는 수시공시인 경우 1 공정공시인 경우 0인 dummy variable, LHOR은 가결산이익의 사전공시일부터 사후확정일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값(정정표본의 경우 사전공시일부터 정정공시일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값), SIZE는 총자산의 자연로그, LEV는 총자산 대비 부채비율, MB는 순자산 대비 3월말 현재 시가총액 ROE는 자기자본 수익률로서 순자산 대비 당기순이익으로 계산됨, FOR은 외국인 지분을 BIG은 외부감사인이 BIG4/5인 경우 1 아닌 경우 0인 dummy variable, FLU1은 전기 당기순이익과 당기순이익의 차이를 전기 당기순이익으로 나누고 절대값을 취한 값, FLU2는 전기 매출과 당기 매출의 차이를 전기 매출로 나누고 절대값을 취한 값

공시되는 경우는 전체의 분포 중 약 73%로 나타나는 반면 공정공시의 경우 약 82% 가량 나타나고 있는 것으로 볼 수 있다. 분포에 큰 차이는 없으나 대체로 공정공시 가결산의 경우가 감사보고서일 이전 공시가 많이 나타나고 있음을 알 수 있다.

	감사보고서일 이전 공시	감사보고서일 이후 공시	합계
수시공시	908 (73%)	326 (27%)	1,236 (100%)
공정공시	157 (82%)	34 (18%)	191 (100%)
합계	1,065	360	1,425

〈표 8〉 감사보고서일 이후 공시 표본 제외 분석

[연구모형 1]

$$BIAS_{i,t} (ERROR_{i,t}) = a_0 + a_1TYPE_{i,t} + a_2LHOR_{i,t} + a_3SIZE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} + a_5MB_{i,t} + a_6ROE_{i,t} + a_7FOR_{i,t} + a_8BIG_{i,t} + IndustryFixed + YearFixed + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상부호	종속변수=예측편의(BIAS)		종속변수=예측오차(ERROR)	
		회귀계수	T-값	회귀계수	T-값
Intercept	+/-	0.037***	4.83	0.070***	6.39
TYPE	+/-	0.002**	1.98	0.003**	2.25
LHOR	+	0.000	0.03	0.000	0.11
SIZE	-	-0.001***	-5.39	-0.002***	-6.22
LEV	+/-	0.006***	3.02	0.010***	3.66
MB	+/-	0.003***	3.91	0.004***	3.86
ROE	-	-0.001	-5.89	-0.003***	-9.65
FOR	-	-0.001	-0.54	-0.001	-0.23
BIG	+/-	-0.001*	-1.70	-0.002	-1.61
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
설명력(%)		10.28%		17.86%	
표본수		1,065		1,065	

여기에서, BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 확정되는 순이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, ERROR는 BIAS의 절댓값, TYPE는 수시공시인 경우 1 공정공시인 경우 0인 dummy variable, LHOR은 가결산이익의 사전공시일부터 사후확정일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값(정정표본의 경우 사전공시일부터 정정공시일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값), SIZE는 총자산의 자연로그, LEV는 총자산 대비 부채비율, MB는 순자산 대비 3월말 현재 시가총액 ROE는 자기자본 수익률로서 순자산 대비 당기순이익으로 계산됨. FOR은 외국인 지분을 BIG은 외부감사인이 BIG4/5인 경우 1 아닌 경우 0인 dummy variable

되어 있다.

분석결과 관심변수인 공시유형(TYPE)은 종속변수를 예측편의(BIAS)와 예측오차(ERROR)로 사용한 경우 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 수시공시인 경우 공정공시보다 예측정확성이 떨어지고 있다는 것을 의미한다. 따라서 외부감사의 효과가 공정공시 및 수시공시의 가결산의 비교에 미칠 가능성을 통제하고서도 본 연구의 결과가 강건하게 유지되고 있음을 의미한다.

5.3 코스닥 시장과의 차이점

본 연구에서는 '유가증권시장 공시규정'에 따라 수시공시 및 공정공시를 구분하였기 때문에, 유가증권시장 기업만을 대상으로 분석이 이루어졌다. 하지만 선행연구에서는 가결산의 정보효과가 유가증권시장과 코스닥시장 간에 체계적인 차이가 존재하고 있는 것으로 나타났다(여은정 2005). 이는 유가증권시장과 코스닥시장은 규모와 공시 및 제도 환경측면에서 차이가 있기 때문이다. 예를들어 공정공시를 할 경우 규모가 크고 이해관계자가 많은

〈표 9〉 코스닥 시장 가결산이익의 공시제도 유형 별 정확성 비교

(연구모형 1)

$$BIAS_{i,t} (ERROR_{i,t}) = a_0 + a_1TYPE_{i,t} + a_2LHOR_{i,t} + a_3SIZE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} + a_5MB_{i,t} + a_6ROE_{i,t} + a_7FOR_{i,t} + a_8BIG_{i,t} + IndustryFixed + YearFixed + \varepsilon_{i,t}$$

변수	예상부호	종속변수=예측편의(BIAS)		종속변수=예측오차(ERROR)	
		회귀계수	T-값	회귀계수	T-값
Intercept	+/-	-0.107***	-2.94	0.424***	9.34
TYPE	+/-	0.012***	3.75	-0.022***	-5.43
LHOR	+	-0.004	-0.79	-0.005	-0.79
SIZE	-	0.004***	3.17	-0.016***	-9.76
LEV	+/-	-0.023***	-4.63	0.058***	9.29
MB	+/-	-0.001***	-1.04	0.011***	8.10
ROE	-	-0.024	-18.00	-0.011***	-6.63
FOR	-	-0.028	-2.52	0.015	1.08
BIG	+/-	0.001	0.26	-0.004	-1.48
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
설명력(%)		11.13%		14.82%	
표본수		3,150		3,150	

여기에서, BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 확정되는 순이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, ERROR는 BIAS의 절대값, TYPE는 수사공시인 경우 1 공정공시인 경우 0인 dummy variable, LHOR은 가결산이익의 사전공시일부터 사후확정일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값(정정표본의 경우 사전공시일부터 정정공시일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값), SIZE는 총자산의 자연로그, LEV는 총자산 대비 부채비율, MB는 순자산 대비 3월말 현재 시가총액 ROE는 자기자본 수익률로서 순자산 대비 당기순이익으로 계산됨. FOR은 외국인 지분을 BIG은 외부감사인이 BIG4/5인 경우 1 아닌 경우 0인 dummy variable

유가증권시장 소속 기업의 경우 공시품질에 많은 노력과 시간을 투입할 가능성이 있다. 따라서 이러한 시장 간의 특성차이가 가결산 예측편의 및 정확성에 어떠한 영향을 미칠 수 있는 가는 실증적 의문사항이다. 코스닥 시장에서 공시유형(TYPE)가 가결산 예측편의(BIAS) 및 예측오차(ERROR)에 어떠한 영향을 미치는 가를 살펴본 이에 관한 회귀 분석결과는 〈표 9〉에 제시되어 있다.

코스닥 시장의 가결산 총 표본은 3,206개이며 이 중에서 수사공시 가결산 예측은 2,804개이며,

공정공시 가결산예측은 362개에 해당된다. 분석결과 관심변수인 공시유형(TYPE)은 종속변수인 예측편의(BIAS)와는 1%내에서 유의한 양(+)의 관계로 나타났으나, 예측오차(ERROR)와는 1%내에서 유의한 음(-)의 관계로 나타났다. 이는 코스닥 시장에서 공정공시의 가결산예측이 더 부정확한 것을 의미한다. 이러한 결과가 나타난 원인으로서는 코스닥 시장 소속기업이 유가증권시장과 비교하여 재무분석가 및 시장참여자들의 관심이 적기 때문에 자발적 공시에 해당하는 공정공시의 품질을 제고하는

〈표 10〉 코스닥 시장 가결산이익 정정보고 기업특성

[연구모형 2]

$$R_BIAS_{i,t} (R_ERROR_{i,t}) = a_0 + a_1TYPE_{i,t} + a_2LHOR_{i,t} + a_3SIZE_{i,t} + a_4LEV_{i,t} + a_5MB_{i,t} + a_6ROE_{i,t} + a_7FOR_{i,t} + a_8BIG_{i,t} + IndustryFixed + YearFixed + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상부호	종속변수=정정예측편의(R_BIAS)		종속변수=정정예측오차(R_ERROR)	
		회귀계수	T-값	회귀계수	T-값
Intercept	+/-	0.132***	2.51	0.248***	3.34
TYPE	+/-	-0.004*	-0.46	0.002	0.15
LHOR	+	0.008****	3.50	0.010***	3.25
SIZE	-	-0.006****	-3.10	-0.012***	-4.06
LEV	+/-	0.012	1.60	0.029***	2.69
MB	+/-	0.002	1.27	0.007***	3.11
ROE	-	-0.021****	-12.06	-0.027***	-10.85
FOR	-	-0.014	-0.73	-0.019	-0.72
BIG	+/-	-0.005	-1.53	-0.007	-1.56
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
설명력(%)		17.40%		17.54%	
표본수		1,374		1,374	

여기에서, R_BIAS는 사전공시된 가결산이익과 사후 정정된 가결산이익의 차이를 기초시가로 조정된 값, R_ERROR는 R_BIAS의 절대값 TYPE는 수시공시인 경우 1 공정공시인 경우 0인 dummy variable, LHOR은 가결산이익의 사전공시일부터 사후확정일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값(정정표본의 경우 사전공시일부터 정정공시일까지 일수의 차이를 자연로그를 취한 값), SIZE는 총자산의 자연로그, LEV는 총자산 대비 부채비율, MB는 순자산 대비 3월말 현재 시가총액 ROE는 자기자본 수익률로서 순자산 대비 당기순이익으로 계산됨. FOR은 외국인 지분을 BIG은 외부감사인인 BIG4/5인 경우 1 아닌 경우 0인 dummy variable

데 노력을 기울이지 않을 가능성이 있기 때문이다. 다음으로 정정공시 기업의 특성을 분석한 회귀분석결과는 〈표 10〉에 제시되어 있다.

〈표 10〉에서 살펴보면 정정공시와 관련된 기업특성의 경우 유가증권시장에 대한 분석과 동일하게 나타났다. 기업규모가 크고 부채비율이 낮으며 수익성이 좋은 기업들의 가결산이 정정공시와 비교하여 정확하고 예측편의가 낮은 것으로 나타났다.

VI. 결론

오늘날 가결산이익 공시는 기업이 투자자에게 자발적으로 정보를 제공하려는 목적 혹은 기업의 손익구조의 변경을 투자자에게 알리려는 목적 등으로 지속적으로 이루어지고 있다. 선행연구에서는 이러한 기업의 가결산이익이 시장에서 중요한 정보로서 받아들여지고 있음을 밝히고 있다. 시장 참여자들이 가결산이익을 활용하고 있고 외부감사 이후의

사업보고서의 정보에 대한 대체재 혹은 보완재로서 그 역할을 하고 있는 것이다. 따라서 정보이용자의 입장에서는 기업의 가결산이익 정보의 특성을 이해하는 것이 합리적 투자사결정에 유용하다.

이를 위하여 본 연구는 선행연구를 확장하여 가결산이익이 공시되는 근거가 되는 공정공시제도 및 수시공시제도에 따라서 가결산이익의 예측정확성에 차이가 있는가를 분석하고, 가결산이익의 정정보고와 기업특성과의 관계를 살펴보았다. 연구결과 공정공시에 따른 기업의 가결산이익 예측치가 수시공시에서 다른 가결산이익 예측치보다 더 정확한 것으로 나타났다. 이는 공정공시의 경우 자발적으로 선택할 수 있는 공시로서, 많은 투자자의 관심의 집중으로 인해 기업이 비교적 짧은 시간에 검증이 되는 가결산이익 공시의 예측 정확성에 많은 노력을 기울이고 있음을 의미한다. 정정보고 기업을 대상으로 한 분석에서는, 정정보고 수정폭이 큰 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 재무적 건정성이 낮고 수익성이 낮은 기업으로 기업내부회계제도와 관련하여 전문성이 부족하거나 고의적으로 정정보고를 이용하는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구의 의의는 공시규정에 따라 기업의 가결산이익의 예측정확성에 체계적인 차이가 있다는 것을 밝힌 것에 있다. 이는 기업 공시 정확성과 관련된 후속연구에서 유용하게 활용될 수 있다고 판단된다. 또한 투자자의 입장에서 기업특성과 공시제도 유형에 따라 가결산이익의 정보를 차별적으로 이용하는 것이 합리적인 의사결정에 도움이 됨을 시사한다. 마지막으로 기업과 관련된 공시규정과 관련된 오용 가능성을 제시함으로써 정책적 시사점을 제공한다는 데 의의가 있다.

본 연구의 한계점으로는 확정된 회계이익을 발표하기 이전 주주총회소집공고에서 공시되는 기업의

가결산 이익을 고려하지 못하였다는 점이다. 이와 관련하여 주주총회소집공고에서 공시되는 예측정보는 어떠한 특성을 가지고 있는지를 살펴보고, 자발적 공시에 해당되는 공정공시 가결산 정보와의 체계적 차이를 살펴보는 것도 의미가 있다고 판단된다. 이를 추후의 연구과제로 남긴다.

참고문헌

- 금융감독원 (2003.12), "기업공시제도 해설(제2 수정판)".
 금융감독원 보도자료 (2002.9.9), "공정공시제도 도입방안".
 금융감독원 보도자료 (2003. 8. 22), "공시의무 위반행위에 대한 과징금 부과기준 개선"
 김우영 (2009). "잠정이익과 보고이익의 보수주의 및 감사효과", Working paper.
 문상혁, 이화진, 박종국 (2006). "가결산이익의 과대공시와 사외이사의 특성," *세무와 회계저널*(제7권 제4호): 133-151.
 손성규 · 이은철 (2005), "손익구조변경 수시공시의 정보효과에 대한 실증분석," *회계학연구*(제30권 제1호): 1-34.
 송인만 · 박연희 (2006), 가결산공시 시기의 적절성과 정보유용성. *회계학연구*(제31권 제1호): 151-181.
 여은정 (2005), "가결산 연간이익의 정정공시에 대한 시장반응과 재무분석가예측에의 영향," 박사학위논문 (연세대학교).
 장지인 · 전영순 (2003), "가결산결과의 사전공시 현황 및 공시기업의 특성과 주가반응의 선점효과", *회계학연구*(제28권 제1호): 79-107.
 전영순 · 손준희 (2005), "가결산 순이익의 과대공시와 기업특성 및 시장의 사후 감시기능," *회계학연구*(제30권 제1호): 79-105.
 한국경제신문 (2009. 03.21), "뿔튀기 실적발표 후 정정-암체공시 극성".

- Atiase, R., L. Bamber, and S. Tse (1989), "Timeliness of Financial Reporting: The Firm Size Effect and Stock Price Reactions to Annual Earnings Announcement," *Contemporary Accounting Research* 5: 526-552.
- Bhushan, R. (1989), "Firm Characteristics and Analyst Following," *Journal of Accounting and Economics* (July): 255-274.
- Brown, L., and M. Rozeff (1978), "The Superiority of Analyst Forecasts as Measures of Expectations: Evidence from Earnings," *The Journal of Finance* (March): 1-16.
- DeAngelo, L. (1981), "Auditor Independence, Lowballing and Disclosure Regulation," *Journal of Accounting Economics* 17: 113-143.
- Penman, S. (1996), "The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to Book Ratios and the Evaluation of Growth," *Journal of Accounting Research* 34 (Autumn): 235-259.
- Teoh, S. H. and T. J. Wong (1993), "Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient," *The Accounting Review* 68 (April): 346-366.

Appendix- 가결산이의 공시의 예

1) 수시공사-매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인은 15%)이상변경 (예: 두산건설)

1. 매출액 또는 손익구조 변동내용(단위:천원)	당해사업연도	직전사업연도	증감금액	증감비율(%)
- 매출액	1,939,946,009천원	1,798,046,668천원	141,899,341천원	7.9
- 영업이익	113,931,485천원	142,015,332천원	-28,083,847천원	-19.8
- 법인세비용차감전순이익	65,473,315천원	117,240,952천원	-51,767,637천원	-44.2
- 당기순이익	41,302,182천원	74,234,848천원	-32,932,666천원	-44.4
- 대규모법인여부	미해당			
2. 재무현황(단위:천원)	당해사업연도	직전사업연도		
- 자산총계	2,424,533,468천원	1,833,922,524천원		
- 부채총계	1,573,698,059천원	1,263,313,000천원		
- 자본총계	850,835,409천원	570,609,524천원		
- 자본금	411,735,485천원	410,773,485천원		
- 자본총계/자본금비율(%)	206.6%	138.90%		
3. 매출액 또는 손익구조 변동 주요원인	<ul style="list-style-type: none"> - 영업이익의 감소: 철근 등 원자재 가격 상승 - 법인세비용차감전순이익 및 당기순이익 감소: <ul style="list-style-type: none"> 1) 직전사업연도에 일회성이익 591억원(유가증권처분이익 354억원, 지분법이익 237억원)이 포함된 기저효과 2) 주택경기 침체에 따른 충당금 설정 등 			
4. 이사회결의일(결정일)	2009-02-04			
- 사외이사	참석(명)	4		
참석여부	불참(명)	0		
- 감사(감사위원) 참석여부	참석			
5. 기타 투자판단에 참고할 사항	<ul style="list-style-type: none"> - 상기내용은 외부감사인의 회계감사가 완료되지 않은 상태에서 작성되었으며, 내용 중 일부는 회계감사 결과에 따라 변경될 수 있음 			
	※ 관련공시	2009.02.02 (정정)결산실적공시 예고(안내공시)		

2) 공정공시-영업(잠정)실적(공정공시) (예: 엘지텔레콤)

※ 동 정보는 잠정치로서 향후 확정치와는 다를 수 있음.						
1. 실적내용						
구분(단위: 백만원, %)		당기실적	전기실적	전기대비증감율	전년동기실적	전년동기대비 증감율
		('08년4분기)	('08년3분기)		('07년4분기)	
매출액	당해실적	1,179,279	1,203,707	-2.03%	1,169,132	0.87%
	누계실적	4,797,951	3,618,672	-	4,585,520	4.63%
영업이익	당해실적	71,287	122,967	-42.03%	56,315	26.59%
	누계실적	379,049	307,762	-	323,945	17.01%
법인세비용차 감전순이익	당해실적	63,050	123,351	-48.89%	52,289	20.58%
	누계실적	362,883	299,832	-	320,069	13.38%
당기순이익	당해실적	40,522	99,380	-59.23%	56,059	-27.72%
	누계실적	283,559	243,038	-	275,289	3.00%
		-	-	-	-	-
2. 정보제공내역	정보제공자		LG텔레콤 금융/IR팀			
	정보제공대상자		증권사 애널리스트, 기관투자자 및 언론사 등			
	정보제공(예정)일시		2009년 1월 29일 오전 10시			
	행사명(장소)		2008년 경영실적 발표 컨퍼런스 콜 (마포구 상암동 LG텔레콤 본사 IR실)			
3. 연락처	공시책임자명(전화번호)		경영관리실장 김상돈 상무 (02-6920-1600)			
	공시담당자명(전화번호)		금융/IR팀 노지영 과장(02-6920-1622)			
	관련부서명(전화번호)		금융/IR팀(02-6920-1621)			
4. 기타 투자판단에 참고할 사항			※ 상기실적은 외부 감사인의 회계검토가 미완료된 자료로서 검토결과에 따라 수정될 수 있습니다. ※ 세부적인 자료는 당사의 홈페이지에 게시된 해당자료를 참조하여 주십시오 -홈페이지(www.lgtelecom.com)			
			※ 관련공시	2009년 1월23일 기업설명회 개최		

The Properties of Preliminary Financial Reports and Firm Characteristics of Restatement

Dongheun Lee* · Wooseok Choi** · Seung-Weon Yoo***

Abstract

In this study, we examine the property difference of preliminary financial reports by regulation types using 1,425 observations provided by DART database ranged from 2006 to 2008. Preliminary financial reports are announced mandatorily or voluntarily before actual earnings are finalized at the general shareholder meeting in Korean stock market. There are two kinds of preliminary financial reports by regulation types in Korean stock market. The first type of the preliminary financial report is called 'Timely disclosure'. Firms are required to disclose preliminary financial reports when they face the material change in the current net income compared to the prior net income. The other type of the preliminary financial report is called 'Fair disclosure'. Firms voluntarily disclose information regarding earnings forecasts for analysts and investors before they are audited. The main difference between the two types of preliminary financial reports is whether it is mandatory or not. As stated, the 'Timely disclosure' is mandatory while the 'Fair disclosure' is voluntary.

Prior research suggests that such preliminary financial reports have a tendency to be optimistic compared to actual earnings. One of reasons suggested by prior research is that there would be no serious penalty for the over-estimation if firms disclose the restatement of preliminary financial reports. In addition, market participants show significant reactions to preliminary financial reports, meaning that preliminary financial reports are useful in their decision making. In other words, market participants take the information from preliminary financial reports into account when they make investment decisions. However, those studies

* Korea University Business School

** Korea University Business School

*** Korea University Business School

do not take regulation types into account in examining the properties of preliminary financial reports. Moreover, their definitions of preliminary financial reports are generally mixed. Therefore, it may have additional empirical implications to examine the properties of preliminary financial reports by regulation types, such as Timely Disclosure and Fair Disclosure, especially in that the two types of disclosures show a significant difference: *mandatory* versus *voluntary*. The difference is likely to affect various aspects of financial reporting. We also investigate firm characteristics for the restatement of preliminary financial reports by using 652 restatements of preliminary financial reports.

In order to test our empirical hypotheses, we include regulation-type variables in OLS regressions for the properties of preliminary financial reports. From this test, we find that preliminary financial reports for Fair Disclosure is more accurate and less biased, compared to preliminary financial reports for Timely Disclosure. In addition, we regress the bias and accuracy on firm characteristics variables, such as firm size, leverage, ROE, and market to book value. From this test, we find that the larger firm size is, the more accurate restatements are, while the accuracy of restatements decreases when firms are more leveraged, and less profitable. Finally, we find that restatements are informative.

The findings of this study suggest that managers make less effort and take advantage of restatements when disclosing preliminary financial reports for mandatory Timely Disclosure, compared to for voluntary Fair Disclosure. In other words, the findings imply that the regulation type (mandatory versus voluntary) affects the properties of preliminary reports. We believe that this result provides insights not only for potential investors but also for regulators.

Key words: Preliminary Financial Reports, Restatement, Fair Disclosure, Timely Disclosure