

K-IFRS 공시품질과 재무분석가 이익예측분산도

배성호 (주저자)

고려대 경영대학
(duke@korea.ac.kr)

정석우 (교신저자)

고려대 경영대학
(jeong@korea.ac.kr)

오광욱 (공동저자)

고려대 경상대학
(avnini92@korea.ac.kr)

본 연구는 한국채택국제회계기준(Korean International Financial Reporting Standards: K-IFRS)을 적용한 재무정보의 공시품질이 재무분석가의 이익예측특성과 관련이 있는지를 규명하는데 목적이 있다. 이를 위해 재무정보의 공시품질을 금융감독원의 2011년 1분기 K-IFRS 기준 재무공시 사항에 대한 점검결과로 측정하며, 재무분석가 이익예측특성을 2011년 1분기 재무공시 전·후의 이익예측분산도(Forecast divergence)로 파악한다. 공시품질과 관련된 기존 선행연구들은 공통적으로 공시품질의 계량화를 중요한 요소로 지적하고 있지만 연구자들마다 정의하는 공시품질이 달라서 현재까지 단일화된 측정방법이 존재하지 않는다(Lang and Lundholm 1993; Botosan 1997; Heflin et al. 2005). 이러한 배경에서 금융감독원의 2011년 1분기 K-IFRS 기준 재무공시에 대한 지적사항은 재무정보의 공시품질(Disclosure quality)에 대한 직접적 측정치가 될 수 있다. 재무분석가의 이익예측분산도(Forecast divergence)는 2011년 연간영업 이익예측치에 대해 2011년 1분기 공시 이전의 예측치의 분산과 1분기 공시 이후 예측치의 분산의 비율로 측정하였으며 이를 위해 최종 4,825개의 영업이익예측치가 사용되었다.

실증분석결과는 다음과 같다. 공시미비사항이 많아서 공시품질이 상대적으로 좋지 않은 기업인 경우 재무분석가의 이익예측분산이 재무공시일 이후에 증가함을 확인하였다. 이는 공시품질이 양호하지 않아서 기업과 관련된 정보환경이 좋지 않아 발생한 결과로 해석된다. 아울러 K-IFRS가 재무상태표 중심이라는 속성을 고려하여 공시지적사항 중 재무상태표와 관련된 미비건수가 상대적으로 포괄손익계산서와 관련된 미비건수보다 많을 경우 재무공시일 이후 재무분석가의 이익예측분산이 증가함을 확인하였다. 이는 동일한 지적사항이지만 재무제표의 성격에 따라 정보환경에 미치는 영향이 다름을 의미한다. 마지막으로 2011년이 K-IFRS 본격 도입 원년임을 감안한다면 K-IFRS의 도입은 재무분석가에게 예측업무의 복잡성을 증대시키는 요인으로 작용할 것으로 판단되므로 이전에 비해 재무정보에 대한 의존도가 비재무정보에 대한 의존도 보다 높을 것이다. 따라서 재무정보에 대한 공시미비건수가 더 많을 경우 재무공시일 이후 재무분석가의 예측분산은 증가할 것으로 예상하였으며 실증분석결과 이를 지지하였다. 본 연구의 내적타당성을 추가로 확보하기 위해 이익예측치를 영업이익예측치에서 당기순이익예측치로 변경하여 동일한 분석을 수행했으나 결과는 유지되었으며, 이익예측분산도(Forecast divergence)를 이익예측정확도(Forecast accuracy)로 대체하여 분석해본 결과 공시품질이 좋지 않을수록 이익예측정확도는 떨어지는 것으로 나타나 주요 분석 결과를 지지하는 것으로 나타났다.

본 연구는 K-IFRS의 도입이 우리나라 자본시장 환경에 미치는 영향에 대한 연구라는 점과 K-IFRS 기준하의 공시품질의 정도에 따라 재무분석가로 대변되는 자본시장참가자들의 특성변화에 대한 연구가 아직 부족한 실정이라는 점에서 의미가 있다.

주제어: 한국채택국제회계기준(K-IFRS), 공시품질, 재무분석가, 이익예측분산도

1. 서론

본 연구는 한국채택국제회계기준(Korean International Financial Reporting Standards: K-IFRS)을 적용한 재무정보의 공시품질이 재무분석가의 이익예측특성과 관련이 있는지를 규명하는데 목적이 있다. 높은 품질의 공시는 정보불균형을 감소시켜 정보이용자들의 기업에 대한 미래 예측의 불확실성을 감소시킨다. 한국채택국제회계기준은 우리나라 기업들이 정기적으로 공시하는 회계정보의 품질을 높이기 위해 도입된바 한국채택국제회계기준의 적용에 따라 공시되는 정보가 우리 자본시장참여자들에게 어떠한 영향을 미치고 있는가를 파악하는 것은 정책당국은 물론 모든 자본시장 참여자들에게 매우 중요하다. 이를 위해 재무정보의 공시품질을¹⁾ 금융감독원의 2011년 1분기 K-IFRS 기준 재무공시 사항에 대한 점검결과로 측정하여, 2011년 1분기 재무공시 전·후의 이익예측분산도(Forecast divergence)와의 관계를 분석한다. 공시품질과 관련된 기존 선행연구들은 공통적으로 공시품질의 계량화를 중요한 요소로 지적하고 있지만 연구자들마다 정의하는 공시품질이 달라서 현재까지 단일화된 측정방법이 존재하지 않는다(Lang and Lundholm 1993; Botosan 1997; Heflin et al. 2005). 이러한 배경에서 금융감독원의 2011년 1분기 K-IFRS 기준 재무공시에 대한 지적사항은 재무정보의 공시품질에 대한 직접적 측정치가 될 수 있

다.

2011년부터 시작되는 모든 상장기업들의 K-IFRS 의무적 도입은 우리나라 자본시장에 커다란 파급효과를 미칠 것으로 예상된다. K-IFRS는 재무제표의 형식적인 측면에서 이전의 K-GAAP에 비해 표시해야 할 최소한의 정보량만 규정하였을 뿐 구체적인 재무제표의 양식과 세부적인 공시정보의 범위에 대해서는 기업이 경제적 실질을 반영하여 공시하도록 기업의 재량에 맡기고 있다. 그 결과 K-IFRS 조기 도입사들의 경우 재무상태표 항목은 약 53% 감소하였으며, 포괄손익계산서 항목은 약 58% 감소하였음에 비해 주식의 페이지 수는 약 71% 증가하는 등 정보의 제공형태가 크게 바뀐 것으로 나타났다.²⁾ 즉 K-IFRS의 도입으로 공시의 성격이 이전의 규칙중심 회계기준인 K-GAAP에 비해 정성적으로 바뀔 수 있는 가능성이 커졌으며 아울러 기업의 경제적 실질반영이라는 명제하에 재무제표 작성주체의 재량권이 증가하게 된다. 그러나 이러한 원칙중심 회계로의 변화는 오히려 기업간 재무제표의 비교가능성을 저해할 수 있으며, 경영자의 기회주의적 재무보고 행태로 인해 최초 K-IFRS 도입 취지가 실무에 잘못 적용될 수 있다. 이에 금융감독원은 K-IFRS 정착기(2~3년) 동안 K-IFRS에 따른 정기보고서가 정보이용자의 관점에서 충실하게 작성되도록 유도하기 위하여 주권상장법인을 대상으로 2011년 1분기 공시재무보고서를 일제 점검하여 공시미비사항에 대해서는 정정공시 또는 차기 보고서에 미비사항을 수정반영하도록 하였다.³⁾

1) 공시품질(disclosure quality)은 정성적인 속성으로 인해 계량화가 쉽지 않은 반면 공시수준(disclosure level)은 측정은 용이하나 공시항목의 질적 속성을 제대로 반영하지 못한다는 점으로 인해 공시품질과 공시수준은 차이가 있다. 그러나 대부분의 연구에서는 실증결과 양자 간의 양(+)의 상관성으로 인해 공시품질과 공시수준을 동일한 의미로 사용하고 있다(Botosan 1997; 이상철 2011). 따라서 본 연구에서도 공시품질과 공시수준을 동일한 의미로 사용하며, 공시수준의 대용변수로 금융감독원의 2011년 1분기 공시보고서에 대한 지적 건수를 사용한다.

2) "K-IFRS 기반의 재무제표 분석과 기업가치 평가 심포지엄", 2011년 2월 23일.

3) "주권상장법인의 2011년 1분기 보고서 중 K-IFRS 재무공시 사항 점검결과 및 지도방안", 금융감독원 보도자료, 2011년 7월 7일.

이러한 금융감독원의 'K-IFRS 기준 공시미비사항에 대한 지적'은 공시품질과 관련한 연구기회를 제공한다. 선행연구에서는 연구자들이 공시품을 다양한 방법으로 계량화하려고 시도하였는데 공통적으로 평가자의 주관적 판단으로 인한 측정의 타당성이 한계점으로 지적되었다(Botosan 1997; 이정화와 손성규 2005; 김연화와 손성규 2009). 그러나 금융감독원의 'K-IFRS 공시미비사항에 대한 지적'은 공시품질의 측정이라는 점에서 기존 선행연구와 유사할 수 있으나 그 질적 속성이 다르다. 즉, 규제기관의 관점에서 공시재무정보가 정보이용자에게 어느 정도 유용한지에 대해 평가한 결과라는 점에서 기존 선행연구에서 측정된 공시품질과 관점의 차이가 있으며, 우리나라에 최초로 도입된 K-IFRS 공시정보에 대한 계량화된 공시품질이라는 점에서 제도적 배경이 또한 다르다고 할 수 있다.

본 연구는 이와 같이 새로운 관점에서 측정된 공시품질과 재무분석가의 이익예측분산과 어떠한 관계가 있는가를 분석한 결과 공시품질이 상대적으로 높은(낮은) 기업에 대해서 재무분석가의 예측분산이 재무공시일 이후 감소(증가)함을 확인하였다. 이는 공시품질이 양호하지 않아서 기업과 관련된 정보환경이 좋지 않아 발생한 결과로 해석된다. 아울러 K-IFRS가 재무상태표 중심이라는 속성을 고려하여 공시지적사항 중 재무상태표와 관련된 미비건수가 상대적으로 포괄손익계산서와 관련된 미비건수보다 많을 경우 재무공시일 이후 재무분석가의 예측분산이 증가함을 확인하였다. 이는 동일한 지적사항이지만 재무제표의 성격에 따라 정보환경에 미치는 영향이 다름을 의미한다. 마지막으로 2011년이 K-IFRS 본격 도입 원년임을 감안한다면 K-IFRS의 도입은 재무분석가에게 예측업무의 복잡성을 증대시키는 요인으로 작용할 것으로 판단되

므로 이전에 비해 재무정보에 대한 의존도가 비재무정보에 대한 의존도 보다 높을 것이다. 따라서 재무정보에 대한 공시미비건수가 더 많을 경우 재무공시일 이후 재무분석가의 예측분산은 증가할 것으로 예상하였으며 실증분석결과 이를 지지하였다. 본 연구의 내적타당성을 추가로 확보하기 위해 이익예측치를 영업이익예측치에서 당기순이익예측치로 변경하여 동일한 분석을 수행했으나 결과는 유지되었으며, 이익예측분산도(Forecast divergence)를 이익예측정확도(Forecast accuracy)로 대체하여 분석해본 결과 공시품질이 좋지 않을수록 이익예측정확도는 떨어지는 것으로 나타나 주요 분석 결과를 지지하는 것으로 나타났다. 본 연구는 K-IFRS의 도입이 우리나라 자본시장 환경에 미치는 영향에 대한 연구라는 점과 K-IFRS 하에서 공시품질의 정도에 따라 재무분석가로 대변되는 자본시장참가자들의 특성변화에 대한 연구라는 점에서 그 의미가 있다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 I 장에 이어 제 II 장에서는 선행연구와 이를 바탕으로 본 연구의 가설을 제시한다. 제 III 장에서는 본 연구를 검증하기 위한 연구방법을 제시하며, 제 IV 장에서는 표본에 대해 기술한다. 제 V 장에서는 실증분석 결과를, 제 VI 장에서는 추가분석을, 마지막으로 제 VII 장에서는 본 연구의 결론을 기술한다.

II. 선행연구 및 연구가설

2.1 공시품질과 기업의 정보환경

공시품질에 대한 선행연구에 따르면 공시품질이

높은 기업일수록 기업과 관련된 정보비대칭 현상이 감소하여 정보위험이 낮아지게 된다. 감소된 정보위험은 궁극적으로 자본비용을 절감시키는 효과가 있는데 Botosan and Plumlee (2002)는 AIMR의 공시점수와 배당평가모형을 근거로 추정된 자기자본비용과의 관계에 있어 연차보고서(annual report disclosure) 수준에서 유의한 음(-)의 상관을 실증적으로 확인하였다. Lambert et al. (2006)은 공시정보의 수준이 높을수록 자기자본비용의 감소효과가 존재함을 이론적으로 증명한 바 있다. 또한 Sengupta(1998)는 AIMR의 지표로 측정한 공시품질이 양호할수록 타인자본조달비용을 낮추는 효과가 있음을 실증하였다.

공시품질과 관련된 연구의 핵심은 공시품질의 측정에 있다. 그러나 선행연구에서는 공시품질의 측정에 대해 일관적인 방법론을 제시하지 못하고 있는데, 선행연구에서 주로 사용된 공시품질의 대응치는 크게 두 가지 방법으로 구분될 수 있다. 첫 번째는 대부분의 공시품질 관련 선행연구에서 사용되었던 미국의 투자관리협회(Association for Investment Management and Research: AIMR)에서 발표한 공시평가 지표를 활용하는 방법이다 (Lang and Lundholm 1993, 1996; Welker 1995; Sengupta 1998; Botosan and Plumlee 2002; Heflin et al. 2005). 이 지표는 AIMR에 소속된 각 산업별 전문 재무분석가들이 연차공시정보(annual published information), 분기 및 기타공시정보(quarterly and other published information), IR자료 등(investor relations and related aspects)을 근거로 기업의 공시품질에 대해서 계량화한 것이나 이 공시지표는 1997년 이후부터 평가작업이 중지되어 최근의 자료를 사용할 수 없다는 한계점이 있다. 두 번째 공시품질의 대응치는 연구자들의 합리적인 판단으

로 공시품질에 영향을 미칠 수 있는 요소들을 파악하여 새로운 지표를 추정하여 사용하는 방법이다. 대표적인 예로 Botosan(1997)에서 제시된 DSCORE는 기업의 배경(background information), 과거 경영실적(ten- or five- year summary of historical results), 주요 비재무지표(key non-financial statistics), 추정 정보(projected information), 경영진의 현황보고(management discussion and analysis)를 근거로 하여 공시품질을 계량화하였다. 국내 연구에서도 김연화와 손성규(2009)는 공시품질을 증권선물거래소로부터의 불성실공시 지적여부, 신속스크린에 의해 금융감독원으로부터 정정권고를 받았는지 여부, 사업보고서상의 정보인 회사의 개황 등 총 11가지 지표에 의해 산정된 공시품질지표, 기업지배구조개선지원센터의 지배구조평가 등급을 사용하였다.

결국 공시품질은 기업의 정보위험에 영향을 미치며 정보환경과 관련이 있으며 그 측정이 쉽지 않다. 본 연구에서 공시품질의 대응치로 사용하는 금융감독원의 K-IFRS 재무공시사항에 대한 공시감독 결과는 공시품질과 관련된 선행연구들에 비해 공시품질의 측정이 명확하다는 장점이 있다. 특히 K-IFRS제도 하에서의 직접적인 공시품질의 대응변수라는 점에서 기존 선행연구와 차별성을 가지며, 규제기관의 관점에서 측정한 강제공시 항목의 공시충실성이라는 점에서 그간의 공시와 관련된 선행연구에 비해 차별적이라 할 수 있다.

2.2 기업의 정보환경과 재무분석가

자본시장에서 정보중개자 역할을 하는 재무분석가는 기업과 외부정보이용자간의 정보불균형을 줄여주는 중요한 역할을 한다(Kothari 2001). 재무분

석가는 상대적으로 정보우위에 있는 기업의 정보를 수집하고 분석하여 외부정보이용자에게 전달하는 기능을 하는데, 이때 기업의 공시와 관련된 정보환경은 재무분석가의 정보전달 업무에 영향을 미칠 수 있다.

Brown et al. (1987b)은 재무분석가의 예측이 시계열모형보다 우월한 이유를 재무분석가들이 분석에 사용하는 기업의 정보특성에서 찾았는데, 재무분석가의 예측우위는 회사의 크기(dimensionality of the information set)와 양(+)의 상관, 전기 예측분산(variance of information observations)과는 음(-)의 상관을 나타내는 것으로 확인하였다. Barron et al. (1998)은 재무분석가가 처해있는 정보환경이 재무분석가의 이익예측분산과 정확도에 영향을 미침을 이론적으로 증명하였는데, 이를 통하여 실증연구에서 정보위험의 대응치로 재무분석가의 이익예측분산과 정확도를 사용할 수 있음을 제시하였다. Brown and Han(1992)의 연구는 기업과 관련된 정보환경이 변할 때 정보환경과 재무분석가 이익예측특성과의 관련성을 연구하였다. 만약 $t-1$ 기에 재무분석가들이 $t+1$ 기에 대한 이익예측을 하였다면 $t+1$ 기 이익예측치에 대한 사전적 예측분산이 형성되어 있을 것이다. 또한 재무분석가들이 $t-1$ 기 시점에서 t 기에 대한 이익예측을 하였고 t 기의 실제이익이 발표가 된다면 사후적으로 재무분석가들은 자신들의 t 기 예측치에 대한 정확도를 고려하여 $t+1$ 기의 예측치를 수정할 것이며, 이 때 $t+1$ 기의 사후적인 이익예측 분산이 형성될 것이다. 따라서 $t+1$ 기 이익에 대한 사전적 이익예측분산보다 사후적 이익예측분산이 작아짐을 확인하면서 기업의 이익공시로 인한 정보량이 많아지면 재무분석가 예측분산이 사후적으로 감소함을 밝혔다. 회계기준의 변경 또한 기업의 정보환경이 변화될 수 있는 요소

이며 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미칠 수 있다. Peek(2005)은 1988년부터 1999년까지 네덜란드 기업 중 자발적으로 회계기준을 변경한 기업들을 대상으로 회계기준의 변경적용이 재무분석가 이익예측치에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 연구하였다. 연구결과 역사적 원가에서 현행원가로의 변경과 같은 원가체계의 변경이나 비용화(expensing) 중심 회계정책에서 자산화(capitalization) 중심 회계정책으로의 변경과 같은 중요한 회계변경에 대해서 기업이 사전공시하지 않은 경우 재무분석가의 예측정확도는 떨어지는 것으로 나타났다. 이를 통하여 회계기준의 변경 또한 기업의 정보환경을 변화시켜 재무분석가 이익예측치에 영향을 미칠 수 있는 요인임을 확인하였다.

결국 기업의 정보환경은 재무분석가 이익예측치에 영향을 미치는 요소이며 정보환경이 좋을수록 재무분석가의 이익예측분산과 이익예측오차는 감소함을 알 수 있다. 이러한 정보환경은 공시품질로 측정가능한데 본 연구에서는 금융감독원의 2011년 1분기 K-IFRS 재무공시사항에 대한 공시감독 결과를 개별기업의 공시품질에 대한 직접적 대응변수로 사용한다. 2011년 1분기 공시사항에 대해 금융감독원의 지적건수가 많은 기업은 상대적으로 그렇지 않은 기업에 비해 공시품질이 좋지 않다고 할 수 있으며, 기업과 관련된 정보환경이 상대적으로 양호하지 못하여 재무분석가의 2011년 이익예측분산이 1분기 공시 이전보다 공시 이후에 증가할 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같은 [연구가설 1]을 도출한다.

연구가설 1: 2011년 1분기 K-IFRS 재무공시의 지적건수가 많을수록 1분기 공시 이후 재무분석가의 이익예측분산도는

커질 것이다.

K-IFRS에서 수익과 비용의 정의는 지분참여자와의 거래를 제외한 거래로부터 발생한 자산과 부채의 증감이라 하며, 손익을 자산과 부채의 변동결과로 해석한다. 또한 K-IFRS는 자산과 부채의 변동을 신뢰성 있게 측정할 수 없다면 수익과 비용을 인식하지 않겠다는 입장을 취하고 있다. 이는 이전의 K-GAAP이 실현주의에 기초한 수익인식기준을 채택하였던 것에 비해, K-IFRS는 수익의 실현 시점 이전이라도 자산 및 부채의 공정가치가 변동되었다면 그 결과에 대해 보고하여 정보이용자의 의사결정에 도움을 주는 성과보고(performance reporting)주의에 근간을 두었기 때문이다. 따라서 K-IFRS에서는 포괄손익계산서보다 재무상태표가 초점의 대상이 되는 재무제표이며, 이러한 재무상태표 관련 공시사항의 미비로 인한 지적건수가 포괄손익계산서에 대한 지적건수보다 많은 기업인 경우 정보환경이 상대적으로 양호하지 않다고 할 수 있다. 동일한 미비건이라도 재무제표에 따라 재무분석가에게 미치는 정보효과는 다를 것이기 때문이다. 따라서 다음과 같은 [연구가설 2]를 도출한다.

연구가설 2: 2011년 1분기 K-IFRS 재무공시의 지적사항 중 재무상태표와 관련된 지적건수가 포괄손익계산서와 관련된 지적건수보다 많을수록 1분기 공시 이후 재무분석가의 이익예측분산도는 커질 것이다.

K-IFRS 도입은 기업과 관련된 정보환경에 단순한 회계제도의 변경보다 더 큰 영향을 미친다. 구체적인 영향으로 첫째, K-IFRS는 재무제표의 세부적인 양식을 제시하지 않았으며, 공시 재무제표의 계정과목에 대해서도 특정한 언급이 없다. 아울러 수익과 비용에 대한 인식과 자산과 부채에 대한 측정에 있어서도 일관적인 기준이 없으며 개별기업이 처한 경제적 상황에 부합하는 회계처리를 하도록 제시하고 있다. 둘째, K-IFRS하에서의 주 재무제표는 연결재무제표이며, 경제적 실질에 따라서 여러 기업들이 하나의 경제적 실체에 해당한다면 연결재무제표를 작성·보고해야 한다. 이러한 개념적 변화는 기존 K-GAAP 기준하에서의 연결재무제표 작성대상 범위⁴⁾에 비해 K-IFRS 기준하에서는 실질지배력을 강조하면서 연결범위⁵⁾가 넓어졌다는 차이가 있다. 셋째, 자산과 부채의 평가시 공정가치 개념의 도입이다. 기존 K-GAAP하에서는 역사적 원가주의 원칙에 입각하여 자산과 부채를 측정하였으며, 부수적으로 순실현가치법이나 공정가치 평가법을 극히 제한적으로 인정하였으나, K-IFRS는 정보이용자들에게 목적적합한 정보를 제공하기 위하여 자산과 부채에 대한 측정시 공정가치로 평가하여 재무제표에 반영하게 한다.

K-IFRS도입에 따른 이상과 같은 변화된 환경은 기업을 분석하는 재무분석가에게 예측복잡성으로 작용하여 이익예측치에 영향을 미칠 수 있다.⁶⁾ 특히 K-IFRS의 도입으로 인해 재무제표의 표시체계가 바뀌게 되므로 재무분석가들이 이익예측시 이전보다 재무정보에 대한 의존도가 더 클 것이라 예상

4) (구)주식회사 외부감사에 관한 법률 시행령 제1조의 3항에 의거 기존 K-GAAP하에서의 연결대상범위는 ①50% 지분을 초과하여 보유하는 경우, ②30% 초과지분을 보유하는 최대주주인 경우, ③제시된 지분율에 미달하더라도 실질적인 지배력을 보유하는 경우이다. 다만 자산총계가 100억원 미만인 경우, 당좌거래가 정지된 회사, 청산·휴업중인 회사 등은 제외하도록 규정하고 있다.

5) IFRS하에서 연결대상 범위는 ①50% 지분율을 초과 보유하는 경우, ②지분율에 미달하더라도 실질 지배력이 있는 경우이다.

6) "비교가 불가능한 뒤죽박죽 IFRS". 한국경제, 2011년 6월 2일.

되는데, 만약 재무정보와 관련된 공시사항의 미비로 인한 지적건수가 비재무정보와 관련된 지적건수보다 많은 기업인 경우 정보환경이 상대적으로 불량하여 1분기 공시 이후 재무분석가의 이익예측분산은 증가할 것이라 기대된다. 따라서 다음과 같은 [연구가설 3]을 제시한다.

연구가설 3: 2011년 1분기 K-IFRS 재무공시 지적사항 중 재무정보와 관련된 지적건수가 비재무 정보와 관련된 지적건수보다 많을수록 1분기 공시 이후 재무분석가의 이익예측분산도는 커질 것이다.

III. 연구방법

3.1 연구모형의 설정

본 연구의 목적은 K-IFRS 환경하의 공시품질과 재무분석가의 이익예측분산도와와의 관계를 분석하고자 하는 것이다. 종속변수인 이익예측분산도(DIV)는 2011년 연간영업이익에 대해 재무분석가가 2011년 1분기 재무공시일 이전에 예측한 예측치의 분산⁷⁾과 1분기 재무공시일 이후에 예측한 예측치의 분산의 비율로 측정한다. 주요 관심변수인 공시품질은 2011년 1분기 K-IFRS 기준 재무공시보고서에 대한 금융감독원의 점검결과로 측정하여 연구 모형을

설정한다. 본 연구의 연구모형을 제시하면 다음과 같다.

[연구모형 1]

$$\begin{aligned} DIV = & \alpha_0 + \alpha_1 D_ERROR + \alpha_2 SIZE \\ & + \alpha_3 LEV + \alpha_4 ROA + \alpha_5 MB + \alpha_6 VOL \\ & + \alpha_7 HOR + \alpha_8 LISTING + \alpha_9 FOLW \\ & + Fixed_Effect + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

[연구모형 2]

$$\begin{aligned} DIV = & \beta_0 + \beta_1 SFP_D + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV \\ & + \beta_4 ROA + \beta_5 MB + \beta_6 VOL + \beta_7 HOR \\ & + \beta_8 LISTING + \beta_9 FOLW \\ & + Fixed_Effect + \zeta \end{aligned} \quad (2)$$

[연구모형 3]

$$\begin{aligned} DIV = & \gamma_0 + \gamma_1 FIN_D + \gamma_2 SIZE + \gamma_3 LEV \\ & + \gamma_4 ROA + \gamma_5 MB + \gamma_6 VOL + \gamma_7 HOR \\ & + \gamma_8 LISTING + \gamma_9 FOLW \\ & + Fixed_Effect + \eta \end{aligned} \quad (3)$$

여기서,

DIV : 재무분석가의 2011년 연간영업이익에 대한 예측치의 분산정도로서, [2011년 1Q 보고서 공시일 ~ 2011년 9월 27일까지⁸⁾ 재무분석가의 2011년 연간영업이익 예측치의 분산 ÷ 2010년 1월 15일부터⁹⁾ 2011년 1Q 보고서 공시일까지 재무분석가의 2011년 연간영업이익 예측치의 분산]

D_ERROR : 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대한 금융감독원의 재무공시사항 지적건수의 최소 자승값

7) 재무분석가 이익예측치의 분산은 분산의 속성을 고려하여 3개 이상의 예측치를 대상으로 산정하였다.

8) 재무분석가의 이익예측치가 2011년 9월 27일인 이유는 본 연구의 실증분석시점이 2011년 9월 27일이었기 때문이다.

9) 재무분석가의 이익예측치가 2010년 1월 15일부터인 이유는 FnGuide Database 기준으로 2011년 연간 영업이익에 대한 재무분석가의 최초 예측치가 공표된 시점이 2010년 1월 15일이기 때문이다.

SFP_D : 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대해서 금융감독원의 재무공시사항 지적건수 중 재무상태표 항목에 대한 지적건수가 포괄손익계산서 항목에 대한 지적건수보다 많은 경우 '1' 그렇지 않은 경우 '0'

FIN_D : 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대해서 금융감독원의 재무공시사항 지적건수 중 재무수치와 관련된 항목에 대한 지적건수가 비재무수치와 관련된 항목에 대한 지적건수보다 많은 경우 '1' 그렇지 않은 경우 '0'

SIZE : 2010년 말 기준 자산총액의 자연로그

LEV : 2010년 말 기준 총 자산 대비 부채 총액 비율

ROA : 2010년 말 기준 총 자산 대비 당기순이익 비율

MB : 2010년 말 기준 총 자산 대비 2011년 3월말의 주가가치 비율

VOL : 2010년간 일별 주주수익률의 표준편차

HOR : 재무분석가 이익예측일로부터 2012년 3월말까지의 기간

LISTING : KOSPI 기업인 경우 '1', KOSDAQ 기업인 경우 '0'

FOLW : 2011년 1분기 K-IFRS 기준 보고서 공시일 이후부터 2011년 9월 27일까지의 재무분석가 이익예측치 수의 자연로그 값을 2011년 1분기 K-IFRS 기준 보고서 공시일 이전 재무분석가 이익예측치 수의 자연로그 값으로 나눈 변수

Fixed Effect : 한국표준산업 대분류 기준에 의해 분류된 산업더미

[연구모형 1]은 금융감독원의 공시사항 점검결과인 미비사항의 개수(D_ERROR)를 주요 관심변수로 설정하였으며, 공시미비사항의 개수가 많을수록 공시품질이 양호하지 않아서 1분기 실적공시일 이후 재무분석가의 2011년 영업이익예측치에 대한 예측분산은 1분기 실적공시일 이전의 예측분산보다 커질 것이라 기대한다. [연구모형 2]의 관심변수는 공

시미비사항이 직접적으로 영향을 미치는 재무제표가 재무상태표인지 여부(SFP_D)이다. 재무상태표에 대한 미비사항이 포괄손익계산서의 미비사항보다 많은 경우(SFP_D=1) 1분기 실적공시일 이후 재무분석가의 2011년 영업이익예측분산이 상대적으로 커져서 예측분산도(DIV)와 양(+)의 상관을 가질 것으로 예상된다. 이는 국제회계기준이 손익항목보다는 자산과 부채의 표시에 초점이 맞춰져 있기 때문이다. [연구모형 3]은 공시미비사항이 재무수치와 관련된 항목일 경우(FIN_D=1) 비재무수치와 관련된 항목에 비해 1분기 실적공시 이후 재무분석가 영업이익예측분산도(DIV)가 더 커질 것이라 기대한다. K-IFRS의 도입은 재무분석가에게 예측업무의 복잡성을 가중시키는 요인으로 작용하였을 것이므로 재무수치에 대한 의존도가 도입 이전보다 더 컸을 것이기 때문이다.

3.2 변수 설명

3.2.1 재무분석가 영업이익예측치의 분산도(DIV)

본 연구에서 사용된 재무분석가 영업이익예측치의 분산도는 기존의 선행연구들(Morse et al. 1991; Brown and Han 1992)에서 사용된 방법론을 근거로 다음과 같이 측정한다.

영업이익예측 분산도 (Operating Income Forecast Divergence)	2011년 연간영업이익에 대한 2011년 1분기 실적공시일 이후 영업이익예측치의 분산
	2011년 연간영업이익에 대한 2011년 1분기 실적공시일 이전 영업이익예측치의 분산

Brown and Han (1992)은 기업의 연간 이익발표

시점에서 미래이익에 대한 재무분석가의 예측분산도가 가장 낮아짐을 발견함으로써, 정보환경의 변화에 대해 재무분석가가 체계적으로 반응함을 실증하였다. 이때 예측분산도의 개념은 연간이익 공표 전 재무분석가의 미래이익에 대한 예측치의 분산과 연간이익 공표 후 재무분석가의 미래이익에 대한 예측치의 분산의 비율인데, 이러한 측정방법을 통하여 이익공시와 같은 사건을 전후한 재무분석가의 이익예측특성의 변화를 파악할 수 있다. 본 연구에서는 2011년 1분기 K-IFRS 기준 재무공시일 이전 재무분석가의 이익예측특성이 재무공시 미비정도에 따라 공시일 이후에 어떻게 변경되는가를 검증하고자 하므로, Brown and Han (1992)의 방법론을 준용하여 이익예측분산도를 측정한다.

영업이익예측분산도(Operating Income Forecast Divergence)의 산식을 살펴보면¹⁰⁾ 2011년 1분기 실적공시일을 기준으로 분자와 분모가 구분되는데, 분모는 2011년 1분기 실적공시일 이전에 발행된 2011년 연간영업이익에 대한 재무분석가의 이익예측치를 대상으로 예측분산을 산정한 것이며, 분자는 2011년 1분기 실적공시일 이후에 발행된 재무분석가의 이익예측치를 대상으로 하여 동일하게 산정하였다. 재무분석가의 영업이익예측치의 분산을 산정하기 위하여 분석기간 이내에 재무분석가 이익예측치가 세 개 이상인 기업으로 한정하였다. 만약 이익예측분산도(Forecast divergence)가 1보다 큰 (작은) 값을 나타낸다면 2011년 1사분기 실적공시

이전(이후) 시점에 비해 이후(이전) 시점에서 재무분석가 이익예측치의 분산이 크다는 의미이다.

3.2.2 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대한 금융감독원의 재무공시사항 지적건수(D_ERROR)

K-IFRS 도입으로 기간간·기업간 비교가능성 저하 현상, 재무제표 표시에 있어 기업의 재량권 증대 가능성, 경영자의 기회주의적 재무보고 가능성 등 도입초기에 예상되는 문제점은 회계정보 이용자의 입장에서는 어느 정도 감수해야 할 불가피한 것으로 판단된다. 이에 금융감독원은 K-IFRS 정착기(2~3년) 동안 K-IFRS에 따른 정기보고서가 정보이용자의 관점에서 충실하게 작성되도록 유도하기 위하여 2011년 1분기 공시보고서를 일제 점검하였다.¹¹⁾ 점검의 대상은 K-IFRS 기준에 따라 최초로 의무공시된 12월 결산 주권상장법인 1,597개사(유가증권 640사, 코스닥 957사)의 1분기보고서 재무관련 사항의 형식요건과 재무제표 표시 및 주식 사항 공시의 충실성이었으며, 구체적으로 ①1분기보고서 재무관련 사항이 기업공시서식 작성기준을 준수하여 작성되었는지 여부, ②기준 회계기준(K-GAAP)과 K-IFRS의 차이조정에 대한 주식기재의 적정성 등 K-IFRS 제1101호 한국채택국제회계기준의 최초채택에서 요구하는 사항을 공시재무제표가 반영하였는지 여부, ③공정가치 평가시 사용한 가정 및 평

10) 본 연구에서는 영업이익예측치를 주된 이익예측치로 사용한다. 당기순이익예측치를 사용하지 않고 영업이익예측치를 사용한 이유는 ①K-IFRS 하에서 영업이익이 당기순이익보다 포괄손익계산서 및 주식에서의 표시방법에 대해 논란이 많았기 때문에 영업이익 수준에서 재무분석가의 예측차이를 실증해보는 것이 합목적하다고 판단했으며, ②표본 수와 관련하여 재무분석가의 2011년 연간 영업이익에 대한 이익예측치 수가 7,941개였던 반면 당기순이익 예측치 수는 7,415개로 나타나 상대적으로 예측치 수가 많은 영업이익예측치를 선택하였다.(표본 수는 2011년 9월 27일 현재 기준 FnGuide Database 상의 이익예측치 기준이며, 개별이익예측치와 연결이익예측치가 포함된 수치임)

11) "주권상장법인의 2011년 1분기 보고서 중 IFRS 재무공시 사항 점검결과 및 지도방안". 금융감독원 보도자료, 2011년 7월 7일.

가방법 등 K-IFRS에서 신규로 요구하는 공시사항의 공시여부, ④K-IFRS에서 명시적으로 요구하는 공시사항은 아니지만 정보이용자의 관점에서 재무제표 분석에 필요한 사항을 충실하게 기재했는지 등이다.¹²⁾

주권상장법인 1,597개사를 대상으로 총 86개 점검항목으로 시행된 일체 점검 결과 재무공시 사항의 지적건수(D_ERROR)를 본 연구의 주요 관심변수로 설정하며, 지적건수(D_ERROR)가 많은 기업일수록 공시품질이 양호하지 못하여 기업의 정보환경이 상대적으로 좋지 못한 것으로 예상되므로 지적건수(D_ERROR)와 재무분석가의 영업이익예측분산도(DIV)와는 양(+)의 상관을 나타낼 것으로 기대된다.

3.2.3 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대한 금융감독원의 재무공시사항지적 중 재무상태표 항목에 대한 지적(SFP_D)

금융감독원의 K-IFRS 정기보고서 재무공시사항에 대한 총 86개 점검사항을 재무제표의 관점에서 구분한다면 재무상태표 및 연결재무상태표, 포괄손익계산서 및 연결포괄손익계산서, 연결현금흐름표, 연결자본변동표, 기타 전체재무제표 공통사항 등으로 구성된다. 이 중 재무상태표 및 연결재무상태표의 계정잔액과 직접 관련이 있는 항목은 37개 항목이었으며, 포괄손익계산서 및 연결포괄손익계산서와 관련이 있는 항목은 20개 항목, 연결현금흐름표 등 기타 재무제표와 관련된 사항과 전체재무제표의 공통사항 등 재무상태표와 직접적 관련이 없는 항목은 29개 항목으로 구분된다.

〈표 1〉은 2011년 1분기 K-IFRS기준 공시보고서에 대한 금융감독원의 재무공시사항 지적형태를 주요 항목별로 예시하였으며, 본 연구에서는 재무상태표 관련 지적사항이 포괄손익계산서 등 다른 재무제표의 지적사항의 개수보다 많을 경우 재무상태표에 대한 지적(SFP_D) 변수를 '1'로 그렇지 않은 경우 '0'으로 측정하였다. K-IFRS는 손익의 표시보다 재무상태의 표현에 중점을 두고 있는 기준이므로 상대적으로 재무상태표에 대한 공시품질이 다른 재무제표에 비해 양호하지 않은 기업일수록 재무분석가의 예측에 영향을 미치는 재무정보환경이 더 나쁠 것이라 예상된다. 따라서 재무상태표에 대한 지적(SFP_D)과 재무분석가의 영업이익예측 분산정도(DIV)는 양(+)의 상관을 나타낼 것으로 기대된다.

3.2.4 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대한 금융감독원의 재무공시사항지적 중 재무수치 항목에 대한 지적(FIN_D)

금융감독원의 K-IFRS 정기보고서 재무공시 점검사항을 재무정보 관련사항·비재무정보 관련사항의 관점에서 구분한다면 총 점검항목 86개 중 전체재무제표의 수치와 직접 관련이 있는 항목은 57개 항목이며, 재무제표의 양적정보와 직접 관련이 없는 비재무 관련 사항은 29개 항목으로 구분된다. 항목별 세부적인 예시는 〈표 2〉와 같다.

본 연구에서는 재무정보 관련 지적사항의 개수가 비재무정보 관련 지적사항의 개수보다 많을 경우 재무수치항목에 대한 지적(FIN_D) 변수를 '1'로 그렇지 않은 경우 '0'으로 하여 측정하였다. K-IFRS

12) "IFRS 재무사항 공시충실성 감독강화". 세정신문. 2011년 9월 2일.

〈표 1〉 2011년 1분기 K-IFRS기준 공시보고서에 대한 금융감독원의 재무공시사항 지적 형태 예시

구분	주요 항목 예시
재무상태표 관련 (37개 항목)	<ul style="list-style-type: none"> · 금융상품 : 금융상품 범주별 구분표시 등 · 매출채권 : 매출채권의 재무상태표 또는 주식에 구분표시 등 · 대손충당금 : 대손충당금 설정현황 기재여부 등 · 재고자산 : 재고자산 또는 연결재고자산 현황 기재여부 등 · 매입채무 : 매입채무의 재무상태표 또는 주식에 구분표시 등 · 확정급여채무 : 확정급여채무 기말잔액 조정내역 등 · 자본항목 : 자본항목 위험관리에 대한 계량정보 등
포괄손익계산서 관련 (20개 항목)	<ul style="list-style-type: none"> · 판매비와 관리비 공시 · 영업손익 : 포괄손익계산서에 영업이익 표시여부 등 · 금융수익·금융원가 세부내역 공시 등 · 손상차손 : 손상차손 또는 손상차손 환입액 공시 등
공통사항 등 기타 항목 (29개 항목)	<ul style="list-style-type: none"> · 현금흐름표 및 자본변동표 공시여부 · 적절한 재무제표 명칭 사용 여부 · 검토받지 않은 사실을 중간재무제표 상단에 기재여부 등

〈표 2〉 2011년 1분기 K-IFRS기준 공시보고서에 대한 금융감독원의 재무공시사항 지적 형태 예시

구분	주요 항목 예시
재무정보 관련 (57개 항목)	<ul style="list-style-type: none"> · 재무상태표, 포괄손익계산서, 현금흐름표, 자본변동표 공시여부 · 매출채권, 대손충당금, 재고자산, 금융상품 등 재무상태표 관련 항목의 세부 주식에 대한 공시여부 · 금융수익, 기타수익, 영업손익 손상차손, 판매비와 관리비 등 · 포괄손익계산서 관련 항목의 세부 주식에 대한 공시여부 및 세부 주식의 공시여부 등
비재무정보 관련 (29개 항목)	<ul style="list-style-type: none"> · 재무제표 본문과 주식의 REFERENCE : 매출채권 등 · 회사가 선택한 회계처리방법 기재여부 · 감사(검토)받지 않은 사실을 중간재무제표 상단 기재여부 · 연결·개별재무제표의 순서가 맞는지 여부 등

의 도입이라는 회계환경의 변화는 재무분석가에게 이익예측시 복잡성의 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 재무분석가는 재무정보와 관련된 항목에 대한 의존도가 비재무정보와 관련된 항목에 대한 의존도보다 상대적으로 더 높을 수 있으므로 재무수치항목에 대한 지적(FIN_D)이 더 많은 기업일수록 재무분석가의 예측에 영향을 미치는 정보환경이 더

나쁠 것이라 예상된다. 따라서 재무수치항목 대한 지적(FIN_D)와 재무분석가의 영업이익예측 분산정도(DIV)는 양(+)의 상관을 나타낼 것으로 기대된다.

3.2.5 기타 통제변수

금융감독원 공시지적건수로 측정된 공시품질이 재무분석가 영업이익예측분산도에 미치는 영향을 파악하기 위해 회귀모형에서 추가로 관련 변수를 통제하였다. 우선 SIZE는 2010년말 기준 자산총액에 자연로그를 취한 값으로서 기업규모의 대용변수이다. 기업규모가 클수록 정보환경이 양호하여 정보비대칭이 감소할 수 있다(Bhushan 1989; Lang and Lundholm 1996). 그러나 K-IFRS와 같은 정보환경의 변동상황은 오히려 재무분석가에게 단기적으로는 예측능력을 떨어뜨릴 수 있는 요인이 되며 (Peek 2005) 이에 기업규모가 클수록 예측복잡성으로 작용할 가능성이 있다. LEV(부채비율)는 경영자의 이익조정 행위에 영향을 미치며 부채비율이 높을수록 경영자가 회계수치를 조정할 가능성이 높으며 재무분석가 이익예측치에 영향을 미치는 것으로 알려져 있다(정석우 2003; 안윤영 등 2006). ROA(자산수익률)와 MB(장부가치 대비 주식가치 비율)는 기업의 수익성 및 성장성과 관련된 변수로서 재무분석가 이익예측특성에 영향을 미친다(정석우 2003). VOL(추가변동성)이 큰 기업일수록 미래이익의 변동가능성이 높기 때문에 재무분석가의 예측업무는 어려워지므로 VOL(추가변동성)은 재무분석가 이익예측특성에 영향을 미친다. HOR(예측시점)은 예측시점이 재무분석가 이익예측치에 미치는 영향을 통제하기 위함이다(정석우 2003).

IV. 표본의 선정

4.1 표본선정 및 산업분류

본 연구는 2010년부터 2011년 1분기까지 상장·

등록된 법인을 대상으로 다음의 조건을 만족시키는 표본을 사용하였다.

- (1) K-IFRS 기준하의 개별/연결기준 2011년 연간영업이익예측치가 1분기 보고서 공시일 이전/이후 각각 3회 이상 존재할 것
- (2) K-IFRS 기준하의 2011년 1분기 재무공시를 하였고 금융감독원으로부터 K-IFRS 재무공시 사항에 대해 점검 및 지적을 받은 기업일 것
- (3) 금융감독원 공시사이트(<http://dart.fss.or.kr>)에서 2011년 1분기 보고서와 2011년 반기 보고서 공시일이 조회가능한 기업일 것
- (4) 결산월이 12월인 기업
- (5) 비금융업인 기업

본 연구는 재무분석가의 2011년 영업이익예측치에 대한 분산을 K-IFRS 기준하의 개별재무제표 기준 예측치와 연결재무제표 기준 예측치로 각각 구분하여 산정하였다. 재무분석가 영업이익예측치에 대한 분산을 산정하기 위해 조건 (1)과 같이 2011년 1분기 재무공시일 이전과 이후 각각 3회 이상의 예측치가 존재하는 기업을 대상으로 하였다. 재무분석가 이익예측치는 2011년 영업이익예측자료가 FnGuide Database에서 최초 공시된 2010년 1월 15일부터 본 연구의 실증분석 수행기간인 2011년 9월 27일까지를 대상으로 하였다. 조건 (2)는 K-IFRS 하에서 공시품질을 측정하기 위한 사항이며, 조건 (3)은 기업마다 1분기 공시보고서 실제출일자가 상이하므로 공시일 이전과 이후를 구분하기 위해 추가된 사항이다. 조건 (4)는 표본의 동질성을 위함이고, 조건 (5)는 금융업의 재무제표 형식 및 산업의 특성이 일반 기업과는 상이하기 때문에 비교가능성을 제고하기 위함이다. 재무자료는 Kis-Value

Library, 상장사협의회 TS-2000 및 Fn-Guide에서 추출하였다. 추가로 본 연구에서 사용된 변수들의 이상치를 통제하기 위하여 자연로그로 표준화한 변수와 더미변수를 제외한 연속변수는 상·하위

1% 수준에서 조정(winsorization)하였다. 이상의 조건을 모두 충족하는 표본은 최종 4,825개이며, <표 3>은 위의 조건을 만족하는 본 연구의 표본 구성 현황을 나타낸다.

<표 3> 표본 현황

[Panel A] 재무제표 작성기준 및 목표예측 시점에 따른 최초 표본의 분포

목표예측 시점기준	연결 기준	개별 기준	합 계
2011년 전체(*)	18,601 (223사)	7,013 (376사)	25,614 (455사)
2011년 연간	5,834 (209사)	2,107 (354사)	7,941 (445사)

(*) : 2011년 1분기, 반기, 3분기, 4분기, 연간예측을 의미한다.

[Panel B] 재무제표 작성기준에 따른 최종 표본의 분포

재무제표 작성기준	1분기 공시일 이전 2011년 영업이익 예측치	1분기 공시일 이후 2011년 영업이익 예측치	합 계
연결 기준	2,399	1,951	4,350 (54사)
개별 기준	145	330	475 (21사)
합 계	2,544	2,281	4,825

[Panel C] 산업별 표본분포

업 중 (대분류)	연결재무제표 기준 영업이익예측		개별재무제표 기준 영업이익예측		합계	%
	개 수	%	개 수	%		
제조업	3,191	0.73	245	0.52	3,436	0.71
전기, 가스, 증기 및 수도사업	57	0.01	0	0.00	57	0.01
건설업	102	0.02	11	0.02	113	0.02
도매 및 소매업	200	0.05	0	0.00	200	0.04
운수업	79	0.02	56	0.12	135	0.03
출판, 방송통신 및 정보서비스업	436	0.10	146	0.31	582	0.12
전문 과학 및 기술서비스업	252	0.06	17	0.04	269	0.06
예술, 스포츠 및 여가서비스업	33	0.01	0	0.00	33	0.00
계	4,350	100	475	100	4,825	100

〈표 3〉의 [Panel A]는 본 연구를 진행하기 위해 FnGuide Database에서 최초 수집한 재무분석가 이익예측치 현황이다. 2011년 전체시점에 대한 영업 이익예측치는 총 25,614개(455사)로 나타났다. 금융감독원의 공시점검대상 회사인 상장·코스닥 기업 수가 1,597개사임을 고려한다면 재무분석가의 coverage는 약 28.49%로 나타난다. 다음으로 2011년 연간 영업이익예측치의 개수는 7,941개로 2011년 전체 예측치 수에 비해 약 69% 감소하였으나 재무분석가의 coverage는 약 27.86%로 나타나 coverage의 급격한 감소는 나타나지 않았다. 본 연구에서 사용되는 이익예측분산도를 측정하기 위해서는 1분기 공시일 이전과 이후시점에 재무분석가의 이익예측치가 최소 3개 이상 존재하여야 한다. [Panel B]는 이러한 기준을 충족시키는 최종표본의 분포를 나타낸다. 최종표본의 수는 4,825개로 [Panel A]에서 제시한 2011년 연간예측치인 7,941개에 비해 약 39.24%감소하였음에 반해 기업 수는 약 83.15%가 감소하였는데, 이는 분석대상 기준일 이전 재무분석가의 이익예측치가 최소 6개 미만인 기업이 상대적으로 많았던 것이라 판단된다. 다음으로 [Panel C]의 표본의 산업별 분포에서 제조업이 약 71%, 출판, 방송통신 및 정보서비스업이 약 12%로 대부분의 표본을 구성하는 것으로 나타났다.

V. 실증분석결과

5.1 주요 변수의 기술통계

다음으로 〈표 4〉에서는 본 연구에 사용된 주요 변수들에 대한 기술통계 결과를 제시한다.

〈표 4〉에서 재무분석가 이익예측분산도(DIV)의 평균(중위수)은 1보다 작은 수치인 0.941(0.791)로 나타났는데 이는 1분기 공시일 이후의 예측분산이 공시일 이전에 예측분산보다 더 작음을 의미한다. 금융감독원의 공시지적건수(D_ERROR)는 평균 4건으로 나타났으며 1%와 99%의 위수는 0개에서 23개의 분포로 나타났다. 금융감독원 지적건수 중 재무상태표에 대한 지적건수가 포괄손익계산서보다 많은 경우(SFP_D=1)는 약 39.3%로 나타났으며, 재무비율에 대한 지적건수가 비재무비율에 대한 지적건수보다 많은 경우(FIN_D=1)는 약 61.7%로 나타났다. 기업규모(SIZE)는 평균과 중위수가 각각 29.669와 29.609로 나타나 분포의 왜곡현상은 크지 않은 것으로 판단되며, 부채비율(LEV)은 평균과 중위수가 각각 0.422와 0.488로 자기자본의 비중이 상대적으로 더 컸던 것으로 나타났다. 다음으로 〈표 6〉에서는 1분기 재무보고서 공시 전후의 재무분석가 예측분산에 대한 단일변량분석 결과이다.

〈표 5〉에서 평균차이 분석의 경우 연결재무제표 기준 영업이익에서 1분기 공시 이후의 재무분석가 이익예측분산이 0.0006으로서 1분기 공시 이전의 0.0010에 비해 0.0004만큼 1% 수준에서 유의하게 감소하는 것으로 나타났으며, 중위수 차이 분석의 경우에도 1분기 공시 이후의 예측분산이 0.0002로서 1분기 공시 이전의 예측분산 0.0003에 비해 0.0001 만큼 1% 수준에서 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이는 2011년 연결기준 연간영업이익 예측치에 대해서 재무분석가가 1분기 공시정보를 근거로 예측수정을 하여 예측분산이 작아졌다고 해석할 수 있다. 그러나 개별재무제표 기준 영업이익의 경우 평균분산 값은 공시 이전과 이후가 각각 0.0005와 0.0005로 통계적으로 유의한 차이가 나타나지 않았으며, 중위수분산 값은 공시 이전과 이

후가 각각 0.0002와 0.0002로 평균분산과 동일하게 시점별 유의한 차이가 나타나지 않았다. 이는 재무 분석가가 분석대상 재무제표가 비록 K-IFRS 기준 하의 재무제표이지만 개별 기업에 대한 예측능력

〈표 4〉 주요변수의 기술통계

변수	Mean	1%	25%	Median	75%	99%	Std
DIV	0.941	0.150	0.718	0.791	0.896	2.732	0.453
N_ERROR	4.040	0.000	1.000	2.000	6.000	23.000	4.930
D_ERROR	1.624	0.000	1.000	1.414	2.449	4.796	1.184
SFP_D	0.393	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	0.488
FIN_D	0.617	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	0.487
SIZE	29.669	26.720	29.017	29.609	30.765	32.305	1.392
LEV	0.422	0.094	0.266	0.448	0.568	0.782	0.165
ROA	0.101	-0.029	0.053	0.084	0.153	0.379	0.081
MB	2.269	0.534	1.328	1.813	2.688	5.545	1.311
VOL	5.908	4.553	5.514	6.019	6.216	7.155	0.663
HOR	287	121	241	271	331	451	79
MKT	0.938	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
FOLW	1.246	0.528	0.795	0.841	1.643	3.033	0.669

여기서, *DIV*= 2011년 1분기 K-IFRS 기준 보고서 공시일 이후부터 2011년 9월 27일까지의 재무분석가 영업이익 예측치의 분산을 2011년 1분기 K-IFRS 기준 보고서 공시일 이전 영업이익 예측치의 분산으로 나눈 변수, *N_ERROR*= 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대해서 금융감독원의 주석사항 공시미비 지적건수, *D_ERROR*= 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대해서 금융감독원의 주석사항 공시미비 지적건수의 최소자승 값, *SFP_D*= 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대해서 금융감독원의 주석사항 공시미비 지적건수 중 재무상태표 항목에 대한 지적건수가 포괄손익계산서 항목에 대한 지적건수보다 많은 경우 '1' 그렇지 않은 경우 '0', *FIN_D*= 2011년 1분기 K-IFRS 기준 공시보고서에 대해서 금융감독원의 주석사항 공시미비 지적건수 중 재무수치와 관련된 항목에 대한 지적건수가 비재무수치와 관련된 항목에 대한 지적건수보다 많은 경우 '1' 그렇지 않은 경우 '0', *SIZE*= 2010년 말 기준 자산총계의 자연로그 값, *LEV*= 2010년 말 기준 (부채 총계 ÷ 자산총계)로 측정한 부채비율, *ROA*= 2010년의 당기순이익을 2010년 초의 자산총액으로 나눈 변수, *MB*= 2011년 3월 말 현재 주식 시가총액을 자기자본 장부가액으로 나눈 변수, *VOL*= 2010년간 해당 주식의 일별수익률의 표준편차를 규모조정된 변수, *HOR*= 재무분석가 영업이익예측일로부터 2012년 3월 말까지의 일수, *MKT*= KOSPI 시장에 해당하는 기업일 경우 '1', KOSDAQ 시장에 해당하는 경우 '0', *FOLW*= 2011년 1분기 K-IFRS 기준 보고서 공시일 이후부터 2011년 9월 27일까지의 재무분석가 이익예측치 수의 자연로그 값을 2011년 1분기 K-IFRS 기준 보고서 공시일 이전 재무분석가 이익예측치 수의 자연로그 값으로 나눈 변수.

〈표 5〉 2011년 1분기 보고서 공시 전후 재무분석가 이익예측분산에 대한 단일변량분석^(주)

재무제표 작성기준	Mean Difference			Median Difference		
	1Q 공시이전 [A]	1Q 공시이후 [B]	Mean-Diff. t([B]-[A])	1Q 공시이전 [A]	1Q 공시이후 [B]	Median-Diff. z([B]-[A])
연결재무제표 기준 영업이익	(N=2,399) 0.0010	(N=1,951) 0.0006	0.0004***	(N=2,399) 0.0003	(N=1,951) 0.0002	0.0001***
개별재무제표 기준 영업이익	(N=145) 0.0005	(N=330) 0.0005	0.0000	(N=145) 0.0002	(N=330) 0.0002	0.0000

(주) : 이익예측분산은 시점별 이익예측분산을 2010년 12월말 주가로 표준화하여 산정함

***, **, *는 각각 평균과 중위수에 대한 T-TEST와 WILCOXON 순위검정값에 대해 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미.

〈표 6〉 주요 변수간 상관관계(괄호안은 양측검정 p-value)

		Pearson Correlation											
Var.	DIV	D_ERROR	SFP_D	FIN_D	SIZE	LEV	ROA	MB	VOL	HOR	MKT	FOLW	
S p e a r m a n	DIV		0.37 (0.00)	0.48 (0.00)	0.21 (0.00)	-0.14 (0.00)	-0.00 (0.92)	0.04 (0.00)	0.13 (0.00)	0.28 (0.00)	-0.02 (0.13)	-0.105 (0.00)	0.59 (0.00)
	D_ERROR	0.50 (0.00)		0.76 (0.00)	0.49 (0.00)	-0.44 (0.00)	0.03 (0.02)	-0.04 (0.01)	0.11 (0.00)	0.19 (0.00)	-0.03 (0.07)	-0.32 (0.00)	0.68 (0.00)
	SFP_D	0.58 (0.00)	0.79 (0.00)		0.19 (0.00)	-0.36 (0.00)	0.13 (0.00)	0.13 (0.00)	0.26 (0.00)	0.18 (0.00)	-0.04 (0.01)	-0.32 (0.00)	0.77 (0.00)
	FIN_D	0.44 (0.00)	0.50 (0.00)	0.19 (0.00)		-0.20 (0.00)	-0.03 (0.04)	-0.04 (0.00)	0.01 (0.67)	0.35 (0.00)	0.01 (0.56)	-0.05 (0.00)	0.20 (0.00)
	SIZE	-0.08 (0.00)	-0.42 (0.00)	-0.32 (0.00)	-0.21 (0.00)		-0.02 (0.24)	-0.09 (0.00)	-0.43 (0.00)	-0.40 (0.00)	-0.00 (0.89)	0.45 (0.00)	-0.26 (0.00)
	LEV	-0.15 (0.00)	0.03 (0.02)	0.13 (0.00)	-0.05 (0.00)	-0.06 (0.00)		-0.39 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.28 (0.00)	-0.01 (0.40)	0.08 (0.00)	0.07 (0.00)
	ROA	-0.06 (0.00)	-0.11 (0.00)	0.10 (0.00)	-0.09 (0.00)	-0.06 (0.00)	-0.37 (0.00)		0.41 (0.00)	-0.12 (0.00)	-0.02 (0.24)	-0.05 (0.00)	0.14 (0.00)
	MB	0.02 (0.16)	0.09 (0.00)	0.22 (0.00)	-0.02 (0.13)	-0.38 (0.00)	-0.12 (0.00)	0.42 (0.00)	1.00	0.19 (0.00)	-0.00 (0.87)	-0.25 (0.00)	0.19 (0.00)
	VOL	0.35 (0.00)	0.27 (0.00)	0.22 (0.00)	0.43 (0.00)	-0.40 (0.00)	0.28 (0.00)	-0.15 (0.00)	0.17 (0.00)		-0.00 (0.89)	-0.13 (0.00)	0.12 (0.00)
	HOR	-0.07 (0.00)	-0.08 (0.00)	-0.11 (0.00)	-0.01 (0.55)	0.02 (0.10)	-0.02 (0.14)	-0.02 (0.21)	-0.02 (0.28)	-0.01 (0.65)		0.01 (0.44)	-0.06 (0.00)
	MKT	-0.21 (0.00)	-0.32 (0.00)	-0.32 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.37 (0.00)	0.05 (0.00)	0.03 (0.08)	-0.17 (0.00)	-0.13 (0.00)	0.04 (0.01)		-0.30 (0.00)
FOLW	0.66 (0.00)	0.63 (0.00)	0.80 (0.00)	0.15 (0.00)	-0.08 (0.00)	-0.01 (0.68)	0.03 (0.01)	0.16 (0.00)	0.07 (0.00)	-0.13 (0.00)	-0.29 (0.00)		

(주) 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 4 참조.〉

은 1분기 공시를 전후하여 큰 차이가 없다고 해석할 수 있다.

5.2 상관관계

다음으로 <표 6>은 본 연구의 연구모형에 포함된 주요 변수들에 대한 피어슨과 스피어만 상관관계를 제시한다. 주요 관심변수인 이익예측분산도(DIV)와 공시지적건수(D_ERROR), 재무상태표 더미변수(SFP_D), 재무변수 더미(FIN_D) 간에는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관을 나타내고 있다. 이는 본 연구의 연구가설을 지지하는 방향으로서 공시지적건수가 많아서 공시품질이 좋지 않을수록, 재무상태표 관련 지적이 상대적으로 포괄손익계산서 관련 지적보다 많을수록, 재무수치 관련 지적사항이 비재무수치 관련 지적사항보다 많을수록 2011년 영업이익예측치에 대한 예측분산은 1분기 공시 이후에 증가함을 의미한다. 기타 통제변수들 간의 상관관계에서 MB와 ROA간에 41%(피어슨 상관기준)의 유의한 양(+)의 상관이 관찰되었으나, 다중공선성(multicollinearity) 문제를 유발할 정도의 높은 상관은 아닐 수 있다.¹³⁾ 참고로 이후의 회귀분석결과에서는 다중공선성 문제를 명확히 하기 위하여 최대 분산팽창계수(VIF)를 보고하였는데 최대 분산팽창계수가 4를 넘지 않았으므로 다중공선성으로 인한 회귀분석 결과의 왜곡가능성은 낮은 것으로 판단된다.¹⁴⁾

5.3 실증분석결과

본 절에서는 제Ⅱ장에서 설정된 연구 가설들을 검증하기 위한 다변량 회귀분석결과를 제시한다.

[연구가설 1]은 금융감독원의 2011년 1분기 공시 보고서에 대한 지적건수(D_ERROR)가 많을수록 공시품질이 좋지 않아서 1분기 이후 재무분석가의 영업이익예측치에 대한 예측분산도(DIV)가 증가할 것이라 예상하였다. [표 7]의 [Panel A]의 회귀분석결과 DIV와 D_ERROR는 0.032($t=4.93$)으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관을 나타냄을 확인하여 [연구가설 1]이 지지됨을 확인하였다. 이를 통하여 기업의 공시품질이 상대적으로 양호하지 않아 정보환경이 좋지 않으면 재무분석가간의 예측불일치가 커진다고 해석할 수 있다. 다음으로 [연구가설 2]에 대한 회귀분석 결과는 [Panel B]와 같다.

[연구가설 2]는 금융감독원의 2011년 1분기 공시 보고서에 대한 지적사항 중 재무상태표와 관련된 지적건수가 포괄손익계산서와 관련된 지적건수보다 많을수록 1분기 공시 이후 재무분석가의 이익예측분산도는 커질 것이라 예상하였다. [Panel B]의 회귀분석결과 이익예측분산도(DIV)와 재무상태표 관련 지적건수가 많은 경우(SFP_D=1) 회귀계수값은 0.327($t=20.01$)로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관이 나타나 [연구가설 2]가 지지됨을 확인하였다. 이를 통하여 동일한 K-IFRS 재무공시 미비사항이지만 재무상태표 관련 미비사항이 포괄손익계산서의

13) 다중공선성으로 인한 결과의 왜곡가능성을 검증하기 위해 상대적으로 상관관계가 높게 나타난 LEV, ROA, MB 변수에 대해서 변수를 하나씩 제거 및 추가하여 다중회귀분석을 수행해 보았으며 결과는 다르지 않았다.

14) 일반적으로 회귀분석시 분산팽창요인(variance inflation factor : VIF) 값이 10을 상회하면 다중공선성(multicollinearity) 문제가 심각한 것으로 판단한다.

〈표 7〉 회귀분석 결과

[Panel A : 연구가설 1]

$$DIV = \alpha_0 + \alpha_1 D_ERROR + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 ROA + \alpha_5 MB + \alpha_6 VOL + \alpha_7 HOR + \alpha_8 LISTING + \alpha_9 FOLW + Fixed_Effect + \varepsilon$$

[연구모형 1]

Independent Variable	Dependent Variable = DIV_Operating Income	
	Estimate	t-value
Intercept	-1.371***	-5.81
D_ERROR	0.032***	4.93
SIZE	0.029***	5.08
LEV	-0.523***	-12.20
ROA	0.238**	2.48
MB	0.063***	9.02
VOL	0.196***	17.86
HOR	0.003	0.15
LISTING	-0.018	0.48
FOLW	0.177***	17.80
Adj. R ²	47.03%	
F-Value	165.71***	
# Of Samples	4,825	
Max VIF	3.80	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

[Panel B : 연구모형 2]

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 SFP_D + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 MB + \beta_6 VOL + \beta_7 HOR + \beta_8 LISTING + \beta_9 FOLW + Fixed_Effect + \zeta$$

[연구모형 2]

Independent Variable	Dependent Variable = DIV_Operating Income	
	Estimate	t-value
Intercept	-1.262***	-5.65
SFP_D	0.327***	20.01
SIZE	0.015***	2.85
LEV	-0.562***	-13.67
ROA	0.225**	2.47
MB	0.037***	5.44
VOL	0.176***	16.63
HOR	0.002	0.11
LISTING	0.062**	2.49
FOLW	0.125***	12.96
Adj. R ²	50.86%	
F-Value	193.03***	
# Of Samples	4,825	
Max VIF	3.94	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

〈표 7〉 회귀분석 결과 (계속)

[Panel C : 연구모형 3]

$$DIV = \gamma_0 + \gamma_1 FIN_D + \gamma_2 SIZE + \gamma_3 LEV + \gamma_4 ROA + \gamma_5 MB + \gamma_6 VOL + \gamma_7 HOR + \gamma_8 LISTING + \gamma_9 FOLW + Fixed_Effect + \eta$$

[연구모형 3]

Independent Variable	Dependent Variable = DIV_Operating Income	
	Estimate	t-value
Intercept	-1.603***	-6.84
FIN_D	0.044***	3.28
SIZE	0.029***	5.07
LEV	-0.546***	-12.76
ROA	0.119	1.26
MB	0.071***	9.96
VOL	0.193***	16.98
HOR	0.003	0.15
LISTING	-0.024	-0.94
FOLW	0.187***	19.58
Adj. R ²	46.88%	
F-Value	164.72***	
# Of Samples	4,825	
Max VIF	3.88	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

미비사항보다 더 크게 재무분석가의 예측불일치에 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

[연구가설 3]은 금융감독원의 2011년 1분기 공시 보고서에 대한 지적사항 중 재무정보와 관련된 지적건수가 비재무정보와 관련된 지적건수보다 많을 수록 1분기 공시 이후 재무분석가의 이익예측분산도는 커질 것이라 예측하였다. [Panel C]의 회귀분석결과 이익예측분산도(DIV)와 재무정보 관련 지적건수가 많은 경우(FIN_D=1) 회귀계수값은 0.044 (t=3.28)로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관이나 나타나 [연구가설 3]이 지지됨을 확인하였다. 이를 통

하여 동일한 K-IFRS 재무공시 미비사항이지만 재무정보와 관련된 미비사항이 비재무정보와 관련된 미비사항보다 더 크게 기업의 정보환경에 영향을 미쳐 재무분석가의 예측불일치를 증가시킨다고 해석할 수 있다.

한편 앞서 제시한 〈표 5〉와 〈표 6〉의 단일변량 분석 결과에서 1분기 재무공시 이후에 재무분석가의 이익예측분산은 1분기 공시이전에 비해 유의하게 감소함을 확인하였으나, 회귀분석 결과는 오히려 3가지 유형의 지적사항(D_ERROR, SFP_D, FIN_D)과 1분기 공시 이후 이익예측분산이 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

VI. 추가분석

6.1 이익예측치가 당기순이익인 경우

본 연구에서는 재무분석가의 이익예측분산도의 산정시 영업이익예측치를 대상으로 하였다. 이미 (주12)에서 언급한 바와 같이 영업이익예측치는 당기순이익예측치보다 상대적으로 많은 수의 표본을 제공한다. 그러나 2011년 연간영업이익예측치의 수가 7,941개인 반면 당기순이익예측치의 수가 7,415개이므로 표본 수에 있어서 큰 차이를 나타내지는 않는다. 아울러 본 연구는 연구방법론상 2010년 1

월 15일부터 2011년 9월 27일까지의 제한된 기간의 재무분석가 이익예측치를 사용하였기 때문에 내적 타당성의 추가적인 확보를 위하여 이익예측치가 당기순이익인 경우에도 본 연구의 주요 결과가 유지되는지 확인하고자 한다. <표 8>은 영업이익예측치와 동일한 표본선정과정을 적용하여 최종 4,284개의 당기순이익 예측치 표본을 대상으로 한 회귀분석 결과이다.

<표 9>의 [Panel A]에서 DIV와 D_ERROR간의 회귀계수 값이 0.096(t=9.21)으로 나타나 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관을 확인할 수 있으며, 따라서 [연구가설 1]이 지지됨을 알 수 있다. [Panel B]에서 DIV와 SFP_D간의 회귀계수 값이 0.048 (t=1.78)

<표 8> 추가분석 결과 - 당기순이익 예측치

[Panel A : 연구가설 1]

$$DIV_Net\ Income = \alpha_0 + \alpha_1 D_ERROR + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 ROA + \alpha_5 MB + \alpha_6 VOL + \alpha_7 HOR + \alpha_8 LISTING + \alpha_9 FOLW + Fixed_Effect + \varepsilon$$

[연구모형 1]

Independent Variable	Dependent Variable = DIV_Net Income	
	Estimate	t-value
Intercept	0.091	0.27
D_ERROR	0.096***	9.21
SIZE	0.022***	2.63
LEV	-0.189***	-3.06
ROA	0.362***	2.68
MB	0.020**	1.99
VOL	0.035**	2.25
HOR	0.020	0.86
LISTING	-0.105***	-2.96
FOLW	0.120***	6.05
Adj. R ²	41.04%	
F-Value	115.67***	
# of samples	4,284	
Max VIF	3.84	

〈표 8〉 추가분석 결과 - 당기순이익 예측치 (계속)

[Panel B : 연구모형 2]

$$DIV_Net\ Income = \beta_0 + \beta_1 SFP_D + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 MB + \beta_6 VOL + \beta_7 HOR + \beta_8 LISTING + \beta_9 FOLW + Fixed_Effect + \zeta \quad \text{[연구모형 2]}$$

Independent Variable	Dependent Variable = DIV_Net Income	
	Estimate	t-value
Intercept	0.726**	2.18
SFP_D	0.048*	1.78
SIZE	0.005	0.61
LEV	-0.239***	-3.83
ROA	0.164	1.21
MB	0.013	1.28
VOL	0.040**	2.52
HOR	0.022	0.93
LISTING	-0.092***	-2.55
FOLW	0.186***	8.88
Adj. R ²	39.55%	
F-Value	108.79***	
# of samples	4,284	
Max VIF	3.83	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

[Panel C : 연구모형 3]

$$DIV_Net\ Income = \gamma_0 + \gamma_1 FIN_D + \gamma_2 SIZE + \gamma_3 LEV + \gamma_4 ROA + \gamma_5 MB + \gamma_6 VOL + \gamma_7 HOR + \gamma_8 LISTING + \gamma_9 FOLW + Fixed_Effect + \eta \quad \text{[연구모형 3]}$$

Independent Variable	Dependent Variable = DIV_Net Income	
	Estimate	t-value
Intercept	0.181	0.55
FIN_D	0.218***	11.18
SIZE	0.026***	3.14
LEV	-0.254***	-4.14
ROA	-0.002	-0.01
MB	0.041***	3.96
VOL	-0.015	-0.89
HOR	0.022	0.93
LISTING	-0.114***	-3.23
FOLW	0.182***	10.65
Adj. R ²	41.58%	
F-Value	118.26***	
# of samples	4,284	
Max VIF	3.92	

로 나타나 10% 수준에서 유의한 양(+)¹⁾의 상관성이 나타나 [연구가설 2]가 지지됨을 알 수 있으며, [Panel C]에서 DIV와 FIN_D간의 회귀계수 값이 0.218(t=11.18)로 나타나 1% 수준에서 유의한 양(+)²⁾의 상관성을 나타내어 [연구가설 3]이 지지됨을 알 수 있다.

6.2 공시지적사항이 반기순이익 예측정확도에 미치는 영향

본 연구에서는 금융감독원 공시지적사항이 재무분석가 이익예측분산도에 어떠한 영향을 미치는 분석하였다. 그러나 정보환경에 대한 재무분석가의 반응을 이익예측분산도 이외에도 이익예측정확도(Forecast accuracy)의 방법으로 측정할 수 있다(Barron et al. 1987). 따라서 본 연구의 내적타당성을 추가 확보하기 위해 공시미비건수(D_ERROR)가 재무분석가 예측정확도에 어떠한 영향을 미치는지 추가분석하고자 한다.

우선 재무분석가의 이익예측정확도는 정석우(2003) 등의 선행연구에 근거하여 다음과 같이 측정한다.

$$\text{이익예측 정확도 (Forecast Accuracy)} = \frac{|\text{2011년 실제 반기순이익} - \text{반기순이익 예측치}|}{\text{2011년 8월 말의 주석가치}}$$

이익예측 정확도를 측정하기 위해 사용된 반기순이익예측치는 2011년 1분기 재무공시일 이후부터 2011년 반기 재무공시일 이전까지 공표된 최초 이익예측치를 대상으로 한다. 표본은 비금융업이며 12월말 결산법인 및 분석이 가능한 자료가 존재하는 기업을 대상으로 선정하였으며 최종 표본의 개수는 341개였다. 공시미비건수(D_ERROR)가 많을

수록 공시품질이 상대적으로 낮고 기업의 정보환경이 좋지 않으므로 재무분석가의 이익예측 정확도는 떨어질 것이라 기대하며, 분석결과는 <표 9>와 같다.

<표 9>에서 공시지적건수(D_ERROR)와 이익예측정확도(Forecast accuracy)는 회귀계수 값이 0.002(t=2.03)로 나타나 5% 수준에서 유의한 양(+)³⁾의 상관성을 나타내었다. 즉, 공시지적건수가 상대적으로 많아서 공시품질이 낮으면 1분기 재무공시 이후 반기순이익에 대한 재무분석가의 예측정확성이 떨어진다고 해석되며 추가 결과는 본 연구의 주요 분석을 지지한다고 할 수 있다.

6.3 주요 관심변수의 동시 고려

본 연구의 연구가설에서 제시된 주요관심변수는 D_ERROR(금융감독원의 2011년 1분기 IFRS 기준 공시보고서에 대한 지적건수), SFP_D(재무상태표에 대한 지적건수가 포괄손익계산서와 관련된 지적건수보다 많은지 여부), FIN_D(재무정보와 관련된 지적건수가 비재무정보와 관련된 지적건수보다 많은지 여부)이며, 이에 대한 분석결과를 각각 제시하였다. 그러나 SFP_D, FIN_D의 분석결과가 재무공시 지적사항(D_ERROR)의 다소 또는 분산에 따른 결과일 가능성, 즉 변수간 상관성이 연구 결과에 영향을 미쳤을 가능성이 있다. 따라서 본 추가분석에서는 연구결과의 추가적인 설득력을 확보하기 위해 세 변수를 동시에 고려하여 D_ERROR를 통제 한 후에도 본 연구의 분석결과가 일관성을 유지하는지 확인하고자 한다. <표 10>은 세 가지 주요 관심변수를 동시에 고려한 회귀분석의 결과이다.

<표 10>의 [Panel A]의 경우는 종속변수가 영입 이익예측치에 대한 예측분산인 경우로서 D_ERROR,

〈표 9〉 추가분석 결과 - 반기순이익의 예측정확도에 미치는 영향

$$\text{Forecast Accuracy} = \alpha_0 + \alpha_1 D_ERROR + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 ROA + \alpha_5 MB + \alpha_6 VOL + \alpha_7 HOR + \alpha_8 LISTING + \text{Fixed_Effect} + \varepsilon \quad \text{[추가모형]}$$

Independent Variable	Dependent Variable = Forecast Accuracy	
	Estimate	t-value
Intercept	-0.118***	-2.70
D_ERROR	0.002**	2.03
SIZE	0.001*	1.68
LEV	0.008*	1.69
ROA	0.006	0.69
MB	-0.050	-0.39
VOL	0.000	0.26
HOR	0.019***	2.72
LISTING	-0.001	-0.25
Adj. R ²	13.90%	
F-Value	2.62***	
# Of Samples	341	
Max VIF	3.78	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

SFP_D, FIN_D를 동시에 고려한 분석결과이다. 종속변수인 예측분산(DIV)과 D_ERROR와는 0.017 (t=2.13)로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관, SFP_D와는 0.122(t=6.91), FIN_D와는 0.069 (t=3.94)로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관 나타내었다. [Panel B]의 경우는 종속변수가 당기순이익예측치에 대한 예측분산인 경우로서 D_ERROR, SFP_D, FIN_D를 동시에 회귀모형에서 고려하였으며, 분석결과 예측분산과 D_ERROR와는 0.031 (t=2.61), SFP_D와는 0.228(t=9.62), FIN_D와는 0.274(t=10.99)로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관 나타났었다. 이러한 결과는 세 가지의 변수를 동시에 고려한 후에도 본 연구의 연구가설이 여전히 지지된다는 것으로 해석할 수 있으며, 따라서 주요 관심변수인

D_ERROR와 SFP_D, FIN_D간의 상관성이 연구결과에 영향을 미쳤을 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

6.4 공시지적사항의 중요도 고려

본 연구의 연구가설에서 주요 관심변수로 사용된 측정치들(D_ERROR, SFP_D, FIN_D)은 공통적으로 공시지적사항의 상대적 중요성이 동일하다고 간주하고 양적인 접근법을 취하고 있으며, 공시항목의 상대적인 중요성의 관점에서 질적인 내용을 충분히 고려하지 못하였을 가능성이 있다. 예를 들면, K-IFRS 재무보고 환경하에서 공시항목의 상대적 중요도는 K-IFRS의 도입으로 추가되는 공시항목

이 기존의 K-GAAP하에서도 존재하였던 유사한
공 시

〈표 10〉 추가분석 결과 - 주요 관심변수의 동시 고려

[Panel A : 영업이익 예측치]

$$DIV = \delta_0 + \delta_1 D_ERROR + \delta_2 SFP_D + \delta_3 FIN_D + \delta_4 SIZE + \delta_5 LEV + \delta_6 ROA + \delta_7 MB + \delta_8 VOL + \delta_9 HOR + \delta_{10} LISTING + \delta_{11} FOLW + Fixed_Effect + \epsilon$$

Independent Variable	Dependent Variable = DIV_Operating Income	
	Estimate	t-value
Intercept	-1.552***	-6.55
D_ERROR	0.017**	2.13
SFP_D	0.122***	6.91
FIN_D	0.069***	3.94
SIZE	0.027***	4.64
LEV	-0.437***	-9.75
ROA	0.266***	2.71
MB	0.054***	7.33
VOL	0.208***	18.13
HOR	0.004	0.22
LISTING	-0.015	-0.58
FOLW	0.174***	17.64
Adj. R ²	47.54%	
F-Value	157.10***	
# of samples	4,825	
Max VIF	3.85	

[Panel B : 당기순이익 예측치]

$$DIV_Net\ Income = \delta_0 + \delta_1 D_ERROR + \delta_2 SFP_D + \delta_3 FIN_D + \delta_4 SIZE + \delta_5 LEV + \delta_6 ROA + \delta_7 MB + \delta_8 VOL + \delta_9 HOR + \delta_{10} LISTING + \delta_{11} FOLW + Fixed_Effect + \epsilon$$

Independent Variable	Dependent Variable = DIV_Net Income	
	Estimate	t-value
Intercept	0.110	0.33
D_ERROR	0.031***	2.61
SFP_D	0.228***	9.62
FIN_D	0.274***	10.99
SIZE	0.017**	2.02
LEV	-0.069	-1.09
ROA	0.319**	2.32
MB	0.017*	1.64
VOL	0.003	0.17
HOR	0.018	0.78
LISTING	-0.127***	-3.64
FOLW	0.102***	5.07
Adj. R ²	43.02%	
F-Value	116.49***	
# of samples	4,284	
Max VIF	3.96	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 4〉 참조.

항목보다 더 중요할 수 있다. 이에 공시항목의 질적인 요소를 고려하기 위하여 추가분석으로 공시지적사항의 상대적인 중요도를 고려하여 어떤 항목이 재무분석가 예측분산과 관련성이 있는지를 검증하고자 한다. 구체적으로 공시지적사항과 관련된 보도자료들¹⁵⁾ 근거로 하여 공시지적사항을 ① K-GAAP과 K-IFRS의 차이조정에 대한 주식기재의 적정성 등 K-IFRS 제1101호 한국채택국제회계

기준의 최초채택에서 요구하는 사항, ②공정가치 평가의 가정 및 방법 등과 같이 K-IFRS에서 요구하는 신규 필수 사항, ③기존의 K-GAAP하의 공시항목과 유사한 사항으로 구분하였으며, 이와 같이 구분된 변수들과 재무분석가 영업이익 예측분산과 (DIV)의 관계를 검증한 결과는 다음 <표 11>과 같다.

<표 11>의 회귀분석 결과 $IFRS^{D_ITEM1}$ 변수는 예

<표 11> 추가분석 결과 - 공시지적사항의 중요도 고려

$$DIV = \phi_0 + \phi_1 IFRS^{D_ITEM1} + \phi_2 IFRS^{D_ITEM2} + \phi_3 IFRS^{D_ITEM3} + \phi_4 SIZE + \phi_5 LEV + \phi_6 ROA + \phi_7 MB + \phi_8 VOL + \phi_9 HOR + \phi_{10} LISTING + \phi_{11} FOLW + Fixed_Effect + \omega$$

Independent Variable	Dependent Variable = DIV_Operating Income	
	Estimate	t-value
Intercept	-0.453*	-1.78
$IFRS^{D_ITEM1}$	0.046***	4.65
$IFRS^{D_ITEM2}$	0.037***	3.86
$IFRS^{D_ITEM3}$	0.004	0.50
SIZE	0.007	1.06
LEV	-0.390***	-8.61
ROA	0.647***	6.42
MB	0.001	0.10
VOL	0.173***	14.55
HOR	0.002	0.11
LISTING	-0.047	-1.60
FOLW	0.180***	16.96
Adj. R ²	46.37%	
F-Value	149.94***	
# of samples	4,825	
Max VIF	3.87	

여기서, $IFRS^{D_ITEM1}$ = K-GAAP과 K-IFRS의 차이조정에 대한 주식기재의 적정성 등 K-IFRS 제1101호 한국채택국제회계기준의 최초채택에서 요구하는 사항에 대한 지적건수의 최소자승 값, $IFRS^{D_ITEM2}$ = 공정가치 평가의 가정 및 방법 등과 같이 K-IFRS에서 요구하는 신규 필수 사항에 대한 지적건수의 최소자승 값, $IFRS^{D_ITEM3}$ = 기존의 K-GAAP하의 공시항목과 유사한 사항에 대한 지적건수의 최소자승 값, 기타 변수에 대한 설명은 <표 4> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.

15) "IFRS 재무사항 공시충실성 감독강화". 세종신문. 2011.9.2

측분산(DIV)과 0.046($t=4.65$)의 1% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수 값을 나타내어, K-IFRS 제1101호 한국채택국제회계기준의 최초채택에서 요구하는 사항에 대한 지적건수가 많을수록 재무분석가 예측분산은 커지는 것으로 나타났다. IFRS^{D.ITEM2} 변수는 예측분산(DIV)과 0.037($t=3.86$)의 1% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수 값을 나타내어, K-IFRS에서 요구하는 공정가치 평가와 같은 신규 필수사항에 대한 공시가 충실하지 않을수록 재무분석가 예측분산은 커지는 것으로 나타났다. 반면 IFRS^{D.ITEM3} 변수는 예측분산(DIV)과의 회귀계수 값이 0.004($t=0.50$)로 나타나 유의한 상관성이 나타나지 않았으며, 이는 기존 K-GAAP하의 공시항목과 유사한 사항에 대한 공시미비는 재무분석가 예측분산과 유의한 관련성이 존재하지 않는다고 해석할 수 있다.¹⁶⁾ 따라서 K-IFRS라는 새로운 회계제도의 도입으로 인해 추가로 요구되는 공시사항은 기존 K-GAAP하에서도 유사하게 존재하였던 공시사항에 비해 K-IFRS 환경하에서 더 중요할 수 있으며, <표 11>의 결과를 근거로 이러한 공시항목의 상대적 중요성이 재무분석가 이익예측분산에 차별적으로 작용함을 확인할 수 있다.

Ⅶ. 결론

본 연구는 K-IFRS를 적용한 재무정보의 공시품질이 재무분석가의 이익예측특성과 관련이 있는지

에 대해 검증하였다. 이를 위해 재무정보의 공시품질을 금융감독원의 2011년 1분기 K-IFRS 기준 재무공시 사항에 대한 점검결과로 측정하며, 재무분석가 이익예측특성을 2011년 1분기 재무공시 전·후의 이익예측분산도(Forecast divergence)로 파악하였다. 공시품질의 계량화와 관련하여 일관된 측정방법이 존재하지 않으므로 금융감독원의 2011년 1분기 K-IFRS 기준 재무공시에 대한 지적사항은 재무정보의 공시품질에 대한 직접적 측정치가 될 수 있다.

연구결과 2011년 1분기 K-IFRS 재무공시사항에 대한 금융감독원의 지적건수가 많아서(적어서) 공시품질이 상대적으로 낮은(높은) 기업에 대해서는 재무분석가의 예측분산이 재무공시일 이후 증가(감소)함을 확인하였다. 아울러 공시지적사항 중 재무상태표와 관련된 미비건수가 상대적으로 포괄손익계산서와 관련된 미비건수보다 많을 경우 재무공시일 이후 재무분석가의 예측분산이 증가함을 확인하였다. 이는 동일한 지적사항이지만 재무제표의 성격에 따라 정보환경에 미치는 영향이 다를 수 있다. 마지막으로 재무정보에 대한 공시미비건수가 더 많을 경우 재무공시일 이후 재무분석가의 예측분산은 증가하는 것으로 나타났다. 본 연구의 내적 타당성을 추가로 확보하기 위해 이익예측치를 영업 이익예측치에서 당기순이익예측치로 변경하여 동일한 분석을 수행했으나 결과는 유지되었으며, 이익예측분산도(Forecast divergence)를 이익예측정확도(Forecast accuracy)로 대체하여 분석해본 결과 공시품질이 좋지 않을수록 이익예측정확도는 떨어지

16) 추가로 IFRS^{D.ITEM1}, IFRS^{D.ITEM2}를 하나의 변수로 하여 K-IFRS의 도입으로 추가되는 공시사항에 대한 지적건수의 최소자승 값으로 IFRS^{NEW}라 변수를 설정하고, 기존 K-GAAP하의 공시항목과 유사한 사항에 대한 지적건수의 최소자승 값을 IFRS^{D.ITEM3}로 설정하여 분석해본 결과, IFRS^{NEW}는 예측분산과의 회귀계수가 0.026($t=3.12$)로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관이 나타났으며, IFRS^{D.ITEM3}는 예측분산과의 회귀계수가 0.001($t=0.06$)으로 나타나 유의한 상관성이 관찰되지 않았다. 이는 K-IFRS 환경하에서 상대적인 공시사항의 중요도를 고려한 <표 11>의 결과를 지지하는 방향이라 판단된다.

는 것으로 나타나 주요 분석 결과를 지지하는 것으로 나타났다.

본 연구는 K-IFRS의 도입이 우리나라 자본시장 환경에 미치는 영향에 대한 연구라는 점과 K-IFRS 하에서 공시품질의 정도에 따라 재무분석가로 대변되는 자본시장참가자들의 특성변화에 대한 연구라는 점에서 그 의미가 있다. 또한 본 연구가 강제공시와 관련하여 규제기관의 관점에서 평가한 기업의 공시수준을 고려하였다는 점은 그간의 공시와 관련된 선행연구에 비해 차별적인 공헌점이 있다. 그러나 본 연구의 실증결과는 공시품질과 관련하여 다음과 같은 한계점을 고려하여 해석에 주의를 기울일 필요가 있다. 즉, 본 연구에서는 공시품질(disclosure quality)을 공시수준(disclosure level)과 동일한 의미로 사용하였으며, 공시수준의 대용변수로 금융감독원의 2011년 1분기 공시보고서에 대한 지적건수를 사용하였다. 그러나 공시지적건수는 공시항목의 상대적 중요성이 충분히 반영되지 못한 변수이므로, 변수측정에 내재될 수 있는 측정 오류가 존재할 수 있으므로 결과의 해석에 주의를 기울일 필요가 있다.

참고문헌

- 금융감독원 보도자료. (2011.7.7). "주권상장법인의 2011년 1분기보고서중 K-IFRS 재무공시 사항 점검결과 및 지도방안." 금융감독원 회계감독1국.
- 김연화, 손성규. (2009). "공시품질의 효과에 관한 연구." **회계정보연구** 27(2), 145-175.
- 손성규, 김상일, 고재민. (2009). "내부자 거래와 재무분석가 이익예측 특성의 상관성 연구." **한국증권학회지** 38(3), 393-422.
- 이상철. (2011). "공시품질과 타인자본비용의 관련성에 대한 연구." **회계저널** 20(4), 1-34.
- 이정화, 손성규. (2005). "기업지배구조와 회계정보공시와의 관계에 대한 실증연구." **회계학연구** 30(3), 33-68.
- 안윤영, 유영태, 조영준, 신현환, 장진호. (2006). "재무분석가의 특성이 이익예측 정확성에 미치는 영향." **회계학연구** 31(4), 1-24.
- 정석우. (2003). "재무분석가의 분석기업 결정과 예측 특성에 영향을 미치는 요인." **회계학연구** 28(4), 61-84.
- Barron, O., O. Kim, S. Lim, and D. Stevens. (1998). "Using analysts' forecasts to measure properties of analysts' information environment." *The Accounting Review* 73. 421-433.
- Bhushan, R. (1989). "Firm characteristics and analyst following." *Journal of Accounting and Economics* 11. 255-274.
- Botosan, C. (1997). "Disclosure level and cost of equity capital." *The Accounting Review* 72. 323-349.
- Botosan, C. and M. Plumlee. (2002). "A reexamination of disclosure level and the expected cost of equity capital." *Journal of Accounting Research* 40. 21-40.
- Brown, L., G. Richardson and S. Schwager. (1987b). "An information interpretation if financial analyst superiority in forecasting earnings." *Journal of Accounting Research* 25. 49-67.
- Brown, L. and J. Han. (1992). "The effect of annual earnings announcements on convergence of beliefs." *The Accounting Review* 67. 862-875.
- Heflin, F., K. Shaw and J. Wild. (2005). "Disclosure policy and market liquidity: Impact of depth quotes and order sizes." *Contemporary Accounting Research* 22(4). 689-731.
- Kothari, S. P. (2001). "Capital markets research in accounting." *Journal of Accounting and*

- Economics* 31(1). 105-231.
- Lambert, R., Leuz, C., and P. E. Verrechia. (2006). "Accounting information, disclosure, and the cost of capital." *working paper*.
- Lang, M. and R. J. Lundholm. (1993). "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures." *Journal of Accounting Research* 31(2). 246-271.
- Lang, M. and R. J. Lundholm. (1996). "Corporate disclosure and analyst behavior." *The Accounting Review* 71. 467-492.
- Morse, D., J. Stephan, and E. K. Stice. (1991). "Earnings announcements and the convergence (or divergence) of beliefs." *The Accounting Review* 66. 376-388.
- Peek, M. (2005). "The influence of accounting changes on financial analysts' forecast accuracy and forecasting superiority: Evidence from the Netherlands). *European Accounting Review* 14(2). 261-295.
- Sengupta, P. (1998). "Corporate disclosure quality and the cost of debt." *The Accounting Review* 73. 459-474.
- Welker, M. (1995). "Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets." *Contemporary Accounting Research* 11. 801-827.

Disclosure Quality under K-IFRS and the Divergence of Analysts Forecasts

Seong-Ho Bae* · Seok-Woo Jeong** · Kwang-Wuk Oh***

Abstract

After adopting K-IFRS in Korea, there are concerns about disclosure quality under K-IFRS because K-IFRS allows more discretion than K-GAAP. Therefore it would be interesting empirical question to examine how the disclosure quality under K-IFRS (Korean International Financial Reporting Standards) affects the properties of analysts' forecasts using the very first disclosure information after the adoption of K-IFRS. We measure the disclosure quality under K-IFRS as the number of disclosure items for the first quarter of 2011 under K-IFRS and analysts' forecasts property as change in forecast divergence, calculated as the ratio of forecasts dispersion before and after the first quarter of 2011.

Previous literature points out that the measurement of quality of disclosure is difficult and various indexes of disclosure quality are used (Lang and Lundholm 1993; Botosan 1997; Heflin et al. 2005). We use the amount of financial disclosure for the first quarter of 2011 under K-IFRS to proxy disclosure quality following Botosan (1997).

The main empirical results are as follows. First the dispersion of analysts' forecasts for firms with less amount of disclosure increases after disclosure of financial accounting information than that for firms with more amount of disclosure. Second, the dispersion of analysts' forecasts increases after the announcement of financial statements when the disclosure quality of the statement of financial position is lower than that of income statement. Third, the dispersion of analysts' forecasts increases for firms with lower disclosure quality financial information than nonfinancial information. We also perform sensitivity tests to check the

* Korea University Business School

** Korea University Business School

*** Korea University College of Business and Economics

robustness of our results by substituting operating income forecasts as net income forecasts, and forecasts divergence as forecast accuracy and still get consistent results.

These results suggests that (1) the lower disclosure quality increases uncertainty about firms' future performance among analysts, (2) the effect of disclosure under K-IFRS on analysts' behavior may differ depending on the quality of disclosure, and (3) the adoption of K-IFRS may increase the complexity of analysts' forecasting by increasing the number of disclosure items.

The results of this paper contributes to the literature by providing the early empirical evidence about the effect of adoption of K-IFRS on information environment of Korean capital market.

Key words: K-IFRS, Disclosure quality, Analyst, Forecast divergence