

# 기업지배구조가 재무분석가의 이익 예측오차와 정확성에 미치는 영향

박범진\*

## <요 약>

본 연구는 시장효율성을 증대시키는 재무분석가의 이익예측 의사결정에 기업지배구조에서 중추적 역할을 하고 있는 소유구조가 미치는 영향을 분석하였다. 본 연구의 분석기간은 2000년부터 2006년까지이며 표본은 증권거래소에 상장된 기업들로 재무분석가의 이익예측치가 존재하는 12월 말 결산법인으로 하였다. 본 연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 대주주지분율이 높은 기업은 질 낮은 회계이익을 바탕으로 재무분석가가 낙관적인 이익예측을 하여 이익예측오차는 크나 대주주와의 우호관계를 통해 기업의 사적정보를 입수할 가능성이 있기 때문에 정확성이 높은 것으로 보인다. 기관투자자지분율이 높은 기업은 질 높은 회계이익을 바탕으로 재무분석가가 신중한 이익예측을 하여 이익예측오차는 감소하나 정확성은 높지 않은 것으로 보인다. 한편, 이러한 결과들은 재무분석가의 이익예측이 낙관적인 집단에 기인하며, 정확성은 상대적으로 떨어지는 집단에 기인하였다. 둘째, 소유구조와 재무분석가의 이익예측간의 관련성에 기업지배구조관련변수들의 영향력을 추가로 살펴보았다. 분석결과, 약간의(marginal) 의미만을 지니며 소유구조 전반으로 일반화하기에는 무리가 있었다. 추후 재무분석가들이 이미 선행 연구들에서 밝혀진 기업경영의 투명성에 지대한 공헌을 한 지배구조 변수들을 의사결정 시에 반영하면 이러한 결과들이 더 뚜렷해 질 것으로 보인다.

본 연구는 상기의 결과들에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 지니고 있다.

재무분석가의 이익예측정확성 차이를 구분함에 있어서 이익예측치의 중위수를 기준으로 높고 낮음을 판단하였다. 이러한 구분은 자의적인 방법이므로 추후 개선된 방법이 필요할 것이다. 그리고 재무분석가들의 이익예측치 발표시점에 대하여 독립변수들을 시장상황에 맞게 대응시키지 못하였다. 마지막으로 소유구조가 재무분석가의 이익예측에 미치는 직접적인 영향과 간접적인 영향을 명확히 구분하지 못하였다. 추후 자본시장의 효율성 증대를 위해 재무분석가가 더 많은 기업에 대해 정보를 제시해야 하며 그들의 제공된 정보가 시장효율성을 왜곡시키지 않도록 많은 견제와 감시제도가 존재해야 할 것이다.

주제어 : 기업지배구조, 대주주, 재무분석가, 이익예측오차, 이익예측정확성

논문접수일 : 2009년 08월 20일 논문최종수정일 : 2010년 03월 03일 게재확정일 : 2010년 03월 08일

\* 충북대학교 경영대학 경영학부. Tel : 043-731-3320, E-mail : sunguja@dreamwiz.com

\*\* 본 논문의 작성에 아낌없는 조언을 해 주신 익명의 심사위원님들께 진심으로 감사드립니다.

## I. 서 론

기업지배구조(corporate governance)가 우수하더라도 기업성과가 나쁠 수 있는데, 이는 기업지배구조와 기업성과 간의 관계가 기업의 환경에 따라 달라지기 때문이다. 따라서 우수한 기업지배구조를 수립하여 기업성과를 증가시키려면, 기업지배구조와 기업성과의 관계를 확고하게 연결할 수 있는 환경들이 조성돼야 한다. 이러한 환경들 중에는 기업지배구조가 기업성과에 대한 진실(truth)을 통찰할 수 있는 합리적인 정보통로가 존재해야 할 것이다. 아무리 객관적으로 우수한 기업지배구조가 존재한다 해도 기업지배구조가 기업의 진실에 다가설 수 없다면 기업에 대한 견제와 감시의 역할을 충분히 수행하지 못할 것이다. 기업지배구조의 구성원과 기업 간에는 원활한 정보공유를 위해 많은 정보통로가 있겠지만, 그 중에서도 재무분석가가 그 역할을 수행하고 있다.

재무분석가는 분석하고자 하는 기업과 관련하여 많은 자료들을 수집하고 이를 가공·분석하여 정보화 한다. 이러한 정보화 과정에서 재무분석가는 기업을 둘러싼 미시적(micro) 환경뿐만 아니라 거시적(macro) 환경까지도 모두 고려하게 된다. 미시적 환경은 주로 기업의 일련의 사건들을 수치화한 회계정보가 바탕이 되며 많은 재무분석을 통해 현재가치를 산출하고 이에 근거하여 미래가치를 예측하게 되는 기업 내부와 관련된 환경이다. 거시적 환경은 기업이 처해 있는 산업의 동향과 기업의 영업기반이 되는 내수시장과 수출시장뿐만 아니라 세계경제의 흐름까지도 포함되는 기업에 미칠 수 있는 다양한 기업 외부와 관련된 경제 환경이다. 이렇게 만들어진 재무분석가의 정보는 기업과 기업지배구조 간에 정보비대칭 문제(information asymmetry problem)를 해결하는 중요한 매개체가 된다.

일반투자자는 기업에 대해 가장 빨리 접근할 수 있는 자료가 재무제표가 될 것이며, 공시된 회계이익에 근거하여 단순히 미래를 예측하게 된다. 그러나 재무분석가들은 정보의 분석과 해석에 있어서 일반투자자들에 비해 비교우위에 있고 포괄적인 정보를 바탕으로 만들어진 의사결정에 의해 기업의 진실(truth)에 더 가까이 접근하게 된다. 재무분석가는 이렇게 자본시장에서 시장의 효율성을 위해 매우 중요한 경제적 기능을 하고 있는 것이다. 그러나 이들이 만든 정보는 기업 및 대주주로부터의 독립성에 근거해야 한다는 점에서 한계를 가지고 있다. 특히, 기업이 공시하는 회계이익이 재무분석가의 이익예측 의사결정에 유용한 정보로 사용되며(Imhoff, 1992), 경영자의 재량적 발생액과 회계이익의 지속성이 재무분석가가 이익예측을 함에 있어서 중요한 영향을 미친다(정석우, 임태균, 2005). 따라서 기업경영의 투명성과 회계정보의 신뢰성을 증대시키기 위해서는 잘 정비된 기업의 견제장치들이 존재해야 한다.

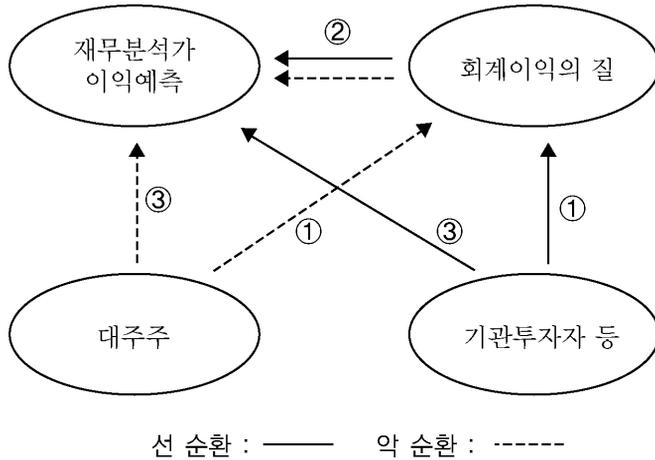
1997년 외환위기를 겪은 이후, 시장의 실패원인을 기업에 대한 비효율적 견제와 감시라고 보고, 이를 개선하기 위한 합리적인 기업지배구조(corporate governance)의 존재여부가 부각되었다. 기업지배구조는 기업의 목적을 달성하기 위하여 기업 및 경영진을 감시하고 통제하는 의사결정구조이다(박종일, 2003). 특히, 기업지배구조 안에서도 소유구조(ownership structure)는 기업의 지분과 관련한 총체적 관계성으로 기업지배구조에서 가장 중추적인 역할을 하고 있다. 선행연구들에 의하면 대주주를 감시하는 기관투자자의 지분율이 증가할수록 이익정보의 유용성이 제고되고 기업가치가 상승하며(정구열, 2002; Hoskisson et al., 1994; Kochhar et al., 1996), 외국인투자자가 참여한 기업일수록 경영자가 이익을 하향 조정하거나 또는 이익을 상향 조정하려는 의도가 억제되며 기업가치는 증가한다(김문태, 2004; Pound, 1988; 박범진, 2007). 이는 기업지배구조가 잘 정비되어 있는 기업과 관련하여 공시되거나 수집할 수 있는 많은 자료들은 신뢰성이 높아지기 때문에 재무분석가들의 이익예측오차는 감소하고 정확성은 높아질 것으로 보인다. 즉, 우수한 기업지배구조가 존재하는 기업에 대해 재무분석가들은 기업의 진실을 예측함에 있어서 더 효율적일 수 있는 것이다.

최근 들어, 한국신용평가정보(주)는 상장기업의 기업지배구조를 데이터베이스(DB)화하여 서비스를 제공하기 시작하였다. 향후 대부분의 심사역들과 애널리스트들이 가버넌스 지표를 기업평가에 반영할 것이므로 우리나라 기업들은 우수한 기업지배구조가 기업경쟁력의 원천이라는 것을 명심해 지배구조 개선에 노력해야할 것이다.<sup>1)</sup>

결국, 기업지배구조와 재무분석가의 이익예측 간의 관계는 선순환(a positive circle) 구조와 악순환(a vicious circle) 구조가 존재할 수 있는 것이다. 불합리한 기업지배구조가 존재하는 기업은 기업의 경영에 대한 견제와 감시가 적절히 이루어지지 않을 것이다. 이러한 기업이 공시하는 정보는 대주주나 경영자에 의해 왜곡될 가능성이 있어 신뢰성도 떨어질 것이다. 이를 이용한 재무분석가들의 예측치도 기업의 진실에 접근하기 보다는 자본시장을 왜곡시킬 가능성이 높다. 따라서 재무분석가들은 기업의 사적정보를 통제하고 있는 대주주나 경영자와 우호적인 관계를 유지하려 할 것이다. 그러나 합리적인 기업지배구조가 존재하는 기업은 기업의 대주주나 경영자의 전횡 등을 견제하여 기업경영의 투명성을 높일 것이며 기업이 공시하는 많은 정보들에 대해 높은 신뢰성을 부여할 것이다. 또한 이를 이용한 재무분석가들의 이익예측치에 대해서 진실의 왜곡여부를 견제하고 감시하게 된다. 따라서 기업을 분석하는 재무분석가들은 상대적으로 불합리한 기업지배구조가 존재하는 기업들에 비해 기업의 진실에 더 다가가는 이익예측이 가능할 것이다.

1) 이광호, "KISLINE, 상장기업 지배구조 분석 서비스 오픈", 아시아경제, 2009년 6월 22일자.

[그림 1] 기업지배구조와 회계이익의 질 그리고 재무분석가의 이익예측 간의 관계



[그림 1]은 기업지배구조가 재무분석가의 이익예측에 직·간접적으로 미치는 선순환 구조와 악순환 구조를 나타낸 것이다. ①과 ②는 기업지배구조가 재무분석가의 이익예측에 미치는 간접적인 영향을 나타낸 것이고, ③은 직접적인 영향을 나타낸 것이다. 이러한 관계도의 근거가 되는 선행연구들은 다음과 같다. ①과 관련하여 대주주는 지분율이 높을수록 사익추구를 위해 이익조정내지는 이익의 질을 떨어뜨리나, 기관투자자들은 지분율이 높을수록 이러한 대주주의 전횡을 견제하고 감시하는 역할이 커져 회계정보의 유용성과 이익의 질을 높인다(Pound, 1988; 정구열 외, 2002; 전영순, 2003 등). ②와 관련해서는 재무분석가가 이익예측을 함에 있어서 회계정보가 유용하게 이용되며 경영자의 재량적 발생액과 회계이익의 지속성이 밀접한 관련을 갖고 있다(Imhoff, 1992; 정석우, 2003; 정석우, 임태균, 2005; 임태균, 정석우, 2006 등). 한편, ③과 관련하여 재무분석가는 대주주와 우호적인 관계를 통해 기업의 사적정보를 얻기 위해 낙관적 이익예측을 할 수 있다(Schipper, 1991). 기관투자자들은 지분율이 높을수록 투자의사결정과 수탁의무기준을 충족하기 위한 근거로 정보가 필요하므로 재무분석가의 서비스 수요가 증대되고 이에 대한 주의를 다하게 된다(O'Brien and Bhushan, 1990; 정석우, 2003 등). 결국, 기업지배구조에 따라 기업들은 회계이익의 질이 달라지며, 재무분석가의 미래 이익예측치는 낙관적(optimistic)이거나 비관적(pessimistic)일 수 있다(박종일, 2005).

이러한 재무분석가는 기업에 대한 정확한 조사정보를 요구하는 투자자의 이해, 회사의 이익추구에 기여하기를 바라는 증권회사의 이해 그리고 본인의 사익을 추구하고자

하는 자신의 이해와 충돌할 수 있다.<sup>2)</sup> 최근에 금융감독원은 국내 및 외국계 증권사 61 곳에 대해 ‘증권사의 조사분석업무 내부통제 모범규준’을 발송하였다. 금감원 관계자는 “증권사별로 조사분석업무 내부통제시스템에 대한 수준이나 절차가 달라 이번에 모범적인 기준을 마련했다.”고 밝혔다.<sup>3)</sup> 이러한 감독당국의 조치는 그 동안 재무분석가들이 공시한 정보에 대해 많은 의문과 함께 기업지배구조의 압력과 마찰이 있어왔음을 알 수 있다. 즉, 기업지배구조는 기업이 생산하는 과거에 대한 정보를 감시하고, 이를 이용한 재무분석가의 미래예측 정보를 기업에 대한 정보의 통로로 이용함과 함께 이 정보들의 왜곡여부를 다시 감시하여 기업가치 증대에 기여하고 있는 것이다.

따라서 본 연구는 선행연구들(Shleifer and Vishny, 1986; 김문태, 2004; Pound, 1988; 박범진, 2007)에서 소유구조가 회계정보나 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 재무분석가의 이익예측에는 어떠한 영향을 주는지 분석하고자 하였다. 이러한 연구들을 통해 소유구조를 구성하는 각 투자자들이 재무분석가의 이익예측에 어떠한 관련성이 있는지 실증적인 결과를 제시하고 향후 재무분석가가 기업의 가치를 평가함에 있어서 기업의 소유구조에 대해서도 고려해야 함을 보여주고자 하였다. 구체적으로 살펴보면, 재무분석가의 이익예측오차와 정확성에 각 투자자의 지분율이 미치는 영향을 분석하였다. 또한, 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인지, 비관적인지, 정확성이 높은지, 낮은지에 따라 소유구조의 투자자들이 미치는 영향을 분석하고자 하였다. 추가분석에서는 선행연구들에서 회계정보의 질을 높일 수 있었던 사외이사비율, 감사위원회 설치여부 그리고 감사품질에 따라 소유구조가 재무분석가의 이익예측에 미치는 영향을 분석하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 이론적인 배경과 가설을 설정하였고, 제 III장에서는 연구모형의 설계와 표본선정에 대해서 논의하였다. 제 IV장에서는 실증분석의 결과에 대해서 해석을 하고 마지막으로 제 V장에서는 결론과 한계점을 제시하였다.

## II. 이론적 배경 및 가설설정

### 1. 이론적 배경

소유구조는 기업 구성원인 주주, 경영자, 채권자, 기타 이해관계자 지분의 총체적 관

2) 정윤모, “증권회사 애널리스트의 이해상충 규제”, 한국증권연구원, 2003년 7월.

3) 신성우, “증권사 애널리스트 검열 출출해 진다”, 이데일리, 2009년 1월 12일자.

계성을 의미한다. 대주주는 내부투자자로 자신이 보유한 지분을 통해서 뿐만 아니라 친인척 등의 지분 및 여타 계열사가 보유한 지분을 통해 기업을 지배한다. 따라서 대주주는 기업에 대해 막강한 영향력을 행사할 수 있기 때문에 나머지 외부투자자들과 경제적 이해와 관련하여 이해상충의 문제가 발생한다. 외부투자자는 국내기관투자자, 외국인투자자 그리고 소액투자자 등으로 선행연구들을 보면 국내기관투자자와 외국인투자자는 기업경영에 대해 체계적인 견제와 감시자의 역할을 하나(Pound, 1988; 정구열 외, 2002; 전영순, 2003) 소액투자자는 소수주주권<sup>4)</sup>이 강화되었지만 아직까지 그 견제의 역할이 뚜렷하지는 않다. 현재는 소유구조 내에서 대주주의 전횡과 횡포를 견제할 수 있는 투자자로서 국내기관투자자 및 외국인투자자이며 이러한 사례들은 종종 접할 수 있다. 2003년 초반 외국계 운송사 소버린은 SK(주) 지분 15%를 확보하며 경영권 압박을 시작했고, 2005년 7월 SK(주) 지분을 전량 매각하면서 2년 4개월 만에 무려 8,000억 원이 넘는 수익을 거뒀다. 소버린의 등장은 역기능도 있었지만, 이사회 내 사외이사 비율을 70%로 끌어올려 경영투명성이 강화되었고, 이사회 내에 4개 전문위원회를 신설하여 이사회 중심의 경영이 이루어졌다. 2006년 5월에는 영국계 자산운용사 칼 아이칸과 스틸파트너스 연합이 KT&G 공개매수를 추진하였다. 칼 아이칸 연합은 소버린과는 달리 기업지배구조개선 자체보다는 주주가치 확대에 매진했다. 초기부터 대표적 요구조건인 배당금 증액과 유휴자산의 기업공개·매각을 관철시켰다.

선행연구들을 살펴보면, 대주주가 기업경영에 있어서 다른 주주와 이해가 상충되는 의사결정시에 사익을 추구하는 대리인 문제(*agency problem*)가 발생한다(Jensen and Meckling, 1976). 대리인 문제는 대주주나 경영자가 충분한 사익을 추구하지 못할 경우에 주주와 이해가 상충하지만, 사익을 충족시킨 일정이상의 지분을 보유하면 그들의 노력이 주주의 이해와 일치될 수도 있다(Morck et al., 1988). 이러한 연구들은 대주주나 경영자의 재량권에 의한 그들의 사익추구 충족여부가 기업가치의 증감에 영향을 미친다는 것이다. 중요한 것은 대주주의 사익추구 과정에서 많은 다른 주주의 비용이 희생된다는 점이다. 대주주는 증권 희석화나 의도적인 기업자산의 이전을 야기하는 기업결합 등을 통해 소액주주를 차별하고 부(*wealth*)를 이전하는 터널링(*tunnelling*)이 발생한다(Johnson et al., 2000; La Porta et al., 2000). 따라서 대주주의 재량권을 견제하고 감시하는 주체가 필요하다. 그 주체는 선행연구들에 의하면, 국내기관투자자와 외국인

4) 1962년부터 1996년까지는 미국과 일본의 소수주주권제도가 도입되었으나 발현된 적이 없었다. 1996년 4월부터 1997년까지는 한국의 기업지배구조 특성이 고려되어 소수주주권의 행사는 억제되었다. 1997년 말부터 상법과 증권거래법에서 소액주주의 권한강화를 통해 기업경영의 참여가 쉬워졌다.

투자자가 될 것이다. 기관투자자는 기업경영에 직접참여하지는 않지만, 외부주주로서 대주주와 경영자의 경영활동을 감시하여 대리인 비용을 줄이고 경영의 효율성을 증가시킬 수 있다(박래수, 윤석현, 2001). 또한, 개인투자자에 비해 자금규모가 크고 높은 지분율을 보유하기 때문에 기업경영을 감시할 유인(incentive)이 있다(Shleifer and Vishny, 1986). 외국인투자자도 기업경영에 참여할수록 경영자가 이익 하향 조정하거나 또는 이익을 상향 조정하려는 의도를 억제하며, 기업가치를 상승시키는 역할을 한다(김문태, 2004; Pound, 1988; 박범진, 2007). 외국인투자자지분율이 증가할수록 기업의 이익변동성도 감소하고 회계이익의 현금전환성이 증가한다(전영순, 2003). 따라서, 소유구조와 재무분석가의 이익예측치와도 관련성이 있을 것이다.

한편, 재무분석가들이 기업에 대한 정보를 얻기 위해서 가장 중요한 원천으로 경영자라 생각하므로 경영자들과 우호적인 관계를 유지할 것이다(Schipper, 1991). 또한 경영자로부터 분석하고자 하는 기업의 사적 정보를 얻기 위해서는 경영자와의 우호적인 관계를 유지해야하므로 낙관적인 이익예측을 하게 된다(정석우, 임태균, 2005). 따라서 대주주의 지분율이 높다는 것은 재무분석가들의 이익예측에 영향을 줄 수 있는 것이다.

일반적으로 펀드매니저 등 기관투자자는 투자전략을 수립함에 있어 증권사의 애널리스트들이 제시하는 투자의견이나 목표주가를 크게 참조한다(김동순, 엄승섭, 2008). 그리고 외국인투자자지분율이 높고 재량적 발생액이 낮은 기업일수록 외국인투자자의 견제와 감시를 받기 때문에 재무분석가는 더 정확한 예측을 한다(안윤영 외, 2005). 이는 재무분석가들이 제시하는 정보들이 외부주주들에 의해 감시와 견제를 받는 것이며, 제시된 정보를 통해 의사결정을 하게 되는 외부주주는 당연히 재무분석가의 압력집단이 될 수 있다. 즉, 기업지배구조와 재무분석가의 이익예측 간에는 관련성이 존재하는 것이다.

## 2. 연구가설의 설정

그 동안 기업의 대주주가 내부정보를 이용하여 사익을 추구한 사례를 여러 차례 접할 수 있었기 때문에 대주주는 기업의 실질지배력을 통해 재무분석가의 이익예측치에도 영향을 줄 것으로 보인다. 우리나라는 대부분 기업의 대주주들이 소유경영자이므로 기업의 존재와도 같이한다. 이는 기업의 존재에 대한 지속성이 유지되어야 대주주의 존재도 비로소 의미 있는 것이다. 따라서 대주주의 지분이 높은 기업은 대주주의 기업 지배력이 높을 것이며 기업에 대한 내부정보의 통제력도 클 것이다. 대주주 입장에서는 지속적인 기업경영을 위해 이익이 지속적으로 발생해야 하므로 상대적으로 대주주 지분율이 높은 기업은 기업에 대해 부정적인 정보는 외부공시가 제한되고 가급적 긍정

적인 정보들이 공시될 것이다. 이는 재무분석가들의 이익예측이 낙관적이고 이익예측 정확성은 떨어질 가능성이 있는 것이다. 대주주는 지분이 높을수록 사익추구를 위해 경영자의 이익조정이 이루어지며(박종일, 2003), 기업의 지속적인 성장을 보여주기 위해 이익유연화 현상(income smoothing)이 발생한다. 한편, 재무분석가들은 그들의 명성을 얻기 위해 예측의 정확성과 분석보고서의 수 그리고 분석기업 수 등 많은 개인적 성과지표를 제시한다. 이러한 명성을 얻기 위해서는 다른 재무분석가들보다 분석기업에 대해 더 많은 정보의 획득이 필요하다. 따라서 대주주지분율이 높은 기업일수록 대주주는 기업에 대한 정보통제력이 높아 기업에 대한 사적정보를 많이 갖게 된다. 재무분석가는 이들 대주주로부터 사적정보를 얻기 위해 우호적인 관계가 유지되어야 한다(Schipper, 1991). 우리나라는 2002년 11월에 이러한 재무분석가들의 기회주의적 유인을 차단하기 위해 공정공시제도를 도입하였다. 이 제도는 기업이 증권시장을 통해 공시되지 아니한 중요 정보를 기관투자자 등 특정인에게 선별적으로 제공하고자 하는 경우 모든 시장참가자들이 동 정보를 알 수 있도록 그 특정인에게 제공하기 전에 증권시장을 통해 공시하도록 하는 것이다. 이로 인해 재무분석가들의 예측편의는 많이 줄어든 것이 사실이다. 그러나 대주주의 기업 지배력이 클수록 기업 경영에 대한 대주주의 의도는 여전히 반영될 수 있기 때문에 재무분석가의 이익예측에서 대주주의 영향을 완전히 배제할 수 없다. 결국, 기업에 대해 더 많은 사적정보를 얻기 위해 재무분석가는 대주주에게 유리한 낙관적 이익예측을 하며 정확성은 떨어질 것으로 보인다.

<가설 1> 대주주의 지분율은 재무분석가의 이익예측치와 관련이 있다.

98년 5월 이후에 공기업 주식을 제외하고 투자한도 규제가 완전 철폐된 외국인투자자는 대주주의 기업경영에 대한 전횡의 견제자로서 중요한 역할을 하고 있다. 외국인투자자는 소액주주에 비해 정보분석 능력과 정보수집체계가 뛰어나 소액투자자보다 훨씬 더 적은 비용으로도 기업의 경영에 효율적인 견제와 감시가 가능하다(Pound, 1988; Kang and Stulz, 1997). 또한 외국인투자자 지분율이 증가함에 따라 기업의 이익조정이 억제되어 이익변동성이 감소하고 회계이익의 질과 유용성이 제고된다(전영순, 2003; 김문태, 2003). 이러한 결과들은 기업경영에 있어서 외국인투자자의 영향력을 반증하는 것이며, 외국인투자자에 의해 체계적인 견제와 감시를 받는 기업들은 회계정보 뿐만 아니라 기업과 관련된 정량적·정성적인 모든 자료의 공시가 신중해 질 수 밖에 없는 것이다. 따라서 이러한 기업 공시자료를 이용한 재무분석가들은 지나치게 낙관적 이익예측보다는

정확성이 높은 이익예측이 이루어 질 것이다. 그리고 외국인투자자의 지분이 높은 기업들은 주식시장에 많은 관심이 집중되기 때문에 이러한 기업을 분석하는 재무분석가는 이익예측에 많은 신뢰의 리스크를 떠안으며 예측해야 한다. 재무분석가의 왜곡된 보고서로 인해 발생한 재산적 손실은 소송으로 이어질 수 있다. 이는 재무분석가의 이익예측에 따른 의사결정이 외국인투자자의 영향력에서 자유로울 수 없는 것이다.

<가설 2> 외국인투자자의 지분율은 재무분석가의 이익예측치와 관련이 있다.

회계정보이용자인 동시에 대주주의 감시자인 기관투자자<sup>5)</sup>는 외국인투자자와 마찬가지로 소유구조에서 중요한 역할을 하고 있다. 기관투자자는 모니터링 능력과 정보수집 능력이 좋아서 기업전략에 큰 영향을 미치고 있고(Hoskisson et al., 1994; Kochhar et al., 1996) 자본시장의 안전판 역할<sup>6)</sup>과 함께 개인투자자의 수탁책임이 크기 때문에 기업경영에 깊이 관여할 가능성이 높다. 특히 기관투자자는 치열한 금융시장 환경 속에서 성과가 우수한 펀드를 유지하기 위해서 많은 복잡한 통계적 기법을 이용하는 전문가 집단이다. 실무적으로 재무분석가는 주로 펀드를 판매하는 증권회사에 소속되어 활동하므로, 펀드를 운용하는 기관투자자들과 교류가 활발히 진행될 수밖에 없다. 따라서 기업의 외부주주 중에서 기관투자자가 가장 재무분석가에 대한 서비스 수요가 크기 때문에(O'Brien and Bhushan, 1990; 정석우, 2003 등) 견제와 감시의 역할을 할 수밖에 없다. 기관투자자는 재무분석가들의 이익예측을 이용할 수밖에 없고(김동순, 엄승섭, 2008), 이익예측치에 신뢰성을 부여하지 못하는 재무분석가는 기관투자자의 견제와 감시에 의해 퇴출될 가능성이 높다.<sup>7)</sup>

<가설 3> 국내기관투자자의 지분율은 재무분석가의 이익예측치와 관련이 있다.

5) 기관투자자는 은행, 증권회사, 보험회사 등과 같이 주식을 대량으로 보유하고 있는 투자전문회사를 말한다.

6) 대규모 주식보유자이면서 경영감시에 관하여 일반 주주보다 더 많은 전문지식을 갖고 있고, 급격한 경제여건변화에도 보유 규모가 크기 때문에 매각의 신중을 기하여 시장의 충격을 완화시키기 때문이다.

7) 재무분석가의 보고서에 대한 투자자들의 소송사례들을 보면, 미국 모건스탠리의 재무분석가는 아마존닷컴과 이베이 투자자들로부터 잘못된 매수추천에 대한 손해배상 소송을 당했고, 메릴린치 소속 재무분석가는 잘못된 투자권고로 손해를 본 투자자에게 소송을 당한 뒤 거액의 배상금을 지급하였다(진성훈, “애널리스트 수난시대 ... 투자실패 비난 한 몸”, 주간한국, 2001년 8월 16일자). 우리나라는 2007년 9월 대우인터내셔널 소액주주들이 동양증권증권의 잘못된 투자분석보고서에 대해 소송을 제기하였으며 그 외에도 많은 사례들이 재무분석가의 보고서에 대해 소송을 통해 견제와 감시를 하고 있다.

### Ⅲ. 연구모형 설계 및 표본선정

#### 1. 연구모형의 설계

본 연구에서는 소유구조변수가 재무분석가의 이익예측 의사결정에 영향을 주는지를 알아보기 위해 식 (1)의 회귀분석 모형을 이용하였다. 식 (1)에서 종속변수는 재무분석가의 이익예측오차(SE : signed error)와 이익예측정확성(AE : absolute error)을 이용하였다. 이익예측오차(SE)는 예측주당순이익에서 실제주당순이익을 차감한 값을 기초주가로 나누어 계산하였고, 이익예측정확성(AE)은 이익예측오차(SE)의 절대 값이다. 따라서 이익예측오차(SE)는 이익예측의 정확성보다는 재무분석가가 기업의 이익을 예측함에 있어서 낙관적인지 비관적인지에 초점이 맞춰져 있지만, 이익예측정확성(AE)은 재무분석가가 기업이 제공하는 회계정보에 근거하여 얼마나 실제주당순이익에 근접하게 예측하는지의 문제이다. 예측주당순이익은 동일기업에 대해 Fn-DataGuidePro에서 추출된 재무분석가들의 이익예측치를 합한 다음에 재무분석가의 수로 단순히 나누어 이용하였다. 본 연구에서는 재무분석가의 이익예측치에 대한 분석결과가 비교가능 하도록 6월말, 9월말 및 12월말의 자료에 대해 각각 구분하여 모두 분석하였다.

이상의 방법에 의해 측정된 종속변수들을 이용하여 소유구조가 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영향을 두 가지 관점에서 분석하였다.

첫째, 소유구조가 재무분석가의 이익예측오차(정확성)에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음의 식 (1)과 같이 선행연구에 근거한 회귀모형식을 이용하였다.

$$\begin{aligned}
 SE_{t+1} (AE_{t+1}) = & \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OUT_t + b_5AUD_t + b_6BIGA_t \\
 & + b_7EN_t + b_8EP_t + b_9EL_t + b_{10}RV_t + b_{11}LEV_t + b_{12}ROE_t + b_{13}GRO_t \\
 & + b_{14}SIZE_t + b_{15-26}\Sigma IND + b_{27-33}\Sigma YD + e_t
 \end{aligned} \tag{1}$$

여기서, 종속변수

$$SE_{t+1} = t+1기\ 이익예측오차(주당이익예측치_{t+1}-실제주당순이익_{t+1})/P_t$$

$$AE_{t+1} = t+1기\ 이익예측정확성( | 주당이익예측치_{t+1}-실제주당순이익_{t+1} | / P_t)$$

소유구조(ownership structure)변수

$$OWN_t = t기\ 대주주지분율(특수관계자 포함)$$

$$FOR_t = t기\ 외국인투자자지분율$$

$$INT_t = t기\ 기관투자자지분율(은행 + 보험 + 증권)$$

기업지배구조(corporate governance) 관련변수

$OUT_t$  = t기 이사회 내 사외이사비율(=사외이사수/등기이사수)

$AUD_t$  = t기 감사위원회가 설치된 기업은 1, 그렇지 않으면 0

$BIG4_t$  = t기 Big4와 제후법인에 속하는 감사인에게 감사받은 기업이면 1, 아니면 0

통제변수

$EN_t$  = t기 이익예측치를 발표한 재무분석가의 수

$EP_t$  = t기 회계이익의 지속성

$EL_t$  = t기 이익수준(=주당순손익/ $P_{t-1}$ )

$RV_t$  = t기 추가변동성(1년 동안의 일일주가수익률 분산)

$LEV_t$  = t기 부채비율(=총부채/총자산)

$ROE_t$  = t기 자기자본이익률

$GRO_t$  = t기 기업집단에 소속된 기업이면 1, 아니면 0.

$SIZE_t$  = t기 총자산에 자연로그를 취한 값

$IND$  = t기 IN업종에 속하는 기업은 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

$YD$  = t기 Y년도에 속하는 기업은 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

편의상 i기업에 대한 표시는 생략

본 연구에서 주된 관심변수는 소유구조(OWN, FOR, INT)변수이며 추가로 기업지배구조(CG : corporate governance)관련 변수들을 포함하였다. 소유구조와 재무분석가의 이익예측간의 관계는 연구가설에서 설명되었기 때문에 나머지 변수들에 대해 다음과 같이 추가설명을 하고자 한다. 기업지배구조는 기업의 회계투명성에 직·간접적으로 영향을 미쳐 회계투명성에 기여를 한다. 사외이사는 대주주와 경영진으로부터 영향력을 받지 않는 독립적인 전문가로서 이사회 내에 이들이 많다면 회계정보의 투명성이 개선될 수 있다(박종일, 2003). 증권거래법<sup>8)</sup>에서는 모든 상장법인(자산총액이 1천억 원 미만인 벤처기업 제외)이 총 이사수의 4분의 1이상을 사외이사로 선임하도록 하였다. 1999년 말 개정된 상법으로 도입된 감사위원회제도는 2003년 12월 개정된 증권거래법에서 총 위원 중 3분의 2 이상이 사외이사이고, 이중 1인 이상은 회계 또는 재무전문가이어야 한다. 회계정보의 신뢰성이나 경영자의 이익조정은 감사품질(audit quality)과 밀접한 관련성이 있다(권수영 외, 2005; 박종일, 2005). 따라서 이사회 내 사외이사비율이 높고 감사위원

8) 상장법인의 사외이사 선임 의무화(1998년 2월, 상장규정).

대형 코스닥상장법인 사외이사제도 도입(2001년 3월, 증권거래법).

회를 도입하였으며 상대적으로 감사품질이 우수한 Big4 제휴법인 감사인을 선임한 기업들은 양질의 회계정보를 제공할 것이며, 이를 이용하는 재무분석가의 이익예측은 오차가 감소하고 정확성이 높아질 것으로 보인다. 재무분석가의 수(EN)는 많을수록 이익예측의 정확성이 높아져 이익예측오차는 감소할 것으로 보인다(전규안 외, 2007). 이익의 지속성(EP)<sup>9)</sup>이 높을수록 이익예측오차는 줄어들고 정확도는 높아지며(정석우, 임태균, 2005), 이익수준(EL)이 높은 기업은 수익성이 높아 투자자들의 기대심리가 크기 때문에 재무분석가는 더 정확한 예측치를 제공하려 한다(정석우, 2003; Eames and Glover, 2003). 주가변동성(RV)이 높을수록 미래이익에 대한 변동성이 크기 때문에 더 낙관적으로 예측하여 이익예측오차가 크며(정석우, 2003; 정석우, 임태균, 2005), 부채비율(LEV)이 높을수록 경영자는 보고이익을 증가시킬 유인이 있어(DeFond and Jiambalvo, 1994) 이익예측오차는 커지고 정확도는 낮아질 것이다. 자기자본이익률(ROE)도 이익수준(EL)과 같이 이익예측오차와 이익예측정확성에 영향을 미친다(정석우, 2003). 투자자들의 기업에 대한 관심의 크기를 통제하기 위해 대규모기업집단(GRO) 소속여부와 기업규모(SIZE)도 통제변수로 포함하였다. 기타 산업별 효과와 연도별 차이를 통제하기 위하여 산업별( $\Sigma$ IND) 및 연도별( $\Sigma$ YEAR) 더미변수가 모형식에 포함되었다.

둘째, 소유구조가 재무분석가의 이익예측오차(정확성)에 미치는 영향이 기업지배구조관련변수들에 의해 달라지는지를 알아보기 위해 식 (2)의 회귀모형식을 이용하였다. 따라서 소유구조변수와 기업지배구조관련변수 간의 상호작용변수(interactive terms)를 다음과 같이 회귀모형식에 포함하였다.

$$SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OWN_t * ROU_t + b_5FOR_t * ROU_t + b_6INT_t * ROU_t + b_7OUT_t + b_8AUD_t + b_9BIG_t + Controls + e_t \quad (2-1)$$

$$SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OWN_t * AUD_t + b_5FOR_t * AUD_t + b_6INT_t * AUD_t + b_7OUT_t + b_8AUD_t + b_9BIG_t + Controls + e_t \quad (2-2)$$

$$SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OWN_t * BIG_t + b_5FOR_t * BIG_t + b_6INT_t * BIG_t + b_7OUT_t + b_8AUD_t + b_9BIG_t + Controls + e_t \quad (2-3)$$

9) 정석우, 임태균(2005)의 방법에 의해 다음과 같이 측정되었다.

$E_t = \alpha + \omega E_{t-1} + \varepsilon$ , 여기서,  $E_t$ : t기의 주당순이익,  $\omega$ : 회계이익지속성계수,  $\varepsilon$ : 오차항  
회계이익지속성은 2000년도의 경우 1994년부터 1999년까지의 각 개별기업별로 6개 연도간 자료를 사용하여 추정되었다.

여기서, (소유구조변수)\*(기업지배관련변수)에서

$ROUT_i$  : 사외이사 최소선임조건 충족한 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0인 더미변수

$AUD_i$  : 감사위원회 도입한 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0인 더미변수

$BIG4_i$  : 감사인이 BIG4 제휴법인에 속하면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

기업지배구조관련 변수들은 기업의 회계투명성에 직·간접적으로 영향을 미쳐 긍정적인 역할을 하기 때문에 소유구조와의 상호작용변수는 소유구조가 이익예측오차나 이익예측정확성에 미치는 영향을 더 뚜렷하게 할 것으로 보인다. 식 (2-1), 식 (2-2) 그리고 식 (2-3)의  $b_4$ 가 유의한 음(-)의 값을 갖는다면 감사위원회를 도입한 사외이사 최소선임조건 충족기업이며 감사인이 BIG4 제휴법인인 경우에 그렇지 않은 기업보다 대주주지분율이 커질수록 이익예측오차(정확성)는 낮아지는 것이다(커지는 것이다). 이는 기업지배구조관련 변수들이 대주주의 사익추구를 견제하여 신뢰성있는 회계정보가 생산되며 이를 이용하는 재무분석가의 이익예측에 영향을 주는 것이다.  $b_5$ 와  $b_6$ 가 유의한 음(-)의 값을 갖는다면 감사위원회를 도입한 사외이사 최소선임조건 충족기업이며 감사인이 BIG4 제휴법인인 경우에 그렇지 않은 기업보다 외국인투자자와 기관투자자의 지분율이 커질수록 이익예측오차(정확성)는 낮아지는 것이다(커지는 것이다). 이는 기업지배구조관련 변수들이 기업의 경영에 미치는 외국인투자자와 기관투자자의 긍정적인 역할을 배가시킨 것으로 회계정보의 신뢰성이 증대되어 재무분석가에게 영향을 주는 것이다.

## 2. 표본선정

본 연구의 분석기간은 2000년부터 2006년까지이며 표본은 증권거래소에 상장된 기업 중 다음의 제 조건을 만족시키는 기업으로 선정하였다.

- (1) 12월 결산법인에 속하는 기업
- (2) 금융업 및 보험업에 속하지 않는 기업
- (3) 한국신용평가정보(주)의 KIS-Library와 Fn-DataGuidePro를 통해 필요한 재무자료와 재무분석가의 이익예측치 그리고 지분율 자료를 입수할 수 있는 기업
- (4) 금융감독원의 전자공시시스템에서 사업보고서상 분석에 필요한 사외이사 관련 자료가 보고된 기업
- (5) 감사의견이 비적정 감사의견인 기업은 제외
- (6) 모든 회귀모형식을 통해 구해진 R-student 잔차값이  $\pm 2$ 의 범위 내에 속하는 기업

조건 (1)에서 12월 결산법인을 표본으로 선정된 이유는 결산월이 다름으로 인해 가져올 수 있는 연구결과의 왜곡을 통제할 목적이며, 조건 (2)에서 금융업 및 보험업을 제외한 이유는 금융·보험업종에 해당하는 기업이 다른 업종의 기업에 비하여 상대적으로 더 투명한 기업지배구조를 요구받고 있기 때문이다.<sup>10)</sup> 조건 (3)은 본 연구의 모형식에서 이용될 재무자료와 소유지분을 자료 그리고 재무분석가의 이익예측치가 추출되어야 하기 때문에 상기 데이터베이스에서 자료가 누락된 기업은 제외하였다. 조건 (4)은 사외이사 관련 사항을 금융감독원의 전자공시시스템에 수록된 기업별 사업보고서상에서 추출이 가능하기 때문이다. 조건 (5)은 감사의견이 비적정인 기업은 연구결과의 왜곡을 초래할 수 있기 때문이다. 조건 (6)은 기업의 극단치가 연구결과의 왜곡을 가져올 수 있기 때문에 모든 회귀모형식을 통해 구해진 개별기업의 잔차값이 studentized residual의  $\pm 2$ 를 벗어나는 기업은 표본에서 제외하고 재분석하였다. 이와 같은 기준에 의해서 선정된 최종표본기업은 이익예측치 발표시점과 연도에 따라 <표 1>과 같다.

<표 1> 이익예측치 발표시점과 연도에 따른 표본분포

예측시점	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	계
12월말	153	148	157	151	165	142	121	1,037
9월말	201	192	173	252	240	198	194	1,450
6월	244	232	218	257	243	214	221	1,629

## IV. 실증분석

### 1. 기술통계

<표 2>는 본 연구에서 이용된 재무분석가의 이익예측치에 대한 기술적 통계를 나타낸 것이다. Panel A는 이익예측의 발표시점별로 이익예측치의 기술적 통계를 나타낸 것이다. 12월말 이익예측오차(SE12)의 평균(중위수)은 -0.007(0.003)로 비관적인 이익예측을 하는 것으로 나타났다. 최대값은 5.346이며, 최소값은 -1.707로 6월말과 9월말에 비해 다소 보수적인 이익예측을 하는 것으로 보인다. 9월말(SE9)과 6월말(SE6)의 이익

10) 일반기업에 비하여 금융기관은 사외이사 등에 대해 더 엄격하게 적용된다. 첫째, 사외이사를 선임해야 하는 대상으로 은행 및 종합금융회사는 모두 포함되며 보험회사 및 증권회사는 자산총액이 2조 원 이상인 경우, 투자신탁회사는 수탁고가 6조 원 이상인 경우가 해당된다. 둘째, 해당기관은 사외이사의 선임비율이 50% 이상이고, 그 수가 3인 이상이어야 하며 사외이사후보추천위원회와 감사위원회를 설치해야 한다.

예측치는 최대값과 최소값의 편차가 크며 평균과 중위수의 값이 모두 양의 값을 나타내어 낙관적인 이익예측을 하는 것으로 나타났다. 또한, 최소값인 -3.923에 비해 최대값은 16.194로 낙관적인 이익예측치의 값이 매우 큰 것을 알 수 있다. 이는 실제이익이 확정되는 12월 결산기에 가까울수록 재무분석가들은 보수적이며 신중한 이익예측치를 제시하는 것으로 보인다. 한편, 이익예측의 정확성도 12월말(AE12)은 평균(중위수)이 0.215(0.045)로 9월말과 6월말의 0.457(0.051)과 0.452(0.053)에 비해 상대적으로 높았다. 또한, 표준편차도 6월말에서 12월말로 갈수록 감소하며 12월말에 가까울수록 재무분석가들의 이익예측치는 정확성도 높아진다. 이익예측치가 과거 보다는 최근일수록 이익예측치가 더 정확하며, 이익예측치의 편의(bias)는 이익예측치가 발표된 시점과 밀접하게 관련되어 있다(Richardson et al., 2004).

Panel B는 재무분석가의 이익예측방향과 정확성의 분포를 나타낸 것이다. 6월말(SE6)부터 12월말(SE12)까지 재무분석가들의 이익예측치는 낙관적인 성향이 크다. 이는 이익예측이 힘들고 이익예측가능성이 떨어지는 기업일수록 재무분석가가 보다 낙관적인 이익예측을 하는 것이다(Das et al., 1998; Lim, 2001). 또한 본인의 명성이 다치지 않게 다른 재무분석가들과 군집(herding)행동을 취하거나 보수적 선택을 한 것이다.

<표 2> 이익예측치의 기술적 통계

Panel A에서는 재무분석가의 이익예측치 표본분포를 파악하였고, Panel B에서는 이익예측치를 통해 재무분석가의 성향을 파악하고자 하였다. 변수의 정의는 식 (1)과 같고, 표본은 2000년부터 2006년까지로 해당 이익예측 시점에 따른 기업-연 자료를 이용하였다.

Panel A : 재무분석가의 이익예측치 기술적 통계

변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
SE12	-0.007	0.003	0.876	-1.707	5.346
AE12	0.215	0.045	0.849	0.000	7.076
SE9	0.159	0.006	4.603	-3.923	16.194
AE9	0.457	0.051	4.583	0.000	16.194
SE6	0.169	0.009	4.332	-3.923	16.194
AE6	0.452	0.053	4.312	0.000	16.194

Panel B : 재무분석가의 이익예측 방향과 정확성의 표본분포

이익예측오차	이익예측방향		이익예측정확성	이익예측의 정확성	
	낙관적 (SE ≥ 0)	비관적 (SE < 0)		낮음 (AE ≥ 중위수)	높음 (AE < 중위수)
SE12	891	146	AE12	827	210
SE9	1,190	260	AE9	1,038	412
SE6	1,303	326	AE6	1,133	496

이익예측의 정확성은 중위수를 기준으로 이익예측치가 높은 경우에는 정확성이 낮고 중위수보다 낮은 경우에는 정확성이 높은 것으로 구분하였다. 6월말(AE6)부터 12월말(AE12)까지 재무분석가들의 이익예측 정확성은 낮은 집단의 기업수가 더 많았으며 이는 재무분석가가 낙관적인 이익예측을 하려는 성향에 기인된 것으로 보인다. 본 연구에 이용되는 재무분석가들의 이익예측치는 선행연구들과 같이 낙관적이며 상대적으로 정확성이 떨어지는 것으로 보인다. 따라서 재무분석가의 이익예측치에 소유구조가 미치는 영향에 강건성(robustness)을 부여하기 위해서는 이익예측방향과 정확성의 차이까지 모두 고려하여 분석할 필요가 있다.

## 2. 상관관계 분석

<표 3>은 본 연구의 연구모형에 포함된 종속변수와 설명변수들 간의 상관관계를 나타낸 것이다. 먼저 이익예측오차(정확성)와 소유구조 간의 관계를 살펴보면, SE는 대주주(OWN)와 유의하지는 않지만 음(-)의 관계가 있고, 외국인투자자(FOR)와는 양(+)의 관계가 있다. 기관투자자(INT)와는 -0.05로 유의수준 10%에서 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 재무분석가의 예측에 민감할 수밖에 없는 기관투자자의 영향력이 가장 뚜렷하였고, 기관투자자지분율이 높아질수록 이익예측오차는 줄어드는 것으로 보인다. AE도 역시 유의하지는 않지만 OWN과 FOR와는 음(-)의 관계가 나타났고 INT와는 유의수준 5% 이내에서 양(+)의 관련성이 나타났다. 이는 대주주와 외국인투자자지분율이 높을수록 이익예측치의 정확성이 높아지고 기관투자자의 지분율이 높을수록 정확성은 낮아지는 것이다. 이익예측치의 정확성은 이익예측오차의 절대값이므로 0에 가까울수록 높다. 그러나 추후에 소유구조와 이익예측의 정확성간의 관계는 정확성의 높낮이와 이익예측오차의 방향성을 고려하여 해석해야 할 것이다.

통제변수 중 기업지배구조(corporate governance) 관련변수와 이익예측치 간의 관련성을 살펴보면, OUT은 SE와 유의수준 5% 이내에서 유의한 음(-)의 관련성이 나타나 사외이사비율이 높을수록 재무분석가의 이익예측오차는 감소하는 것으로 보인다. BIG4는 AE와 유의수준 5% 이내에서 유의한 음(-)의 관련성이 나타나 감사품질이 높을수록 재무분석가의 이익예측정확성은 높아지는 것으로 보인다. 기타의 기업지배구조관련 변수들과 이익예측치 간에는 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 기타 통제변수들을 살펴보면 EN은 SE와는 유의하지 않지만 AE와는 유의수준 5% 이내에서 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 재무분석가의 수가 이익예측 오차에 미치는 영향은 뚜렷하지 않지만, 이익예측의 정확성은 다수의 의견이 반영될수록 높아지는 것을 알 수 있다. EP와

EL도 SE 및 AE 간에는 뚜렷한 관련성이 나타나지 않았다. 이는 회계이익지속성보다는 초과이익지속성이 더 많은 관련이 존재할 것으로 보이며(정석우, 임태균, 2005), 이익수준의 크기도 추가대비 수익이 높다고 해서 직접적으로 이익예측 오차가 감소하거나 정확도가 높아지는데 영향을 미치지 않는 것 같다. 그러나 이익수준이 AE와 음(-)의 관련성이 있기 때문에 이익수준이 높을수록 투자자들의 많은 관심과 기대심리가 높아져 재무분석가는 이익예측 시 더 신중을 기할 여지가 있어 보인다.

RV와 GRO도 SE 및 AE 간에 뚜렷한 관련성은 나타나지 않아 추가변동성과 기업집단의 소속여부가 재무분석가의 이익예측 시 직접적인 영향을 미치지 않는 것으로 보인다. LEV는 SE와 AE, 모두 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 이는 재무분석가가 이익예측에 있어서 부채비율이 높을수록 과대예측하거나 낙관적인 경향이 있어 이익예측정확성은 떨어지는 것이다. ROE는 SE와 유의한 음(-)의 관계가 AE와는 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 이는 자기자본이익율이 높을수록 투자자들의 기대심리가 크기 때문에 오히려 이익예측 시 보수적으로 예측하는 경향이 있고, 신중을 기하지만 자기자본이익율을 의식한 나머지 오히려 이익예측정확성은 더 떨어지는 것이다.

<표 3> 주요변수들 간 상관관계 분석결과

지면관계상 12월말 발표된 재무분석가의 이익예측치 1,037개에 대해서만 상관관계를 분석하였다. 변수의 정의는 식 (1)과 같고, 표 안은 Pearson상관계수이다. Pearson상관계수는 유의수준(양측)이 5% 이내인 경우에만 굵은 글씨로 표시 하였다.

변수	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
SE12	1	1															
AE12	2	<b>-0.67</b>	1														
OWN	3	-0.02	-0.02	1													
FOR	4	0.01	-0.06	<b>0.23</b>	1												
INT	5	-0.05	<b>0.07</b>	<b>0.11</b>	-0.04	1											
OUT	6	<b>-0.07</b>	-0.02	0.03	<b>0.08</b>	<b>0.17</b>	1										
AUD	7	0.04	0.01	-0.04	<b>0.09</b>	<b>0.05</b>	<b>0.67</b>	1									
BIG4	8	0.03	<b>-0.06</b>	0.00	<b>0.11</b>	0.02	<b>0.14</b>	<b>0.17</b>	1								
EN	9	0.02	<b>-0.10</b>	0.02	<b>0.12</b>	0.02	<b>0.38</b>	<b>0.37</b>	<b>0.22</b>	1							
EP	10	0.07	0.07	0.02	-0.01	<b>0.07</b>	0.03	0.04	0.02	0.05	1						
EL	11	0.03	-0.02	0.04	0.01	0.01	0.00	0.02	-0.02	0.01	0.00	1					
RV	12	-0.06	0.06	<b>-0.12</b>	-0.03	-0.04	-0.02	0.01	0.03	0.04	0.00	-0.01	1				
ROE	13	<b>-0.62</b>	<b>0.59</b>	0.01	0.02	<b>-0.07</b>	<b>-0.06</b>	<b>-0.05</b>	-0.04	-0.03	<b>-0.79</b>	0.00	0.00	1			
LEV	14	<b>0.08</b>	<b>0.12</b>	<b>-0.11</b>	<b>-0.08</b>	<b>0.06</b>	<b>0.16</b>	<b>0.16</b>	<b>0.07</b>	0.02	<b>0.13</b>	0.03	0.03	<b>-0.19</b>	1		
GRO	15	0.05	-0.03	0.03	0.03	0.03	<b>0.36</b>	<b>0.40</b>	<b>0.26</b>	<b>0.28</b>	0.03	0.01	<b>0.08</b>	-0.03	<b>0.20</b>	1	
SIZE	16	-0.01	<b>0.11</b>	<b>-0.35</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.10</b>	0.01	<b>0.09</b>	<b>0.04</b>	<b>0.15</b>	0.04	-0.02	<b>0.09</b>	-0.01	<b>0.14</b>	<b>0.12</b>	1

### 3. 소유구조가 이익예측오차와 이익예측정확성에 미치는 영향

<표 4>는 소유구조의 각 투자자 지분율이 재무분석가의 이익예측오차와 정확성에 미치는 영향을 나타낸 것이다. 이익예측오차와 정확성에 소유구조가 미치는 영향의 결과에 대해 강건성(robustness)을 부여하기 위해 이익예측치는 6월말, 9월말 그리고 12월말의 것을 모두 이용하였다. <표 4>에서 F값은 각 회귀모형이 모두 1% 수준에서 유의하여 모형의 설정은 적절하였다. 먼저 이익예측오차(SE)를 보면 소유구조에서 OWN은 회귀계수가 0.001로 12월말에 SE와 유의수준 10%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. FOR는 유의한 값이 나타나지 않았으며, INT는 6월말, 9월말 그리고 12월말에 회귀계수가 -0.015, -0.016, -0.013으로 각각 유의수준 10%, 5% 그리고 1%에서 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 대주주지분율이 높을수록 대주주의 사익추구를 위한 경영자의 이익조정이 이루어지며(박종일, 2003 등), 재무분석가는 이러한 질 낮은 회계이익을 바탕으로 이익예측을 하게 된다. 또한, 재무분석가는 기업에 대한 사적정보를 대주주로부터 얻기 위해 이들과 우호적인 관계를 유지해야 하므로, 낙관적인 이익예측을 하는(Schipper, 1991) 악순환(a vicious circle)의 가능성이 높다. 따라서 대주주지분율이 높을수록 재무분석가의 이익예측오차는 커지며 낙관적인 이익예측을 하는지는 추가로 분석할 필요가 있다. 국내기관투자자는 수탁책임이 크며 재무분석가가 제시한 정보를 가장 많이 이용하는 이용자인 동시에 감시자이므로, 이들의 지분율이 높은 기업일수록 회계이익의 질은 높고 재무분석가들의 이익예측은 신중해지는 선순환(a positive circle)의 가능성이 있다. 따라서 대주주지분율이 낮고 기관투자자지분율이 높을수록 재무분석가의 이익예측오차는 감소한다. 외국인투자자는 아직까지 국내 증권회사의 재무분석가가 제시한 정보에 의존하기보다 자체 정보 분석능력을 발휘하기 때문에 유의한 관련성이 없는 것으로 보인다.

기타 소유구조관련변수 중에서는 BIG4가 SE와 유의한 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 감사품질이 높은 기업일수록 기업의 회계정보 질이 높을 것이며 이를 이용한 재무분석가의 이익예측오차는 감소하는 것이다. 기타 통제변수들을 살펴보면, LEV는 SE와 유의한 양(+)의 관련성이, ROE와 SIZE는 유의한 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 부채비율이 높을수록, 자기자본이익비율과 기업규모가 작을수록 이익예측오차가 커지는 것이다. 추가로 SIZE에 시장의 상황을 반영하기 위해 이익예측치 발표시점의 각 기업 자본금을 시가총액으로 수정하여 분석하였으나 결과는 동일하였다.

<표 4> 소유구조가 이익예측오차와 이익예측정확성에 미치는 영향

종속변수는 이익예측오차와 정확성으로 독립변수는 소유구조 및 통제변수를 포함하여 회귀분석 하였다.

$$\text{식 (1) } SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OUT_t + b_5AUD_t + b_6BIG4_t + b_7EN_t + b_8EP_t + b_9EL_t + b_{10}RV_t + b_{11}LEV_t + b_{12}ROE_t + b_{13}GRO_t + b_{14}SIZE_t + b_{15-26}\Sigma IND + b_{27-33}\Sigma YD + e_t$$

여기에서 변수에 대한 정의는 식 (1)과 같고, 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다(양측검증). 모든 모형에서 다중공선성을 파악하기 위해 VIF(variance influence factor)값으로 확인하였고, 모든 변수의 VIF값은 10 이내로 다중공선성의 가능성이 심각하지 않았다.

변수	구분 예상 부호	이익예측오차(SE)			이익예측정확성(AE)		
		6월말	9월말	12월말	6월말	9월말	12월말
절편	?	1.921 (1.782)*	1.994 (1.673)*	0.012 (0.023)	1.277 (1.230)	1.992 (1.745)*	-0.559 (-1.117)
OWN	+/+	0.001 (0.393)	0.002 (0.665)	0.001 (0.843)*	-0.002 (-0.629)	-0.001 (-0.199)*	-0.003 (-1.743)*
FOR	-/-	0.003 (0.532)	0.003 (0.585)	0.000 (0.114)	0.002 (0.521)	0.003 (0.562)	-0.001 (-0.574)
INT	-/-	-0.015 (-2.225)*	-0.016 (-2.130)**	-0.013 (-3.787)***	0.005 (0.758)	0.008 (1.136)*	0.015 (4.531)***
OUT	-/-	-0.373 (-0.799)	-0.614 (-1.203)	0.054 (0.245)	-0.200 (-0.445)	-0.426 (-0.871)	0.101 (0.472)
AUD	-/-	-0.201 (-1.360)	-0.217 (-1.339)	-0.072 (-1.009)	0.124 (0.873)	0.130 (0.836)	0.056 (0.804)
BIG4	-/-	-0.307 (-2.804)***	-0.383 (-3.085)***	-0.118 (-1.922)**	-0.070 (-0.663)	-0.082 (-0.692)	-0.009 (-0.153)
EN	-/-	0.022 (2.432)**	0.033 (2.817)***	-0.001 (-0.131)	-0.013 (-1.497)	-0.007 (-0.644)	-0.038 (-4.854)***
EP	-/-	0.385 (39.262)	0.385 (37.405)	0.140 (4.390)	0.500 (53.073)	0.500 (50.757)	0.071 (2.279)
EL	-/-	0.000 (0.066)	0.000 (-0.002)	0.000 (1.109)	0.000 (-0.901)	0.000 (-0.890)	0.000 (-1.362)
RV	+/+	-0.020 (-0.301)	-0.049 (-0.540)	-0.029 (-0.640)*	0.116 (1.797)*	0.151 (1.723)*	0.086 (1.916)*
ROE	-/-	-0.196 (-18.141)***	-0.196 (-17.185)***	-0.155 (-26.155)***	0.030 (2.901)***	0.030 (2.743)***	0.140 (24.241)***
LEV	+/+	3.023 (15.970)***	3.153 (15.621)***	0.438 (2.969)***	4.377 (24.029)***	4.567 (23.619)***	0.629 (4.369)**
GRO	?	0.046 (0.402)	0.055 (0.443)	0.033 (0.603)	-0.359 (-3.242)***	-0.359 (-2.996)***	-0.060 (-1.118)
SIZE	?	-0.163 (-3.115)***	-0.164 (-2.882)***	-0.010 (-0.411)*	-0.147 (-2.929)***	-0.180 (-3.296)***	0.027 (1.121)*
IND	?	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YD	?	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-값		277.399***	256.441***	23.709***	300.045***	280.457***	22.992***
수정된 R <sup>2</sup>		0.849	0.853	0.420	0.858	0.864	0.412
N		1,629	1,450	1,037	1,629	1,450	1,037

한편, 이익예측정확성(AE)과 소유구조와의 관련성을 보면, OWN의 회귀계수는 9월말과 12월말이 -0.001과 -0.003으로 유의수준 10% 내에서 유의한 음(-)의 관련성이 나타났다. FOR는 유의한 값이 없었으며, INT는 9월말과 12월말의 회귀계수가 0.008과 0.015로 유의수준 10%와 1%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. 이는 대주주지분율이 높고 기관투자자지분율이 낮을수록 이익예측정확성이 높다는 것이다. 이러한 결과는 본 연구에서 예상하였던 것과 다른 결과로 재무분석가는 대주주지분율이 높은 기업에 대해 악순환(a vicious circle)의 개연성이 높기 때문에 예측오차는 커진다. 그러나 대주주와의 우호관계를 통해 기업의 사적정보를 입수할 가능성이 있기 때문에 정확성은 높은 것으로 추론된다. 기관투자자지분율이 높은 기업은 재무분석가가 보수적인 이익예측은 하되 정확성은 높지 않은 것으로 보인다. 기타 통제변수들에서 RV, ROE, LEV는 AE와 양(+)의 관련성이 나타나 추가변동성과 자기자본이익비율 그리고 부채비율이 클수록 이익예측정확성은 떨어지는 것으로 나타났다.

종합해 보면, 재무분석가의 이익예측에 대주주와 국내기관투자자는 분명히 영향을 주고 있으며 외국인투자자는 재무분석가가 제시한 정보 보다는 자체 정보 분석에 더 치중하는 것으로 추론된다. 추가로 공정공시제도 도입에 따라 재무분석가의 기회주의적 행동변화가 예상되어 소유구조와 재무분석가의 이익예측치 간의 관계도 달라지는 지를 알아보았다. 연도별 그리고 공정공시제도 도입여부에 따라 소유구조가 재무분석가의 이익예측에 미치는 영향을 분석하였으나 <표 4>의 결과에 크게 벗어나지 않았다.<sup>11)</sup>

한편, <표 4>에서는 소유구조의 각 투자자가 이익예측치에 미치는 영향이 다른 투자자의 영향을 받을 수도 있기 때문에 이러한 영향력을 배제하기 위해 <표 5>와 같이 추가분석을 하였다. <표 5>는 소유구조의 각 투자자가 독립적으로 이익예측치에 미치는 영향을 분석하였고, 이러한 결과가 <표 4>의 결과와 동일한지를 보여주하고자 하였다. <표 5>의 결과를 보면, SE에서 OWN은 12월말 회귀계수가 0.002로 유의수준 10% 이내에서 양(+)의 관련성이 나타났다. FOR는 <표 4>와 같이 유의한 결과가 나타나지

11) 12월말의 재무분석가 이익예측치에 대해서만 분석하였으며, OWN은 2002년, 2004년 그리고 2006년에 대해서 유의한 값이 나타났으며 INT는 모든 연도에 대해서 유의한 값이 나타났다. 한편 공정공시제도 도입여부가 소유구조와 재무분석가 이익예측치 간의 관계에 미치는 영향을 알아보기 위해 다음의 회귀식을 통해 추가로 분석하였다.

$$SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OWN_t * DIS_{t+1} + b_5FOR_t * DIS_{t+1} + b_6INT_t * DIS_{t+1} + Controls + e_t$$

여기서,  $DIS_{t+1} = t+1$ 이 공정공시제도가 본격 시행된 2003년 이후이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수 분석 결과, <표 4>의 결과와 달라지지 않았고  $DIS_{t+1}$ 은 유의한 값이 나타나지 않았다. 따라서 본 연구에서는 공정공시제도가 소유구조와 재무분석가 이익예측치 간에 의미 있는 영향을 주지는 않는 것으로 보았다.

않았고 INT는 6월말, 9월말 그리고 12월말에 회귀계수가 -0.016, -0.018 그리고 -0.013으로 유의한 음(-)의 관련성이 나타났다. AE에서 OWN은 9월말과 12월말의 회귀계수가 -0.001과 -0.003으로 유의한 음(-)의 관련성이, INT는 0.007과 0.015로 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 이는 <표 4>의 결과가 이익예측치에 각 투자자의 독립적인 영향력을 고려하여 분석한 <표 5>의 결과와 동일하여 결과의 강건성을 부여하는 것이다.

<표 5> 다른 소유구조변수들을 통제 후에 이익예측오차와 이익예측정확성에 미치는 영향  
 소유구조에서 특정 투자자의 지분율이 이익예측오차와 이익예측정확성에 미치는 영향을 독립적으로 알아보기 위해 다른 투자자들의 지분율은 모형에서 포함하지 않고 분석한 결과이다. 따라서 소유구조와 재무분석가의 이익예측치 발표시점에 따른 총 18개(3×6)의 회귀모형을 분석한 결과이다.

$$\text{식 (1-1)} \quad SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1OWN_t + Controls + e_t$$

$$\text{식 (1-2)} \quad SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1FOR_t + Controls + e_t$$

$$\text{식 (1-3)} \quad SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1INT_t + Controls + e_t$$

여기에서 변수에 대한 정의는 식 (1)과 같고, 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다(양측검증). 모든 모형에서 다중공선성을 파악하기 위해 VIF(variance influence factor)값으로 확인하였고, 모든 변수의 VIF값은 10 이내로 다중공선성의 가능성이 심각하지 않았다.

변수	구분 예상 부호		이익예측오차(SE)			이익예측정확성(AE)		
			6월말	9월말	12월말	6월말	9월말	12월말
OWN	+		0.003 (0.357)	0.004 (1.276)	0.002 (1.402)*	-0.002 (-0.632)	-0.001 (-0.159)*	-0.003 (-2.411)*
FOR	-		0.002 (0.512)	0.003 (0.522)	0.001 (0.603)	0.002 (0.377)	0.002 (0.429)	-0.003 (-1.441)
INT	-		-0.016 (-2.403)**	-0.018 (-2.344)**	-0.013 (-3.927)***	0.004 (0.704)	0.007 (1.045)*	0.015 (4.531)***

#### 4. 소유구조가 이익의 예측방향과 정확성 차이에 따라 미치는 영향

<표 6>은 소유구조가 재무분석가의 이익예측방향과 정확성의 차이에 따라 이익예측치에 미치는 영향을 보고자 하였다. 이는 <표 2>에서와 같이 재무분석가가 낙관적인 이익예측을 하며 정확성이 상대적으로 떨어지는 성향이 있었다. 따라서 <표 4>의 결과가 이러한 재무분석가들의 이익예측성향을 고려하고서도 동일한 결과가 나타나는 지를 보여 주어 강건성을 부여하고자 하였다. <표 6>에서 F값은 각 회귀모형이 모두 1% 수준에서 유의하여 모형의 설정은 적절하였다. Panel A는 재무분석가의 이익예측 방향에 따라 소유구조와 이익예측오차 간의 관련성을 분석한 것이다. 낙관적 예측(SE≥0)집단에서 OWN은 12월말 회귀계수가 0.001로 유의수준 10%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. INT는

<표 6> 소유구조가 이익의 예측방향과 정확성에 미치는 영향

Panel A : 소유구조가 재무분석가의 낙관적 예측과 비관적 예측에 미치는 영향

유의적인 결과들을 통해 소유구조가 재무분석가의 어떠한 이익예측 성향과 관련이 있는지 알아보고자 하였다.

$$\text{식 (1-1)} \quad SE_{t+1} = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + Controls + e_t$$

구분 변수	예상 부호	낙관적 예측(SE≥0)			비관적 예측(SE<0)		
		6월말	9월말	12월말	6월말	9월말	12월말
절편	?	2.275 (2.256)**	1.636 (1.650)*	-0.197 (-0.358)	-5.051 (-1.632)	2.975 (0.976)	0.500 (-1.117)
OWN	+/-	0.003 (1.029)	0.002 (0.643)	0.001 (0.725)*	0.002 (0.257)	-0.005 (-0.646)	0.001 (0.540)
FOR	-/+	0.000 (0.098)	-0.003 (-0.646)	0.000 (0.024)	-0.009 (-0.673)	0.020 (1.410)	0.004 (1.036)
INT	-/+	-0.023 (-3.638)*	-0.018 (-2.824)**	-0.015 (-4.275)***	0.001 (0.032)	-0.003 (-0.191)	0.008 (1.529)*
기타변수들		포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-값		398.312***	443.437***	23.558***	11.812***	24.752***	17.041***
수정된 R <sup>2</sup>		0.910	0.925	0.455	0.176	0.751	0.785
N		1,303	1,190	891	326	260	146

Panel B : 소유구조가 재무분석가의 이익예측 정확성에 미치는 영향

소유구조가 재무분석가의 이익예측 정확성 낮아이에 어떠한 관련이 있는 지를 알아보고자 하였다.

$$\text{식 (1-2)} \quad AE_{t+1} = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + Controls + e_t$$

구분 변수	예상 부호	이익예측 정확성이 낮은 집단 (AE ≥ 중위수)			이익예측 정확성이 높은 집단 (AE < 중위수)		
		6월말	9월말	12월말	6월말	9월말	12월말
절편	?	-0.969 (-0.841)	-0.422 (-0.344)	-0.915 (-1.546)	4.901 (2.459)**	5.679 (2.466)**	0.310 (0.447)
OWN	+/+	-0.006 (-1.767)	-0.004 (-1.243)	-0.002 (-0.985)	0.002 (0.310)	0.001 (0.161)	-0.005 (-2.492)*
FOR	-/-	0.000 (-0.060)	-0.001 (-0.109)	-0.001 (-0.353)	0.006 (0.697)	0.008 (0.856)	-0.001 (-0.289)
INT	-/-	0.010 (1.389)	0.015 (1.884)*	0.019 (4.881)**	0.006 (0.533)	0.006 (0.441)	-0.003 (-0.777)
기타변수들		포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-값		340.528***	256.441***	14.771***	20.393***	280.457***	56.244***
수정된 R <sup>2</sup>		0.908	0.853	0.131	0.564	0.864	0.897
N		1,133	1,038	827	496	412	210

주) 1. 변수에 대한 정의는 식 (1)과 같고, 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.

2. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

6월말, 9월말, 12월말의 회귀계수가  $-0.023$ ,  $-0.018$ ,  $-0.015$ 로 유의수준 10%, 5%, 1%에서 음(-)의 관련성이 나타났다. 비관적 예측( $SE < 0$ ) 집단에서는 12월말 INT만이 0.008로 유의수준 10%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. 이러한 결과는 <표 4>의 SE관련 분석결과가 재무분석가의 낙관적 이익예측치에 기인한 결과이며, INT는 비관적 예측( $SE < 0$ )의 경우에도 지분율이 높을수록 이익예측오차가 감소하는 결과를 보여주었다.

Panel B는 재무분석가의 이익예측정확성 차이에 따라 소유구조와 이익예측정확성 간의 관련성을 분석한 것이다. 이익예측정확성이 낮은 집단( $AE \geq$  중위수)에서 OWN은 AE와 유의한 관련성이 나타나지 않았고, INT는 9월말과 12월말 회귀계수가 0.015와 0.019로 유의수준 10%와 5%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. 이익예측 정확성이 높은 집단( $AE <$  중위수)에서는 OWN이 12월말 회귀계수가  $-0.005$ 로 유의수준 10%에서 음(-)의 관련성이 나타났으나 INT는 유의한 값이 나타나지 않았다. 이러한 결과는 <표 4>의 AE관련 분석결과가 OWN은 이익예측 정확성이 높은 집단( $AE <$  중위수)에서 기인하며, INT는 이익예측정확성이 낮은 집단( $AE \geq$  중위수)에 기인하는 것을 보여준다.

결론적으로 대주주지분율이 높을수록 이익예측오차가 커지는 것은 질이 낮은 회계이익을 바탕으로 재무분석가가 낙관적인 이익예측을 하기 때문이며, 이익예측정확성은 회계정보 이외에도 대주주의 사적정보를 이용하므로 높은 것으로 보인다. 기관투자자 지분율은 높을수록 이익예측오차가 감소하는 선순환이 발생하나 이익예측의 정확성은 높은 편이 아니었다. 이는 재무분석가가 기관투자자의 감시로 인해 지나치게 낙관적인 이익예측은 하지 않으나, 이익예측 정확성을 높이기 위해서는 기업의 사적정보 등 회계정보 이외의 추가적인 정보가 필요한 것으로 추론된다.

## 5. 기업지배구조관련변수에 따라 소유구조가 이익예측오차와 이익예측정확성에 미치는 영향

<표 7>은 기업지배구조관련변수를 고려하여 소유구조가 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영향을 분석하였다. 선행연구들에 의하면 이사회 내 사외이사비율이 높고 감사위원회를 도입하였으며 상대적으로 감사품질이 우수한 Big4 제휴법인 감사인을 선임한 기업들은 기업경영의 투명성이 높아지기 때문에 양질의 회계정보를 제공할 것이다(박종일, 2003; 이상철, 이경태, 2003; 권수영 외, 2005). 이는 소유구조와 회계정보를 이용한 재무분석가의 이익예측치 간의 관련성에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. <표 7>의 Panel A는 소유구조변수와 사외이사 최소선임여부의 상호작용변수가 재무분석가의 이익예측오차와 정확성에 미치는 영향을 분석한 것이다. SE의 12월말에  $INT * ROUT$ 는

<표 7> 기업지배구조관련 변수가 소유구조와 이익예측오차(정확성)간의 관계에 미치는 영향

Panel A : 사외이사 최소선임조건 충족이 소유구조와 이익예측오차(정확성)간의 관계에 미치는 영향  
 종속변수인 이익예측오차(정확성)에 소유구조와 사외이사 최소선임조건 충족여부의 상호작용변수가 미치는 영향을 회귀분석하였다. 사외이사 최소선임조건 25%를 넘는 기업은 이사회 독립성이 강화되어 기업경영의 투명성 및 회계정보의 신뢰성이 높아져 소유구조의 역할을 더 뚜렷하게 할 것으로 보인다.

$$\text{식 (2-1)} \quad SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OWN_t * ROU_t + b_5FOR_t * ROU_t + b_6INT_t * ROU_t + b_7OUT_t + b_8AUD_t + b_9BIG4_t + Controls + e_t$$

변수	구분 예상 부호	이익예측오차(SE)			이익예측정확성(AE)		
		6월말	9월말	12월말	6월말	9월말	12월말
OWN	+	0.002 (0.778)	0.004 (1.142)	0.001 (0.733)	-0.001 (-0.276)	0.001 (0.289)	-0.003 (-1.769)*
FOR	-	0.003 (0.577)	0.003 (0.458)	0.001 (0.363)	0.002 (0.294)	0.001 (0.289)	-0.001 (-0.454)
INT	-	-0.003 (-0.237)	-0.001 (-0.100)	0.000 (0.061)	-0.002 (-0.144)	-0.003 (-0.195)	0.001 (0.174)
OWN*	-	-0.002 (-0.623)	-0.003 (-0.818)	0.001 (0.667)	-0.005 (-1.375)	-0.006 (-1.517)	0.000 (-0.083)
ROU*	-	-0.007 (-0.710)	-0.005 (-0.505)	-0.003 (-0.569)	0.002 (0.265)	0.003 (0.348)	0.000 (-0.074)
FOR*	-	-0.007 (-0.710)	-0.005 (-0.505)	-0.003 (-0.569)	0.002 (0.265)	0.003 (0.348)	0.000 (-0.074)
INT*	-	-0.016 (-1.065)	-0.021 (-1.329)	-0.016 (-1.911)*	0.009 (0.632)	0.015 (0.960)	0.017 (2.005)
ROU*	-	-0.016 (-1.065)	-0.021 (-1.329)	-0.016 (-1.911)*	0.009 (0.632)	0.015 (0.960)	0.017 (2.005)
기타변수		포함	포함	포함	포함	포함	-0.037
F-값		275.417***	253.884***	23.659**	300.235***	280.767***	23.122***
수정된 R <sup>2</sup>		0.848	0.852	0.419	0.858	0.864	0.413

Panel B : 감사위원회가 소유구조와 이익예측오차(정확성)간의 관계에 미치는 영향  
 종속변수인 이익예측오차(정확성)에 소유구조와 기업 내 감사위원회 설치여부의 상호작용변수가 미치는 영향을 회귀분석하였다. 회계정보의 신뢰성을 높일 수 있는 감사위원회의 추가적 영향을 알아보고자 하였다.

$$\text{식 (2-2)} \quad SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OWN_t * AUD_t + b_5FOR_t * AUD_t + b_6INT_t * AUD_t + b_7OUT_t + b_8AUD_t + b_9BIG4_t + Controls + e_t$$

변수	구분 예상 부호	이익예측오차(SE)			이익예측정확성(AE)		
		6월말	9월말	12월말	6월말	9월말	12월말
OWN	+	0.002 (0.704)	0.004 (1.101)	0.001 (0.626)	-0.001 (-0.390)	0.000 (0.116)	-0.003 (-1.649)*
FOR	-	0.002 (0.448)	0.002 (0.370)	0.001 (0.211)	0.002 (0.358)	0.002 (0.322)	-0.002 (-0.676)
INT	-	-0.005 (-0.646)	-0.005 (-0.491)	0.000 (0.046)	-0.001 (-0.143)	0.001 (0.064)	0.001 (0.131)
OWN*	-	-0.002 (-0.514)	-0.003 (-0.644)	0.002 (0.844)	-0.003 (-0.801)	-0.004 (-0.875)	0.000 (0.143)
AUD	-	-0.005 (-0.471)	-0.004 (-0.351)	-0.002 (-0.509)	0.003 (0.313)	0.004 (0.387)	0.002 (0.403)
FOR*	-	-0.005 (-0.471)	-0.004 (-0.351)	-0.002 (-0.509)	0.003 (0.313)	0.004 (0.387)	0.002 (0.403)
AUD	-	-0.029 (-2.185)**	-0.029 (-1.973)	-0.025 (-3.797)***	0.016 (1.238)	0.017 (1.211)	0.028 (4.347)
INT*	-	-0.029 (-2.185)**	-0.029 (-1.973)	-0.025 (-3.797)***	0.016 (1.238)	0.017 (1.211)	0.028 (4.347)
AUD	-	-0.029 (-2.185)**	-0.029 (-1.973)	-0.025 (-3.797)***	0.016 (1.238)	0.017 (1.211)	0.028 (4.347)
기타변수		포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-값		276.100***	254.217***	24.227**	300.180***	280.566***	24.005***
수정된 R <sup>2</sup>		0.851	0.852	0.425	0.858	0.864	0.423

Panel C : 감사품질이 소유구조와 이익예측오차(정확성)간에 관계의 미치는 영향  
 종속변수인 이익예측오차(정확성)에 소유구조와 감사품질의 상호작용변수가 미치는 영향을 회귀분석하였다.

$$\text{식 (2-3)} \quad SE_{t+1}(AE_{t+1}) = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OWN_t * BIG4_t + b_5FOR_t * BIG4_t + b_6INT_t * BIG4_t + b_7OUT_t + b_8AUD_t + b_9BIG4_t + Controls + e_t$$

변수	구분	예상 부호	이익예측오차(SE)			이익예측정확성(AE)		
			6월말	9월말	12월말	6월말	9월말	12월말
OWN	+		0.007 (1.799)*	0.010 (2.162)**	0.002 (1.025)	0.006 (1.500)	0.009 (2.002)**	-0.001 (-0.350)
FOR	-		-0.002 (-0.173)	-0.008 (-0.567)	-0.004 (-0.621)	-0.012 (-1.039)	-0.019 (-1.400)	-0.008 (-1.239)
INT	-		-0.019 (-1.549)	-0.020 (-1.364)	0.000 (-0.002)	-0.016 (-1.389)	-0.016 (-1.124)	-0.002 (-0.189)
OWN*	-		-0.007 (-1.897)*	-0.008 (-2.009)	-0.001 (-0.316)	-0.010 (-3.092)***	-0.012 (-3.171)***	-0.003 (-1.238)
FOR*	-		0.005 (0.357)	0.011 (0.745)	0.004 (0.642)	0.019 (1.502)	0.027 (1.833)	0.008 (1.157)
INT*	-		0.005 (0.342)	0.004 (0.264)	-0.015 (-1.644)*	0.029 (2.188)**	0.032 (1.984)**	0.020 (2.201)**
기타변수		포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-값			275.507***	282.980***	23.636***	302.455***	282.980***	23.212***
수정된 R <sup>2</sup>			0.848	0.865	0.419	0.859	0.865	0.414
N			1,629	1,450	1,037	1,629	1,450	1,037

- 주) 1. 변수에 대한 정의는 식 (1)과 같고, 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.  
 2. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

회귀계수가 -0.016으로 유의수준 10%에서 음(-)의 관련성이 나타났다. 그러나 다른 상호작용변수들은 유의한 결과가 나타나지 않았다. 이는 사외이사 최소선임조건을 충족한 기업이 그렇지 않은 기업보다 기관투자자지분율이 높을수록 이익예측오차가 감소하는 것이다. 이러한 결과는 소유구조와 재무분석가의 이익예측치 간의 관련성에 사외이사제도가 약간의(marginal) 관련성이 있어 보이나 소유구조 전반으로 일반화하기에는 유의한 값이 적기 때문에 통계적으로 큰 의미를 부여하지 못한다. Panel B는 소유구조 변수와 감사위원회 도입여부의 상호작용변수가 재무분석가의 이익예측오차와 정확성에 미치는 영향을 분석한 것이다. SE의 6월말과 12월말에 INT\*AUD만이 회귀계수가 -0.029와 -0.025로 유의수준 5%와 1%에서 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 감사위원회 회제도를 도입한 기업이 그렇지 않은 기업보다 기관투자자지분율이 높을수록 이익예측오차가 감소하는 것으로 소유구조와 재무분석가의 이익예측치 간의 관련성에 감사위원회 제도 도입여부가 약간의(marginal) 관련성이 있어 보이나 마찬가지로 유의한 회귀계수 값이 적어 소유구조 전반으로 일반화하기에는 큰 의미를 부여하기 어렵다.

Panel C는 소유구조변수와 감사품질의 차이와의 상호작용변수가 재무분석가의 이익 예측오차와 정확성에 미치는 영향을 분석한 것이다. SE의 6월말 OWN\*BIG4의 회귀계수는  $-0.007$ 로 유의수준 10%에서 음(-)의 관련성이 나타났다. 12월말에는 INT\*BIG4의 회귀계수가  $-0.015$ 로 10%의 유의수준에서 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 감사품질(BIG4 감사인여부)이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 대주주지분율과 기관투자자지분율이 높을수록 이익예측오차가 감소하는 것이다. AE와 관련해서는 6월말과 9월말 OWN\*BIG4의 회귀계수는 유의한 음(-)의 관련성이 나타났고 INT는 6월말, 9월말, 12월말 모두 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 이는 감사품질이 좋은 기업일수록 대주주지분율이 높아지면 이익예측정확성이 높아지나, 기관투자자지분율은 이익예측정확성에 미치는 영향이 감사품질에 따른 긍정적인 영향을 받지 않는 것으로 보인다.

이상의 결과들을 종합해 보면 소유구조와 재무분석가의 이익예측치 간 관련성에 기타의 기업지배구조관련변수들의 영향은 유의적인 통계치가 적어 약간의(marginal) 의 미만을 지니며 소유구조 전반으로 일반화하기에는 무리가 있다. 최근 들어, 재무분석가들은 기업의 가치평가 시에 기업지배구조까지 반영하려는 움직임을 보이고 있다. 따라서 추후 이미 선행연구들에서 기업경영의 투명성에 지대한 공헌을 하는 것으로 밝혀진 지배구조 변수들이 재무분석가들의 의사결정 시에 반영하게 되면 이러한 결과들이 더 뚜렷해 질 것으로 보인다.

추가로 <표 7>의 결과에 대해 재무분석가의 이익예측방향과 정확성의 차이를 고려하여 다시 재분석해 보았다. 본 분석은 지면관계상 12월말 이익예측치만을 이용하였다.

<표 8>의 Panel A를 보면 비관적 예측( $SE < 0$ ,  $N=146$ )집단에서는 소유구조와 기업지배구조관련 변수간의 상호작용변수가 유의한 것이 없었다. 그러나 낙관적 예측( $SE \geq 0$ ,  $N=891$ )에서는 INT\*ROUT와 INT\*AUD의 회귀계수가  $-0.019$ 와  $-0.029$ 로 유의수준 5%와 1%에서 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 <표 7>의 Panel A와 Panel B의 결과가 낙관적 이익예측치에 근거한 결과임을 알 수 있다. Panel B를 보면 이익예측 정확성이 높은 집단(AE < 중위수,  $N=210$ )에서는 소유구조와 기업지배구조관련 변수간의 상호작용변수가 유의한 것이 없었다. 그러나 이익예측정확성이 낮은 집단(AE  $\geq$  중위수,  $N=827$ )에서는 OWN\*BIG4, INT\*AUD 그리고 INT\*BIG4의 회귀계수가  $-0.005$ ,  $0.032$ ,  $0.023$ 으로 유의한 값이 나타났다.

이러한 결과는 <표 7>의 Panel B와 Panel C의 결과가 이익예측의 정확성이 상대적으로 떨어지는 집단에 기인한 결과임을 알 수 있다. 그러나 아직까지 소유구조와 재무분석가의 이익예측치 간의 관련성에 다른 기업지배구조가 체계적으로 영향을 미치지 못하는 것으로 보인다.

<표 8> 기업지배구조관련 변수가 이익의 예측방향과 정확성의 차이에 따라 소유구조와 이익의 예측오차(정확성)간의 관계에 미치는 영향

Panel A : 소유구조가 이익의 낙관적 예측과 비관적 예측에 미치는 영향

종속변수인 이익예측오차를 낙관적 예측집단과 비관적 예측집단으로 구분 한 후, 각 집단 내에서 소유구조가 미치는 영향에 관련이 있는 기업지배구조 관련변수를 발견하고자 하였다.

$$\text{식 (2-1, 2, 3)} \quad SE_{t+1} = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OWN_t * CG_{type} + b_5FOR_t * CG_{type} + b_6INT_t * CG_{type} + b_7OUT_t + b_8AUD_t + b_9BIG4_t + Controls + e_t$$

구분 변수	예상 부호	낙관적 예측(SE ≥ 0, N=891)			비관적 예측(SE < 0, N=146)		
		ROUT	AUD	BIG4	ROUT	AUD	BIG4
OWN	?	0.001 (0.408)	0.002 (0.686)	-0.001 (-0.400)	0.002 (0.620)	0.001 (0.513)	0.004 (1.320)
FOR	?	-0.003 (-0.562)	-0.003 (-0.522)	0.004 (0.599)	0.004 (0.606)	0.004 (0.641)	-0.005 (-0.426)
INT	?	-0.019 (-2.095)**	-0.029 (-4.107)***	-0.016 (-1.584)	0.016 (1.147)	0.000 (0.031)	-0.014 (-1.062)
기타변수들		포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-값		23.414***	24.123***	23.324***	11.812***	16.860***	17.041***
수정된 R <sup>2</sup>		0.454	0.462	0.453	0.176	0.787	0.785

Panel B : 소유구조가 이익예측의 정확성에 미치는 영향

종속변수인 이익예측 정확성을 정확성이 낮은 집단과 정확성이 높은 집단으로 구분 한 후, 각 집단 내에서 소유구조가 미치는 영향에 관련이 있는 기업지배구조 관련변수를 발견하고자 하였다.

$$\text{식 (2-1, 2, 3)} \quad AE_{t+1} = \alpha_0 + b_1OWN_t + b_2FOR_t + b_3INT_t + b_4OWN_t * CG_{type} + b_5FOR_t * CG_{type} + b_6INT_t * CG_{type} + b_7OUT_t + b_8AUD_t + b_9BIG4_t + Controls + e_t$$

구분 변수	예상 부호	이익예측 정확성이 낮은 집단 (AE ≥ 중위수, N=827)			이익예측 정확성이 높은 집단 (AE < 중위수, N=210)		
		ROUT	AUD	BIG4	ROUT	AUD	BIG4
OWN	?	0.000 (-0.075)	0.001 (0.286)	-0.005 (-1.877)*	0.001 (0.379)	-0.002 (-0.658)	0.005 (1.299)
FOR	?	-0.002 (-0.434)	0.000 (0.011)	0.009 (1.197)	0.004 (0.577)	0.008 (1.231)	-0.003 (-0.268)
INT	?	0.019 (1.894)	0.032 (4.292)***	0.023 (2.322)**	0.010 (0.878)	0.003 (0.404)	0.011 (0.462)
기타변수들		포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-값		4.827***	256.441***	14.771***	17.119***	56.272***	17.086***
수정된 R <sup>2</sup>		0.133	0.853	0.131	0.786	0.897	0.785

주) 1. 변수에 대한 정의는 식 (1)과 같고, CG<sub>type</sub>은 기업지배구조(corporate governance) 관련 변수들(OUT, AUD, BIG4)로 소유구조와의 상호작용변수를 의미한다.

2. 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

## V. 결 론

우수한 기업지배구조를 갖고 있는 기업은 경영의 투명성을 도모하여 좋은 기업성으로 이어지기 마련이다. 1997년 외환위기를 겪은 이후, 시장의 실패원인을 기업에 대한 비효율적 견제와 감시라고 보고, 이를 개선하기 위한 합리적인 기업지배구조(corporate governance)의 존재여부가 부각되었다. 한편, 재무분석가의 정보는 기업의 진실(truth)과 기업지배구조 사이에 정보비대칭을 해결하는 중요한 매개체가 된다. 최근 들어 자본시장의 관심이 높아지면서 재무분석가의 역할에 대해 많은 관심이 집중되고 있다. 따라서 본 연구에서는 시장효율성을 증대시키는 재무분석가의 이익예측 의사결정에 기업지배구조가 어떠한 역할을 하는 지 그 영향을 분석하였다. 본 연구의 분석기간은 2000년부터 2006년까지이며 표본은 증권거래소에 상장된 기업들로 재무분석가의 이익예측치가 존재하는 12월말 결산법인으로 하였다. 본 연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 대주주지분율이 높은 기업은 재무분석가가 질 낮은 회계이익을 바탕으로 대주주로부터 원하는 것을 얻기 위해 우호적인 낙관적 이익예측을 하게 되어 이익예측오차는 커진다. 이러한 악순환(a vicious circle)에도 불구하고 대주주지분율이 높을수록 대주주는 기업에 대한 지배력이 높고 기업의 사적 정보 통제가 가능하므로, 재무분석가는 공정공시나 회계정보 이외에도 대주주로부터 기업의 사적정보를 입수할 가능성이 있어 이익예측 정확성이 높은 것으로 보인다. 국내기관투자자의 지분율이 높은 기업은 재무분석가가 기관투자자로부터 수탁책임에 따른 견제와 감시의 압력을 받기 때문에 질 높은 회계이익을 바탕으로 신중한 이익예측을 하여 이익예측오차는 감소하나 정확성은 높지 않은 것으로 보인다. 외국인투자자는 아직까지 국내 증권회사의 재무분석가가 제시한 정보에 의존하기보다 자체 정보 분석능력을 발휘하기 때문에 유의한 관련성이 없는 것으로 보인다. 한편, 이러한 결과들은 재무분석가의 이익예측이 낙관적인 집단에 기인하며, 정확성은 상대적으로 떨어지는 집단에 기인하였다. 결론적으로 소유구조는 재무분석가의 이익예측 의사결정에 영향을 미친다는 실증적 결과를 제시하는 것이다.

둘째, 소유구조와 재무분석가의 이익예측 간의 관련성에 다른 기업지배구조관련변수들의 추가적인 영향력을 살펴보았다. 분석결과, 감사위원회제도를 도입한 기업이 그렇지 않은 기업보다 기관투자자비율이 높을수록 이익예측오차가 감소하고, 감사품질이 좋은 기업일수록 대주주지분율이 높아지면 이익예측정확성이 높아졌다. 그러나 모든 이익예측 발표시점에서 나타난 결과가 아니며 소유구조의 전반에 나타난 결과도 아니므로 약간의(marginal)의미는 있으나 일반화하기에는 무리가 있다.

최근 들어, 재무분석가는 기업의 가치평가 시에 우수한 기업지배구조의 존재여부까지 반영하려고 한다. 우수한 기업지배구조는 기업경영의 투명성을 증대시키고 신뢰성 있는 회계정보를 공시하기 때문에 재무분석가는 기업지배구조만으로도 분석하려는 기업에 대해 많은 정보를 얻을 수 있다. 따라서 재무분석가들이 선행연구들에서 밝혀진 기업가치 증대에 공헌한 기업지배구조변수들을 의사결정에 반영하면 상기의 결과들이 더 뚜렷해 질 것으로 보인다.

본 연구는 상기의 결과들에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 지니고 있다.

첫째, 재무분석가의 이익예측정확성 차이를 구분함에 있어서 이익예측치의 중위수를 기준으로 높고 낮음을 판단하였다. 그러나 이러한 구분은 연구자의 주관적이고 자의적인 방법이므로 추후 개선된 객관적 방법이 필요할 것이다.

둘째, 재무분석가의 이익예측 발표시점에 맞게 독립변수를 대응하여 분석하지 못하였다. 선행연구들은 대부분  $t+1$ 기의 재무분석가 이익예측치에 대하여 독립변수는  $t$ 기의 자료를 대응시켰다. 종속변수와 독립변수들 간의 내생성(endogenous)을 통제할 목적일 수는 있으나, 재무분석가의 이익예측 발표시점에 따른 시장상황은 통제하지 못했다.

셋째, 소유구조가 재무분석가의 이익예측에 미치는 선순환 구조와 악순환 구조에서 간접적인 영향이 어느 정도이고 직접적인 영향이 어느 정도인지를 명확히 구분하기 어렵다. 따라서 이러한 구분을 명확히 하기 위해 개선된 연구방법이 필요할 것으로 보인다.

추후 자본시장의 효율성 증대를 위해 재무분석가가 더 많은 기업에 대해 정보를 제시해야 하며, 그들의 제공된 정보가 시장효율성을 왜곡시키지 않도록 많은 견제와 감시제도가 존재해야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 김동순, 엄승섭, “기업 본사 소재지에 따른 애널리스트의 이익 예측능력 및 주가영향력 차이가 존재하는가?”, 재무관리연구, 제25권 제4호, 2008, 1-24.
- 김문태, “외국인의 지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향”, 회계정보연구, 제22권 제4호, 2004, 85-111.
- 권수영, 김문철, 정태진, “감사시간과 감사품질이 감사보수에 미치는 영향”, 회계학연구, 제30권 제4호, 2005, 47-76.
- 박래수, 윤석현, “내부주주, 외부주주 및 은행의 기업 감시효과에 관한 실증연구”, 금융학회지, 제6권 제1호, 2001, 29-61.
- 박범진, “코스닥 상장법인의 소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성 분석”, 재무관리연구, 제24권 제4호, 2007, 45-73.
- 박종일, “기업지배구조와 이익조정 : 최대주주지분율을 중심으로”, 회계학연구, 제28권 제2호, 2003, 135-172.
- 박종일, “감사보수와 이익조정에 관한 연구”, 회계와 감사연구, 제42호, 2005, 1-17.
- 박종일, “감사위원회 및 이사회 특성이 재무분석가의 이익예측오차에 미치는 영향”, 회계와 감사연구, 제44호, 2006, 147-180.
- 안윤영, 신현환, 장진호, “연구개발비가 재무분석가 예측정확성 및 재무분석수요에 미치는 영향”, 회계학연구, 제30권 제2호, 2005, 1-23.
- 전규안, 최중학, 박종일, 이병희, “기타포괄손익과 재무분석가의 이익예측오차 사이의 관련성에 관한 연구”, 회계학연구, 제32권 제1호, 2007, 141-171.
- 전영순, “외국인투자자 및 국내투자자의 투자이사결정과 회계이익의 질”, 경영학연구, 제32권 제4호, 2003, 1001-1032.
- 정구열, 권수영, 백원선, “기업소유구조와 이익의 정보효과”, 경영학연구, 제31권 제6호, 2002, 1707-1727.
- 정석우, “재무분석가의 분석기업 결정과 예측특성에 영향을 미치는 요인”, 회계학연구, 제28권 제4호, 2003, 61-84.
- 정석우, 임태균, “회계이익의 지속성이 재무분석가의 이익예측오차와 이익예측정확성에 미치는 영향”, 회계학연구, 제30권 제2호, 2005, 209-235.
- Das, S., C. Levine, and K. Sivaramakrishnan, “Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts,” *The Accounting Review*, 73, (1998), 277-294.

- DeFond, M. and J. Jiambalvo, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*(January), 17, (1994), 145-176.
- Eames, M. and S. Glover., "Earnings Predictability and the Directing of Analysts' Earnings Forecast Errors," *The Accounting Review*, 78(3), (2003), 707-724.
- Hoskisson, R. E., Johnson, R. A. and Moesel, D. D., "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms : Effects of Governance, Strategy, and Performance," *Academy of Management Journal*, 37, (1994), 1207-1251.
- Imhoff, Jr., E., "The Relation between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristics of Firm," *Journal of Accounting and Public Policy*, (1992), 97-118.
- Jensen. M and W. Meckling., "Theory of the firm : managerial behavior, agency costs, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.
- Johnson, S., R. La Porta, F Lopez-de-Silanes, and Shleifer, A., "tunneling," *American Economics Review Papers and Proceedings*, 90, (2000), 22-27.
- Kang, J. K. and Stultz, R., "Why is there a home bias? An analysis of foreign equity ownership in Janpan," Ohio state University Working paper, (1997).
- Kochhar, R. and David, P., "Institutional Investors and Firm Innovation : A Test of Competing Hypotheses," *Strategic Management Journal*, 17, (1996), 73-84.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, 58, (2000), 3-27.
- Lim, T., "Rationality and Analysts' Bias," *Journal of Finance*, 56, (2001), 369-385.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W., "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), 293-315.
- O'Brien, P. C. and R. Bhushan., "Analyst Following and Institutional Ownership," *Journal of Accounting Research*, 28(Supplement), (1990), 55-76.
- Pound, J., "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), 237-265.
- Richardson, S., S. H. Teoh. and P. Wysocki., "The Walk-down to Beatable Analyst Forecasts, The Role of Equity Issuance and Insider Trading Incentives," *Contemporary Accounting Research*, 21(4), (2004), 885-924.
- Schipper, K., "Commentary on Analyst's Forecasts," *Accounting Horizons*, 5, (1991), 105-121.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, (1986), 461-488.

# The Effects of Ownership Structure on Analysts' Earnings Forecasts

Bum Jin Park\*

<abstract>

This paper analyzes empirically how analysts' forecasts affected by ownership structure. This study examine a sample of 1,037~1,629 the analysts' forecasts of firms registered in Korean Stock Exchange in the period from 2000 to 2006.

The empirical results are summarized as follows. First, from the analysis, companies which have higher major shareholder's holdings tend to increase earnings forecast errors and earnings forecast accuracy. Meanwhile, companies which have higher institution shareholder's holdings tend to decrease earnings forecast errors and earnings forecast accuracy. This result is in line with the view of previous works that companies with higher major shareholder's holdings look towards more of analysts' optimistic forecasts in order to maintain friendly relations with major shareholders. Because of analysts' private information use from major shareholders, earnings forecast accuracy is higher in high major shareholder's holdings firm than in high institution shareholder's holdings it. Second, this analysis is whether the minimal required selection condition of outside directors, audit committee adoption and audit quality affect the relation between ownership structure and analysts' forecasts.

This result is that variables related corporate governance do not affect statically the relation between ownership structure and analysts' forecasts. The meanings of this paper is to suggest the positive relations between ownership structure and analysts' forecasts. After this, if analysts will notice forecasts of more many firms, capital market will be more efficient and this field works are plentiful. Also it will need monitoring systems not to distort market efficiency by analysts' dishonest forecasts.

Keywords : Corporate Governance, Large Shareholders, Financial Analyst, Earnings Forecast Errors, Earnings Forecast Accuracy

---

\* Lecturer, School of Business, Chungbuk National University