

경영자의 이익예측정보공시가 미래 이익의 질에 미치는 영향

김선구

한세대학교 국제경영학과

The Effect of Management Earnings Forecasts on Future Earnings Quality

Seon-Gu Kim

Professor of School of Business Administration in Hansei University

요약 본 연구는 경영자가 제공하는 이익예측정보가 미래 이익의 질에 어떤 영향을 미치는지 분석하였다. 연구의 분석기간은 관심변수(종속변수)를 기준으로 하여 2003년부터 2009년까지(2004년부터 2011년까지)이며, 유가증권상장기업 중 경영자가 영업이익의 예측치를 공시한 기업을 대상으로 총 475개 기업/년 자료가 분석에 이용되었다. 분석결과를 살펴보면 첫째, 당기 경영자의 이익예측성향이 낙관적일수록 미래 이익의 질이 낮은 것으로 나타났다. 둘째, 당기 경영자의 이익예측정확성이 낮을수록 미래 이익의 질이 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 미래 이익의 질을 결정하는데 있어 경영자의 이익예측정보가 활용될 수 있음을 시사한다.

• **주제어** : 경영자의 이익예측정보, 미래 이익의 질, 낙관적 이익예측편의, 이익예측정확성, 공정공시제도, 융합

Abstract This study analyzed how management earnings forecasts would have an effect on future earnings quality. The analysis period of study was from 2003 till 2009 (ofrom 2004 till 2011) based on variables of interest (dependent variables) and the annual data from a total of 475 companies that publicly announced manager's operating earnings forecasts among securities listing companies were used for analysis. As a result, first, it appeared that the more optimistic the manager's earnings forecasts were for the current term, the lower the future earnings quality was. Second, it was found that the lower the accuracy of the manager's earnings forecasts was for the current term, the lower the future earnings quality was. Such findings suggest that management earnings forecasts will be used for determining future earnings quality.

• **Key Words** : Management earnings forecasts, Future earnings quality, Optimistic earnings forecast bias, Accuracy of earnings forecast, Fair disclosure regulations, Convergence

*Corresponding Author : 김선구(sgkim610@hansei.ac.kr)

Received October 10, 2017

Accepted November 20, 2017

Revised November 9, 2017

Published November 28, 2017

1. 서론

본 연구의 목적은 당기 경영자의 이익예측정보와 미래 이익의 질 간의 관계를 규명하는데 있다. 구체적으로 경영자의 이익예측정보는 경영자의 이익예측편의와 이익예측정확성을 이용하였고, 미래 이익의 질의 측정은 Hutton et al.과 전규안과 박종일의 방법을 이용하여 분석하였다[1,2]. 추가적으로 경영자의 이익예측정보와 미래 이익의 질 간의 관계가 경영자의 이익예측편의의 방향 및 기업의 이익과 손실 여부에 따라 달라지는지 살펴 보았다.

2002년 11월부터 우리나라는 공정공시제도를 도입하여 기업의 경영자가 기업과 관련된 중요한 정보를 특정인에게 선별적으로 제공하는 것을 금지하고 모든 시장참여자들에게 동일한 정보를 제공하도록 하고 있다. 경영자가 제공하는 경영자 이익예측정보는 기업의 영업실적에 관한 내부정보를 시장에 전달한다는 측면에서 외부이용자들에게 주된 관심대상이다. 기업이 공시한 이익예측정보는 경영자와 외부 이해관계자 사이의 정보비대칭 문제를 완화하고 자본비용의 감소를 가져온다는 측면에서 긍정적으로 평가될 수 있으나[3,4], 경영자가 늘 신뢰성 있는 자료를 공시하는 것이 아니라는 점에서 부정적인 평가도 존재한다. 한편 경영자의 입장에서는 본인이 자발적으로 공시한 예측정보를 달성하지 못할 경우 시장참여자들은 해당 기업에 대해 투자를 기피하는 행동을 취하거나 심각한 손해를 입었을 경우 집단소송을 당하는 등 재무적 위험에 처하게 된다. 이러한 점에서 경영자가 자발적으로 공시한 이익예측치는 경영자가 달성하고자 하는 이익기준점이 되어 경영자는 이를 초과달성하고자 하는 충분한 유인을 갖게 된다.

이처럼 경영자의 이익예측정보가 자본시장에서 차지하는 중요성이 상당한 만큼 이와 관련된 연구가 다양한 측면에서 진행되어 왔다. 기존 선행연구들은 주로 당기의 경영자 이익예측정보와 당기의 이익의 질 간의 관계에 초점을 맞춰왔다. 그러나 투자자들이 투자대상기업을 선정할 때에 선정기준으로 당기에 발생한 이익과 더불어 미래의 이익에 관심을 둘 것이다. 왜냐하면 투자대상의 잠재적 성장 가능성이 당장 발생한 이익보다 투자자들에게 향후에 더 큰 경제적 효익을 가져다 줄 것이기 때문이다. 이러한 점에서 본 연구는 기존 연구들과 달리 당기의 경영자 이익예측정보와 차기의 미래의 질 간에 관계를 분석하였다는 점에서 차별성을 찾을 수 있다. 한편 미래

이익의 질을 측정함에 있어 그동안 선행연구에서 많이 사용하지 않았던 Hutton et al.과 전규안과 박종일의 방법을 이용하였다는 점에서 논문의 의의가 있다 하겠다 [1,2].

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 본 연구와 관련된 선행연구를 검토하고 이를 토대로 가설을 설정한다. III장에서는 가설을 검증하기 위한 연구모형을 설정하고 본 연구의 표본선정에 대해 설명한다. IV장에서는 가설을 검증한 실증분석결과에 대해 보고하고, 이에 대해 설명한다. 마지막으로 V장에서는 본 연구에 대한 결론을 기술한다.

2. 선행연구 검토 및 가설의 설정

2.1 경영자의 이익예측정보와 이익의 질에 관한 연구

경영자의 이익예측과 관련된 선행연구들은 주로 경영자 이익예측정보의 결정요인[5], 경영자 이익예측정보의 정보효과[6,7,8], 경영자의 예측정보와 이익조정 및 이익의 질[9], 등 다양한 측면에서 활발한 연구가 진행되었다. 하지만 본 질의 선행연구 검토는 본 연구와 관련된 경영자 이익예측과 이익의 질에 초점을 맞추어 살펴보고자 한다. Kasznik은 경영자의 이익예측정보와 이익조정에 대해 연구하였다. 연구결과, 경영자가 예측한 예측정보에 대한 신뢰성 확보를 위해 실제치가 예측치에 미달될 것이라 예상되는 경우 경영자는 계량적 발생액을 통해 예측이익을 달성한다는 사실을 밝혀냈다[10]. 경윤미는 코스닥기업을 대상으로 경영자의 이익예측치 공시여부가 이익의 질에 어떤 영향을 미치는지 연구하였다. 연구결과는 기대와 달리 이익예측치를 공시한 기업이 이익변동성이 높고 이익지속성이 낮은 것으로 나타났다[11]. 신호영과 이정은은 경영자가 공시하는 매출액 예측정보와 이익의 지속성을 이익의 질의 대응치로 이용하여 둘 간에 어떠한 관계가 있는지 분석하였다. 분석결과, 회계이익의 질이 높은 기업은 경영자의 매출액 예측정확성이 높고 예측성향이 덜 낙관적임을 보고하였다[12]. 그러나 신호영과 이정은은 경영자의 예측정보로 매출액을 이용하였고 이익의 질에 관한 대응치로 이익의 지속성을 사용하였다는 점에서 본 연구와 차이점이 있다. 최충원과 이연진은 경영자가 예측한 매출액 예측정보와 이익의 질 간

의 관계에 대해 분석하였다. 연구결과, 회계이익의 지속성이 높은 기업의 경영자가 자본시장에 매출액 예측정보를 공시할 유인이 높다는 사실을 발견하였다[13]. 신호영과 강정연은 경영자의 이익예측 정확성과 발생액의 질 및 변동성 간의 관계에 대해 분석하였다. 분석결과, 발생액의 질이 높고 변동성이 낮을수록 경영자의 이익예측 정확성이 높아진다는 사실을 발견하였다[14]. 김경혜 등은 경영자의 이익예측정보의 정확성과 편의가 미래 이익 조정에 어떤 영향을 미치는지 연구하였다. 연구결과 경영자의 예측정확성이 떨어지고 낙관적으로 예측할수록 재량적 발생액이 증가한다는 결과를 제시하였다[15]. 김선미와 유승원은 경영자가 이익예측 구성항목 중 매출액, 영업이익, 당기순이익을 모두 공시하는 기업이 이익예측 정확성이 높고, 재량적 발생액도 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 이익예측의 공시가 기업의 이익의 질을 높이는 데 효과가 있는 것을 의미한다[16].

2.2 가설의 설정

경영자의 이익예측과 관련한 선행연구들의 공통적인 견해는 재무분석가의 예측치에 비해 경영자의 예측치가 과대하다는 것이다[17,18]. 이러한 원인은 기업 내부의 경영자는 외부의 재무분석가보다 기업의 미래 전망에 대해 보다 낙관적으로 예측할 충분한 유인을 가지고 있기 때문으로 해석된다. 그러나 실제이익이 경영자의 예측이익보다 작을 경우 경영자는 시장참여자로부터 하위급 소송위험 등에 관한 법적 책임을 감내해야 하기 때문에 정상적인 방법을 통해 예측이익이 실제이익을 달성할 수 없다고 판단된다면, 경영자는 가급적 모든 수단을 동원하여 예측이익이 실제이익을 달성할 수 있도록 노력할 것이다. 이는 곧 기업의 이익의 질을 낮추는 효과를 가져올 것으로 예측된다. 이와 같은 논리를 통해 다음과 같은 가설 1을 설정하였다.

<가설 1> 경영자의 이익예측이 낙관적일수록 이익의 질은 낮을 것이다.

한편 자본시장의 참여자들은 경영자가 공시한 예측정보를 최대한 활용하여 합리적인 의사결정이 되도록 노력할 것이다. 그러나 경영자가 예측한 이익이 실제이익과 다른 불확실한 상황을 가져온다면 시장참여자들은 경영자의 예측정보에 대해 신뢰성을 잃게 되고 이는 결국 경영자에게 패널티를 부과하는 상황으로 이어질 것이다. 따라서 경영자는 이러한 상황을 회피하고자 의도적인 수

단을 이용해 예측이익과 실제이익의 차이를 줄이고자 노력할 것이며, 이러한 경영자의 행동은 기업의 이익의 질을 훼손시키는 결과를 초래할 것이다. 이와 같은 논리를 적용해 다음과 같은 가설 2를 설정하였다.

<가설 2> 경영자의 이익예측 정확성이 낮을수록 이익의 질은 낮을 것이다.

3. 연구모형의 설정 및 표본의 선정

3.1 연구모형의 설정

본 연구의 목적은 당기 경영자의 이익예측공시와 차기 이익의 질 간에 어떠한 관계가 있는지를 규명하는데 있다. 둘 간의 관계를 검증하기 위해 다음과 같은 식(1)과 식(2)를 설정하였다.

$$EQ1_{t+1}(EQ2_{t+1}) = \beta_0 + \beta_1 MFBIAS_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 CR_t + \beta_4 LEVE_t + \beta_5 GRW_t + \beta_6 BIG_t + \beta_7 FIRST_t + \beta_8 CI_t + \beta_9 CB_t + \beta_{10} CFO_t + \beta_{11} LOSS_t + \beta_{12} STOCK_t + \beta_{13} BETA_t + \beta_{14} AGE_t + \beta_{15} GROUP_t + \beta_{16} OWNER_t + \beta_{17} FOR_t + \sum IND + \sum YD + \varepsilon \quad (1)$$

$$EQ1_{t+1}(EQ2_{t+1}) = \beta_0 + \beta_1 MFACC_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 CR_t + \beta_4 LEVE_t + \beta_5 GRW_t + \beta_6 BIG_t + \beta_7 FIRST_t + \beta_8 CI_t + \beta_9 CB_t + \beta_{10} CFO_t + \beta_{11} LOSS_t + \beta_{12} STOCK_t + \beta_{13} BETA_t + \beta_{14} AGE_t + \beta_{15} GROUP_t + \beta_{16} OWNER_t + \beta_{17} FOR_t + \sum IND + \sum YD + \varepsilon \quad (2)$$

식(1)과 식(2)에 공통적으로 사용된 종속변수는 EQ1, EQ2로써 모두 이익의 질에 대한 대응치이다. 먼저 EQ1은 Hutton et al.의 방법을 이용하여 측정된 값으로 t년부터 t+2년까지 3년간의 재량적 발생액¹⁾의 절대값의 합이다[1,19]. EQ2는 전규안과 박종일의 방법을 이용한 t년부

1) Dechow et al.의 재량적 발생액 추정모형은 다음의 식(3)과 같다[19]. 식(3)에서 추정된 잔차항(ε)의 값을 재량적 발생액으로 지칭한다.

$$TA_t/A_{t-1} = \beta_1(1/A_{t-1}) + \beta_2[(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1}] + \beta_3(PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (3)$$

여기서, TA_t =t년도 당기순이익-영업활동으로 인한 현금흐름; A_t =기초총자산; ΔREV_t =매출액의 변화분; ΔREC_t =매출채권의 변화분; PPE_t =유형자산(토지와 건설중인 자산은 제외); ε_t =잔차항

터 t+2년까지 3년간의 재량적 발생액의 표준편차이다 [2,19]. EQ1과 EQ2의 값이 클수록 이익의 질은 낮은 것으로 해석된다. 식(1)의 관심변수인 MFBIAS는 t년도 경영자의 영업이익 예측치에서 t년도 영업이익 실제치를 차감한 값을 t년도 기초총자산으로 나눈 값이다. MFBIAS의 값이 클수록 경영자가 영업이익에 대해 낙관적으로 예측하고 있음을 의미한다. 식(2)의 관심변수인 MFACC는 t년도 경영자의 영업이익 예측치에서 t년도 영업이익 실제치를 차감한 값에 절대값을 취한 후 t년도 기초총자산으로 나눈 값이다. MFACC의 값이 클수록 경영자의 예측정확성은 낮아진다는 것을 의미한다. 따라서 가설 1과 가설2 모두가 지지된다면 MFBIAS와 EQ1 및 EQ2와는 양(+)의 관계가, MFACC와 EQ1 및 EQ2와도 양(+)의 관계가 예상된다($\beta_1 > 0$).

식(1)과 식(2)의 공통된 통제변수를 살펴보면, 먼저 SIZE는 t년도 총자산에 자연로그를 취한 값으로 기업규모를 나타낸다[20]. CR은 유동자산을 유동부채로 나눈 값으로 유동비율을 의미하고, LEVE는 부채비율로 총부채를 총자산으로 나눈 값이며, GRW는 기업의 성장성을 나타내는 것으로써 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 후 전기매출액으로 나누어 산출하였다. BIG4는 대형 감사인이 감사한 경우면 1, 아니면 0, FIRST는 감사인을 교체한 경우면 1, 아니면 0, CI는 유상증자가 있으면 1, 아니면 0, CB는 사채를 발행하였으면 1, 아니면 0의 값을 부여하였다. CFO는 영업활동으로 인한 현금흐름을 기초총자산으로 나눈 값이고, LOSS는 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0, STOCK은 스톡옵션을 행사하면 1, 아니면 0의 값을 갖도록 하였다. BETA는 체계적 위험을 의미하고, AGE는 기업연령에 자연로그 값을 취하였고, GROUP은 기업집단에 속하면 1, 아니면 0의 값을 부여하였다. 마지막으로 기업의 소유구조를 나타내는 OWNER는 대주주 지분율을[21], FOR는 외국인투자자 지분율을 의미한다. 또한 산업과 연도별 효과를 통제하고자 산업·연도별 더미변수를 식(1)과 식(2)에 포함하였다.

3.2 표본의 선정

본 연구는 유가증권상장기업을 대상으로 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 12월 결산법인
- (3) NICE신용평가정보(주)의 KISVALUE에서 분석에

필요한 재무자료를 이용가능한 기업

- (4) 금융감독원 전자공시시스템으로부터 경영자의 영업이익 예측자료[23]를 수집할 수 있는 기업
- (5) 자본잠식기업은 제외
- (6) 적정 이외의 감사의견을 받은 기업은 제외

분석을 위한 표본의 대상은 유가증권상장기업이며, 분석을 위한 기간은 시차모형을 반영하기 위해 관심변수(종속변수)의 경우 2003년부터 2009년까지(2004년부터 2011년)이다. 조건 (1)은 금융업의 경우 일반 제조업과 비교하여 재무제표의 양식 및 계정과목의 성격 등이 다르기 때문에 제외하였고, 조건 (2)은 표본 간의 동질성 확보를 위함이다. 조건 (3)과 (4)는 자료원에 대한 사항이며, 특히 조건 (4)의 경영자의 영업이익 예측과 관련된 자료는 금융감독원의 전자공시시스템을 통해 수작업으로 수집하였다. 조건 (5) 및 (6)은 재무제표의 신뢰성을 확보하기 위해 자본잠식기업이거나 적정 이외의 감사의견을 받은 기업은 표본에서 제외하였다. 한편, 식(1)과 식(2)의 모형식의 변수에 관한 극단치 처리는 자연로그 값을 취한 변수거나 더미변수를 제외하고 나머지 변수는 각 변수의 상하 1% 값을 초과하는 경우 1% 내에서 조정(winsorization)하였다. 최종적으로 조건을 충족하는 표본은 475개 기업/연 자료이다.

<Table 1>은 표본의 연도별·산업별 분포를 나타내었다. <Table 1>의 Panel A의 연도별 분포를 살펴보면, 전반적으로 경영자의 영업이익 공시량이 증가하였으나 최근 들어 둔화되고 있는 양상을 보이고 있다.

다음으로 Panel B의 산업별 분포를 보면 제조업이 54.9%로 절반 이상의 분포를 차지하고 있고, 다음으로 건설업의 분포가 14.7%를 나타내고, 기타가 11.6%를, 서비스업이 9.7%를, 도매 및 소매업이 9.1%를 각각 차지하고 있다. 전체적으로 분석에 이용된 표본은 다양한 산업에 걸쳐 고른 분포를 이루고 있음을 알 수 있다.

2) 경영자가 제공하는 이익예측정보는 본 분석에서 이용한 영업이익 외에도 매출액, 당기순이익 등이 존재하지만, 영업이익과 관련한 자료가 가장 많기 때문에 영업이익을 본 분석에 이용하였다. 또한 경영자의 이익예측과 관련된 많은 선행연구들도 영업이익을 이용하여 분석한 연구가 다수이다[8].

3) 동일연도에 예측한 영업이익 정보가 다수일 경우 마지막으로 예측한 영업이익 자료를 이용하였다.

<Table 1> Sample distribution

Panel A: Sample distribution by year		
Year	Number of firms	Percent(%)
2003	57	12.0
2004	66	13.9
2005	69	14.5
2006	62	13.1
2007	73	15.4
2008	88	18.5
2009	60	12.6
Total	475	100.0

Panel B: Sample distribution by industry		
Industry	Number of firms	Percent(%)
Manufacturing industry	261	54.9
Construction	70	14.7
Wholesale & retail trade industry	43	9.1
Services	46	9.7
Other	55	11.6
Total	475	100.0

4. 실증분석결과

4.1 주요변수의 기술통계

<Table 2>는 본 연구의 주요 변수들에 대한 기초통계를 나타낸 것이다. 식(1)의 관심변수 MFBIAS의 평균(중위수)은 0.034(0.010)로 경영자는 영업이익에 대해 낙관적으로 예측하고 있음을 의미한다. 이는 관련 선행연구와 유사한 결과이다[5,8]. 식(2)의 관심변수 MFACC의 평균(중위수)은 0.045(0.018)로 나타나 경영자의 예측정

<Table 2> Descriptive statistics

Variables	Mean	Median	STD	Min	Max
MFBIAS	0.034	0.010	0.182	-0.177	3.599
MFACC	0.045	0.018	0.180	0.000	3.599
EQ1	0.213	0.167	0.162	0.020	1.568
EQ2	0.076	0.054	0.070	0.000	0.600
SIZE	27.208	26.942	1.641	23.762	31.783
CR	1.566	1.292	1.289	0.228	11.593
LEVE	0.492	0.495	0.176	0.077	0.889
GRW	0.109	0.078	0.287	-0.769	1.661
BIG4	0.770	1	0.420	0	1
FIRST	0.200	0	0.404	0	1
CI	0.210	0	0.405	0	1
CB	0.460	0	0.499	0	1
CFO	0.061	0.057	0.097	-0.304	0.482
LOSS	0.362	0	0.671	0	1
STOCK	0.177	0	0.382	0	1
BETA	0.930	0.912	0.385	-0.039	1.868
AGE	3.431	3.584	0.628	1.386	4.533
GROUP	0.920	1	0.272	0	1
OWNER	0.387	0.372	0.155	0.074	0.792
FOR	0.150	0.092	0.157	0.000	0.516

확성은 다소 낮다는 것을 알 수 있다. 종속변수인 EQ1의 평균(중위수)은 0.213(0.167)이고, EQ2의 평균(중위수)은 0.076(0.054)로 나타나 이익의 질에 대한 대응치 값으로 EQ1보다 EQ2가 더 작게 나타났다.

4.2 상관관계분석

<Table 3>은 관심변수와 종속변수를 중심으로 피어슨 상관관계를 나타낸 것이다.4) 관심변수 MFBIAS는 EQ1과 EQ2 모두와 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 첫 번째 가설과 일치하는 것으로 경영자가 이익을 낙관적으로 예측하는 경우 재무보고의 질이 낮아진다는 것을 의미한다. 이는 이익의 질의 측정수단과 관계 없이 유지되는 결과이다. 마찬가지로MFACC는 EQ1과 EQ2 모두에서 유의한 양(+)의 상관성을 보이고 있다. 이러한 사실은 앞서 설정한 두 번째 가설을 지지하는 것으로 경영자의 이익예측정확성이 낮을수록 이익의 질 또한 낮아진다는 것을 암시한다. 이러한 결과는 앞서와 마찬가지로 이익의 질에 대한 측정방법에 따라 달라지지 않는 것이 확인되었다. 정리하면 경영자의 이익이 낙관적이며 이익예측정확성이 낮을수록 차기 미래 이익의 품질은 낮아진다는 것을 시사한다. 그러나 상관관계분석은 두 변수 간의 단순 상관성만을 확인한 것이기 때문에 보다 정교한 결과는 통제변수를 고려한 다변량 회귀분석을 통해 확인할 필요가 있다.

<Table 3> Correlation matrix

var	MFBIAS	MFACC	EQ1	EQ2
MFBIAS	1	0.982 (0.000)	0.159 (0.000)	0.156 (0.000)
MFACC		1	0.167 (0.000)	0.158 (0.000)
EQ1			1	0.882 (0.000)
EQ2				1

4) 지면관계상 <Table 3>에 관심변수와 종속변수 간의 상관관계만을 제시하였지만, EQ1과 유의한 상관성을 보인 통제변수는 다음과 같다.

Var	SIZE	GRW	BIG4	CI	CB	CFO	LOSS	STOCK	GROUP	FOR
EQ1	-0.254 (0.000)	0.095 (0.039)	-0.107 (0.019)	0.098 (0.032)	-0.166 (0.000)	-0.110 (0.016)	0.208 (0.000)	0.125 (0.006)	-0.127 (0.006)	-0.095 (0.038)

다음으로 EQ2와 유의한 상관성을 보인 통제변수는 다음과 같다.

Var	SIZE	LEVE	BIG4	CB	CFO	LOSS	STOCK	GROUP	FOR
EQ2	-0.257 (0.000)	0.100 (0.030)	-0.124 (0.007)	-0.153 (0.001)	-0.110 (0.016)	0.243 (0.000)	0.113 (0.013)	-0.103 (0.025)	-0.130 (0.005)

4.3 회귀분석결과

<Table 4>는 가설 1을 검증하기 위해 식(1)의 모형식을 이용한 다변량 회귀분석 결과를 나타낸 것이다. Model 1은 종속변수가 EQ1으로 Hutton et al.의 방법을 이용한 것이고[1], Model 2는 종속변수가 EQ2로 전규안과 박종일의 방법을 이용한 것이다[2]. Model 1과 Model 2의 관심변수는 MFBIAS이다. 회귀분석 상 식(1)의 모든 변수가 분석에 이용되었지만 지면상의 간결함을 위해 산업 및 연도 더미변수에 관한 보고는 생략하였다. 한편 <Table 4>의 F값은 Model 1과 Model 2 모두에서 통계적으로 유의한 값을 보이고 있어 본 연구의 모형식은 적합한 것으로 판단된다.⁵⁾ 또한 Model 1과 Model 2의 모형의 설명력(Adj. R²)은 각각 0.128과 0.126으로 나타났다.

Model 1과 Model 2의 관심변수인 MFBIAS는 종속변수 EQ1과 EQ2에 대해 일정 변수를 통제한 후의 결과에서 각각 10%와 5% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수 값이 나타났다. 이는 당기의 경영자의 예측성향이 낙관적일수록 차기의 이익의 질이 악화된다는 것을 의미한다. 경영자의 예측치가 실제치보다 큰 경우 경영자는 실제치를 달성하기 위해 이익조정의 방법을 사용할 것이며 이는 결국 차기의 이익의 질에 악영향을 미치는 것으로 해석된다. 이러한 결과는 이익의 질의 측정방법을 Hutton et al. 및 전규안과 박종일의 방법에 구분없이 일관된 결과임을 확인되었다. 따라서 경영자의 낙관적 예측과 낮은 이익의 질 간의 양(+)의 관계를 기대한 가설 1은 지지되었다.

기타 통제변수와와의 관계를 살펴보면 Model 1의 경우 기업규모가 작을수록, 부채비율이 높을수록, 손실이 발생한 기업일수록, 스톡옵션을 행사한 기업일수록, 외국인투자자 지분율이 높을수록 이익의 질이 낮은 것으로 나타났다. 또한 Model 2의 경우 기업규모가 작을수록, 부채비율이 높을수록, 손실이 발생한 기업일수록, 스톡옵션을 행사한 기업일수록 이익의 질이 낮은 것을 확인할 수 있다.

5) 가설 1의 검증 모형식(1)에 포함된 설명변수 간에 다중공선성에 문제가 발생하였는지를 분산팽창요인(VIF) 값으로 살펴보았다. 통계학적으로 VIF가 10이상의 값을 나타내면 설명변수 간에 다중공선성 문제가 있는 것으로 판단하지만 <Table 4>의 모델 1과 2의 다중공선성의 값은 10이하로 나타나 다중공선성의 문제가 심각하지 않다고 판단하였다.

<Table 4> The effect of management earnings forecasts bias on earnings quality

Variable	pred. sign	Model 1	Model 2
		EQ1	EQ2
Intercept	?	0.809 (4.783 ^{***})	0.333 (4.544 ^{***})
MFBIAS	+	0.071 (1.693)	0.037 (2.023 ^{**})
SIZE	-	-0.026 (4.055 ^{***})	-0.011 (-4.013 ^{***})
CR	-	0.006 (0.887)	0.003 (1.035)
LEVE	+	0.165 (2.880 ^{***})	0.080 (3.193 ^{***})
CFO	-	-0.112 (-1.353)	-0.029 (-0.793)
GRW	-	0.024 (0.937)	-0.007 (-0.659)
LOSS	+	0.023 (1.924)	0.013 (2.464 ^{**})
BIG4	-	-0.008 (-0.426)	-0.005 (-0.602)
FIRST	-	-0.015 (-0.878)	0.001 (0.136)
CI	+	0.019 (1.060)	0.001 (0.131)
CB	+	-0.023 (-1.198)	-0.007 (-0.816)
STOCK	+	0.053 (2.719 ^{**})	0.024 (2.779 ^{**})
BETA	+	0.033 (1.619)	0.010 (1.155)
AGE	-	-0.004 (-0.365)	-0.002 (-0.404)
GROUP	-	-0.024 (-0.875)	-0.004 (-0.296)
OWNER	+/-	0.048 (0.974)	0.004 (0.206)
FOR	+	0.109 (1.951)	0.027 (1.131)
ΣIND		Included	Included
ΣYD		Included	Included
Adj. R ²		0.128	0.126
F-value		5.108 ^{***}	5.004 ^{***}
VIF		2.345 (SIZE)	2.345 (SIZE)

다음의 <Table 5>는 가설 2를 검증하기 위해 식(2)의 모형식을 이용한 다변량 회귀분석 결과를 나타낸 것이다. <Table 5>의 종속변수는 <Table 4>와 동일한 이익의 질의 대용치인 EQ1, EQ2이고, 관심변수는 MFACC로 경영자의 예측정확성을 나타낸다. 표의 보고방식은 앞선 <Table 4>와 동일하다. <Table 5>의 F값은 Model 1과 Model 2 모두 통계적으로 유의하며, 모형의 설명력(Adj. R²)은 각각 0.129과 0.127로 나타났다.

Model 1과 Model 2의 관심변수인 MFACC는 종속변

수 EQ1과 EQ2 각각에 대해 10%, 5% 수준에서 유의한 양(+)의 계수값이 나타났다. 이러한 결과를 해석해보면, 당기의 경영자의 예측정확성이 낮을수록 차기의 이익의 질 또한 낮아진다는 것을 시사한다. 즉 경영자가 예측하여 공시한 영업이익과 실제이익 간의 차이가 커질수록, 다시 말해 경영자의 예측오류가 높을수록 예측치와 실제치 간의 차이를 줄여 경영자가 발표한 예측정보의 정확성을 높이고자 비정상적인 수단을 동원하고 이는 결국 차기의 이익의 질을 악화시키는 결과를 초래하는 것으로 해석된다. <Table 4>와 마찬가지로 이익의 질의 측정방법을 EQ1과 EQ2로 달리 사용한 방법에서 모두에서 같은 결과가 도출되었다. 따라서 경영자의 낮은 이익예측정확성과 낮은 이익의 질 간의 양(+)의 관계를 예상한 가설 2는 지지되었다.

통계변수와 EQ1 및 EQ2 간의 회귀분석 결과는 앞서의 <Table 4>와 유사한 결과가 나타났다.

<Table 5> The effect of management earnings forecasts accuracy on earnings quality

Variable	pred. sign	Model 1	Model 2
		EQ1	EQ2
Intercept	?	0.807 (4.770 ^{***})	0.332 (4.530 ^{***})
MFACC	+	0.078 (1.826 [*])	0.040 (2.149 [*])
SIZE	-	-0.026 (4.055 ^{***})	-0.011 (-4.013 ^{***})
CR	-	0.006 (0.898)	0.003 (0.296)
LEVE	+	0.166 (2.895 ^{***})	0.080 (3.208 ^{***})
CFO	-	-0.113 (-1.375)	-0.029 (-0.821)
GRW	-	0.021 (0.804)	-0.009 (-0.787)
LOSS	+	0.023 (1.901 [*])	0.013 (2.433 ^{**})
BIG4	-	-0.008 (-0.417)	-0.005 (-0.594)
FIRST	-	-0.015 (-0.861)	0.001 (0.156)
CI	+	0.019 (1.037)	0.001 (0.106)
CB	+	-0.023 (-1.189)	-0.007 (-0.806)
STOCK	+	0.054 (2.755 ^{***})	0.024 (2.820 ^{***})
BETA	+	0.032 (1.573)	0.010 (1.099)
AGE	-	-0.004 (-0.319)	-0.002 (-0.351)
GROUP	-	-0.024 (-0.871)	-0.004 (-0.291)

OWNER	+/-	0.048 (0.966)	0.004 (0.848)
FOR	+	0.108 (1.935 [*])	0.027 (1.111)
ΣIND		Included	Included
ΣYD		Included	Included
Adj. R2		0.129	0.127
F-value		5.140 ^{***}	5.041 ^{***}
VIF		2.345 (SIZE)	2.345 (SIZE)

본 연구는 다음의 세 가지 추가분석을 수행하였다. 첫 번째 추가분석인 <Table 6>은 경영자의 이익예측방향에 따라 이익의 질에 차별적인 영향이 존재하는지 살펴보고자 한 것이다. Panel A는 낙관적으로 예측한 경우를, Panel B는 비관적으로 예측한 경우를 각각 나타낸 것이다. 분석결과 관심변수 MFBIAS는 낙관적으로 예측한 Panel A의 종속변수가 EQ2인 경우 10%수준에서 유의한 양(+)의 계수값이 나타났다. 따라서 가설 1의 결과는 주로 낙관적으로 예측한 그룹에서 나타난 결과라는 것이 확인되었다.

<Table 6> Additional analysis 1: The effect of the sign of management earnings forecasts bias on earnings quality

Panel A: Optimistic bias(N=343)			
Variable	pred. sign	Model 1	Model 2
		EQ1	EQ2
MFBIAS	+	0.061 (1.281)	0.037 (1.776 ⁺)

Panel B: Pessimistic bias(N=132)			
Variable	pred. sign	Model 1	Model 2
		EQ1	EQ2
MFBIAS	+/-	-0.501 (-1.235)	-0.083 (-0.468)

두 번째 추가분석인 <Table 7>은 경영자의 이익예측편의가 이익의 질에 미치는 영향이 기업의 이익과 손실 여부에 따라 달라지는지 살펴보고자 한 것이다. Panel A는 이익기업인 경우를, Panel B는 손실기업인 경우를 나타낸다. 분석결과를 살펴보면, 경영자의 낙관적인 예측방향과 이익의 질의 악화 간의 양(+)의 관계는 기업의 이익과 손실여부를 막론하고 공통적으로 발견되는 현상임이 확인되었다.

<Table 7> Additional analysis 2: The effect of management earnings forecasts bias on earnings quality by profit and loss firms

Panel A: Profit firms(N=348)			
Variable	pred. sign	Model 1	Model 2
		EQ1	EQ2
MFBIAS	+	0.117 (0.958)	0.090 (1.708*)

Panel B: Loss firms(N=127)			
Variable	pred. sign	Model 1	Model 2
		EQ1	EQ2
MFBIAS	+/-	0.157 (1.205)	0.103 (1.859*)

마지막 추가분석인 <Table 8>은 경영자의 이익예측 정확성과 이익의 질 간의 관계가 기업의 이익과 손실여부에 따라 차별적으로 반응하는지를 분석한 것이다.

<Table 8> Additional analysis 3: The effect of management earnings forecasts accuracy on earnings quality by profit and loss firms

Panel A: Profit firms(N=348)			
Variable	pred. sign	Model 1	Model 2
		EQ1	EQ2
MFACC	+	0.117 (0.958)	0.090 (1.708*)

Panel B: Loss firms(N=127)			
Variable	pred. sign	Model 1	Model 2
		EQ1	EQ2
MFACC	+/-	0.056 (0.865)	0.020 (0.709)

<Table 7>과 마찬가지로 Panel A는 이익기업인 경우를, Panel B는 손실기업인 경우를 각각 나타내고 있다. 분석결과를 살펴보면, 경영자의 낮은 이익예측정확성과 낮은 이익의 질 간의 양(+)의 관계는 주로 이익기업에서 기인된 결과임이 밝혀졌다.

5. 결론

본 연구는 경영자가 영업이익에 대한 예측치를 공시한 기업을 대상으로 당기 경영자의 이익예측편의와 이익예측정확성이 차기의 이익의 질에 대해 어떠한 정보를 제공하는지 분석하였다. 더불어 추가분석에서 경영자의

이익예측편의의 방향에 따라, 기업의 이익과 손실여부에 따라 각각 미래 이익의 질에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고 있다. 또한 경영자의 이익예측정확성이 차기 이익의 질에 미치는 영향이 기업의 이익 및 손실여부에 따라 차별적으로 나타나는지 분석하였다.

분석을 위한 관심변수는 t시점의 경영자의 낙관적인 이익예측편의와 이익예측정확성을 이용하였고, 종속변수는 Hutton et al.의 방법인 t년부터 t+2년까지의 재량적 발생액의 절대값의 합과 전규안과 박종일의 방법인 재량적 발생액의 표준편차를 이용하여 미래 이익의 질을 측정하였다[1],[2]. 분석기간은 관심변수(종속변수)를 기준으로 하여 2003년부터 2009년까지(2004년부터 2011년까지)로 총 475개의 기업/년 자료가 이용되었다.

본 연구의 실증분석 결과는 첫째, 당기 경영자의 이익예측이 낙관적일수록 미래 이익의 질이 악화되는 것으로 나타났다. 둘째, 당기 경영자의 이익예측 정확성이 낮을수록 차기의 이익의 질에 악영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 통해 경영자의 이익예측 성향과 이익예측 정확성이 미래 이익의 질에 영향을 미치는 요소 중 하나임이 확인되었다.

본 연구의 결과는 경영자의 이익예측공시와 관련된 기존연구에 추가적으로 실증적 증거를 제시할 뿐 아니라 이익의 질의 결정요소를 확인하였다는 점에서 실무 및 학계에 시사점을 제공한다.

이상의 시사점에도 불구하고 본 연구는 식(1)과 식(2)의 연구모형 상에 포함되지 않은 생략변수(omitted variable)의 문제가 존재한다. 또한 종속변수의 측정을 위해 이용된 재량적 발생액을 추정함에 있어 측정오차의 문제점이 있다. 향후 연구에서는 이러한 점을 보완할 수 있는 연구가 진행될 필요가 있다.

ACKNOWLEDGMENTS

본 논문은 2016년도 한세대학교 교내학술연구비 지원에 의하여 연구되었음.

REFERENCES

[1] Hutton, A. P, A. J. Marcus, H. Tehranian, “Opaque financial reports, R², and crash risk”, Journal of

- Financial Economics, Vol. 94, No. 1, pp. 67-86, 2009.
- [2] K. A. Jeon, J. I. Park, "The effect of Earnings Opacity on Audit fees and Audit Hours", Korean Accounting Association Winter International Conference, 2016.
- [3] Skinner, D, "Why firms voluntarily disclose bad news," Journal of Accounting Research, Vol. 32, No. 1, pp. 38-60, 1994.
- [4] R. M. Chen, S. H. Choi, "A Converging Approach on the Effect of KOSPI200 Index Rebalancing on Information Quality", Journal of the Korea Convergence Society, Vol. 8, No. 5, pp. 213-221, 2017.
- [5] S. Y. Kwon, Y. W. Kwon, M. H. Whang, "The Market Reaction to Management Earnings Forecasts and its Determinants", Korean Management Review, Vol. 39, No.4, pp. 995-1021. 2010.
- [6] W. S. Jung, "The Accuracy of Managers' Earnings Forecasts and Relevance as Proxies for Market Expectation of Earnings", Korean Journal of Financial Studies, Vol. 21, No. 1, pp. 265-294. 1997.
- [7] W. J. Oh, S. K. Shon, "An Empirical Study on the Effect of Regulation Fair Disclosure and Firm incentives associated with the decision to provide information through Fair Disclosure", Korean Management Review, Vol. 35, No. 6, pp. 1449-1478, 2006.
- [8] S. K. Shon, H. W. Paik, J. M. Goh, "Investors' Differential Reaction to Management Earnings Forecast Disclosures", Journal of accounting and finance, Vol. 27, No. 3, pp. 57-94, 2009.
- [9] K. H. Kim, S. W. Yoo, K. S. Choi, "Management Forecast, Future Earnings Management and Meeting or Beating Future Market Expectation", Korean accounting review, Vol. 39, No. 1, pp. 255-292, 2014.
- [10] Kasznik, R, "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management", Journal of Accounting Research, Vol. 37, pp. 57-77, 1999.
- [11] Y. M. Kyung, "An Empirical Analysis on the Management Earnings Forecasts Disclosures and the Quality of Earnings", Hanyang University, M. M. thesis, 2008.
- [12] H. Y. Shin, J. E. Lee, "Earnings Quality and Management Earnings Forecast", Global Business Administration Review, Vol. 7, No. 1, pp. 95-120, 2010.
- [13] J. W. Choi, Y. J. Lee, "The Effects of Quality and Informativeness of Earnings on Management Forecasts", Korean Accounting Journal, Vol. 19, No. 4, pp. 137-159, 2010.
- [14] H. Y. Shin, J. Y. Kang, "The Association between Management Earnings Forecasts Accuracy and Accrual Quality and Accrual Component of Earnings Volatility", Journal of Accounting and Finance, Vol. 29, No. 3, pp. 143-167, 2011.
- [15] K. H. Kim, S. W. Yoo, K. S. Choi, "Management Forecast, Future Earnings Management and Meeting or Beating Future Market Expectation", Korean accounting review, Vol. 39, No. 1, pp. 255-292, 2014.
- [16] S. M. Kim, S. W. Yoo, "Disaggregated Management Forecasts and Its Role on Information Credibility", Korean Management Review, Vol. 43, No. 5, pp. 1647-4678, 2014.
- [17] Penman, S. H. "An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts", Journal of Accounting Research, Vol. 18, No. 1, pp. 132-160, 1980.
- [18] Waymire, G, "Additional evidence on the accuracy of analyst forecasts before and after voluntary management earnings forecasts", The Accounting Review, Vol. 61, No. 1, pp. 129-142, 1986.
- [19] Dechow, P. M, R. G. Sloan, A. P. Sweeney, "Detecting earnings management", The Accounting Review, Vol. 70, No. 2, pp. 193-225, 1995.
- [20] Y. M. Choi, "Managerial Stock Ownership and Debt Maturity: Evidence from Chinese Firms", Journal of the Korea Convergence Society, Vol. 6, No. 1, pp. 71-76, 2015.

- [21] Y. W. Kim, S. H. Choi, “A Converging Approach on the Effect of Stock Repurchases on Cost of Equity”, Journal of the Korea Convergence Society, Vol. 8, No. 3, pp. 225-235, 2017.

저자소개

김 선 구(Seon-Gu, Kim)

[정회원]



- 2001년 8월 : 고려대학교 대학원 회계학전공(경영학 석사)
- 2005년 8월 : 가천대학교 대학원 회계학과(경영학 박사)
- 2008년 3월 ~ 현재 : 한세대학교 국제경영학과 교수

<관심분야> : 회계학(재무, 원가), 조세, 사회적경제