기업의 이익목표 달성을 위한 이익조정과 한국 재무분석가의 인식*

김 성 혜**
이 아 영***
전 성 빈****

본 연구에서는 경영자의 기업의 이익목표 달성을 위한 이익조정에 대하여 재무분석가가 어떠한 인식을 가지고 있는지에 대해 알아보기 위해 185명의 한국 재무분석가를 대상으로 설문조사 및 실증분석을 병행하여 분석한 연구이다. 설문조사결과, 우리나라 재무분석가는 분석기업이 자신의 이익예측치를 정확히 달성(meet)하였을 때 가장 만족도가 높았으며, 분석기업이 자신의 이익예측치를 달성하였을 경우 기업의 성장전망이 밝고 미래성과가 안정적이며 경영진에 대한 신뢰가 증가한다고 답변하였다. 또한 재무분석가는 분석기업이 자신의 이익예측치를 달성하는 것이 분석기업과의 우호적인 관계를 유지하는 데 도움이 된다고 응답하였다. 한편, 재무분석가는 분석기업이 본인의 이익예측치를 달성하지 못할 경우, 해당기업의 미래성과에 대한 불확실성이 증가하여 기업의 성과를 예측하기 어렵고, 분석기업이 밝히지 않은 문제가 있다고 생각하는 것으로 나타났다. 또한 대다수의 재무분석가는 이익목표달성을 위한 이익조정이 약간 혹은 많이 있는 것으로 인식하고 있으며 분석기업이 이익조정을 했을 경우 이를 이익예측에 반영하고, 기업이 발생액을 통한 이익조정 뿐 아니라 다양한 실물활동의 조정을 통하여 이익을 조정한다고 생각하는 것으로 나타났다. 이러한 설문조사를 통해 본 연구는 이익목표 달성을 위한 이익조정 현상을 바라보는 경영자와 재무분석가 간 인식에 상당한 차이가 있다는 것을 발견하였다. 마지막으로 경영자의 이익조정과 재무분석가가 인식하는 재무정보의 품질과의 관계를 분석한결과, 발생액과 실물활동을 통한 이익조정은 재무분석가가 평가하는 기업의 공시품질과 유의한 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 이는 기업이 발생액과 실물활동을 조정하여 이익을 과대보고 할 때 이러한 이익정보를 이용하는 재무분석가가 해당재무정보의 품질이 낮다고 인식하게 된다는 것을 의미한다.

주제어: 재무분석가, 이익조정, 이익목표, 실물조정, 재량적발생액

Ⅰ. 서 론

미국과 한국의 최고경영자 및 재무담당임원(Chief Financial Officer, CFO)을 대상으로 실시한 설문조사 결과에 의하면 경영자는 재무보고를 위한 성과지표로서 회계이익을 가장 중요하게 생각하며, 이익목표(earnings target)를 달성하기 위해 기업가치를 희생할 유인이 있는 것으로 나타났다(Graham et al. 2005; 전성빈 등 2012). 선행연구에서는 경영자들이 적자를 회피하거나 과거와 비슷한 수준의 이익을 보고하고, 재무분석가가 발표한 이익예측치를 맞추는 등의 다양한 이익목표를 달성하기 위하여 회계처리에 있어서 재량적 발생액을 이용할 뿐 아니라

논문접수일: 2013. 07. 23. 1차 수정본 접수일: 2013. 11. 15. 2차 수정본 접수일: 2014. 02. 05. 게재확정일: 2014. 02. 07.
* 2013년 한국회계정보학회 춘계국제학술대회에서 이 논문에 대해 토론해주신 대전대학교 채수준 교수님과 충북대학교 전홍민 교수님, 그리고 이 논문의 개선에 큰 도움을 주신 익명의 세 심사자에게 감사드립니다. 이 논문은 2010년도 정부재원(교육과학기술부 인문사회연구역량강화사업비)으로 한국연구재단의 지원을 받았습니다(NRF-2010-330-B00122).
** 숭의여자대학교 세무회계과 조교수(sunghye@sewc.ac.kr), 주저자
*** 강원대학교 경영대학 회계학과 조교수(aayoungg@kangwon.ac.kr), 교신저자
**** 서강대학교 경영전문대학원 교수(youngwha@sogang. ac.kr), 공저자

기업의 정상적인 영업, 투자, 재무활동에서의 자원 배분과 현금흐름을 변경하는 등 실물활동 조정을 통하여 보고이익을 조정하고 있음을 보여주고 있다(Burgstahler and Dichev 1997; Graham et al. 2005; Roychowdhury 2006; Gunny 2010; 김지홍 등 2008).

본 연구는 우선 경영자가 이익목표를 달성하기 위해 발생액과 실물활동을 이용하여 이익을 조정하는 행태에 대해 재무분석가가 어떠한 인식을 가지고 있는지에 대해 설문조사를 통해 파악한다. 경영자의 이익예측치 달성유인에 관한 견해, 이익조정에 대한 재무분석가의 인지도, 이익조정을 기업 분석 및 이익예측에 반영하는지에 대한 여부와 같은 사항들은 다음과 같은 점에서 중요하다. 첫째, 재무분석가는 기업이 보고하는 회계정보의 가장 주요한 이용자이다(Shipper 1991). 기업이 회계이익을 공시할 때 재무분석가의 예측발표나 수정빈도가 증가하며(Lobo et al. 2012; Song 2008), 공시정보에 근거한 사적정보의 활용도가 높아진다(Barron et al. 2002)는 선행연구의 결과는 재무분석가들이 기업의 내재가치를 분석함에 있어 회계정보를 중요하게 여긴다는 사실을 의미한다. 따라서 경영자가 이익을 조정한다면 회계정보를 주로 이용하는 재무분석가의 분석보고서의 가치에도 큰 영향을 미칠 것이다. 둘째, 재무분석가는 정교한 지식과 전문성을 갖춘 정보중개인으로서 자본시장 투자자들의 믿음(belief)과 행동(behavior)에 미치는 파급력과 대표성이 매우 크며(Shipper 1989), 경영자의 의사결정에 중요한 영향을 미치는 집단 중 하나이다(Graham et al. 2005; 전성빈 등 2012). 또한 재무분석가의 예측치는 시장의 기대치(market expectation)을 형성하는 데 중요한 역할을 하므로(Brown 2001), 선행연구에서는 재무분석가의 예측특성을 자본시장의 사전적인(ex-ante) 불확실성을 나타내는 대용치로 많이 사용하고 있다(Imhoff and Lobo 1992; Atiase and Bamber 1994; Barron and Stuerke 1998; Barron et al. 2002). 그러므로 이러한 중요성을 가진 재무분석가가 이익목표를 달성하기 위한 경영자의 이익조정에 대하여 어떠한 견해를 가지고 있는지에 대한 것은 실무나 학계에서 모두 궁금한 사안일 것이다.

선행연구에서는 재무분석가가 편견이 없고(unbiased) 정교한 지식을 갖춘 전문가라는 가정 하에(Dechow et al. 2010), 회계모형을 통해 측정한 이익조정의 정도가 재무분석가의 예측특성, 즉 예측오차나 예측분산에 미치는 영향에 대해 관찰함으로써, 이익조정이 재무분석가의 정보환경에 미치는 영향에 대해 간접적으로 추론하고 있다. 대부분의 선행연구는 기업이 이익조정을 할 경우 재무분석가의 예측오차 및 분산이 커진다는 것을 보고하고 있다(Elliott and Philbrick 1990 ; Bradshaw et al. 2001 ; 임태균과 정석우 2006). 이는 경영자의 이익조정으로 인하여 회계이익의 예측가능성이 낮아지고 이를 사전에 예측하지 못한 재무분석가가 질이 낮은 회계정보를 사용함으로써 부정확한 이익예측을 하게 된다는 것을 의미한다.

그러나 사후적으로 재무분석가가 산출한 이익예측의 정확성을 통해 관찰하는 실증연구는 경영자의 이익조정 행태에 대한 재무분석가의 견해에 대해 직접적인 답변을 제공하지 않는 다는 점에서 한계가 있다. 또한 이익조정을 수행하는 당사자인 경영자의 유인 및 견해에 관해서는 Graham et al.(2005)과 전성빈 등(2012)이 설문조사를 통해 밝힌바 있지만 대표적인 정보이용자인 재무분석가의 견해에 관해서는 알려진 바가 거의 없다. 이에 본 연구에서는 기업의 이익목표 달성을 위한 이익조정에 대하여 재무분석가가 어떠한 인식을 가지고 있는지에 대해 알아보기 위해 185명의 한국 재무분석가를 대상으로 설문조사 및 실증분석을 병행하여 분석한다. 설문조사 방식은 기존의 축적된 데이터베이스의 분석결과에

대한 간접적인 추론만으로는 얻을 수 없는 정성적이고 구체적인 답변을 확인할 수 있다는 장점을 가지고 있다.

본 연구에서 진행된 연구방법은 다음과 같다. 첫째 본 연구는 185명의 한국 재무분석가에 대한 설문조사를 실시하여 기업의 이익조정에 대한 재무분석가의 인식과 견해에 대해 파악하고자 하였다. 또한 경영자의 재무보고 행태에 대한 설문조사를 수행한 전성빈 등(2012)의 결과와 본 설문조사 결과를 비교하여 이익조정에 대한 경영자와 재무분석가 간 인식의 차이점에 대해 분석해본다. 두 번째로 본 연구는 기업의 이익조정이 재무분석가가 자신의 경험에 의하여 직관적으로 평가하는 재무정보의 품질에 직접적인 영향을 미치는지에 대해 실증분석을 통해 알아본다. 설문조사를 통하여 재무분석가들이 기업들이 이익조정 행위를 다양한 방법으로 수행하고 있음을 인지하고 있을 뿐 아니라 이를 이익 예측에 반영한다면 재무분석가가 직관적으로 인식하는 재무정보의 품질에는 이익조정에 대한 부분이 적어도 일부분 반영될 것으로 예측할 수 있다. 따라서, 회계정보이용자 중에서도 중요한 전문가 집단인 재무분석가들이 인식하는 재무정보의 품질과 회계학 실증연구에서 광범위하게 이용되는 이익조정간의 관계를 분석하는 것은 흥미로운 작업일 것이다. 이를 위하여, 발생액과 실물활동을 통한 이익조정은 각각 성과조정 재량적 발생액(Kothari et al. 2005)과 Roychowdhury (2006)의 모형을 통하여 측정하였고, 재무분석가가 인식하는 재무정보의 품질은 설문조사를 통해 수집한 공시품질을 그 대용치로 하였다. 공시품질은 재무분석가로 하여금 공시품질이 높은 기업과 낮은 기업을 선정하도록 하여 높은 품질 의견수에서 낮은 품질 의견수를 차감한 값과 이를 10등급으로 측정한 순위변수로 측정하였다. 본 연구는 재무분석가가 평가한 119개 기업에 대한 공시품질 자료와 이익조정 측정치간의 관계를 OLS 회귀분석을 통하여 검토한다.

본 연구의 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 설문조사 결과 재무분석가는 분석기업이 자신의 이익예측치를 정확히 달성(meet)하였을 때 가장 만족도가 높았다. 이는 전성빈 등 (2012)의 연구에서 경영자들이 재무분석가의 이익예측치를 약간 초과(slightly beat)했을 때 가장 만족한다고 느끼는 답변과 대조되는 것이다. 경영자들은 '적정한 수준'에서 시장의 기대를 능가하는 실적을 달성함으로써 자본시장에 기업의 성장성에 대한 정보를 전달하기 원하지만, 재무분석가의 경우 자신의 예측정확성이 실적평가 및 평판에 직간접적으로 영향을 주기 때문인 것으로 분석된다. 둘째, 재무분석가들은 분석기업이 자신의 이익예측치를 달성하였을 경우 기업의 성장전망이 밝고 미래성과가 안정적이며 경영진에 대한 신뢰가 증가한다고 답변하였다. 또한 재무분석가는 분석기업이 자신의 이익예측치를 달성하는 것이 분석기업과의 우호적인 관계를 유지하는 데 도움이 된다고 응답하여 이에 동의하지 않았던 경영자들의 답변과 차이를 보였다. 한편, 재무분석가는 분석기업이 본인의 이익예측치를 달성하지 못할 경우, 해당기업의 미래성과에 대한 불확실성이 증가하여 기업의 성과를 예측하기 어렵고, 분석기업이 밝히지 않은 문제가 있다고 생각하는 것으로 나타났다. 셋째, 대다수의 재무분석가는 이익목표달성을 위한 이익조정이 약간 혹은 많이 있는 것으로 인식하고 있으며 기업의 이익조정행위가 전혀 없다고 응답한 재무분석가는 극소수에 불과하였다. 이는 전성빈 등(2012)의 연구에서 과반수가 넘는 경영자들이 불규칙한 이익행태를 피하기 위해 기업 가치를 희생하는 이익조정 활동이 전혀 없다고 응답한 설문조사 결과와 대조되는 것이다. 또한 재무분석가는 분석기업이 이익조정을 했을 경우 이를 이익예측에 반영한다고 응답하였다. 넷째, 재무분석가는 기업들이 매출 또는 회계비용의 인식시점이나 회계 추정 및 가정을 변경하는

등의 발생액을 통한 이익조정 뿐 아니라 재량적 지출의 감소, 공격적인 판촉행사를 통한 수익인식, 투자자산의 매각, 신규투자안의 집행 연기 등 다양한 실물활동의 조정을 통하여 이익을 조정한다고 응답하였다. 그러나 전성빈 등(2012)의 연구에서 경영자들은 연구개발비와 같은 재량적 비용지출을 감소시키는 것 이외에 다른 이익조정활동을 하는 것에는 동의하지 않아 흥미로운 차이를 보이고 있다. 다섯째, 이익조정과 재무분석가가 평가한 공시품질의 관계에 대한 회귀분석 결과, 발생액과 실물활동을 통한 이익조정은 재무분석가가 평가하는 기업의 공시품질과 유의한 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 이는 기업이 발생액과 실물활동을 조정하여 이익을 과대보고 할 때 재무분석가가 해당재무정보의 품질이 낮다고 인식하게 된다는 것을 의미한다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 기업의 이익조정에 대한 재무분석가의 인식에 대한 직접적인 답변을 듣기 위해 설문조사를 실시한 최초의 연구이다. 많은 선행연구에서 기업이 이익목표치를 달성하기 위하여 이익조정을 하고, 이러한 이익조정이 재무분석가의 예측특성에 영향을 준다는 것을 실증적으로 보여주었지만 이러한 기업의 재무보고행태에 대해 재무분석가의 인식이 어떠한지에 대해서는 전혀 보고된 바가 없다. 특히, 선행연구에서 경영자들이 장기적으로 기업가치를 희생시키더라도 이익목표-구체적으로는 재무분석가의 이익예측치-를 달성하기 위해 이익을 조정할 유인이 있다는 것을 확인한 시점에서, 회계정보의 주된 이용자인 재무분석가가 경영자의 이러한 재무보고 행태에 대해 어떠한 견해를 가지고 있는가는 시의적절하며 흥미로운 연구주제일 것이다. 둘째, 본 연구는 설문조사를 통해 재무분석가의 인식에 대해 분석할 뿐 아니라 전성빈 등 (2012)의 설문결과와의 비교분석을 통해 이익목표달성을 위한 이익조정에 대해 경영자와 재무분석가 간 인식에 상당한 차이가 있다는 것을 발견하였다. 특히, 전성빈 등(2012)의 연구에서 경영자들의 과반수가 이익조정에 대해 동의하지 않으며, 재량적 비용의 삭감 외에 다른 이익조정활동을 하지 않는다고 답변한 반면 대부분의 재무분석가는 경영자들이 이익목표 달성을 위해 이익조정을 수행하고 있으며 이익조정을 위한 수단에 있어서도 대부분의 항목을 두루 사용하고 있다고 답변하였다. 이와 같이, 회계정보의 질에 중대한 영향을 미치는 이익조정활동에 대해 정보생산자인 경영자와 정보이용자인 재무분석가가 이렇게 상이한 인식을 가지고 있다는 것은 흥미롭다. 셋째, 회계모형을 통해 측정한 이익조정과 공시품질간의 상관성을 검토함으로써 기업의 이익조정이 기업의 재무제표의 신뢰성을 떨어뜨리고 재무분석가가 인식하는 재무정보의 품질에 영향을 준다는 것을 확인하였다. 이익조정이 재무분석가의 정보환경에 미치는 영향을 살펴보는데 있어서 이익예측특성을 사용했던 기존 실증연구와는 달리 본 연구는 재무분석가의 축적된 경험과 정보에 의해 직관적으로 평가된 공시품질을 사용했다는 데 의의가 있다. 또한 분석과정에서 설문조사와 실증분석을 결합한 새로운 방법론을 시도하였다는 점에서 기존 실증연구의 한계를 극복한 대안으로 평가될 것이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. Ⅰ장의 서론에 이어 Ⅱ장에서는 선행연구를 제시하고, Ⅲ장에서는 설문조사방법 및 결과에 대하여 설명한다. 그리고 Ⅳ장에서는 실증분석 방법 및 결과를 보고하고 Ⅴ장에서는 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 연구질문의 설정

재무분석가는 공시정보 및 자신이 수집한 사적정보를 이용하여 기업 내재가치에 대한 분석보고서를

작성하고 전달하는 정보중개인의 역할을 담당한다(Shipper 1989). 재무분석가는 회계정보에 대해 보다 전문적인 이해를 가지고 있으며 기업성과지표로서의 회계이익을 중요한 정보로 활용하고 있다(Barron et al. 2002; Lobo et al. 2005; Song 2008). 그러나 발생주의(accrual-basis)가정에 의거해 산출된 회계이익은 다양한 추정과 가정을 허용하기 때문에 경영자가 다양한 유인에 의해 이익조정을 할 가능성을 내포하고 있다. 특히 경영자는 이익목표를 달성하여 기업실적에 대한 시장의 기대를 만족시키기 위해 이익조정을 하는 것으로 보고된다. 경영자가 관심을 가지는 대표적인 이익목표는 적자회피 및 과거의 동일분기이익, 그리고 재무분석가의 이익예측 컨센서스 등이 있다(Burgstahler and Dichev 1997; Degeorge et al. 1999). 이와 일관된 선행연구로, Hayn(1995), Burgstahler and Dichev(1997), Brown(2001), 그리고 Matsumoto (2001)는 기업이익의 횡단면적 분포를 이용하여 경영자가 전년대비 이익 감소 및 적자보고를 피하려는 경향이 있다는 것을 보여주었다. 국내 연구로는 송인만 등(2004)이 비슷한 방법을 통하여 경영자가 재무분석가의 이익예측치를 달성하려는 경향이 있다는 것을 발견하였다. 뿐만 아니라 Degeorge et al. (1999)와 Bartov et al. (2002)은 재무분석가의 이익예측치를 달성하고자 기업이 이익조정을 할 유인이 있음을 강조하였으며, Burgstahler and Eames (2006)역시 회계이익의 시계열적인 행태를 통하여 기업이 재무분석가의 이익예측치를 맞추기 위해 이익조정을 하는 것으로 추론하였다.

경영자들은 다양한 방법을 사용하여 이익목표를 달성하고자 이익을 조정하는 것으로 나타났다(Healy and Wahlen 1999). 경영자들은 이익목표를 달성하기 위해 재량적 발생액을 사용하는 것 외에도 (Burgstahler and Eames 2006; 전성빈과 조은호 2012), 연구개발비와 같은 재량적 비용을 삭감하고(Baber et al. 1991; Bushee 1998), 고정자산을 처분하며(Bartov 1993), 매출을 조정하거나 과잉생산을 하는 등 영업과 관련한 다양한 실물활동의 조정을 통하여 이익목표를 달성하는 것으로 나타났다 (Burgstahler and Dichev 1997; Roychowdhury 2006; 김지홍 등 2008; Gunny 2010).

선행연구에서 경영자가 재량적 발생액을 이용하여 이익목표를 달성하려는 이유는 다양하게 보고되고 있다. 이익목표를 달성한 기업은 시장에서 더 높은 수익률을 향유할 수 있고(Barth et al. 1999; Bartov et al. 2002; Skinner and Sloan 2002), 거래처, 고객, 채권자 등 다양한 이해관계자로부터의 평판을 향상시켜 유리한 계약조건을 가져올 수 있다 (Bowen et al. 1995; Burgstahler and Dichev 1997). 또한 이익목표를 달성하는 것은 경영진의 보상문제와도 관련되며(Healy 1985; Matsunaga and Park 2001), 부채계약 위반과 관련한 자본비용의 증가 위험을 감소시킨다(Watts and Zimmerman 1990 ; Burgstahler 1997).

경영자의 이익조정 유인은 미국의 재무담당임원 400명을 대상으로 설문조사를 실시한 Graham et al. (2005)의 연구에서도 확인되고 있다. 선행연구에서 보고한 대로 경영자들은 외부에서 가장 중요하게 생각하는 성과지표는 회계이익이라는 사실을 인지하고 있으며, 특히 분기별이익과 재무분석가의 이익예측치를 가장 중요한 이익목표치라고 응답하였다. 또한 경영자는 자본시장에서 기업의 신뢰성과 주가를 높이고 경영자의 평판을 향상시키며 미래 기업 성과의 전망에 대한 불확실성을 해소하기 위해 장기적인 기업가치를 희생시키더라도 목표이익을 달성하는 것을 중요하게 여긴다고 응답하였다.[1] 이를 위하여 경영

1) 그러나 경영자들은 선행연구에서 실증된 바 있는(예를 들어 Healy 1985; Matsunaga and Park 2001) 임원진에 대한 보상과 관련한 유인에는 동의하지 않았다(Graham et al. 2005).

자들은 발생액 조정보다 주로 재량비용의 감소와 같은 실물활동을 조정하는 것을 선호한다고 응답하였다.

전성빈 등 (2012)은 한국기업의 경영자 113명을 대상으로 한국기업의 재무보고 행태와 이익조정 유인에 대한 설문조사를 실시하였다. 한국기업 경영자는 회계이익 중에서도 영업이익(operating income)을 중요한 성과지표로 생각하였으며 적자회피 및 과거의 동일분기이익, 그리고 재무분석가의 이익예측치를 중요한 이익목표로 생각한다는 점에서 Graham et al. (2005)의 연구결과와 유사점을 보였다. 그러나 한국기업의 경영자들은 단기적인 이익목표를 달성하기 위해 장기적인 기업가치를 희생시키는 이익조정활동에 대하여 동의하지 않는 입장을 취하였다. 또한 이익목표를 달성하는 수단에 대한 설문과 관련하여, 연구개발비나 광고비와 같은 재량적 비용을 절감하는 방법을 제외하고 설문지에 제시된 대부분의 이익조정 문항에 동의하지 않았다. 전성빈 등 (2012)은 실제 경영자들이 발생액과 실물활동을 통한 이익조정을 하고 있음에도 불구하고 기업가치면에서 바람직하지 않은 활동을 할 수 있다는 사실을 인정하거나 답변하기 꺼려하기 때문에 이러한 결과가 도출되었을 가능성을 제시하고 있다.

한편, 기업의 이익조정은 회계정보의 질을 저하시켜 재무분석가들이 회계이익을 기초로 기업을 분석하고 의견을 형성하는데 높은 불확실성을 초래할 수 있다. 예를 들어, Elliott and Philbrick(1990)은 회계처리방법을 변경한 연도에 재무분석가의 예측오차 및 분산이 그렇지 않은 해에 비해 유의하게 증가한 것을 발견하였고, Bradshaw et al.(2001)은 총발생액이 높은 기업의 향후성과에 대한 재무분석가의 이익예측오차가 유의하게 큰 것을 발견하였다. 국내연구로는 임태균과 정석우(2006)가 재량적 발생액과 이익예측오차간의 유의한 양의 상관관계를 발견하였다. 이는 경영자의 이익조정으로 인하여 이익의 예측가능성 및 재무제표의 신뢰성이 저하되기 때문에 이를 사전에 예측하지 못한 재무분석가의 향후 성과에 대한 예측정확성이 떨어진다는 추론을 가능하게 한다.

그러나 실증연구에서 사용되는 재무분석가의 이익예측자료는 재무분석가가 속한 정보환경의 다양한 변수가 반영된 최종적인 산출물이므로,[2] 결과해석에 있어 여러 가정과 추정이 요구되고(Dechow et al. 2010), 이익조정이 된 재무정보를 사용하는 재무분석가의 인식을 직접적으로 관찰할 수 없는 한계가 있다.[3] 설문조사를 통한 분석은 이러한 실증연구의 한계를 보완하면서 이익조정에 대한 재무분석가의 견해를 직접적으로 얻을 수 있는 기회를 제공해 준다.

재무분석가를 대상으로 설문조사를 실시한 국외 선행연구를 살펴보면, Berliner(1983)는 재무분석가 190명을 대상으로 재무회계기준보고서(Financial Accounting Standards Board Statement) 제33호에 명시된 인플레이션을 반영한 회계정보를 재무분석가들이 사용하는지에 대하여 조사하였고, Groysberg et al.(2011)은 재무분석가 967명을 대상으로 20개 문항을 이용하여 재무분석가의 이익예측 및 투자추천에 영향을 미치는 산업의 특성과 리더십유형, 그리고 기업의 역량에 관한 설문조사를 실시하였다. 국내에서는 권수영과 김정국(1997)이 국내 재무분석가 301명을 대상으로 재무분석가들의 예

2) 재무분석가 이익예측특성의 결정요인에 관한 국내연구로는 예를 들어, 재무분석가의 이익예측은 본인의 인적특성 뿐 아니라, 분석기업의 특성, 공시 정보의 질, 사적정보의 활용도, 예측기간 및 시점, 예측성향 등 다양한 요인이 반영된다.

3) 따라서 실증분석은 이익조정이 높은 기업에 대한 재무분석가의 예측정확성이 낮아지는 것이 재무분석가가 기업의 이익조정을 인식하지 못했기 때문인지, 혹은 인식하고 있더라도 특정한 이유로 이익예측치에 반영하지 않았기 때문인지에 대해 답변 해줄수는 없다. Bradshaw et al.(2001)는 이에 대해 두 가지의 가능성을 제시하였다. 재무분석가가 이러한 이익조정에 대해 모르고 있어 부정확한 정보를 사용하고 있을 수도 있고, 실제로 경영자의 이익조정을 분별할 수 있음에도 불구하고 경영자와의 담합에 의하여 이러한 예측정확성의 저하를 묵인하고 있을 수도 있다고 하였다.

측업무 및 행태에 대한 설문조사를 실시한 바 있다.[4)]

회계정보의 이용 및 투명성과 관련한 설문조사로는 김문철과 최관(1999)이 재무분석가, 신용분석가, 공인회계사 등 회계정보이용자 232명을 대상으로 이익의 질 개념 사용 여부 및 그 해석과 유용성에 대하여 조사하였다. 또한 장지인 등(2002)은 44명의 재무분석가를 포함한 우리나라 176명의 회계관련자를 대상으로 설문조사를 실시하여 우리나라 회계투명성에 관한 인지도를 살펴보았다.[5)] 정도진 등(2010)은 이보다 많은 202명의 회계관련자를 대상으로 우리나라 회계투명성을 재조명하기 위한 설문조사를 실시하였으며 분석 결과 우리나라의 회계투명성이 점차 개선되고 있으며 회계 및 감독제도는 선진국 수준으로 정비되어 있으나 운영제도의 미흡이 회계 투명성을 저하시키고 있는 것으로 파악하였다. 또한 이들은 회계정보의 생산자와 이용자 간에 회계기준의 적절성, 회계정보의 획득가능성, 회계투명성에 미치는 영향에 대한 평가의 괴리가 크다는 흥미로운 결과를 보고하였다.

기존 선행연구에서 다양한 회계정보이용자의 회계투명성에 대한 인식을 개괄적으로 파악하였고(정도진 등 2010), 이들이 회계이익의 질을 중요한 개념으로 생각하여 의사결정에 활용한다는 것을 보여주었지만(김문철과 최관 1999), 회계정보의 투명성과 이익의 질에 결정적인 영향을 미치는 경영자의 이익조정에 관한 재무분석가의 견해를 직접적으로 분석한 연구는 아직 없는 실정이다. 따라서 본 연구는 회계정보 이용자 중에서도 상당한 전문성을 가진 정보이용자 집단인 재무분석가를 대상으로 이익목표를 달성하기 위한 경영자의 이익조정에 대한 견해에 초점을 맞추었다는 점에서 설문조사를 수행한 기존 선행연구와의 차별성이 있다. 또한 정도진 등(2010)의 연구결과에서 회계정보의 생산자와 이용자 간 회계투명성에 관한 평가의 괴리가 크다는 결과를 보고하였는데, 본 연구에서는 이러한 괴리가 이익목표를 달성하기 위한 이익조정에 대한 평가에도 여전히 존재하는지에 대해 살펴볼 것이다.

마지막으로, 본 연구에서는 재무분석가가 직접 평가한 공시품질과 회계실증 연구에서 이익의 질 대용치로 사용해 온 재량적 발생액 및 실물조정과 관계를 살펴본다. 설문조사를 통해 재무분석가가 평가한 공시품질이 사용되므로 재무분석가가 이용하는 정보의 질에 미치는 영향에 대해 직접적으로 평가할 수 있다. 만약 회계모형을 통하여 측정한 이익조정이 재무분석가가 평가한 공시품질과 유의한 관계가 있다는 것을 관찰한다면 이는 단기적인 목표를 달성하기 위한 경영자의 회계선택이 자본시장의 중요한 정보이용자이며 중개인인 재무분석가가 사용하는 정보에 직접적인 영향을 준다는 것을 발견한 의미있는 결과로 평가될 것이다.

Ⅲ. 설문조사

3.1 설문조사방법[6)]

3.1.1 설문지의 작성

설문지를 작성하기 위해 본 연구팀은 사전적으로 경영자의 이익조정이 재무분석가의 의견형성 및 이

4) 재무분석가를 대상으로 설문조사를 실시한 선행연구의 자세한 내용은 전성빈 등(2013)의 연구를 참조하기 바란다.
5) 이는 미국의 PriceWaterhouseCoopers사가 전세계 35개국을 대상으로 투명성에 대한 설문조사를 실시한 결과 우리나라의 투명성지수가 최하위로 나타난 결과를 재검증하고 이에 대한 문제점 및 현황에 대해 파악하기 위해 실시한 것이다.
6) 본 연구에서 사용된 설문문항은 기업정보에 대한 재무분석가의 인식과 이용행태를 고찰하기 위해 실시된 전성빈 등(2013)에서의 설문조사 항목 중 경영자의 이익조정과 관련한 부분을 사용하였으므로 기본적으로 전성빈 등(2013)의 연구에서 나타난 설문조사 방법과 동일함을 밝혀둔다.

익예측에 미치는 영향에 대한 문헌을 숙지하고 두 명의 재무분석가를 대상으로 심층 인터뷰를 실시하였다(전성빈 등 2013). 본 연구팀은 응답 내용의 보편성을 확보하기 위해 경력과 전공, 연령 및 분석 종목이 상이한 재무분석가를 선정하여 심층인터뷰를 실시하였다. 이는 약 110개의 문항을 중심으로 2-3시간에 걸쳐 이루어졌다. 심층인터뷰의 내용과 선행연구를 통해 작성된 설문지의 초안은 심층인터뷰에 참가했던 재무분석가와는 다른 재무분석가 2인을 통해 검증을 받았으며 이들의 조언 및 수정사항을 반영하여 최종적으로 93개의 설문항목을 확정하였다(전성빈 등 2013). 전체 93개 문항 중 1번~64번까지는 공시정보와 사적정보에 대한 재무분석가의 인식과 이용행태에 관한 내용이고 65번~93번까지는 이익조정과 재무분석가의 인식에 관한 내용이다. 본 연구는 설문항목 중에서 65번부터 93번까지의 설문항목을 이용하여 경영자의 이익조정에 대한 재무분석가의 인식을 분석한다.

3.1.2 설문지 배포, 회수, 분류절차

본 연구를 위한 설문지는 대형증권사에 근무하고 있는 과장급 직원 1인을 통하여 2012년 2월 1일부터 3월 25일까지 약 2개월에 걸쳐 200부의 설문지를 직접 배포하였다. 설문지는 인편을 통해 직접 배포하였고 그 결과 총 15개 증권사에[7] 근무하고 있는 186명의 재무분석가로부터 설문지를 수거하였다. 이렇게 높은 회수율을 확보할 수 있었던 것은 설문지가 무작위로 배포된 것이 아니라 현업에 근무하는 직원 및 재무분석가를 통해 직접 배포되었기 때문이다. 본 연구는 186부의 설문지 중에서 응답이 불성실한 것으로 판단된 1개의 설문지를 제외시키고, 185개를 분석에 사용할 최종설문지로 확정하였다(전성빈 등 2013).

3.1.3 설문응답자의 특성

전성빈 등 (2013)의 연구에서 조사한 바에 의하면, 우리나라에서 재무분석가를 한 명 이상 금융투자협회에 등록한 증권사는 58개사이고, 재무분석가는 1,472명이다.[8] 본 연구를 위해 설문조사에 응답한 사람은 총 15개의 증권사에 소속된 185명의 재무분석가로서 전체 증권사 수 기준으로 약 26%, 전체 등록 재무분석가 기준으로 약 13%를 차지하며, 이는 2000년 이후 선행연구에서 실시한 재무분석가 대상 설문조사 기준으로 가장 큰 규모이다.

〈표 1〉은 설문에 응답한 재무분석가 185명의 분포를 정리한 것이다.〈표 1〉을 보면 재무분석가의 평균 연령은 35.3세로 30대가 총 응답자의 과반이 넘는 것으로 나타났으며(60%), 이는 2011년 5월 31일 기준으로[9] 금융투자협회에 등록된 전체 1,543명 재무분석가들의 평균연령이 33.4세인 것을 감안할 때 모집단과 큰 차이가 없는 것으로 보인다(전성빈 등 2013). 또한 설문에 응답한 재무분석가는 평균 6.6년의 경력을 가지고 있으나 최소 0.5년에서 최대 21년까지 재무분석가마다 편차가 컸고 상대적으로 6년 이하의 짧은 경력에 과반이 넘는 비율로 분포되어 있는 것으로 나타났다. 재무분석가의 대부분은 경상계열을 전공하였으며(67%), 평균 9.2개의 기업을 분석하는 것으로 나타났다.[10] 그러나 재

7) 설문에 도움을 준 증권사는 IBK투자증권, NH농협증권, SK증권, 교보증권, 대우증권, 메리츠종합금융증권, 부국증권, 삼성증권, 신영증권, 우리투자증권, 유진투자증권, 하나대투증권, 한국투자증권, 한화투자증권, 현대증권(가나다 순)으로 총 15개사이다(전성빈 등 2013).
8) 2012년 12월 현재 금융투자협회 웹사이트(http://www.kofia.or.kr)
9) 2011년 6월 6일자 매일경제 '증권 애널리스트 젊어졌다' 참조(전성빈 등 2013 재인용).
10) 본 연구팀이 Fn-guide를 통해 수집한 2010년도 재무분석가의 개별이익예측자료를 이용하여 2010년 1개이상의 이익예측치를 산출한 재무분석가 758명의 평균분석 기업수를 계산한 결과 10.6개로 나타나 설문조사에 응답한 재무분석가의 분석기업수와 큰 차이가 없는 것으로 판단된다.

〈표 1〉 설문대상자의 분포

특성	구분	응답자 수(명)	비율(%)
연령	20	28	15.1
(평균 35.3세	30	111	60
최소 24세 최대 48세)	40	46	24.9
경력	3년이하	57	30.8
(평균 6.6년	3년초과~6년이하	59	31.9
최소 0.5년 최대 21년)	6년초과~10년이하	34	18.4
	10년초과	35	18.9
전공	경상계열	124	67
	이공계열	3	1.6
	인문계열	24	13
	무응답	34	18.4
분석기업수	0개~4개	20	10.8
(평균 9.2개	5개~9개	76	41.1
최소 2개 최대 30개)	10개~14개	46	24.9
	15개~30개	17	9.2
분석담당산업	무응답	26	14.1
	제조업	61	33
	서비스업	15	8.1
	금융업	11	5.9
	건설업	8	4.3
	무응답	90	48.6

주) 본 표는 설문에 응답한 한국 재무분석가 185명의 분포 및 현황을 정리한 것임. 기본적으로 전성빈 등(2013)의 설문조사와 동일함.

무분석가 당 분석기업 수는 최소 2개부터 최대 30개까지로 큰 편차를 보였고,[11] 제조업이 담당 산업 중 가장 큰 비율을 차지하는 것으로 나타났다(33%).

3.2 설문조사결과

전성빈 등(2012)의 연구에 의하면, 한국기업의 경영자들은 재무분석가가 주가에 영향을 미치는 중요한 이해집단으로 인식하고 있으며, 재무분석가의 이익예측치를 중요한 준거지표로 활용하여 이를 달성하기 위해 노력한다고 응답하였다. 경영자가 재무분석가의 이익예측치를 달성할 때의 만족도에 대해 설문한 전성빈 등(2012)의 설문조사에 따르면 대부분의 경영자는 재무분석가의 이익예측치를 약간 초과하여 달성했을때(slightly beat) 가장 큰 만족감을 느끼는 것으로 나타났으며(76%), 정확하게 달성했을 때(meet)의 만족도는 그 다음으로 높았다(21%). 한편, 기업이 재무분석가의 이익예측치를 달성했을 경우 재무분석가들이 느끼는 만족도에 대한 설문결과인 〈표 2〉를 보면, 49%의 재무분석가들은 기업

11) 전성빈 등(2013)의 연구에 의하면 재무분석가의 경력과 분석기업의 수는 강한 양(+)의 상관관계를 가지고 있는 것으로 보고되었다.

〈표 2〉 재무분석가의 이익예측치와 실적 비교시 어떠한 경우에 가장 만족하는가?

설 문 내 용	응답자	응답률 %
(1) 이익예측치에 미달	0	0
(2) **이익예측치를 정확하게 달성 (meet)**	**90**	**49**
(3) 이익예측치를 약간 초과 달성 (slightly beat)	83	45
(4) 이익예측치를 초과 달성 (beat/earnings surprise)	12	6

주) 본 표는 총 15개 증권사의 재무분석가 185명을 대상으로 실시한 설문조사 결과임.

이 자신의 이익예측치를 정확히 달성했을 때 가장 큰 만족감을 느끼는 것으로 나타났으며, 약간 초과한 경우에 만족하는 재무분석가들은 45%로 나타나 경영자들의 응답과의 차이를 확인할 수 있다. 경영자들은 '적정한 수준'으로 이익목표치를 초과달성함으로써 자본시장에 기업의 성장성에 대한 정보를 전달하길 원하지만, 재무분석가의 경우 자신의 예측 정확성이 실적평가 및 평판에 직간접적으로 영향을 주기 때문에 이러한 차이가 발생하는 것으로 분석된다.[12] 한편, 기업이 자신의 이익예측치를 초과하여 달성(earnings surprise)했을 때 만족하는 재무분석가는 6%로 나타나 예상을 뛰어넘는 실적보고보다는 안정적인 이익보고를 선호하며 경영자 역시 이러한 요구에 부응하는 것으로 해석된다.

전성빈 등(2012)의 연구에 따르면 한국의 경영자들은 이익예측치를 달성할 때 주가 유지 및 부양과 기업의 성장에 대한 긍정적인 전망을 알리는데 기여하기 때문에 이익예측치를 달성할 유인이 있는 것으로 응답하였다. 〈표 3〉의 Panel A는 분석기업이 재무분석가의 이익예측치를 달성하였을 경우 이에 대한 재무분석가의 해석에 대한 설문조사 결과를 보고한 것이다. 이에 따르면 재무분석가 역시 기업이 이익예측치를 달성할 때 분석기업의 성장전망이 밝을 것이라고 인식하여(동의율 45%), 경영자의 인식과 일관된 것으로 나타났다. 또한 한국의 경영자들은 이익예측치에 부합할 때 기업에 대한 신뢰성 제고 및 경영진에 대한 평판 향상에 도움을 줄 것이라고 기대하였는데(전성빈 등 2012), 재무분석가 역시 이익예측에 부합할 때 경영진의 신뢰성이 증가한다는데 동의하였다(동의율 61%). 또한 경영자들은 재무분석가의 예측치를 달성할 경우 주가변동성을 줄이는데 도움이 된다고 응답하였는데(전성빈 등 2012), 재무분석가들 역시 이익예측치를 달성한 기업의 미래성과가 안정적이며(동의율 63%), 미래이익예측이 용이해진다고 응답하였다(동의율 81%).

한편 전성빈 등(2012)의 연구에서는 경영자들이 재무분석가의 우호적인 관계유지를 위해 이익예측치를 달성하는 것에는 동의하지 않는 것으로 나타났지만, 재무분석가들은 분석기업이 이익예측치를 달성하였을 때 분석기업과의 우호적인 관계를 유지하는데 도움이 된다고 생각하는 것으로 드러나(동의율 41%), 기업과 재무분석가의 유대관계가 기업의 이

12) 심층인터뷰에서 재무분석가 A씨는 재무분석가 성과평가에 재무분석가 이익예측의 정확성이 중요하게 반영된다고 응답하면서 정확하게 예측, 과소예측 (기업이 이익예측치를 초과달성)순으로 우수한 평가를 받으며 과대예측하였을때(기업이 이익예측치에 미달) 가장 낮은 평가를 받는다고 응답하였다. 재무분석가 B씨는 재무분석가의 예측치와 기업의 실제 실적의 부합여부가 단기적으로 성과평가에 직결되는 것은 아니지만 장기적으로 재무분석가의 평판제고에 중요한 역할을 하기 때문에 장기적으로 재무분석가 성과평가에 도움을 준다고 응답하였다. 이러한 결과로 볼 때, 증권사마다 정도는 다르지만 재무분석가의 이익예측정확성이 재무분석가의 성과평가에 직간접적으로 중요한 역할을 한다는 것을 알 수 있다.

익예측치 달성 유인에 미치는 영향에 대한 두 집단 간 인식의 차이를 관찰할 수 있다.[13)14)]

〈표 3〉의 Panel B는 분석기업이 재무분석가의 이익예측치를 달성하지 못했을 경우 재무분석가의 인식에 대한 설문조사 결과이다. 전성빈 등(2012)의 연구결과에 의하면 경영자들은 재무분석가의 이익예측에 부합하지 못할 경우 기업의 미래성과에 대한 불확실성 문제가 제기될 것을 가장 우려하며, 외부에서 기업 내부 문제의 존재가능성을 의심하게 되기 때문에 이를 회피하기 위해 이익목표치를 달성하려는 것으로 보고되었다. 재무분석가를 대상으로 한 조사결과 역시 경영자의 예측과 일관된 것으로 확인

〈표 3〉 분석기업이 재무분석가의 이익예측치를 달성하거나 달성하지 못했을 경우 재무분석가의 인식

Panel A. 예측치를 달성했을 경우

설 문 내 용	동의율 %[a]	비동의율 %[a]	평점[b]	H0: 평점=0[c]
(1) 분석기업의 성장 전망(growth prospect)이 밝다.	**45**	6	0.42	***
(2) 분석기업의 경영진에 대한 신뢰가 증가한다.	**61**	6	0.66	***
(3) 분석기업의 미래성과는 안정적이다.	**63**	4	0.69	***
(4) 분석기업의 미래 이익 예측이 용이해진다.	**81**	2	0.96	***
(5) 분석기업의 주가는 유지 혹은 상승할 것이다.	**53**	10	0.51	***
(6) 나와 분석기업 간의 관계는 앞으로 우호적일 것이다.	**41**	13	0.31	***

Panel B. 예측치를 달성하지 못했을 경우

설 문 내 용	동의율 %[a]	비동의율 %[a]	평점[b]	H0: 평점=0[c]
(1) 내가 모르는(분석기업이 밝히지 않은) 문제가 있다.	**64**	7	0.64	***
(2) 분석기업의 미래 성과에 대한 불확실성이 증가하고 있다	**72**	4	0.76	***
(3) 분석기업 실적발표 전반에 대한 의구심이 든다.	21	29	-0.09	***
(4) 분석기업은 이익예측치를 달성할 수 있는 유연성이 부족하다	17	28	-0.13	***
(5) 분석기업의 성과에 대한 전망을 예측하기가 어렵다.	**48**	11	0.41	***

주) a. 동의/비동의율은 5점척도에서 매우 그렇다와 그렇다는 동의로, 전혀 아니다와 아니다는 비동의로 간주하고, 보통이다는 중립으로 보아 각각의 전체대비 비중을 나타냄.
b. 평점은 각 항목의 답변(5점 척도 사용)에서 강한 동의(매우 그렇다에 답변한 경우)에는 2점, 동의(그렇다에답변한 경우)에는 1점, 강한 부정(전혀 아니다에 답변한 경우) 에는 -2점, 부정(아니다에 답변한 경우)에는 -1점을 부여하여 합산한 점수의 평균으로 양(+)의 수치는 동의자의 비중이 큼을, 음(-)의 수치는 비동의자의 비중이 큼을 보여줌.
c. 동의/비동의 양측 응답의 차이를 검증하기 위해 H0=0을 귀무가설로 t검증(양측검정)을 시행하였으며 ***, **. *는 각각 p〈0.01, p〈0.05, P〈0.1을 의미.

13) 본 연구팀은 심층 인터뷰에서 분석기업과의 유대관계가 재무분석가의 이익예측 및 의견형성에 중요한 영향을 미치는지에 대해 질문하였는데 재무분석가 B의 경우 분석기업과의 유대관계 및 의사소통이 매우 중요한 요인으로 작용한다고 답변하였다. 반면, 재무분석가 A의 경우 경력초기단계에서는 분석기업과의 관계가 중요하지만, 경력이 어느 정도 축적되면 기업과의 유대관계가 중요하지 않다고 답변하였다.

14) 본 연구는 추가적으로 설문조사를 통하여 분석기업간의 개인적인 유대관계가 재무분석가의 의견형성에 영향을 미치는지에 대해 조사하였는데, 44%가 '약간그렇다', 7%가 '매우 그렇다' 라고 응답하여 과반이 넘는 재무분석가가 동의하는 것으로 나타났다.

되었다. 즉, 재무분석가는 분석기업이 본인의 이익예측치를 달성하지 못했을 경우, 해당기업의 미래성과에 대한 불확실성이 증가한다고 생각하며(동의율 72%), 분석기업이 밝히지 않은 문제가 있다고 생각하는 것으로 나타났다(동의율 64%). 또한 재무분석가는 이익예측치를 달성하지 못할 경우 향후 분석기업의 성과를 예측하기 어렵다고 생각하는 것으로 나타났다(동의율 48%). 그러나 분석기업의 실적발표에 대한 의구심을 갖거나(동의율 21%, 비동의율 29%), 분석기업이 이익목표를 달성할 수 있는 유연성이 부족하다고 생각한다는 문항에 대해서는 비동의율이 동의율보다 높아 별로 동의하지 않는 것으로 나타났다(동의율 17%, 비동의율 28%).

〈표 4〉는 분석대상 기업이 안정적인 이익행태를 유지하기 위해 기업회계기준의 허용범위 안에서 이익조정을 하고 있다고 생각하는지에 대한 설문결과이다. 표를 보면 이익조정행위가 약간 혹은 많이 있다고 생각하는 재무분석가가 무려 97%에 달하며, 기업의 이익조정행위가 전혀 없다고 응답한 재무분석가는 3%에 불과하였다. 한편, 전성빈 등(2012)의 연구를 인용하면, 55%의 응답자가 불규칙한 이익행태를 피하기 위해 기업 가치를 희생하는 이익조정활동이 전혀 없다고 응답하였으며, 많이 있다고 응답한 경영자는 한명도 없는 것으로 보고된다. 직접적인 비교는 어렵지만, 회계정보의 질에 중대한 영향을 미치는 이익조정활동에 대해 정보생산자인 경영자와 정보이용자인 재무분석가가 상이한 답변을 한다는 것은 흥미로운 일이다. 나아가, 정도진 등(2010)의 연구에서 회계정보의 생산자가 회계투명성에 관하여 긍정적으로 평가하는 반면 회계정보 이용자의 평가는 그에 미치지 못한다고 보고한 것과도 일관된 결과라고 볼 수 있다.

〈표 5〉는 기업의 실적이 이익목표치에 미달할 것으로 예상되는 경우 기업이 취할 수 있는 이익조정활동에 대하여 설문한 결과이다. 전성빈 등(2012)의 연구에서 우리나라의 경영자들은 이익목표치를 맞추기 위해 연구개발비와 같은 비용지출 외에 설문조사에 제시된 다른 모든 이익조정활동에 대하여 동의하지 않았다. 반면, 재무분석가는 기업들이 자산의 손상 등과 같은 회계비용 인식을 연기하거나(동의율 61%), 대손충당금 등의 회계추정을 변경(동의율 50%)하는 등의 발생액을 통한 이익조정활동뿐 아니라, 연구개발비와 같은 재량적 지출의 감소(동의율 64%), 분기 말 전후로 발생한 매출인식시점 조정(동의율 67%), 공격적인 판촉행사를 통한 수익 인식(동의율 44%), 당 분기에 투자자산이나 기타자산 매각(동의율 48%), 미래 기업가치를 증가시킬 수 있는 신규투자안의 집행연기(동의율 37%) 등과 같은 실물활동을 이용한 이익조정을 한다고 응답하였다. 즉, 재무분석가의 입장에서는 분석기업이 생산량 증가를 통한 매출원가 감소활동을 제외하고 발생액 및 실물활동을 통한 이익조정 활동을 두루 활용하고 있다고 생각하는 반면, 경영자는 재량적비용의 지출을 감소시키는 활동 이외에는 다른 이익조

〈표 4〉 기업이 안정적인 이익행태를 유지하기 위해(이익유연화) 기업회계기준의 허용범위 안에서 이익조정을 하고 있다고 보십니까?

설 문 내 용	응답자	응답률 %
(1) 전혀없음	5	3
(2) 약간있음	155	84
(3) 많이있음	25	13

주) 본 표는 총 15개 증권사의 재무분석가 185명을 대상으로 실시한 설문조사 결과임.

정활동을 하지 않는다고 응답하여 흥미로운 견해의 차이를 보이고 있다. 이러한 결과에 대해 전성빈 등(2012)의 연구에서는 실제 경영자들이 발생액과 실물활동을 통한 이익조정을 하고 있음에도 불구하고 기업가치면에서 바람직하지 않은 활동을 할 수 있다는 사실을 답변하기 꺼려하기 때문에 이러한 결과가 도출되었을 가능성을 제시하고 있다. 경영자들이 이익조정활동에 대해 동의하지 않았음에도 불구하고 재무분석가들이 대부분의 이익조정활동에 동의하고 있다는 사실은 큰 함의를 가진다. 실제로 회계정보를 분석하여 투자자에게 유용한 정보를 제공하는 재무분석가가 경영자가 다양한 활동을 이용하여 이익을 조정하고 있다고 평가하는 것은 회계정보이용자의 관점에서 회계정보의 신뢰성이 충분히 제공되지 않았다는 의미이다. 실증분석을 통한 선행연구에서는 경영자들이 회계처리에 있어 재량적 발생을 이용할 뿐 아니라 실물활동의 조정을 통하여 이익목표를 달성하는 것으로 나타나(Baber et al. 1991; Bartov 1993; Burgstahler and Eames 2006; Burgstahler and Dichev 1997; Bushee 1998; ; Roychowdhury 2006; 김지홍 등 2008; Gunny 2010), 다양한 방법을 이용하여 이익조정을 하고 있다고 응답한 재무분석가의 의견과 일관된다.

마지막으로 〈표 6〉은 기업이 이익조정을 했다고 판단되는 경우 재무분석가가 이를 이익예측에 반영하는지에 대한 설문조사 결과이다. 응답결과 79%에 달하는 재무분석가가 이익예측에 경영자의 이익조정을 반영한다고 응답하였다. 이는 발생액이나 실물활동을 이용한 경영자의 이익조정을 재무분석가가 예측하지 못하고 있다는 Bradshaw et al.(2002) Elliott and Philbrik(1990), Burgstahler and Eames(2003)의 실증결과와는 상반된 것이며 Kim and Schroeder(1990)의 결과와는 일관된 것이다. 이는 또한 재무분석가에 의해 인지된 경영자의 발생액 및 실물활동을 통한 회계이익수치의 변경이 재무분석가의 이익예측 및 투자추천 의견형성에 있어 중요한 사안이라는 것을 보여주는 결과이다.

설문조사결과를 종합하면, 이익목표를 달성하기

〈표 5〉 재무분석가의 이익예측치를 달성하기 위해 기업이 선택할 가능성이 있는 이익조정활동

설 문 내 용	동의율 %[a]	비동의율 %[a]	평점[b]	H0: 평점=0[c]
(1) 재량적 지출의 감소(R&D, 광고, 관리비 등)	**64**	5	0.68	***
(2) 자산의 손상 등과 같은 비용 인식 연기	**61**	8	0.62	***
(3) 분기말 전후로 발생한 매출인식시점 조정	**67**	12	0.66	***
(4) 공격적인 판촉행사를 통한 수익 인식	**44**	16	0.30	***
(5) 당 분기에 투자자산이나 기타자산 매각	**48**	18	0.34	***
(6) 대손충당금 등 회계추정의 변경	**50**	13	0.45	***
(7) 생산량 증가를 통한 매출원가의 감소	29	28	0.01	-
(8) 미래 기업가치를 증가시킬 수 있는 신규 투자안의 집행 연기	**37**	15	0.26	***

주) a. 동의/비동의율은 5점척도에서 매우 그렇다와 그렇다는 동의로, 전혀 아니다와 아니다는 비동의로 간주하고,보통이다는 중립으로 보아 각각의 전체대비 비중을 나타냄.

b. 평점은 각 항목의 답변(5점 척도 사용)에서 강한 동의(매우 그렇다에 답변한 경우)에는 2점, 동의(그렇다에 답변한 경우)에는 1점, 강한 부정(전혀 아니다에 답변한 경우) 에는 -2점, 부정(아니다에 답변한 경우)에는 -1점을 부여하여 합산한 점수의 평균으로 양(+)의 수치는 동의자의 비중이 큼을, 음(-)의 수치는 비동의자의 비중이 큼을 보여줌.

c. 동의/비동의 양측 응답의 차이를 검증하기 위해 H0=0을 귀무가설로 t검증(양측검정)을 시행하였으며 ***, **, *는 각각 $p<0.01$, $p<0.05$, $P<0.1$을 의미.

〈표 6〉 기업이 이익조정을 했다고 판단되는 경우 이익예측에 반영하는가?

설 문 내 용	응답자	응답률 %
(1) 예	147	79
(2) 아니오	38	21

주) 본 표는 총 15 개 증권사의 재무분석가 185 명을 대상으로 실시한 설문조사 결과임.

위해 발생액과 실물활동을 이용한 이익조정에 관한 재무분석가의 견해는 경영자의 관점과 많은 차이를 보인다. 특히 경영자는 이익목표치를 약간 초과하여 달성하는 것에 만족을 느끼는 반면 재무분석가는 경영자가 자신의 이익예측치를 정확하게 달성했을 때 가장 큰 만족을 느끼는 것으로 나타났다. 또한 경영자와 달리 재무분석가는 이익목표를 달성하는 것이 분석기업과의 우호적인 관계유지에 도움이 되는 것으로 생각하고 있었다. 대부분의 경영자가 안정적인 이익행태를 위해 재량적인 비용절감을 제외하고는 기업가치를 희생시키는 이익조정을 하지 않는다고 답변한 반면, 재무분석가는 경영자가 이익예측치를 맞추기 위해 이익조정을 하며 발생액과 실물활동의 조정을 대부분 사용한다고 응답하여 회계정보의 생산자와 이용자 간 회계정보에 대한 인식의 괴리가 크다는 사실을 확인하였다. 또한 재무분석가들은 기업들이 이익조정 행위를 다양한 방법으로 수행하고 있음을 인지하고 있으며 이를 이익 예측에 반영하고 있는 것으로 나타났다.

Ⅳ. 실증분석

설문조사를 통하여 본 연구는 재무분석가들이 기업들이 이익조정 행위를 다양한 방법으로 수행하고 있음을 인지하고 있을 뿐 아니라 이를 이익 예측에 반영하고 있다는 사실을 확인하였다. 따라서 재무분석가가 평가하는 기업의 재무정보 품질에는 이익조정에 대한 부분이 적어도 일부분 반영될 것으로 예측된다. 따라서 본 장에서는 재량적 발생액과 실물활동을 이용한 경영자의 이익조정으로 인하여 재무분석가가 자신의 경험에 의하여 직관적으로 평가하는 재무정보의 품질이 낮아지는지 여부를 살펴본다. 재무정보의 품질에 대한 대용치로는 설문조사를 통해 재무분석가가 직접 평가한 공시품질 자료를 사용할 것이다.

4.1 연구 방법과 연구모형의 설정

4.1.1 변수의 측정

(1) 이익조정의 측정

(가) 재량적 발생액의 측정

이익조정의 대용변수로는 Kothari et al.(2005)의 방법에 따라 경영성과를 통제하여 계산한 성과조정 재량적 발생액을 사용한다. 구체적으로 성과조정 재량적 발생액은 (식 2)의 산업_연도별 횡단면 분석을 통해 추정된 잔차의 크기로 정의한다.[15)]

$$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_1\left(\frac{1}{TA_{i.t-1}}\right) + a_2\left(\frac{\triangle SALES_{i,t} - \triangle AR}{TA_{i,t-1}}\right) + a_3\left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}}\right) + a_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(식 2)}$$

15) 수정 Jones 모형 (Dechow et al. 1995)을 통한 재량적 발생액을 사용하여 측정한 분석 역시 유사한 결과를 나타내었다.

$TAC_{i,t}$: 총발생액(당기순이익-영업현금흐름)
$\Delta Sales_{i,t}$: 매출액의 증감분
$\Delta AR_{i,t}$: 매출채권의 증감분
$PPE_{i,t}$: 유형자산
$TA_{i,t-1}$: 기초총자산
$ROA_{i,t}$: 총자본이익율(=당기순이익/기초총자산)
$\varepsilon_{i,t}$: 오차항

(나) 실물이익조정액의 측정

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 + a_1\frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_2\frac{Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_3\frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(식 3)}$$

$$\frac{SGA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 + a_1\frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_2\frac{Sales_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(식 4)}$$

$$\frac{PRD_{i,t}^{*}}{TA_{i,t-1}} = a_0 + a_1\frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_2\frac{Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_3\frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_4\frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(식 5)}$$

$$^{*}PRD_{i,t} = COGS_{i,t} + \Delta INV_{i,t}$$

$CFO_{i,t}$: 영업현금흐름
$SGA_{i,t}$: 판매비+일반관리비-(세금과공과+감가상각비+임차료비용+보험료)
$COGS_{i,t}$: 매출원가
$\Delta INV_{i,t}$: 재고자산 증감분
$PRD_{i,t}$: 생산원가(=매출원가+재고자산의 증감분)
$AbCFO_{i,t}$: 비정상 영업현금흐름 (식 4)
$AbSGA_{i,t}$: 비정상 판매비와 관리비 (식 5)
$AbPRD_{i,t}$: 비정상 생산원가 (식 6)

$Sales_{i,t}$: 매출액
$Sales_{i,t-1}$: 전기매출액
$\Delta Sales_{i,t}$: 매출액의 증감분
$\Delta Sales_{i,t-1}$: 전기매출액의 증감분
$TA_{i,t-1}$: 기초총자산
$\varepsilon_{i,t}$: 오차항

본 연구에서는 Roychowdhury (2006)의 모형을 이용하여, 매출, 생산 그리고 판매관리비 활동의 결과로 나타나는 비정상 영업현금흐름(Abnormal cash flows from operation, AbCFO)과 비정상 생산원가(Abnormal production costs, AbPRD), 그리고 비정상 판매비와 관리비(이하, 비정상 판관비, Abnormal selling, general and administrative expenses, AbSGA)[16]를 (식 3), (식 4), (식 5)의 산업-연도별 횡단면 분석을 통해 추정한 잔차의 크기로 측정한다. 만약 실물활동을 이용한 이익조정이 이루어진다면, 비정상영업현금흐름(AbCFO)이 음(-)으로, 비정상 판매비와 관리비(AbSGA, 이하, 비정상판관비)가 음(-)으로, 비정상생산원가(AbPRD)가 양(+)으로 나타나게 될 것이다. 본 연구에서는 분석기업의 전반적인 실물이익조정 수준(REM)을 측정하기 위해 Cohen and Zarowin(2010)의 연구방법에 따라 이 세 가지 측정치를 (식 6-1) 및 (식6-2)와 같이 통합하여 사용한다.[17]

$$REM1 = AbCFO \times (-1) + AbSGA \times (-1) \quad \text{(식 6-1)}$$

$$REM2 = AbSGA \times (-1) + AbPRD \quad \text{(식 6-2)}$$

(2) 설문지를 통한 공시품질의 측정 및 표본선정

본 연구는 경영자의 발생액과 실물활동을 통한 이

16) 본 연구는 판매비와 관리비를 계산하는데 있어 김지홍 등(2009)의 방법과 같이 판매비와 관리비를 구성하는 세부계정항목을 구분하여 계산하였다. 세부계정항목을 구분하여 계산하지 않고 판매비와 관리비 전체를 이용하여 측정한 비정상 판관비를 이용한 분석에서도 최종결과는 강건하게 나타났다.

17) 세가지 측정치를 모두 합하여 분석기업의 전반적인 실물이익조정 수준(REM)을 측정한 분석에서도 결과는 유사하게 나타났다.

익조정이 재무분석가가 인식하는 재무정보의 질에 영향을 주는지에 대하여 살펴보기 위한 대용치로 설문조사를 통한 공시품질 자료를 사용한다. 이를 위하여 본 연구팀에서는 설문조사의 주관식 문항을 통하여 재무분석가에게 2010년 한국증권거래소(KRX, Korea Exchange)에 상장되어 있는 기업을 대상으로 높은 공시품질의 기업 2개와 낮은 공시품질의 기업 2개를 각각 선정하도록 요청하였다.[18] 설문조사 결과 185명의 재무분석가가 168개의 기업에 대하여 총 485표의 의견을 행사하였다. 본 연구는 재무분석가가 1표이상을 행사한 168개의 공시품질 표본기업 중에서 아래와 같은 조건을 만족시키는 119개의 기업을 최종 표본으로 선정하였으며, 재무분석가가 행사한 높은 품질 의견수에서 낮은 품질 의견수를 차감한 값을 공시품질(DQ) 변수로 측정하였다.[19] 〈표 7〉의 Panel A는 표본 선정과정을 정리한 것이며, 〈표 7〉의 Panel B는 분석에 사용되는 119개 기업의 공시품질 현황을 정리한 것이다.[20] 119개의 기업 중 공시품질이 가장 높은 기업은 표준산업분류(KSIC)의 중분류기준 상 전자부품 제조산업에 속한 기업으로 48점이다. 공시품질이 가장 낮은 기업은 화학제품산업에 속한 기업으로 -13점을 받았다.

① 금융업에 속하지 않으며, 분석기간 중 계속 상장되어 있는 12월 결산법인
② NICE평가정보(주)의 Kis-Value를 통한 재무자료 이용이 가능한 기업
③ 표준산업분류(KSIC)의 대분류기준 상 산업 연도별 표본수가 10개 이상인 기업[21]

4.1.2 연구모형

본 연구는 기업의 이익조정이 재무분석가가 인식하는 분석기업의 재무정보의 품질과 어떠한 관련성이 있는지를 검증하기 위해 다음과 같은 OLS 회귀모형을 사용한다. 모형에서 재무분석가가 인식하는 재무정보의 품질을 대표하는 측정치로, 설문조사를 통하여 측정한 공시품질(DQ)이 종속변수로 사용되며, 이는 재무분석가가 행사한 높은 품질 의견수에서 낮은 품질 의견수를 차감한 값이다. 또한 공시품질변수의 측정 및 극단치(outlier)의 문제를 완화하기 위해 공시품질(DQ)의 크기를 10등급으로 나누어

18) 다음은 공시품질 지정을 위한 주관식 설문항목의 원문이다.
'우리나라 상장기업 중에서 공시 품질(신뢰성과 유용성)이 높다고 생각되는 기업과 낮다고 생각되는 기업을 각각 2개씩 적어주십시오. 선택기업은 귀하의 분석대상기업일 필요는 없습니다.'
본 연구팀은 재무분석가마다 생각하는 공시품질의 정의가 다를 수 있으므로 이에 대한 오류를 최소화하기 위해 공시품질에 대한 정의를 위와 같이 공시정보의 신뢰성과 유용성으로 지정하고 설문을 진행하였다. 또한, 설문지는 1번부터 64번까지 공시정보(정기공시, 수시공시, 자진공시)의 품질을 신뢰성, 유용성, 적시성 측면에서 자세하게 평가하기 위한 항목으로 구성되어 있고(이에 대한 설문조사 결과는 전성빈 등(2013)의 연구에 정리되어 있다), 위에 제시한 주관식 항목은 설문지의 가장 마지막에 배치되어 있기 때문에 설문에 응답하는 재무분석가는 이미 공시품질의 정의에 대하여 이미 충분한 학습이 되어 있다는 전제하에 설문을 진행하였다.

19) 예를 들어, A기업에 대하여 8명의 재무분석가가 높은 공시품질의 의견수를 5표, 낮은 공시품질의 의견수를 3표로 행사했다면 해당기업의 공시품질(DQ)은 3이 된다. 만약 A기업에 대하여 재무분석가가 높은 공시품질과 낮은 공시품질에 대하여 똑같은 수의 의견을 냈다면 해당기업의 공시품질(DQ)은 0이 된다.

20) 이상적으로 가장 좋은 방법은 모든 상장기업에 대하여 재무분석가로 하여금 공시품질을 측정하는 것이나, 이렇게 방대한 측정작업을 재무분석가에게 요구하는 것은 현실적으로 어려움이 있다. 따라서 본 연구는 이러한 방법을 사용함으로써 최소한 자본시장에서 가장 정교하고 전문적인 지식과 정보환경을 갖춘 재무분석가들이 인식하고 있는 공시품질이 높은 기업과 낮은 기업이 무엇인지를 알아보는 것에 의의를 두었다. 재무분석가가 언급한 기업이 119개에 국한되어있기는 하나, 재무분석가가 언급한 기업은 언급되지 않은 기업에 비해 수집하는 정보의 양이 많고 질이 높은 재무분석가의 눈에 차별화될 정도로 공시품질이 높은(혹은 낮은)기업일 것이기 때문에 나름대로의 의미있는 측정치라고 판단된다.

21) 2003년부터 2009년까지 재량적 발생액과 실물활동에 의한 이익조정치를 구하기 위해, 표준산업분류상 대분류기준을 적용하여 산업별 이익조정 관련 계수추정을 위한 최소한의 표본을 확보하기 위함이다. 또한 중분류 기준을 이용하면 표본이 119개에서 107개로 다소 줄어들지만 결과에 있어서는 별 차이가 없는 것으로 나타났다.

〈표 7〉 표본 선정 과정 및 현황

Panel A. 분석대상 표본 선정과정

2010년 유가증권 및 코스닥 시장에 상장되어 있으며, 재무분석가가 1표이상 행사한 기업	168
금융업 및 결산월이 12월이 아닌 기업	(15)
산업_연도별 표본수가 대분류기준 10개 미만인 산업에 속한 기업	(27)
분석관련 변수의 미비로 누락된 기업	(7)
합 계	119

Panel B. 표본기업의 공시품질(DQ)현황

DQ	빈도	백분율(%)	누적빈도	누적백분율(%)
-13	1	0.84	1	0.84
-6	1	0.84	2	1.68
-5	1	0.84	3	2.52
-4	3	2.52	6	5.04
-3	3	2.52	9	7.56
-2	8	6.72	17	14.29
-1	40	33.61	57	47.9
0	7	5.88	64	53.78
1	33	27.73	97	81.51
2	7	5.88	104	87.39
3	4	3.36	108	90.76
4	1	0.84	109	91.6
5	1	0.84	110	92.44
6	2	1.68	112	94.12
7	3	2.52	115	96.64
10	1	0.84	116	97.48
18	1	0.84	117	98.32
19	1	0.84	118	99.16
48	1	0.84	119	100

주) 1) 위의 표는 실증분석에 사용된 119개 표본기업의 공시품질(DQ)현황을 정리한 것임.
2) 공시품질(DQ) : 재무분석가가 행사한 높은공시품질 의견수-낮은공시품질 의견수

측정한 공시품질순위(DQrank)를 종속변수로 한 분석을 함께 수행한다. 주요 검증변수는 Kothari et al.(2005)의 연구와 Roychowdhury(2006)의 연구방법을 따라 측정한 성과조정 재량적 발생액(DAC)과 실물이익조정(REM)이다. 만약 경영자의 발생액과 실물활동을 통한 이익조정이 재무제표의 신뢰성을 저하시켜 해당정보를 사용하는 재무분석가가 분석기업의 재무정보의 품질이 낮다고 평가하게 된다면 발생조정(DAC)와 실물이익조정(REM)의 계수는 유의한 음(-)의 값을 나타낼 것이다. 종속변수를 제외한 모든 변수는 최근 2년치(2009-2010년)의 평균값으로 측정한다.[22)]

22) 재무분석가가 분석기업의 정보의 질을 판단하고 평가하는데 있어서 평균적으로 최근 2년 정도의 자료를 반영할 것이라고 가정하였다. 설문조사를 통해 재무분석가가 평가하는 공시품질 자료를 수집한 시점은 2011년 재무제표가 공시되기 전인 2012년 2월이므로 2009년부터 2010년까지의 재무자료를 사용한다.

$$DQ_{i,t}(\text{or } DQRANK_{i,t}) = a_0 + a_1 DAC_{i,t} + a_2 SIZE_{i,t} + a_3 ROE_{i,t} + a_4 DEBT_{i,t} + a_5 MTB_{i,t} + a_6 VOL_{i,t} + a_6 VOL_{i,t} + a_7 FIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(식 7)}$$

$$DQ_{i,t}(\text{or } DQRANK_{i,t}) = a_0 + a_1 REM_{i,t} + a_2 SIZE_{i,t} + a_3 ROE_{i,t} + a_4 DEBT_{i,t} + a_5 MTB_{i,t} + a_6 VOL_{i,t} + a_7 FIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(식 8)}$$

변수의 정의

$DQ_{i,t}$: 공시품질(재무분석가가 행사한 높은품질 의견수-낮은품질 의견수)

$DQRANK_{i,t}$: 10등급으로 측정한 공시품질순위

$DAC_{i,t}$: 성과조정 재량적발생액

$REM1_{i,t}$: 실물이익조정1(=AbCFO(*-1)+AbSGA(*-1))

$REM2_{i,t}$: 실물이익조정2(=AbSGA(*-1)+AbPRD)

$SIZE_{i,t}$: 시가총액의 자연로그 값

$ROE_{i,t}$: 자기자본이익율(=당기순이익/자기자본)

$DEBT_{i,t}$: 총부채비율(=총부채/총자산)

$MTB_{i,t}$: 시가장부가비율(=시장가치/순자산)

$VOL_{i,t}$: 일별주가수익률의 표준편차

$FIN_{i,t}$: 자본금증가율(=(당기자본금-전기자본금)/전기자본금)

$\varepsilon_{i,t}$: 오차항

* 종속변수를 제외한 모든 변수는 최근 2년(2009년-2010)치의 평균값으로 측정함.

다수의 선행연구에서 기업의 규모가 클수록 평균적인 공시비용이 감소하고 기업을 분석하는 재무분석가의 수가 많아져 기업공시에 대한 수요가 증가하기 때문에 공시하는 재무정보의 품질이 높아진다고 보고한다(Lang and Lundholm, 1993; King et al. 1990). 따라서 본 연구는 시가총액의 자연로그 값으로 측정한 규모(SIZE)를 통제변수로 포함한다. 또한 부채비율이 높은 기업의 채권자들은 정보비대칭으로 인한 역선택비용을 감소하기 위해 경영자에게 많은 정보를 요구할 수 있다(Jensen and Meckling 1976). 부채비율이 높은 기업의 채권자는 기업에 대한 대출을 심사하는 과정에서 기업의 사적정보를 용이하게 얻을 수 있는 위치에 있으므로(Bhattacharya and Chisea 1995) 상대적으로 공시정보를 덜 중요하게 생각할 수도 있다. 따라서 부채비율에 대해서는 양방향의 예측이 가능할 것이다. 본 연구는 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율(DEBT)을 통제변수로 포함한다. 또한 성장성이 높은 기업들은 영업환경이 불확실하고 미래이익예측에 대한 이익정보의 유용성이 낮으므로 경영자가 미래성과에 관한 정보를 더욱 적극적으로 공시할 유인이 있다(Muslu et al. 2008). 따라서 본 연구에서 시가장부가비율(MTB)을 성장성을 나타내는 통제변수로 포함한다. 또한 기업성과와 관련하여 Lang and Lundholm (1993)은 성과가 좋은 기업일수록 공시정보의 품질이 높다는 결과를 제시한 반면, Skinner(1994)는 성과가 나쁜 회사일수록 법적책임에 따른 비용을 감소시키기 위해 공시의 품질을 향상시킬 확률이 높다고 주장하였으므로 양방향의 결과가 모두 예측되며, 기업성과 변수는 자기자본이익률(ROE)로 측정한다. 선행연구에 의하면 영업환경의 변동이 심할수록 기업과 투자자간의 정보 불균형이 심화되므로 기업들은 이에 대한 역선택문제를 해결하기 위하여 더욱 적극적으로 공시한다고 한다(Anderson 1996; Bushee and Noe 2000). 따라서 본 연구에서는 과거 1년간 일별수익률의 표준편차를 영업환경의 변동성(VOL)으로 추가하여 분석한다. 마지막으로 자금을 조달하는 기업은 자본비용을 감소시키기 위해 공시품질을 높일 유인이 있다. 선행연구에서도 공시품질은 자기자본비용 및 타인자본비용과 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 보고되었다(Botosan 1997; Sengupta 1998). 따라서 본 연구는 이에 따른 효과를 통제하기 위해 자본금증가율(FIN)을 추가적으로 모형에 포함한다.

4.2 실증분석결과

4.2.1 기술통계 및 상관분석

〈표 8〉은 높은 공시품질의 기업과 낮은 공시품질의 기업을 각각 2개씩 지정하는 설문에서 185명의 재무분석가가 공시품질 대상으로 1표이상 행사하였고 분석에 적합한 기준을 갖춘 119개 기업에 대한 주요변수들의 기술통계량을 나타낸 것이다. 종속변수를 제외한 모든 변수는 2009년부터 2010년까지의 2년간의 평균치로 측정되었다. 먼저 표본 기업 공시품질(DQ)의 평균은 0.798점이었으며, 최소 -13점부터 최대 48점까지의 분포를 보인다. 발생액을 이용한 이익조정을 나타내는 성과조정 재량적발생액(DAC)과 실물활동을 이용한 이익조정을 나타내는 각각의 실물이익조정(REM1, REM2)의 평균과 중위수는 0보다 낮은 수치를 보이고 있으므로 분석에 사용된 기업들은 최근 3년간 평균적으로 실제이익보다 낮은 이익을 보고한 것으로 추정된다. 기업규모(SIZE)의 평균은 27.92이며 수익성을 나타내는 자기자본이익률(ROE)의 평균은 0.1504이다. 또한 표본기업의 평균적인 부채비율(DEBT)은 47.57%이며, 시가장부가비율(MTB)은 약 1.7601이다. 표본기업의 일별주가수익률의 표준편차(VOL)는 평균

〈표 8〉 기술통계

변수	N	Mean	Standard Dev.	Min	25th	Median	75th	Max
DQ	119	0.7983	5.6352	-13.0000	-1.0000	0.0000	1.0000	48.0000
DAC	119	-0.0256	0.0646	-0.2523	-0.0691	-0.0270	0.0220	0.1352
REM1	119	-0.0464	0.1229	-0.5544	-0.1000	-0.0303	0.0254	0.1632
REM2	119	-0.0395	0.2280	-1.0748	-0.0961	0.0051	0.0927	0.6016
SIZE	119	27.9233	1.9644	23.9218	26.3964	27.9494	29.4701	32.0003
ROE	119	0.1504	0.2981	-0.4927	0.0597	0.1472	0.2352	2.7283
DEBT	119	0.4757	0.1921	0.0601	0.3230	0.5026	0.5969	0.9563
MTB	119	1.7601	1.4387	0.2626	0.8201	1.3122	2.1301	7.3900
VOL	119	0.4964	0.2002	0.2189	0.3861	0.4693	0.5447	1.5508
FIN	119	0.0748	0.2256	-0.2240	0.0000	0.0000	0.0340	1.5909

주) 1) 변수의 정의

$DQ_{i,t}$: 공시품질(재무분석가가 행사한 높은품질 의견수-낮은품질 의견수)
$DQRANK_{i,t}$: 10등급으로 측정한 공시품질순위
$DAC_{i,t}$: 성과조정 재량적발생액
$REM1_{i,t}$: 실물이익조정1(=AbCFO(*-1)+AbSGA(*-1))
$REM2_{i,t}$: 실물이익조정2(=AbSGA(*-1)+AbPRD)
$SIZE_{i,t}$: 시가총액의 자연로그 값
$ROE_{i,t}$: 자기자본이익률(=당기순이익/자기자본)
$DEBT_{i,t}$: 총부채비율(=총부채/총자산)
$MTB_{i,t}$: 시가장부가비율(=시장가치/순자산)
$VOL_{i,t}$: 일별주가수익률의 표준편차
$FIN_{i,t}$: 자본금증가율(=(당기자본금-전기자본금)/전기자본금)
$\varepsilon_{i,t}$: 오차항

2) 종속변수를 제외한 모든 변수는 최근 2년(2009년-2010)치의 평균값으로 측정함.

0.4964으로 나타났으며 자본금증가율(FIN)은 평균 7.48%으로 나타났다.[23)]

〈표 9〉는 분석에 사용된 변수들 간의 상관관계를 분석한 것이다. 재무분석가가 인식한 공시품질(DQ)과 공시품질순위(DQRANK)는 재량적발생액(DAC)과 10%수준에서 유의한 음(-)의 상관성을 보이고 있으며, 첫번째 실물이익조정변수(REM1)는 공시품질(DQ) 및 공시품질순위(DQRANK)와 각각 유의한 5%, 1%수준에서 매우 유의한 음(-)의 상관성을 보이고 있다. 두번째 실물이익조정변수(REM2)는 공시품질순위(DQRANK)만 5%내에서 유의한 음(-)의 상관성을 보였다. 그러므로 기업이 발생액과 실물활동을 통하여 이익조정을 할 때 재무분석가는 해당기업의 재무정보품질이 낮을 것으로 기대할 수 있다. 또한 공시품질(DQ) 및 공시품질순위(DQRANK)는 규모(SIZE)가 큰 기업일수록 우수한 것으로 나타났으나 수익성(ROE)과는 유의한 관계를 보이지 않았다. 또한 공시품질(DQ) 은 부채비

〈표 9〉 상관분석

변수	DQ	DQRANK	DAC	REM1	REM2	SIZE	ROE	DEBT	MTB	VOL	FIN
DQ	1										
DQRANK	0.6145 〈.0001	1									
DAC	-0.1629 0.0766	-0.1597 0.0827	1								
REM1	-0.2241 0.0143	-0.2874 0.0015	0.5095 〈.0001	1							
REM2	-0.1402 0.1284	-0.1970 0.0318	0.1322 0.1518	0.8456 〈.0001	1						
SIZE	0.3611 〈.0001	0.4097 〈.0001	0.2195 0.0165	-0.0331 0.7212	-0.0910 0.3249	1					
ROE	0.0368 0.6911	0.0981 0.2885	-0.0967 0.2957	-0.2232 0.0147	-0.0854 0.3560	0.0169 0.8552	1				
DEBT	-0.1545 0.0934	-0.0688 0.4569	0.1873 0.0414	0.3306 0.0002	0.2122 0.0205	0.1193 0.1963	-0.0467 0.6141	1			
MTB	-0.0162 0.8614	0.0020 0.9824	-0.1942 0.0343	-0.2312 0.0114	-0.2286 0.0124	-0.1602 0.0817	0.4536 〈.0001	0.1329 0.1495	1		
VOL	-0.2136 0.0197	-0.3462 0.0001	0.0616 0.5060	0.3076 0.0007	0.2515 0.0058	-0.4065 〈.0001	-0.0741 0.4233	0.2417 0.0081	0.0200 0.8287	1	
FIN	-0.0735 0.4267	-0.1038 0.2614	0.1104 0.2322	0.1519 0.0990	0.1110 0.2295	-0.3105 0.0006	-0.1428 0.1214	0.0144 0.8761	-0.0734 0.4276	0.2863 0.0016	1

주) 1) 변수의 정의는 〈표 8〉에서 사용된 것과 같음.

23) 표에는 나타내지 않았으나 표본기업을 분석대상종목으로 삼은 재무분석가의 수(FOLLOW)는 평균 16.5명이고 최소 1명, 최대 40명이다.

율(DEBT)과는 10%수준에서 유의한 음(-)의 상관성을 보여 사적정보에 대한 접근성이 높은 채권자가 많은 기업일수록 공시의 양과 질에 대한 수요가 낮아 기업이 높은 품질의 재무정보를 제공할 가능성이 낮은 것으로 해석할 수 있다. 또한 주가수익률의 표준편차(VOL)는 재무분석가가 인식하는 기업의 공시품질(DQ) 및 공시품질순위(DQRANK)와 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내므로 영업환경의 변동성이 클수록 재무분석가가 평가하는 재무정보의 품질이 낮은 것으로 해석할 수 있다. 성장성을 나타내는 시가장부가 비율(MTB)과 자본금증가율(FIN)은 유의한 상관계수를 나타내지 않았다.

4.1.2 단변량 차이분석

〈표 10〉은 이익조정과 관련한 변수의 공시품질에 대한 집단간 차이분석 결과이다. 두 집단간 차이는 모수검증방법인 t-검증으로 수행되었다. Panel A는 재량적발생액이 높은 기업(DAC=high)과 재량적발생액이 낮은 기업(DAC=low)간의 공시품질(DQ) 및 공시품질순위(DQRANK)의 차이를 보여주고 있으며 Panel B와 Panel C는 전반적인 실물이익조정 수준이 높은 기업(REM=high)과 실물이익조정 수준이 낮은 기업(REM=low)간의 차이를 측정방법별로 보여준다. 분석결과 재량적 발생액이 낮은

〈표 10〉 단변량분석(T-Test)

Panel A. 성과조정 재량적발생액에 따른 차이분석

변수	DAC=low	DAC=high	Difference in mean(t-stat)[1)]
DQ	1.8475	-0.2333	2.0808 (2.03)***
DQRANK	4.9322	4.2833	0.6489(1.36)
표본수	59	60	

Panel B. 실물이익조정에 따른 차이분석(REM1)

변수	REM1=low	REM1=high	Difference in mean(t-stat)[1)]
DQ	2.0339	-0.4167	2.4506(2.42)***
DQRANK	5.2203	4.00	1.2203(2.61)***
표본수	59	60	

Panel C. 실물이익조정에 따른 차이분석(REM2)

변수	REM2=low	REM2=high	Difference in mean(t-stat)[1)]
DQ	1.4407	0.1667	1.274(1.24)
DQRANK	4.7797	4.4333	0.3463(0.72)
표본수	59	60	

주) 1) t값 : 두 집단간 평균 차이에 대한 검정통계량
2) 변수의 정의는 〈표 8〉에서 사용된 것과 같음.
3) ***는 10%, **는 5%, *는 1% 유의수준을 나타냄, 양측 검정.
4) DQ : 공시품질(재무분석가가 행사한 높은품질 의견수-낮은품질 의견수)
DQRANK : 10등급으로 측정한 공시품질순위
DAC : 성과조정 재량적 발생액
REM : 실물이익조정(=AbCFO(*-1)+AbSGA(*-1)+AbPRD)

기업의 공시품질(DQ) 점수는 1.8475점으로 재량적 발생액이 높은 기업의 공시품질(DQ)점수인 -0.2333점보다 2.0808점 높았으며 이 차이는 1% 수준 하에서 유의한 것으로 나타났다(t값=2.03). 또한 공시품질순위(DQRANK)는 재량적발생액이 낮은 기업이 4.93등급이고 재량적발생액이 높은 기업이 4.28등급이었으나 양 집단간 차이가 유의하지는 않았다. 첫번째 방법으로 측정한 실물조정 수준이 낮은 기업의 경우(REM1=low) 공시품질(DQ)점수 및 공시품질순위(DQRANK)가 2.0339점과 5.22등급으로 실물조정 수준이 높은 기업(REM1=high)의 -0.4167점과 4점보다 더 높았으며 이 차이는 매우 유의하였다. 그러나 두 번째 방법으로 측정한 실물조정(REM2)의 경우 실물조정수준이 낮은 기업(REM2=low)의 공시품질(DQ)점수 및 공시품질순위(DQRANK)가 1.4407점과 4.77등급으로 실물조정수준이 높은기업(REM2=high)의 0.1667점과 4.33등급보다 높은 값을 나타냈으나 두 집단간 차이는 유의하지 않았다.

4.1.3 OLS회귀분석

〈표 11〉과 〈표 12〉는 기업의 이익조정이 재무분석가가 인식한 공시품질에 미치는 영향을 살펴보기 위해 수행한 OLS 회귀분석 결과를 나타낸 것이다. 모형에 사용된 종속변수인 공시품질(DQ)는 해당기업에 대해 재무분석가가 행사한 높은 공시품질 의견수에서 낮은 공시품질 의견수를 차감한 값이고 공시품질순위(DQRANK)는 이러한 공시품질 점수를 10등급으로 나눈 순위이다. 주요 검증변수는 Kothari et al.(2005)의 연구에 따른 성과조정 재량적 발생액(DAC)과 Roychowdhury(2006)의 방법으로 측정한 실물이익조정(REM)이다. 〈표 11〉에서 나타난 바와 같이 공시품질(DQ)을 종속변수로 포함하여

〈표 11〉 발생조정과 재무분석가가 인식하는 재무정보의 품질과의 관계(OLS 회귀분석)

변수	예측부호	(1) 종속변수 : DQ			(2) 종속변수 : DQRANK		
		Coeff.	T-stat	(p-value)	Coeff.	T-stat	(p-value)
Intercept	?	-36.1025	-4.11	〈.0001	-10.54	-2.67	0.0088
DAC	**(-)**	**-20.7467**	**-2.64**	**0.0094**	**-9.7807**	**-2.78**	**0.0064**
SIZE	(+)	1.3695	4.68	〈.0001	0.5737	4.37	〈.0001
ROE	?	-0.1829	-0.1	0.9193	0.5631	0.7	0.4879
DEBT	?	-5.1940	-1.93	0.0567	-0.4407	-0.36	0.7166
MTB	(+)	0.1941	0.5	0.6178	0.0210	0.12	0.9041
VOL	(+)	0.1822	0.07	0.9477	-2.3068	-1.85	0.0666
FIN	(+)	2.5952	1.14	0.2576	1.3682	1.34	0.1843
F-value		4.69			5.97		
Adjusted R^2 (%)		17.96			22.75		
# of Samples		119					

주) 1) 회귀식 : $DQ_{i,t}(\text{or } DQRANK_{i,t}) = a_0 + a_1 DAC_{i,t} + a_2 SIZE_{i,t} + a_3 ROE_{i,t} + a_4 DEBT_{i,t} + a_5 MTB_{i,t} + a_6 VOL_{i,t} + a_7 FIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

2) DQ : 공시품질(재무분석가가 행사한 높은품질 의견수-낮은품질 의견수)
DQRANK : 10등급으로 측정한 공시품질순위
DAC : 성과조정 재량적 발생액

3) 그 외 변수의 정의는 〈표 8〉에서 사용된 것과 같음.

〈표 12〉 실물조정과 재무분석가가 인식하는 재무정보의 품질과의 관계(OLS 회귀분석)

변수	예측 부호	(1) 종속변수 : DQ			(2) 종속변수 : DQRANK			(3) 종속변수 : DQ			(4) 종속변수 : DQRANK		
		Coeff.	T-stat	(p-value)	Coeff.	T-stat	(p-value)	Coeff.	T-stat	(p-value)	Coeff.	T-stat	(p-value)
Intercept	?	-31.363	-3.62	0.0005	-8.5245	-2.21	0.0289	-29.909	-3.42	0.0009	-7.5282	-1.92	0.0574
REM 1	(-)	**-7.7672**	**-1.73**	**0.0861**	**-5.0027**	**-2.51**	**0.0135**						
REM 2	(-)							**-1.2197**	**-0.52**	**0.6007**	**-1.2363**	**-1.19**	**0.2376**
SIZE	(+)	1.1942	4.12	〈.0001	0.4911	3.82	0.0002	1.1806	4.01	0.0001	0.4771	3.61	0.0005
ROE	?	-0.4821	-0.26	0.7936	0.3793	0.46	0.6431	-0.1554	-0.08	0.9336	0.6190	0.74	0.4596
DEBT	?	-4.7644	-1.67	0.0974	0.0239	0.02	0.9850	-5.9493	-2.11	0.0370	-0.6161	-0.49	0.6265
MTB	(+)	0.1949	0.49	0.6274	-0.0057	-0.03	0.9744	0.2912	0.71	0.4806	0.0338	0.18	0.855
VOL	(+)	0.6173	0.21	0.8304	-1.9237	-1.51	0.1346	-0.1876	-0.07	0.9481	-2.3585	-1.83	0.0702
FIN	(+)	1.9368	0.84	0.4013	1.0995	1.08	0.2837	1.7195	0.74	0.4607	0.9685	0.93	0.3542
F-value		4.00			5.71			3.52			4.81		
Adjusted R^2 (%)		15.09			21.83			13.01			18.42		
# of Samples		119											

주) 1) 회귀식 : $DQ_{i,t}(\text{or } DQRANK_{i,t}) = a_0 + a_1 REM_{i,t} + a_2 SIZE_{i,t} + a_3 ROE_{i,t} + a_4 DEBT_{i,t} + a_5 MTB_{i,t} + a_7 FIN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

2) DQ : 공시품질(재무분석가가 행사한 높은품질 의견수-낮은품질 의견수)
DQRANK : 10등급으로 측정한 공시품질순위
REM1 : 실물이익조정1(=AbCFO(*-1)+AbSGA(*-1))
REM2 : 실물이익조정2(=AbSGA(*-1)+AbPRD)

3) 그 외 변수의 정의는 〈표 8〉에서 사용된 것과 같음

분석한 결과인 열(1)에서 재량적 발생액(DAC)의 회귀계수 값은 -20.75으로 공시품질(DQ)에 대하여 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타냈다(t값=-2.64). 또한 공시품질순위(DQRANK)를 종속변수로 한 분석을 보고한 열(2)에서도 -9.7807로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타냈다(t값=-2.78). 이는 재량적 발생액이 증가할수록 해당기업의 공시품질에 대하여 재무분석가가 부정적으로 평가할 확률이 높아진다는 것을 의미한다. 다시말해, 이는 기업이 발생액을 통하여 이익을 과대보고 할수록 회계이익의 예측가능성 및 재무제표의 신뢰성이 낮아지므로 재무분석가가 재무정보의 품질이 낮다고 평가하게 될 확률이 높아진다는 것을 의미한다.

기업의 실물이익조정과 재무분석가가 인식한 공시품질에 대한 분석결과를 나타낸 〈표 12〉를 보면 첫 번째 실물이익조정(REM1)과 공시품질(DQ)을 종속변수로 한 분석을 보고한 열(1)에서 실물이익조정(REM1)의 회귀계수 값은 -7.7672로 10%수준에서 유의한 값을 나타냈다(t값=-1.73). 또한 공시품질순위(DQRANK)를 종속변수로 한 분석을 나타낸 열(2)에서도 -5.0027으로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타냈다(t값=-2.51). 그러나 두 번째 실물이익조정(REM2)과 공시품질(DQ) 및 공시품질순위(DQRANK)을 대상으로 한 분석에서는 회귀계수가 각각 -1.2197과 -1.2363로 음(-)의 값을 나타냈으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 이러한 REM1의 회귀분석결과로 미루어볼 때 매출, 생산, 판매와 같은 영업활동을 이용한 실물이익조정이 재무제표의 신뢰성에 부정적인 영향을 주게 되고 이에 따라 재무분석가가 해당 기업의 재무정보 품질을 부정적으로 인식하게 될 확률이 높은 것으로 해석할 수 있다.

통제변수를 보면, 기업규모(SIZE)는 유의한 양(+)의 값을 보여 기업의 규모가 클수록 해당기업을 분석하는 재무분석가의 수가 많아져 재무분석가가 평가하는 공시품질이 양호한 것으로 나타났다. 또한 부채비율(DEBT)은 공시품질(DQ)에 대하여 유의한 음(-)의 값을 보여 사적정보를 취득하기 쉬운 부채비율이 높은 기업의 경우 공시정보에 대한 수요가 낮아 재무분석가가 평가하는 공시품질이 낮은 것으로 나타났다. 성장성을 나타내는 시가장부가비율(MTB)과 자본금증가율(FIN)은 예측된 부호값을 나타냈으나 통계적으로 유의하지는 않았으며, 영업의 변동성을 나타내는 주가수익률의 표준편차(VOL)는 공시품질순위(DQRANK)에서 예측과는 달리 10%수준의 음(-)의 회귀계수 값을 보여 영업환경이 불확실한 기업일수록 재무분석가가 인식하는 공시품질이 낮은 것으로 나타났다.

회귀분석의 결과를 종합하면, 기업이 발생액을 이용하여 이익을 조정하는 경우, 재무분석가는 분석기업의 재무정보 품질에 대하여 부정적으로 평가하는 것으로 관찰되었다. 실물활동을 이용한 이익조정의 경우 첫 번째 방법으로 측정한 실물조정변수(REM1)에 대한 분석에서 유의한 결과가 도출되었으며, 따라서 실물활동을 통한 이익조정 역시 재무분석가가 인식하는 재무정보의 질에 부정적인 영향을 주는 것으로 추론된다. 설문지를 통해 재무분석가가 직관적으로 평가한 공시품질과 회계모형을 통해 산출한 이익조정이 유의한 관계에 있다는 것을 발견한 본 결과는 재무분석가의 예측정확성과 같은 산출물에 대한 간접적인 관찰을 통하지 않고 기업의 이익조정이 자본시장의 대표적 정보이용자인 재무분석가의 정보환경에 유의한 영향을 미치고 있음을 직접적으로 보여주었다는 점에서 의미가 있다.[24)]

Ⅴ. 결론

재무분석가는 회계 정보에 대해 보다 전문적인 이해를 가지고 기업의 내재가치에 대한 정보를 생산 및 전파하는 정보 중개인의 역할을 담당한다. 본 연구는 이익목표를 달성하기 위한 경영자의 이익조정에 대한 재무분석가의 인식을 알아보기 위해 설문조사와 실증분석을 병행한 연구이다. 이를 위해 첫째로 우리나라 15개 증권사의 185명의 재무분석가를 상대로 한 설문조사를 통하여 기업의 이익조정에 대하여 재무분석가들이 어떠한 인식을 가지고 있는지에 대한 구체적이고 직접적인 답변을 확인하고, 둘째로 설문조사를 통해 재무분석가가 답변한 기업의 공시품질자료와 기업의 이익조정간의 상관성에 대한 실증분석을 통하여 기업의 이익조정이 재무분석가가 자신의 경험에 의거하여 직관적으로 평가한 재무정보의 품질에 실제적인 영향을 주는지에 대해 분석하였다.

분석결과 본 연구는 이익목표를 달성하기 위한 이익조정에 대하여 우리나라 상장기업의 경영자와 재무분석가 사이에 분명한 인식의 차이가 있다는 것을 확인하였다. 특히, 우리나라 경영자의 경우 이익목표를 달성하기 위해 기업가치를 희생하는 이익조정을 수행하지 않는다고 응답한 반면 재무분석가는 이러한 이익조정이 분명히 존재하며 재량적 발생액 뿐 아니라 다양한 실물활동의 변경을 통하여 이익을 조정한다고 생각하는 것으로 나타났다. 정보의 질을 평가함에 있어 정보생산자인 경영자와 정보이용자인 재무분석가가 이렇게 상이한 인식을 가지고 있다는 것은 학계나 실무에서 흥미로운 발견일 것이다. 또한 본 연구는 실증분석을 통하여 기업의 이익조정

24) 주요 분석에 포함된 통제변수 외에도 본 연구는 해당기업을 분석하는 재무분석가의 수(analyst following)를 통제변수로 추가하여 동일한 분석을 실시하였으며, 그 결과는 강건하였다.

수준이 증가할수록 재무분석가가 평가한 공시품질의 질이 낮아진다는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 경영자의 이익조정으로 인한 재무제표의 신뢰성 저하가 재무분석가가 평가하는 재무정보의 품질에 반영된 결과로 해석할 수 있을 것이다. 따라서 경영자 입장에서는 정보이용자가 만족할만한 품질의 정보를 제공하기 위하여 단기적 이익목표를 달성하기 위한 이익조정을 지양해야 할 것이다.

본 연구의 한계는 외적 타당성 측면에서 제기될 수 있다. 본 연구는 우리나라의 재무분석가 만을 상대로 실시한 설문조사를 이용하였기 때문에 국외 재무분석가에게 이 결과를 일반화할 수는 없다. 또한 실증분석을 수행함에 있어 재무분석가가 언급한 공시품질 대상이 상장기업 119개에 국한되어 있어 우리나라 전체 기업을 상대로 한 해석에 무리가 있다. 한편, 설문조사를 통한 공시품질 측정시 재무분석가의 분석종목 대상으로 기업을 한정하지 않았으며, 재무분석가마다 공시품질에 대한 정의를 다르게 해석할 수 있는 광의적 개념임을 고려할 때 재무분석가가 인식하는 재무정보의 품질에 대한 대용치로 공시품질을 사용하는데 있어 개념타당성의 문제가 발생할 가능성이 있다. 이러한 한계에도 불구하고 본 연구는 기존 회계학 연구분야에서 드물게 사용되었던 설문조사와 실증연구를 병행하여, 이익조정에 대한 재무분석가의 인식을 파악하고자 시도했다는 점에서 그 의의가 있다고 하겠다.

참고문헌

권수영・김정국(1997), "재무분석가의 이익예측정확성에 영향을 주는 요인분석," **경영학연구**, 26, 893-914.

김문철・최관(1999), "이익의 질의 개념에 관한 연구," 회**계저널**, 8, 221-249.

김지홍・고재민・고윤성(2008), "적자회피 및 이익평준화를 위한 실제 이익조정 활동," **회계저널**, 17, 31-63.

김지홍・배지헌・고재민(2009), "실제 이익조정이 장기 경영성과에 미치는 영향," **회계학연구**, 34, 31-70.

송인만・백원선・박현섭(2004), "적자 보고를 회피하기 위한 이익조정," **회계저널**, 13, 29-51.

이아영・김성혜・전성빈(2013), "경영진단의견서(Management Discussion and Analysis: MD&A)의 공시품질과 기업특성," **회계저널**, 22, 175- 201.

임태균・정석우(2006), "이익조정이 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영향," **회계와 감사연구**, 44, 311-334.

장지인・배길수・전영순(2002), "우리나라의 회계투명성에 대한 재조명," **회계저널**, 11, 1-36.

전성빈・권혜진・김명인・김성혜・이아영(2012), "한국 기업의 재무정보 보고행태: 상장기업 CFO서베이결과를 바탕으로," **회계저널**, 21, 97-132.

전성빈・조은호(2012), "Dell의 공시위반 및 회계부정에 관한 사례연구," **KBR**, 16, 29-62.

전성빈・이아영・김명인・김성혜・조은호(2013), "공시정보와 사적정보에 대한 재무분석가의 인식과 이용행태," **회계저널**, 22, 253-295.

정도진・남혜정・송인만・이갑재・이창우(2010), "우리나라 회계투명성에 대한 재평가," **회계와 감사연구**, 52, 327-362

Andersen, T. G.(2012), "Return volatility and trading volume: An information flow interpretation of stochastic volatility," *The Journal of Finance*, 51, 169-204.

Atiase, R. K., L. S. Bamber(1994), "Trading volume reactions to annual accounting earnings announcements: The incremental role of predisclosure information asymmetry," *Journal of Accounting and Economics*, 17,309-329.

Baber, W. R., P. M. Fairfield, J. A. Haggard(1991), "The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: The case of research and development," *Accounting Review*, 66 , 818-829.

Barron, O. E., D. Byard, C. Kile, E. J. Riedl(2002a), "High Technology Intangibles and Analysts' Forecasts," *Journal of Accounting Research*, 40, 289-312.

Barron, O. E., D. Byard, O. Kim(2002b), "Changes in analysts' information around earnings announcements," *The Accounting Review*, 77, 821-846.

Barron, O. E., P. S. Stuerke(1998), "Dispersion in analysts' earnings forecasts as a measure of uncertainty," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 13, 245-270.

Barth, M. E., J. A. Elliott, M. W. Finn(1999), "Market rewards associated with patterns of increasing earnings," *Journal of Accounting Research*, 37, 387-413.

Bartov, E.(1993), "The timing of asset sales and earnings manipulation," *Accounting Review*, 68, 840-855.

Bartov, E., D. Givoly, C. Hayn(2002), "The rewards to meeting or beating earnings expectations," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 33, No. 2, 173-204.

Berliner, R. W.(1983), "Do analysts use inflation-adjusted information? Results of a survey," *Financial Analysts Journal*, 39, 65-72.

Bhattacharya, S., G. Chiesa(1995), "Proprietary information, financial intermediation, and research incentives," *Journal of Financial Intermediation*, 4, 328-357.

Botosan, C. A.(1997) "Disclosure level and the cost of equity capital," *Accounting Review*, 72, 323-349.

Bowen, R. M., L. DuCharme, D. Shores.(1995) "Stakeholders' implicit claims and accounting method choice," *Journal of Accounting and Economics*, 20, 255-295.

Bradshaw, M. T., S. A. Richardson, R. G. Sloan.(2001) "Do analysts and auditors use information in accruals?," *Journal of Accounting Research*, 39, 45-74.

Brown, L. D.(2001), "A temporal analysis of earnings surprises: Profits versus losses," *Journal of Accounting Researc*h, 39, 221-241.

Burgstahler, D., M. Eames(2006), "Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises," *Journal of Business Finance Accounting*, 33, 633-652.

Bushee, B. J.(1998), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior," *Accounting Review*, 73, 305-333.

Bushee, B. J., C. F. Noe(2000), "Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility," *Journal of Accounting Research*, 38, 171-202.

Cohen. D., and P. Zarowin(2010), "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings," *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19.

Dechow, P., W. Ge, C. Schrand(2010), "Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences," *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-401.

Degeorge, F., J. Patel, R. Zeckhauser(1999), "Earnings management to exceed thresholds," *Journal of business*, 72, 1-33.

Elliott, J. A., D. R. Philbrick(1990), "Accounting changes and earnings predictability," *Accounting Review*, 65, 157-174.

Graham, J. R., C. R. Harvey, S. Rajgopal(2005), "The economic implications of corporate financial reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.

Groysberg, B., P. Healy, N. Nohria, G. Serafeim (2011), "What Factors Drive Analyst Forecasts?," *Financial Analysts Journal*, 67,

1-13.

Hayn, C.(1995), "The information content of losses," *Journal of Accounting and Economics*, 20, 125-153.

Healy, P., J. Wahlen(1999), "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting," *Accounting horizons*, 13, 365-383.

Healy, P. M.(1985), "The effect of bonus schemes on accounting decisions," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.

Imhoff Jr, E. A., G. J. Lobo(1992), "The effect of ex ante earnings uncertainty on earnings response coefficients," *Accounting Review*, 67, 427-439.

Jensen, M. C., W. H. Meckling(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jones, J. J.(1991), "Earnings management during import relief investigations," *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.

Kim, K., D. A. Schroeder(1990), "Analysts' use of managerial bonus incentives in forecasting earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 13, 3-23.

King, R., G. Pownall, G. Waymire(1990), "Expectations adjustment via timely management forecasts: Review, synthesis, and suggestions for future research," *Journal of accounting Literature*, 9, 113-144.

Kothari, S. P., A. J. Leone and C. E. Wasley (2005), "Performance matched discretionary accrual measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.

Lang, M., R. Lundholm(1993), "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures," *Journal of Accounting Research*, 31, 246-271.

Lobo, G. J., M. Song, M. Stanford(2012), "Accruals quality and analyst coverage," *Journal of Banking & Finance*, 36, 497-508.

Matsumoto, D. A.(2002), "Management's incentives to avoid negative earnings surprises," *Accounting Review*, 77, 483-514.

Matsunaga, S. R., C. W. Park(2001), "The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus," *The Accounting Review*, 76, 313-332.

Muslu, V., S. Radhakrishnan, K. Subramanyam, D. Lim(2008), "Causes and consequences of forward looking disclosures in the management discussion and analysis (MD&A) sections: An exploratory study," Working paper, University of Texas at Dallas and University of Southern California.

Schipper, K.(1989), "Commentary on earnings management," *Accounting horizons*, 3, 91-102.

_____.(1991), "Commentary on analysts' forecasts," *Accounting horizons*, 5, 105-121.

Sengupta, P.(1998), "Corporate disclosure quality and the cost of debt," *Accounting Review*, 73, 459-474.

Skinner, D. J., "Why firms voluntarily disclose bad news," *Journal of Accounting Researc*h, 32, 38-60.

Skinner, D. J., R. G. Sloan(2002), "Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio," *Review of Accounting Studies*, 7, 289-312.

Song, M.(2008), "How do quarterly earnings announcements affect analyst forecasts?," K*orean Management Review*, 37, 1425-1460.

Watts, R. L., J. L. Zimmerman(1990), "Positive accounting theory: a ten year perspective," *Accounting Review*, 65, 131-156.

Perception of Korean Financial Analysts on Earnings Management to Achieve Earnings Benchmarks

Sunghye Kim* · Ayoung Lee** · Sungbin Chun***

Abstract

In a survey conducted for U.S and Korean chief financial officers about their financial reporting behavior, managers consider accounting earnings as on of the most important performance measure, and are willing to sacrifice economic value for meeting or beating earnings benchmarks (Graham et al. 2005; Chun et al. 2012). Given the increasing research and the related concerns about managers' earnings management, a natural question arises as to the perception of financial analysts, who are the primary users of financial accounting information. Therefore, we seek to assess the perception of analysts of such managers' financial reporting behavior using a combination of a survey instrument and empirical study. To do this, we first conduct a survey that asks 185 Korean analysts of 15 brokerage firms to describe their views related to the firm's financial reporting behavior, specifically earnings management using discretionary accruals and real actions to meet earnings targets. Then, we compare the result of our survey with the one of Chun et al.(2012)'s survey to investigate the gaps in opinion between analysts and CFOs on the firms' earnings management to meet financial reporting goals. Lastly, we empirically examine whether earnings management via accruals and real decisions directly affects quality of financial reporting that analysts assess by OLS regression.

We employ discretionary accruals as our proxy for accrual-based earnings management. Following Kothari et al.(2005), we include return on assets(ROA) as a regressor in the estimation model to control for the effect of performance on discretionary accruals. We also measure the extent of real earnings management by the sum of abnormal cash flow from operations, discretionary expenditures, and production costs using Roychowdhury (2006)'s models. We use disclosure quality as a proxy of financial reporting quality data from our survey by asking analysts to select the firms with high and low disclosure quality.

* Assistant professor, Department of Tax accounting, Soongeui Women's College(sunghye@sewc.ac.kr)
** Assistant professor, College of Business Administration, Kangwon National University(aayoungg@kangwon.ac.kr)
*** Professor, School of Business, Sogang University(youngwha@sogang.ac.kr)

The main results are as follows. First, our survey results indicate that analysts are mostly satisfied when the firms report the exactly the same earnings as their forecast numbers since forecast accuracy impacts on analysts′ career concerns and external reputation. This contrasts with the results in a Chun et al.(2012)′s survey that CFOs prefer to report slightly beaten earings to signal higher future growth prospects to the external investors. Second, analysts believe that meeting earnings benchmarks relates to firm′s better growth prospects, management credibility and stable operating performance in the future. Also, analysts thinks that meeting analysts forecasts helps to maintain good relationship between analysts and managements, even though CFOs do not agree with relationship incentives. Third, analysts reply that the majority of firms are engaging in earnings management to meet or beat market expectations. In contrast, only a few of CFOs admit that they would sacrifice economic value to achieve earnings targets in Chun et al.(2012)′s survey. Also analysts state that they reflect the implication of earnings management into their earnings forecast. Fourth, analysts think that managers use a large set of earnings management methods to achieve a earnings targets, which involve not only pure accounting discretion such as changing accounting principles or estimation, but also real decisions such as decreasing discretionary spending, delaying starting a new projects, accelerating sales, selling of fixed assets, etc. However, CFOs reply that they would not take any accounting actions to meet earnings benchmarks, nor would they take real actions except for decreasing discretionary expenses. Lastly, the results of empirical test using OLS regression suggest that disclosure quality perceived by analyst is higher for firms with low level of accrual and real earnings management.

This study contributes to the literature in several ways. This is the first study to ask directly analysts′ perceptions and views on managers′ earnings management behavior by survey instrument. Especially, we observe that analysts and CFOs have totally different point of views as to the firms′ earnings management to achieve earnings targets. This gap in opinion on earnings management between information makers and users has not been addressed in prior literature. Lastly, we document that earnings management have adverse impact on reliability of financial reporting and impresses analysts as poorer financial reporting quality. Especially we use disclosure quality collected from survey data as a dependent variable in the regression. This has not been tried in prior literature that only focused on the relation between earnings management and analysts′ earnings forecast characteristics. In addition, this qualitative measure, directly assessed by analysts′ own experience and insight, enable us to explore new implication of impact of earnings management on analysts information environment.

Key Words: financial analysts, earnings management, earnings benchmarks, real activities manipulation, discretionary accrual