

국제회계기준 의무도입 이후 개별 재무분석가의 정보 환경이 이익예측 정확도에 미치는 영향*

백혜원(주저자)
충남대학교 경영학부 부교수
(hwpaik@cnu.ac.kr)

본 연구는 국제회계기준(이하 IFRS)을 의무도입한 우리나라 기업들을 대상으로 개별 재무분석가들이 IFRS에 의해 작성된 재무제표를 해석함에 있어서 의견일치정도가 증가하는지 또는 의견불일치정도가 증가하는지를 Barron et al.(1998)이 제안한 공통 정보 활용도(BKLS Consensus) 측정치를 통해 살펴보고, 이러한 개별 재무분석가들의 행태가 이익예측 정확도를 높이는 데 기여하는지 검증하였다. 재무분석가들은 공적(public) 혹은 사적(private) 경로를 통하여 기업 분석을 위한 정보를 획득하고, 이러한 정보를 동일하게 해석하는 경우 공통 정보(common information)로 남게 되지만, 개별 재무분석가별로 서로 달리 해석하는 경우 고유 정보(idiosyncratic information)로 전환될 수 있다.

본 연구 결과 IFRS 도입 이후 개별 재무분석가들은 의견불일치정도가 증가하였다. 즉, 공통 정보 이외에 고유 정보를 더욱 활용하였으나 회계이익의 질이 높은 기업의 경우 공통 정보 활용 비중이 증가하였다. 또한 IFRS 도입 이후 개별 재무분석가들이 고유 정보 활용 비중을 높이는 것은 이익예측 정확도를 높이는 데 기여하였으나, 회계이익의 질이 높은 기업의 경우는 공통 정보의 활용으로도 이익예측 정확도를 높이고 있음을 확인하였다. IFRS는 연결재무제표와 공정가치 평가를 기본으로 하며, 상세하고 구체적인 회계처리 방법을 제시하기 보다는 원칙중심의 기준체계를 가지고 있기 때문에, 경영자의 판단으로 회계처리 방법을 선택할 수 있다. 따라서 IFRS 도입 이후 개별 재무분석가들은 공통 정보 이외에 보다 차별화된 고유 정보를 활용하여 수집한 정보를 해석하고 있음을 알 수 있다. 그러나 고유 정보 수집에는 추가적인 시간과 노력이 필요하기 때문에 본 논문은 IFRS 도입 이후 기업이 제공하는 회계정보의 양과 질에 따라 개별 재무분석가는 공통 정보와 고유 정보 활용 전략을 세우는 것이 예측 정확도 향상에 효과적임을 시사한다.

주제어: 국제회계기준 의무도입, 공통 정보 활용도, 이익의 질, 재무분석가 이익예측 정확도

1. 서론

국제회계기준(International Financial Reporting Standards, 이하 IFRS)은 각국의 회계기준을 통일하고, 전 세계 주요 자본시장에서 고품질의 회계기준 요구에 부응하기 위해 제정되었다. 2005년 유럽 연합의 국가들이 IFRS를 의무적으로 도입한 이후에 호주, 홍콩, 중국 등 현재 120여개 국가가 IFRS

를 사용하고 있으며, 자국의 회계기준을 고집하던 미국 역시 IFRS의 도입을 계획하고 있다. 우리나라도 회계기준의 단일화 추세에 동참하고, 회계 투명성 제고 및 해외 투자유치를 위해 2011년부터 한국 채택 국제회계기준(Korea adopted International Financial Reporting Standards, 이하 K-IFRS)을 적용하여 재무제표를 작성하도록 하고 있다. IFRS는 연결재무제표와 공정가치 평가를 기본으로 하여 기업의 재무 상황과 내재가치에 대한 정보를

제공하고 있다. 그러나 상세하고 구체적인 회계처리 방법을 제시하기 보다는 원칙중심(principle-based)의 기준체계를 가지고 있기 때문에, 경영자의 판단으로 회계처리 방법을 선택할 수 있다. 즉 기업 관점에서 보면 자율권과 부담해야 할 위험이 증가하였다.

IFRS 도입 이후 기업뿐만 아니라 IFRS를 적용한 재무제표 등 회계정보를 직간접적으로 이용하는 주주, 투자자, 재무분석가 등 이해관계자들의 정보환경도 변화하고 있다. 기존의 선행연구들은 IFRS 도입 이후 회계이익의 질이 향상되는지를 주로 연구하였으며(Leuz, 2003; Bartov, Goldberg, and Kim, 2005; Daske, Hail, Leuz, and Verdi, 2008; Barth, Landsman, and Lang, 2008), 투자자들이 IFRS 도입을 긍정적으로 받아들이는지 자본시장 반응을 살펴보았다(Armstrong, Barth, Jagolinzer, and Riedl, 2010). 또한 IFRS 도입 이후 재무분석가의 이익예측 오차가 감소하고 이익예측치의 분산이 감소함을 보고하였다(Horton, Serafeim, and Serafeim, 2013; Wang, Young, and Zhuan, 2008; Byard, Li, and Yu, 2011). 국내 선행연구들은 K-IFRS를 자발적으로 도입한 기업들을 중심으로 살펴보다가, 최근 K-IFRS를 의무 도입한 2011년 이후 회계정보의 가치 관련성이나 경영자의 이익조정에 대해 주로 분석하였으며(배동수·최수미, 2013), 재무분석가의 행태 변화에 대한 연구는 많지 않은 실정이다. 남혜정(2015)은 K-IFRS 도입 이후 재무분석가의 이익예측치 특성이 어떻게 달라졌는지를 검증하였으며 이익예측 정확성이 증가하고 이익예측 분산도 감소함을 보고하였다. 본 연구는 선행연구를 확장하여 K-IFRS 의무도입 이후 기업이 제공하는 회계정보의 양과 질이 상이해짐에 따라 개별 재무분석가들이 회계정보를 해석함에 있어서

의견일치정도가 증가하는지 아니면 의견불일치정도가 증가하는지를 검증하고자 한다. 따라서 본 연구는 IFRS 도입 이후 개별 재무분석가의 정보환경이 변화하는지 살펴보고, 이러한 재무분석가의 노력이 재무분석가 이익예측정확도를 높이는데 기여하는지 살펴보고자 한다.

재무분석가가 활용하는 가장 기본적이고 중요한 정보는 기업이 시장에 발표하는 회계정보이다. 기업이 이익 정보를 공시할 때 재무분석가들이 이익예측치를 수정한다는 선행연구의 결과는, 회계이익이 재무분석가의 이익예측치를 결정하는 데 유용한 정보로 사용되고 있음을 보여준다(Imhoff, 1992). 이외에도 재무분석가들은 거시경제지표, 산업 동향, 증권 시장 등 시장에서 누구나 사용 가능한 공적 정보(public information)를 사용한다. 또한 기업의 경영자와 외부 정보 이용자 사이에는 정보 비대칭이 존재하기 때문에, 재무분석가가 개인적인 네트워크를 통해 경영자로부터 획득한 사적 정보(private information)도 매우 중요한 정보의 원천이다. 재무분석가의 정보 환경이란 재무분석가가 이익예측시 사용가능한 모든 정보를 말하며, 이는 공적 정보와 사적 정보를 해석하는 과정에서 공통 정보(common information)와 고유 정보(idiosyncratic information)로 구분된다(Barron, Kim, Lim, and Stevens, 1998). 즉 기업이 공시한 회계정보를 개별 재무분석가들이 가진 전문 지식(analyst-specific knowledge)에 따라 서로 다르게 해석을 하는 경우 개별 재무분석가들은 그들만의 고유 정보를 소유하게 된다(Kim and Verrecchia, 1994, 1997). 이처럼 이익 공시 이후 회계정보의 양과 질에 따라 재무분석가의 정보 환경이 어떻게 변화되는지를 살펴보는 것은 회계정보가 재무분석가의 기대에 어떠한 영향을 미치는지를 확인하는 중요한 척도가 된다(Schipper,

1991).¹⁾

그러나 재무분석가의 정보 환경을 살펴보기 위해 실제 개별 재무분석가들이 공통 정보와 고유 정보를 어느 정도 활용하는지를 관측하는 것은 불가능하다. 따라서 Barron et al.(1998)은 재무분석가의 이익 예측오차를 공통 예측오차(common forecast error)와 고유 예측오차(idiosyncratic forecast error)로 구분하였다. 그리고 전체 이익예측 오차 중 공통 이익예측 오차 비율을 공통 정보 활용도(이하 BKLS Consensus)라 정의하였다.²⁾ BKLS Consensus는 전체 정보를 개별 재무분석가들 사이 의견일치 정도(공통 정보 활용도)와 의견 불일치 정도(고유 정보 활용도)로 구분하기 때문에 전체 정보 중에 공통 정보 활용 비중의 증가는 전체 정보 중에 고유 정보 활용 비중의 감소를 의미한다.³⁾

선행연구에 대한 본 연구의 공헌도는 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 IFRS 도입 이후 우리나라 기업들의 변화를 개별 재무분석가들이 어떻게 받아들이고 있는지 재무분석가들의 입장에서 분석하였다. K-IFRS 도입 이후 재무분석가의 이익예측 정확도와 예측 오차, 예측 분산 등을 살펴 본 선행연구(남혜정, 2015)와는 달리 본 연구는 K-IFRS 의무도입 이후 회계정보의 양과 질에 따라 개별 재무분석가들의 의견일치 정도가 증가하는지 또는 의견불일치 정도가 증가하는지를 살펴보기 위해 BKLS Consensus 측정치를 사용하여 분석하였다는 점이

차별화된다.

둘째, IFRS 도입 이후 기업이 제공하는 회계정보의 양이 증가하고, 이익의 질이 높고 낮음에 따라 개별 재무분석가들의 공통 정보와 고유 정보 수집 전략 중 어느 것이 더 유용한지를 분석하였다. 원칙중심의 IFRS는 경영자들의 판단이 개입될 가능성이 높기 때문에 재무분석가들은 공통 정보만으로는 이익을 정확히 예측하는 것이 쉽지 않음을 예상할 수 있다. 고유 정보를 통해 재무분석가의 이익예측 정확도를 높일 수 있다면 고유 정보는 추가적인 가치를 지닐 수 있다. 반면 IFRS 도입 이후 이익의 질이 높은 기업의 경우 공통 정보만으로도 이익예측 정확도를 높일 수 있다면, 고유 정보 수집의 의미는 퇴색될 수밖에 없다. 따라서 본 연구의 결과는 IFRS 도입 이후 재무분석가들로 하여금 일차적으로 보고된 회계이익의 질을 고려하여, 회계이익의 질이 상대적으로 높은 기업에 대해 회계정보 등 공통 정보 활용도를 높이도록 동기 부여할 수 있다.

II. 이론적 배경 및 가설 설정

2.1 IFRS도입과 재무분석가 정보 환경

IFRS에 대한 초기 선행연구들은 2005년부터 IFRS

1) 재무분석가의 이익예측 정확도는 단순히 재무분석가의 정보수집 역량에 영향을 받는 것이 아니라, 개별 재무분석가들의 전문 지식을 바탕으로 수집한 정보를 해석하는 능력에 영향을 받기 때문에 본 연구에서 재무분석가의 정보환경은 공적 정보와 사적 정보의 구분이 아닌 공통 정보와 고유 정보로 구분한다.

2) BKLS Consensus는 Barron, Kim, Lin, and Stevens(1998) 공저자들 이름의 첫 글자를 따서 명명되었다. 그들은 재무분석가 예측치는 재무분석가들이 수집하고, 해석한 정보를 포함한다는 가정 하에, 재무분석가 예측치의 평균과 실제치의 차이를 공통 예측오차로, 개별 재무분석가 예측치와 재무분석가 예측치의 평균의 차이를 고유 예측오차로 정의하여 사후적으로 재무분석가의 정보 환경을 유추하였다.

3) BKLS Consensus는 1을 기준으로 미래 배당에 대한 투자자들의 의견일치의 감소 정도를 계산한 Holthausen and Verrecchia (1990)의 Consensus 측정치에서 고안되었다.

를 의무적으로 도입하기 시작한 유럽연합의 국가들을 대상으로 IFRS 도입 이후 회계이익의 질이 향상되는지를 살펴보았다. Barth et al.(2008)은 IFRS를 도입한 기업의 이익조정이 감소함을 보고하였다. 또한 IFRS 도입 이후 이익의 지속성이 높아지고, 가치 관련성이 증가하는 등 회계이익의 질이 높아짐을 보고하였다(Leuz, 2003; Bartov et al., 2005; Daske et al., 2008). 그러나 Jeanjean and Stolowy(2008)는 IFRS 도입과 이익조정의 효과는 국가마다 다르게 나타나며 기존 회계기준 하에서 이익조정이 크지 않은 나라는 오히려 IFRS 도입 후 이익조정이 증가한다는 연구결과를 제시하였다. Ahmed, Neel, & Wang(2010)은 IFRS 의무도입 전후의 이익의 질(이익유연화, 보수주의, 손실 및 이익의 적시성)을 21개국을 대상으로 분석한 결과 IFRS 도입 이후 이익의 질이 오히려 감소함을 발견하였고, Tendeloo and Vanstraelen(2005)은 독일을 대상으로 IFRS 도입 유무에 따른 이익조정 차이를 검증한 결과 유의한 이익조정 차이를 발견하지 못하였다. 강선민·한봉희·황인태(2009)는 IFRS 도입과 이익조정에 대하여 국가 간 기존회계기준의 차이와 국가가 직면하고 있는 회계 상황과 사회문화의 차이에 따라 다르게 나타난다고 말했다.

Armstrong et al.(2010)은 2002년부터 2005년 사이 EU 국가들이 IFRS 의무도입을 준비하는 과정에서 관련된 16개의 사건(event)을 중심으로 시장반응을 살펴보았다. 그 결과 회계이익의 질이 낮은 기업일수록, IFRS 도입 이전 정보비대칭이 큰 기업일수록, 그리고 관습법(common law)국가일수록 IFRS 도입 가능성을 증가시키는 사건에 대해 양

(+)의 추가반응을 확인하였다.

국내 연구 역시 IFRS 도입 이후 주로 회계정보의 질적 특성이나 가치관련성을 중심으로 분석하였다. 최성호·김인숙·최 관(2011)은 K-IFRS를 자발적으로 도입한 기업들이 K-IFRS의 적용으로 기업의 경영성과를 높이고자 하는지를 분석한 결과, K-GAAP의 ROA가 낮을수록 K-IFRS로 전환시 ROA가 유의하게 증가하여 기업의 경영성과를 높이고자 하는 유인이 있음을 증명하였다. 남혜정(2015)은 회계정보를 이용하는 재무분석가를 중심으로 연구하였으며, K-IFRS 도입 이후 재무분석가의 이익예측 정확성은 증가하고 이익예측 분산도 감소한 것으로 나타났으나 재무분석가 수는 유의적으로 감소한 것으로 나타났다.

재무분석가의 정보 환경이란 재무분석가의 이익예측시에 사용가능한 모든 정보들을 의미한다. 이와 같은 정보는 크게 정보 수집 과정만을 통해 획득한 정보와 재무분석가의 사후적인 해석 과정까지를 포함한 정보로 구분할 수 있다. 첫째, 정보 획득 과정에서의 정보는 모든 재무분석가들이 동등하게 얻을 수 있는 공적 정보와 개별 재무분석가들이 경영자와의 사적 경로를 통해 획득한 사적 정보로 분류된다. 둘째, 개별 재무분석가들의 정보 해석 과정까지 포함하는 경우 재무분석가들의 정보는 공통 정보와 고유 정보로 구분할 수 있다.⁴⁾ Barron et al.(1998)은 재무분석가들이 수집한 정보를 해석하는 과정에서 의견이 일치하는 경우 공통 정보를 활용한 것으로 간주하고, 개별 재무분석가들 사이 의견이 불일치하는 경우 고유 정보를 활용한 것으로 간주하였다. Kim and Verrecchia(1994, 1997)는 회계 정보

4) 재무분석가의 정보환경을 살펴본 선행연구들은 'private information'으로 불리는 사적 정보와는 달리 고유 정보는 'idiosyncratic information', 'unique privately inferred information', 또는 'analysts' own belief'로 표현하고 있다(Barron, Byard, and Kim, 2002; Byard and Shaw, 2003).

를 해석하는 능력이 개별 재무분석가별로 모두 다르기 때문에 공적 정보의 공시는 새로운 고유 정보를 생성시키는 사실을 밝혔다.⁵⁾

재무분석가들의 이익 예측은 단순히 수집된 정보에만 의존하는 것이 아니라, 개별 재무분석가들에 의한 해석 후의 정보에 따라 결정되기 때문에 재무분석가의 정보환경을 공통 정보와 고유 정보로 구분하는 것이 중요하다. 그러나 개별 재무분석가들이 공통 정보와 고유 정보를 각각 어느 정도 활용하는지를 직접적으로 측정하는 것은 불가능하기 때문에, Barron et al.(1998)은 회계이익 공시 이후 재무분석가들의 공통 정보 활용 비중과 고유 정보 활용 비중을 간접적으로 측정하였다. 따라서 개별 재무분석가들이 회계정보를 해석하는 과정에서 공통 정보에 비중을 두는지 아니면 고유 정보에 비중을 두는지를 살펴봄으로써 재무분석가의 정보 활용 행태를 파악할 수 있다.

IFRS는 원칙중심의 회계기준으로 경영자의 재량으로 회계 처리방법을 선택하고, 자산의 공정가치를 재무제표에 반영하여 투자자들에게 목적적합한 정보를 제공하도록 하였다. 또한 IFRS 도입으로 기업이 제공하는 회계정보의 양이 많아지면서 금융감독원의 조사에 의하면 상장사의 평균 주식 페이지수가 급격하게 늘어났다.⁶⁾ 따라서 IFRS 도입 이후 재무분석가는 단순히 수집된 정보에만 의존하기보다 개별 재무분석가들의 능력에 따라 주어진 정보를 해석할 필요가 있다. 즉 재무분석가들은 공통 정보 보다 상대

적으로 고유 정보 활용 비중을 증가시킬 가능성이 크다. 본 연구는 IFRS 도입 이후 개별 재무분석가들이 수집한 정보를 해석하는 과정에서 공통 정보 활용 비중이 감소하는지 즉 고유 정보 활용 비중이 증가하는지를 살펴보고자 다음과 같은 가설을 수립하였다.⁷⁾

가설 1-1: IFRS 도입 이후 개별 재무분석가의 공통 정보 활용 비중은 감소한다.

재무분석가의 정보 수집 과정의 대표적인 공적 정보는 기업이 공시하는 회계이익 정보이다. 기업이 보고하는 회계이익은 재무분석가가 이익예측치 및 투자 추천의견을 결정하는 데 유용한 정보로 사용된다(Imhoff, 1992). 따라서 회계정보의 양 뿐만 아니라 회계정보의 질에 따라 재무분석가의 예측 활동은 영향을 받는다. 즉 재무분석가는 회계정보의 질을 판단하고 이익예측 가능성을 고려하여 공통 정보를 활용할지 아니면 고유 정보를 활용할지를 결정하는 것이다. 기존의 선행연구들에 의하면 회계이익의 질이 높을수록 재무분석가의 공통 정보 활용 비중이 증가하거나 또는 감소할 가능성이 모두 존재한다.

Lobo, Song, and Stanford(2012)는 회계정보의 질이 높을 경우, 재무분석가들이 정보 수집을 위한 시간과 비용 측면에서 보다 경제적인 공통 정보에 의존하게 될 것이라고 예상하였다. Barron, Byard,

5) 공시된 회계이익은 비록 공적 정보이지만, 재무분석가별로 해당 기업의 회계 정책이 보수적인지 공격적인지 해석을 달리하는 경우 고유 정보가 된다. 반대로 비록 사적인 네트워크를 통해 공시되지 않은 정보(non-public information)를 수집했다더라도, 모든 재무분석가들이 동일하게 해당 정보를 획득하고 해석했다면 이는 더 이상 고유 정보가 아닌 공통 정보가 된다. 이를테면 특정 재무분석가가 해당 기업의 수주가 유력시된다는 정보를 개별적으로 수집했지만, 모든 재무분석가들이 이를 동일하게 획득한 경우 해당 정보는 공통 정보로 분류되어야 마땅하다(김지홍·백혜원·고재민, 2010).

6) 금융감독원의 조사에 의하면 IFRS 도입 후 상장사의 평균 주식 페이지수가 27.8에서 64.1로 급격하게 늘어났음을 알 수 있다(남혜정, 2015).

7) Barron et al.(1998)에 의한 공통 정보 활용도(BKLS Consensus)는 공통 정보와 고유 정보의 절대적 크기를 살펴 본 것이 아니라, 전체 정보 중에 공통 정보 활용 비중과 전체 정보 중에 고유 정보 활용 비중을 정의한다. 따라서 공통 정보 활용 비중이 '높음'은 상대적으로 고유 정보 활용 비중이 '낮음'을, 공통 정보 활용 비중이 '낮음'은 상대적으로 고유 정보 활용 비중이 '높음'을 의미한다.

and Kim(2008)은 이익예측 오차가 큰 경우 재무 분석가들이 고유 정보 수집에 보다 많은 시간과 비용을 들여 차기의 이익예측 정확도를 높이고 있음을 보고하였다. 김지홍·신현한·장진호(2003)는 재무 분석가들이 정보 제공자(information provider)의 역할을 하기 때문에, 이익예측 오차와 이익예측 분산이 큰 기업일수록 새로운 정보를 발굴하여 시장 참여자들에게 제공하려고 함을 밝혔다.

Indjejikian(1991)은 이론적 모형을 통해 이익 공시 이후 공시수준이 높을수록 모든 투자자들이 양질의 공통 정보를 동등하게 얻을 수 있으므로, 재무 분석가들에게 공통 정보와 차별화되는 고유 정보를 요구함을 밝혔다. Barron et al.(2002)은 분기별 이익공시 이후 고유 정보에 대한 투자자들의 요구가 증가하고, 재무분석가들은 이에 부응하여 공통 정보 대신 고유 정보 활용도를 높인다는 사실을 보여 주었다. 김지홍 외(2010)는 발생액의 질이 높을수록 재무분석가들이 공통 정보 보다 고유 정보를 더 많이 활용한다는 사실을 보고하였다.

개별 재무분석가들은 IFRS에 준거하여 작성된 회계정보를 해석하는 과정에서 공통 정보 이외에 고유 정보를 탐색하여 기업을 분석하고자 할 가능성이 높다. 그러나 IFRS 도입 이후 기업이 제공하는 회계정보의 양은 주식사항을 포함하여 증가하였고, 이러한 회계정보에 대한 고유 정보 탐색에는 부가적인 시간과 노력이 필요하기 때문에 이익의 질이 높은 기업에 대해 공통 정보 활용만으로 이익예측 정확도를 높일 수 있다면 기회비용을 고려할 때 공통 정보 활용 비중을 증가시킬 가능성이 크다. 따라서 본 연구는 IFRS 도입 이후 재무분석가들이 회계 이익의 질이 높을수록 고유 정보 활용 비중 보다 공통 정보 활용 비중을 증가시키는지 살펴보고자 다음과 같은 가설을 수립하였다.

가설 1-2: IFRS 도입 이후 이익의 질이 높을수록 개별 재무분석가의 공통 정보 활용 비중은 증가한다.

2.2 IFRS 도입 이후 재무분석가의 정보 환경과 예측 정확도

재무분석가 예측정보의 정확성은 모든 예측 대상 기업에 영향을 미치는 경제 전반적인(economy-wide) 요인과 각 기업이 속한 업종에만(industry-wide) 영향을 미치는 요인 및 각 기업의 고유한(firm-specific) 특성에 의해 결정된다(Barfield and Comiskey 1975; Elton, Gruber, and Gultekim, 1984). 허성관(1991)은 기업 공개 시 재무분석가 예측오차 중 경제 전반 요인이 7.67%, 업종 고유 요인이 8.06%이며, 각 공개 기업의 고유한 특성 요인으로 인한 오차의 비중이 84.27%라는 사실을 보여 주었다. 따라서 기업 특성 요인이 이익예측의 정확도에 미치는 영향이 크기 때문에, 재무분석가들은 기업을 분석하고 이익을 예측할 때 모든 정보들을 충분히 고려하여 상당한 시간과 노력을 들여야 한다는 사실을 알 수 있다.

Basi, Carey, and Twark(1976)는 재무분석가의 이익예측치는, 이익이 안정적이고 규모가 크고 존속 기간이 길며 위험이 적은 기업일수록 정확하다는 사실을 보고하였다. Eddy and Seifert(1992)는 기업 규모가 크고 과거 이익의 변동성이 작으며 그리고 부채비율이 낮을수록 이익예측 오차가 작음을 밝혔다. Eames and Glover(2003)는 이익의 수준이 낮을수록 과대예측 편이가 증가하고, Bradshaw, Richardson, and Sloan(2001)은 회계이익에 발생액이 많이 포함될수록 재무분석가의 이익예측 정확도가 감소한다는 사실을 보고하였다. 정석우·임

태균(2005)은 회계이익의 지속성이 높은 경우 이익예측 정확도가 높다는 사실을 밝혔다.

재무분석가들이 수집하는 정보 중 회계정보와 같은 공적 정보는 비교적 쉽게 획득할 수 있지만, 사적 정보의 수집에는 상당한 시간과 노력이 필요할 수밖에 없다. 그러나 재무분석가의 주된 업무 중 하나가 정확한 이익예측임을 감안할 때, 재무분석가는 공통 정보 이외에 개별 재무분석가들만이 사적으로 획득할 수 있는 고유 정보를 적극 활용하여 이익예측 정확도를 높이려고 노력한다(Schipper, 1991; Barron et al., 2008).

Bowen, Davis, and Matsumoto(2002)는 재무분석가들이 고유 정보를 얻는 중요한 원천은 경영자와의 전화회의(conference call)이며, 전화회의가 재무분석가의 이익예측 정확도를 높이고 있음을 보고하였다. Ke and Yu(2006)는 재무분석가는 낙관적인 이익예측을 통해 경영자와의 사적인 의사소통 채널을 강화하고, 사적 네트워크를 통해 얻게 된 고유 정보를 이용하여 이익예측 정확도를 높인다고 주장하였다. 즉 경영자로부터 기업의 내부 정보를 획득할 필요가 있는 재무분석가들은 경영자와 원만한 관계를 원할 것이므로, 가능한 한 기업에 유리한 방향으로 예측치를 발표한다는 것이다. 이경주·장지인(1992)은 재무분석가의 우수한 예측 능력은 그들이 다양한 내부 정보를 이용하기 때문이라는 사실을 보여 주었다.⁸⁾

회계이익의 질이 높은 기업의 경우 상대적으로 쉽

게 수집할 수 있는 공통 정보를 사용하여 이익예측 정확도를 높일 수 있다면, 재무분석가들은 고유 정보의 수집에 소모되는 시간과 비용을 절감할 수 있다(김지홍 외, 2010). 반면 이익예측 정확도가 낮은 기업을 분석할 경우 재무분석가들은 공통 정보보다 고유 정보를 활용하여 미래 이익예측 정확도를 높이려고 노력한다(Barron et al., 2008). 이는 이익예측 정확도가 낮은 기업의 경우 회계이익의 지속성이 낮기 때문에(Freeman and Tse, 1992; Basu, 1997), 재무분석가들은 회계정보에 의존하려 하지 않는다. 또한 이러한 기업들은 경영자의 이익예측 정보 등 자발적 공시를 하지 않는 경우가 대부분이다(Waymire, 1985; Miller, 2002). 따라서 이용 가능한 공통 정보의 양은 작고 질은 낮기 때문에, 고유 정보를 통해 차기 이익예측 정확도를 높이려고 노력할 것이다.

IFRS 도입 이후 재무분석가 이익예측에 대한 선행연구들은 주로 재무분석가의 이익예측 오차가 감소하고 이익예측치의 분산이 감소함을 보고하였다(Horton et al., 2013; Wang et al., 2008; Byard et al., 2011; 남혜정, 2015). IFRS 의무도입 이후 기업이 제공하는 회계정보의 양은 증가하고, 경영자의 재량으로 회계방법을 선택함에 따라 개별 재무분석가들은 회계정보를 해석하는 과정에서 공통 정보 보다는 고유 정보를 활용할 것을 예상할 수 있다. 그러나 개별 재무분석가들의 능력으로 고유 정보를 활용하는 것은 추가적인 시간과 노력, 그

8) 우리나라는 2002년 공정공시제도 시행 이후, 경영자가 재무분석가에게 중요한 정보를 제공하려면 공정공시를 통해 일반 투자자들에게도 이를 알려야만 한다. 비록 공정공시 제도의 시행으로 중요한 정보의 경우 재무분석가와 일반 투자자들 사이의 정보비대칭이 많이 해소되었다고는 하지만, 정보 불균형의 가능성이 완전히 사라진 것으로 볼 수는 없다. 즉 공정공시 대상이 아닌 정보에 대해 기업이 자발적 공시를 하지 않는다면, 여전히 경영자와 일반 투자자들 사이에 정보비대칭이 존재할 수밖에 없다. 오원정·손성규(2006)에 의하면 공정공시제도가 시행된 2002년 11월부터 2004년 12월 31일까지 공정공시를 통해 정보를 제공한 기업들은 전체기업 중 67%에 달하며, 나머지 33%의 기업들은 공정공시를 통해 정보를 제공하고 있지 않았다. 따라서 공정공시제도 이후에도 재무분석가는 일반 투자자들이 알지 못하는 기업의 내부 정보에 보다 쉽게 접근할 수 있기 때문에, 여러 가지 경로를 통해 고유 정보를 수집한다고 볼 수 있다.

리고 비용이 소모된다는 점에서 경제적 측면을 고려해야 할 필요성이 있다. 즉 IFRS 도입 이후 회계이익의 질이 높은 경우 고유 정보 보다 공통 정보 활용 비중을 높임으로써 이익예측 정확도를 높일 수 있다면, 재무분석가들이 고유 정보를 수집하는 활동은 큰 효과가 없음을 예상할 수 있다. 그러나 회계이익의 질이 낮은 경우 공통 정보 보다 고유 정보 활용 비중을 높임으로써 이익예측 정확도를 높일 수 있다면, 재무분석가들이 수집한 고유 정보에 드는 시간과 비용에 정당성을 부여할 수 있을 것이다. 따라서 IFRS 도입 이후 이익의 질이 높은 경우 고유 정보에 비해 공통 정보 활용 비중을 높일수록 재무분석가의 이익예측 정확도가 높아지는지를 살펴보고자 다음과 같은 가설을 수립하였다.

가설 2: IFRS 도입 이후 이익의 질이 높은 경우 고유 정보에 비해 공통 정보 활용 비중을 높일수록 이익예측 정확도는 높아진다.

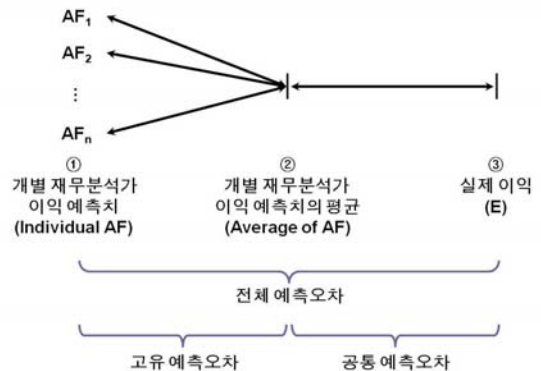
III. 연구 방법 및 자료 수집

3.1 재무분석가의 공통 정보 활용도

재무분석가가 이익예측을 위해 공통 혹은 고유 정보를 활용하는 비중은 재무분석가의 정보 해석 과정까지 포함한 것으로 보아야 한다. 재무분석가의 이익예측 정확도는 단순히 정보의 수집 역량만이 아닌 정보의 가공 및 해석 역량에도 영향을 받기 때문이다. 본 연구는 재무분석가의 이익예측시 공통 정보를 활용하는 비중을 구하기 위해 Barron et al. (1998)이 제안한 재무분석가의 BKLS Consensus

측정치를 사용하였다. 여기서 BKLS Consensus는 단순히 공통 정보를 얼마나 수집했는지를 반영한 측정치가 아니라, 개별 재무분석가의 해석까지 포함된 사후적인 개념이다.

BKLS Consensus는 재무분석가들이 사용할 전체 정보를 공통 정보와 고유 정보로 구분하고, 전체 정보 중 공통 정보의 활용 비중으로 계산된다. 재무분석가들이 실제로 공통 정보와 고유 정보 중 어디에 비중을 두는지는 직접적으로 관측 불가능하다. 따라서 BKLS Consensus는 재무분석가의 예측 오차와 예측 분산을 이용하여 재무분석가들의 공통 정보와 고유 정보 활용도를 간접적으로 유추한 측정치이다(Barron et al. 1998).



〈그림 1〉 BKLS Consensus의 개념

〈그림 1〉에서 재무분석가의 전체 이익예측 오차는 공통 예측오차와 고유 예측오차로 구성되어 있으므로, 이 개념을 활용하여 BKLS Consensus를 도출하는 과정을 보여준다. 전체 예측오차는 개별 재무분석가의 이익예측치들이 실제 이익에서 어긋난 정도를 나타내고 있다. 이 중 공통 예측오차는 개별 재무분석가의 이익예측치 평균이 실제 이익에서 어긋

난 정도를 나타낸다. 그리고 고유 예측오차는 개별 재무분석가의 이익예측치들이 개별 재무분석가 예측치 평균에서 어긋난 정도를 의미한다.

〈그림 1〉을 수식으로 표현하면 식 (1)과 같다. 즉 BKLS Consensus는 전체 예측오차 중 공통 예측오차의 비중으로, 1에서 전체 예측오차 중 고유 예측오차의 비중(D/V)을 차감한 값이다. 여기서 고유 예측오차는 개별 재무분석가의 이익예측치 분산(D)으로 측정하지 않고 전체 정보 중 고유 정보의 비중(D/V)으로 측정한다. 개별 재무분석가들이 수집한 고유 정보가 투자자들에게 추가적인 유용한 정보가 되기 위해서는 재무분석가가 고유 정보를 얼마나 획득하였는지 보다, 공통 정보에 비해 고유 정보를 얼마나 활용하였는지가 중요하기 때문이다.

식 (1)에서 BKLS Consensus 값이 클수록 개별 재무분석가들이 고유 정보보다 공통 정보를 더 많이 활용하고, 그 값이 작을수록 공통 정보보다 고유 정보를 더 많이 활용한다는 사실을 뜻한다. 이처럼 BKLS Consensus 측정치와 공통 정보 활용도는 비례, 고유 정보 활용도는 반비례 관계에 있다.

$$BKLS \text{ Consensus} = \frac{\text{공통 예측오차}}{\text{전체 예측오차}} = 1 - \frac{D}{V} \quad (1)$$

$$D = \text{개별 재무분석가 이익 예측치의 분산} \\ = \frac{\sum(\text{개별 재무분석가 예측치} - \text{개별 재무분석가 예측치의 평균})^2}{\text{재무분석가 예측치 갯수} - 1}$$

$$V = \text{이익예측 오차 제곱의 평균} \\ = \frac{\sum(\text{개별 재무분석가 예측치} - \text{EPS 실적치})^2}{\text{재무분석가 예측치갯수}}$$

9) Peasnell, Pope, and Young(2005)은 당기의 재량적발생액이 차기의 조정 전 이익(pre-managed earnings)에 유의한 영향을 미친다면 재량적발생액은 경영자의 사적 정보를 반영하기 때문에 이익조정용 대용치로서 타당성을 상실한다고 주장하였다. 나종길(2004)과 문상혁·이효익(2006)은 경영자의 기회주의적 이익조정 뿐 아니라 경영자의 사적정보가 포함된 재량적발생액의 정확도에 의문을 제기하였다. 이와 같이, 여러 선행연구들은 회계정보의 질에 대한 측정치로서 재량적발생액에 대한 의문을 제기하며, Dechow and Dichev(2002)가 제안한 발생액의 질이 측정오차의 문제를 개선할 수 있는 대안이 될 수 있다고 주장하였다.

3.2 회계정보의 질 추정

기업이 보고하는 회계이익의 질과 관련한 선행연구들을 살펴보면 회계이익의 질은 이익 지속성, 예측 가능성, 현금 전환 가능성, 보수성, 그리고 변동성 등이 있다. 그러나 선행연구에서 가장 흔히 사용하는 회계정보의 질에 대한 측정치로는 재량적발생액을 들 수 있다. 일반적으로 인정된 회계원칙(GAAP)에서는 경영자의 당기 성과를 적절히 평가하기 위해 발생주의 회계이익을 사용하지만, 발생액을 계상하는 데는 필연적으로 추정이 개입되므로 경영자들은 자신의 성과를 부풀리기 위해 발생액을 과대계상하려는 유인을 갖게 되는 것이다. 결국 경영자가 재량적으로 계상한 발생액이 클수록 이익의 질은 떨어진다고 보는 것이, 이익의 질을 재량적발생액의 크기로 측정하는 논리적 근거이다.

그러나 재량적발생액은 경영자의 기회주의적 의도와 함께 사적 정보를 포함하고 있기 때문에(Subramanyam, 1996), 측정오차를 가질 수 있다. 만약 경영자가 기회주의적 이익 조정 의도 없이 사적 정보를 전달하기 위해 재량적발생액을 계상한 상황에서, 재량적발생액이 높을수록 회계정보의 질이 하락했다는 가정을 하게 되면 연구의 내적 타당성(internal validity)을 훼손하게 될 것이다. 따라서 본 연구에서는 재량적발생액 대신 발생액의 질을 사용하여 이익의 질을 살펴보고자 한다.⁹⁾ 발생액의 질은 유동발생액이 현금흐름으로 실현되는 정도로 정의되며, 발생액의 질이 높을수록 회계정보의 질 또한 높아진다(Imhoff,

1992). 본 연구에서 발생액의 질은 크게 두 가지 방법으로 추정한다. 우선 Dechow and Dichev (2002)의 방법에 따라 유동발생액(TCA)을 종속변수로, 전기·당기·차기의 영업현금흐름을 독립변수로 포함시킨 식 (2)의 회귀식을 추정하였다. 또 다른 대안으로는 McNichols(2002)과 Francis, LaFond, Olsson, and Schipper(2005)에 따라 유동발생액을 종속변수로, 전기·당기·차기의 영업현금흐름, 매출액의 변동액, 설비자산을 독립변수로 포함시킨 식 (3)의 회귀식을 추정하였다.

$$TCA_t = \alpha + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \epsilon_t \quad (2)$$

$$TCA_t = \alpha + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \beta_4 \Delta SALES_t + \beta_5 PPE_t + \epsilon_t \quad (3)$$

$$TCA_t = \frac{(\Delta \text{유동자산} - \Delta \text{현금}) - (\Delta \text{유동부채} - \Delta \text{유동성장기부채})}{\text{평균 자산}}$$

$$CFO_t = \frac{\text{영업현금흐름}}{\text{평균 자산}}$$

$$SALES_t = \frac{\text{매출액}}{\text{평균 자산}}$$

$$PPE_t = \frac{\text{유형자산 총계} - (\text{토지} + \text{건설중인자산})}{\text{평균 자산}}$$

유동발생액은 발생주의 회계이익을 산출하기 위하여, 1년 전에 현금을 미리 수취·지급하였거나 1년 안에 현금을 수취·지급할 것으로 예상되는 금액을 발생액으로 계상한 것이다. 따라서 위의 식 (2)와 (3)에서 계산된 잔차는 현금흐름으로 실현되지 않는 발생액을 의미한다. 본 연구에서는 이 잔차를 이용하여 다음 식 (4)와 같이 표준편차의 방식으로 발생액의 질을 계산하였다(Dechow and Dichev, 2002;

Francis et al., 2005). 여기서 표준편차는 (t-4)년부터 t년까지 5개년으로 계산한다. 잔차의 표준편차가 클수록 불확실성이 커진다는 사실을 의미하므로, 이와 같이 도출한 변수와 발생액의 질은 역의 관계에 있다. 이는 변수를 직관적으로 이해하는 데 어려움을 겪을 수 있으므로 본 연구에서는 식 (4)와 같이 이 추정치에 (-1)을 곱하여 추정치의 부호와 직관적 이해 사이의 불일치를 해소하고자 하였다. 즉 이 추정치가 커질수록 발생액의 질 또한 높아지게 된다.

$$AQ_{it} = (-1) \times \sigma(\epsilon_{t-4}, \epsilon_{t-3}, \epsilon_{t-2}, \epsilon_{t-1}, \epsilon_t)_i \quad (4)$$

3.3 재무분석가의 이익예측 정확도

본 연구에서 사용된 재무분석가의 이익예측 정확도(Analyst forecast accuracy: AFA)는 식 (5)에서 보는 바와 같이 재무분석가의 t년도 예측 주당순이익(EPS) 평균에서 t년도 실제 주당순이익을 차감한 값의 절대값으로 계산하였다. 또한 추가 수준에 따라 예측 정확도가 달라질 것이므로, 표준화를 위해 기말 주가로 나누어 주었다. AFA 변수의 직관적인 해석을 위해 본 연구에서는 식 (5)와 같이 예측치에서 실적치를 차감한 절대값에 (-1)을 곱하였다. 즉 이 추정치가 커질수록 이익예측 정확도 또한 높아지게 된다.

$$AFA = (-1) \times \frac{|\text{재무분석가 EPS 예측치의 평균} - \text{EPS 실적치}|}{\text{기말 추가}} \quad (5)$$

3.4 가설 검증 모형

3.4.1 [가설 1]의 검증 모형

식 (6)은 [가설 1-1]과 [가설 1-2]를 검증하기 위한 회귀식으로서, IFRS 도입 이후 개별 재무분석가의 공통 정보 활용 비중이 감소하는지를 살펴보고 회계이익의 질이 공통 정보 활용 비중에 영향을 미치는지를 분석하고자 한다.

$$\begin{aligned}
 BKLS_t = & \alpha + \beta_1 AQ_{t-1} + \beta_2 IFRS_t \\
 & + \beta_3 AQ_{t-1} \times IFRS_t + \beta_4 INT_t + \beta_5 N_t \\
 & + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 ROA_t \\
 & + \beta_9 VOL_t + \epsilon_t \quad (6)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 BKLS = & \frac{\text{공통 예측오차}}{\text{전체 예측오차}} = 1 - \frac{D}{V} \\
 D = & \text{개별 재무분석가 이익예측치의 분산} \\
 = & \frac{\sum(\text{개별 재무분석가 예측치} - \text{재무분석가 예측치의 평균})^2}{\text{재무분석가 예측치 수} - 1} \\
 V = & \text{이익예측오차제곱의 평균} \\
 = & \frac{\sum(\text{개별 재무분석가 예측치} - \text{EPS 실적치})^2}{\text{재무분석가 예측치 수}}
 \end{aligned}$$

$AQ = (-1) \times$ 각 발생액의 질 모형으로부터 계산한 잔차의 최근 5년간 표준편차

$IFRS =$ 국제회계기준을 의무도입한 2011년 이후 기간이면 1, 아니면 0

$INT = \ln(\text{EPS 예측치의 중위수에 해당하는 예측일부터 이익공시일까지의 일수})$

$N =$ 해당 기업에 대하여 이익 예측치를 발표한 재무분석가 수

$SIZE = \ln(\text{기말 자산총계})$

$LEV =$ 기말 부채/기말 자산총계

$ROA =$ 당기순이익/기말 자산총계

$VOL =$ 연간 일별 주가수익률의 표준편차

IFRS 도입 이후 개별 재무분석가의 공통 정보 활용 비중은 감소할 것으로 예상되므로 IFRS의 계수 부호(β_2)는 음(-)의 값이 예상된다. 또한 회계정보의 질과 IFRS 도입의 상호작용 항(β_3)은 양(+)의 부호가 예상된다. IFRS 도입 이후 경영자들의 판단이 개입된 재무제표를 해석하기 위해 개별 재무분석가들은 공통 정보보다는 고유 정보를 더욱 활용하지만 회계정보의 질이 높은 기업의 경우는 공통 정보 활용 비중을 증가시킬 것으로 예상되기 때문이다.

3.4.2 [가설 2]의 검증 모형

[가설 2]의 검증을 위해 전체 표본을 IFRS 도입 이전 집단과 IFRS 도입 이후 집단으로 구분하여 각 그룹별로 식 (7)과 식 (8)의 회귀식을 실시한다. 식 (7)과 식 (8)에서 발생액의 질과 공통 정보 활용비중의 상호계수($AQ_{t-1} \times BKLS_t$)인 α_3 과 β_3 을 통해서 평행성 검증을 실시하고자 한다.¹⁰⁾ 즉 α_3 과 β_3 을 통해 식 (9)와 같은 귀무가설을 설정할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 AFA_t = & \alpha + \alpha_1 AQ_{t-1} + \alpha_2 BKLS_t \\
 & + \alpha_3 AQ_{t-1} \times BKLS_t + \alpha_4 INT_t \\
 & + \alpha_5 N_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 LEV_t + \alpha_8 ROA_t \\
 & + \alpha_9 VOL_t + \epsilon_t \quad (7)
 \end{aligned}$$

10) 평행성 검정이란 동일한 모형을 적용한 서로 다른 표본간의 회계계수가 서로 통계적으로 다르지 분석하는 방법으로 상호 작용항을 사용하여 회계계수간의 유의한 차이가 있는지를 검증하고자 할 때 발생할 수 있는 다중공선성 문제를 해결하는 검증방법이다. IFRS 도입 이후 발생액의 질에 따른 재무분석가의 공통 정보 활용도가 재무분석가 이익예측정확도에 미치는 영향을 전체 표본으로 분석하고자 하는 경우 세 개의 변수로 생성된 상호계수 ($IFRS \times AQ_{t-1} \times BKLS_t$)를 사용해야 한다. 상호계수가 세 개 이상이 되는 경우는 변수간의 다중공선성이 높아지고 해석이 난해해지기 때문에 본 연구에서는 평행성 검증 방법을 사용하였다.

$$\begin{aligned}
 AFA_t = & \alpha + \beta_1 A Q_{t-1} + \beta_2 BKLS_t \\
 & + \beta_3 A Q_{t-1} \times BKLS_t + \beta_4 INT_t \\
 & + \beta_5 N_t + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 ROA_t \\
 & + \beta_9 VOL_t + \epsilon_t \quad (8)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 AFA = & (-1) \times \\
 & \frac{| \text{재무분석가 EPS 예측치의 평균} - \text{EPS 실적치} |}{\text{기말 주가}}
 \end{aligned}$$

$$H_0 : \alpha_3 - \beta_3 = 0 \quad (9)$$

식 (9)의 가설을 기각한다면 식 (7)과 식 (8) 두 모형의 회귀계수는 다르다고 볼 수 있다. 따라서 이를 검증하기 위해서 α_3 과 β_3 의 공분산=0이라는 가정 하에 다음과 같은 식 (10)을 통해 t값을 정의할 수 있다. IFRS 도입 이전과 이후 발생의 질과 재무분석가의 공통 정보 활용 비중에 따른 이익예측 정확도에 차이가 있다면 식 (9)의 가설은 기각될 것이다.

$$t = \frac{\alpha_3 - \beta_3}{\sqrt{\text{Var}(\alpha_3) + \text{Var}(\beta_3)}} \quad (10)$$

통제변수로는 재무분석가의 이익예측 정확도에 영향을 미칠 수 있는 요인으로 재무분석가의 예측 기간(INT), 재무분석가의 수(N), 기업 규모(SIZE), 부채비율(LEV), 자산수익률(ROA), 주가수익률변동성(VOL) 등을 포함하였다. 선행연구들은 분석대상기업의 규모가 클수록, 이익예측시기가 이익공시 시점에 가까울수록, 그리고 해당기업에 대한 재무분석가의 수가 많을수록 재무분석가가 이용할 수 있는 정보의 양이 많아지기 때문에 이익예측 정확도가 높다는 결과를 보고하고 있다.

3.5 자료 수집

본 연구의 표본은 2014년 12월 31일 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 다음의 조건을 만족하는 기업을 선정하였다.

- ① 2005 회계연도부터 2014 회계연도까지 금융업을 제외한 12월 결산 상장법인
- ② 회계연도별로 FnGuide에 재무분석가 이익예측치 자료를 추출할 수 있는 기업
- ③ 한국신용평가의 KIS-VALUE를 이용해 재무제표 자료를 추출할 수 있는 기업
- ④ 설립한 지 5년 이상 경과한 기업
- ⑤ 자본 잠식 기업 제외

발생액의 질을 계산하기 위해서는 먼저 산업·연도별로 회귀식을 추정해야 한다. 산업은 한국표준산업분류표의 3자리 수를 이용하여 16개로 구분하였는데, 모형 추정의 신뢰도를 높이기 위해 이 중 산업·연도별 표본 수가 20개 이하인 산업 2개를 제외하여, 최종 분석에 포함된 산업은 14개이다. 또 이상치가 회귀 분석에 미치는 영향을 배제하기 위하여, 분석 모형에 포함된 독립변수에서 상위 1%와 하위 1%에 해당하는 표본의 값을 winsorization 방식으로 제거하였다. 발생액의 질은 추정모형에서 계산된 잔차의 5개년 표준편차 값이므로, 발생액의 질을 활용해 회계정보의 질을 측정할 경우에는 설립된 지 5년 이상 경과한 기업만을 대상으로 하였다. 또한 주가수익률의 변동성을 계산하기 위해서는 해당 회계연도의 주가 자료가 필요하므로, 어떠한 이유로든 연중 거래 정지 사유가 발생하지 않은 기업만을 분석 대상으로 한정하였다. 마지막으로 자본잠식 기업의 경우 표본의 동질성을 확보하기 위해 제

거하였다. 이와 같은 기준을 통해 분석에 사용된 최종 표본의 수는 1,304개이다.

IV. 실증 분석 결과

4.1 기술 통계 및 상관분석

〈표 1〉은 연구모형에 사용된 재무분석가 공통 정보 활용도(BKLS), 재무분석가 예측 정확도(AFA), 발생액의 질(AQ), 그리고 통제변수들의 기술통계량을 보고하였다. AFA, BKLS, INT, N의 각 변수에 대해 1은 재무분석가의 6개월 이익예측치, 2는 12개월 이익예측치를 나타낸다.

Panel A의 전체 표본을 대상으로 BKLS1과 BKLS2 변수 평균은 각각 0.401, 0.391로서, 재무분석가들은 자신들이 이용하는 전체 정보 중 약 40%의 공통 정보를 활용하고 있음을 알 수 있다. 이는 즉 60%의 고유 정보를 활용하고 있음을 의미한다. 또한 N1은 10.893, N2는 13.974로 6개월 예측치는 개별 기업 당 약 11명, 12개월 예측치는 개별 기업 당 약 14명의 재무분석가들이 예측치를 발표하고 있다. Panel B는 전체 표본을 IFRS 도입 이전과 이후로 구분하여 주요 변수들의 평균 비교를 위한 t-test와 중위수 비교를 위한 wilcoxon z-test를 실시하였다. IFRS 도입 이후, 이전에 비해 재무분석가의 공통 정보 활용 비중(BKLS1과 BKLS2)은 감소하였으며 그 차이는 유의함을 보여준다.

〈표 2〉는 주요 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과이다. 먼저 IFRS 도입과 공통 정보 활용도와의 관계를 살펴 본 [가설 1]과 관련하여 IFRS와 BKLS 변수의 상관관계는 유의적인 음(-)의 관계를 보이고

있다. 즉 IFRS 도입 이후 개별 재무분석가들은 회계정보를 해석하는 과정에서 공통 정보에 비해 고유 정보를 더 많이 활용한다는 사실을 유추할 수 있다. 또한 BKLS와 AFA 변수 사이의 관계를 살펴보면, BKLS2와 AFA1 변수 사이의 상관계수를 제외한 나머지 3개의 상관계수 모두 유의적인 음(-)의 관계를 보이고 있다. 이는 재무분석가들이 공통 정보 비중을 감소시킬수록(상대적으로 고유 정보를 더 많이 활용할수록), 예측 정확도가 높아진다는 사실을 암시하는 결과이다. 그리고 AQ와 AFA 변수 사이의 상관계수는 전반적으로 양(+)의 관계를 보이고 있으므로, BKLS와 AFA 사이에 존재하는 음(-)의 상관관계가 $AQ \times BKLS$ 상호작용 변수로 인해 상쇄될 수 있음을 유추할 수 있다. 이러한 관계가 IFRS 도입 전후 어떻게 변화하는지는 통제변수들이 고려된 다변량분석을 통하여 검증할 필요가 있다.

4.2 [가설 1]의 검증 결과

〈표 3〉은 IFRS 도입 이후 개별 재무분석가의 공통 정보 활용 비중이 감소하는지를 보여주는 가설 [1-1]의 회귀분석 결과이다. 공통 정보 활용도는 6개월과 12개월의 재무분석가 이익예측치를 대상으로 BKLS Consensus로 측정하였다. 실증 분석 결과 IFRS 계수는 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. BKLS Consensus 측정치가 낮을수록 공통 정보보다는 고유 정보를 더 많이 활용한다는 것을 의미하므로, IFRS 도입 이후 개별 재무분석가들의 의견불일치정도가 증가함을 알 수 있다. 따라서 IFRS 도입 이후 우리나라 개별 재무분석가들은 회계정보의 해석 과정에서 공통 정보보다는 자신의 사적 정보와 해석능력을 통해 고유 정보를 활용하고 있음을 의미한다. 이와 같은 결과는 분기별 이익공시 이후

〈표 1〉 기술동계량

Panel A. 전체표본					
변수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
<i>BKLS1</i>	0.401	0.039	-0.541	0.501	1.000
<i>BKLS2</i>	0.391	0.044	-0.274	0.452	1.000
<i>AFA1</i>	-12.021	18.533	-98.998	-6.506	-0.058
<i>AFA2</i>	-19.030	33.486	-201.873	-10.419	-0.068
<i>AQ1_{t-1}</i>	-0.273	0.149	-0.558	-0.173	-0.020
<i>AQ2_{t-1}</i>	-0.299	0.147	-0.461	-0.172	-0.018
<i>INT1</i>	4.539	0.310	2.944	4.576	5.106
<i>INT2</i>	5.166	0.353	3.146	5.235	5.748
<i>N1</i>	10.893	9.013	1.000	8.000	34.000
<i>N2</i>	13.974	11.224	1.000	11.000	44.000
<i>SIZE</i>	19.354	1.386	18.217	20.463	23.998
<i>LEV</i>	0.430	0.182	0.061	0.437	0.790
<i>ROA</i>	0.107	0.106	-0.635	0.103	0.613
<i>VOL</i>	0.027	0.007	0.014	0.026	0.055

Panel B. IFRS 도입 이전과 이후 비교

변수	IFRS 도입이전(N=762)		IFRS 도입이후(N=542)		평균차이	중간값차이
	평균	중간값	평균	중간값	t-값	z-값
<i>BKLS1</i>	0.352	0.485	0.258	0.366	2.39**	2.12**
<i>BKLS2</i>	0.468	0.501	0.357	0.457	3.11***	3.69***
<i>AFA1</i>	-14.450	-7.289	-13.574	-7.258	-1.78*	-1.25
<i>AFA2</i>	-20.552	-12.187	-18.365	-11.021	-2.11**	-1.33
<i>AQ1_{t-1}</i>	-0.226	-0.124	-0.124	-0.017	-0.88	-0.24
<i>AQ2_{t-1}</i>	-0.210	-0.147	-0.088	-0.089	-1.06	-1.11

$$BKLS = \frac{\text{공통 예측오차}}{\text{전체 예측오차}} = 1 - \frac{D}{V}$$

$$D = \frac{\sum(\text{재무분석가 예측치} - \text{재무분석가 예측치의 평균})^2}{\text{재무분석가 예측치 갯수} - 1}$$

$$V = \frac{\sum(\text{재무분석가 예측치} - \text{EPS 실적치})^2}{\text{재무분석가 예측치 갯수}}$$

$$AFA = (-1) \times \frac{|\text{재무분석가 EPS 예측치의 평균} - \text{EPS 실적치}|}{\text{기말 주가}}$$

AQ = (-1) × 각 발생액의 질 모형으로부터 계산한 잔차의 최근 5년간 표준편차

INT = ln(재무분석가 예측일부부터 이익공시일까지의 일수 평균);

N = 해당 기업에 대하여 이익을 예측한 재무분석가 숫자;

SIZE = ln(기말 시가총액); *LEV* = 기말 부채/기말 자산총계; *ROA* = 당기순이익/기말 자본총계;

VOL = 연간 일별 주가수익률의 표준편차

1) *AFA*, *BKLS*, *INT*, *N*: 각 변수별로 1은 재무분석가의 6개월 이익예측치, 2는 12개월 이익예측치 값임.

2) *AQ*: 1은 식 (2)의 Dechow and Dichev(2002) 모형, 2는 식 (3)의 McNichols(2002) 모형을 통해 계산한 잔차의 표준편차임.

〈표 2〉 변수간의 상관분석

	<i>IFRS</i>	<i>AFA1</i>	<i>AFA2</i>	<i>BKLS1</i>	<i>BKLS2</i>	<i>AQ1</i>	<i>AQ2</i>	<i>INT1</i>	<i>INT2</i>	<i>N1</i>	<i>N2</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>VOL</i>
<i>IFRS</i>	0.998 (0.015)	0.797 ($<.0001$)	-0.132 ($<.0001$)	-0.427 ($<.0001$)	0.143 (0.049)	0.104 (0.023)	0.055 (0.201)	0.085 (0.351)	0.283 ($<.0001$)	0.179 (0.050)	0.487 (0.101)	-0.023 (0.491)	0.106 (0.007)	0.548 (0.487)	
<i>AFA1</i>		0.898 ($<.0001$)	-0.107 (0.009)	-0.033 (0.405)	0.047 (0.235)	0.046 (0.249)	0.004 (0.923)	0.179 ($<.0001$)	0.178 ($<.0001$)	0.182 ($<.0001$)	-0.078 (0.050)	-0.161 ($<.0001$)	-0.027 (0.491)	-0.106 (0.007)	
<i>AFA2</i>			-0.102 (0.014)	-0.089 (0.022)	0.060 (0.121)	0.080 (0.039)	-0.011 (0.782)	0.102 (0.009)	0.193 ($<.0001$)	0.195 ($<.0001$)	-0.083 (0.033)	-0.131 (0.001)	-0.033 (0.394)	-0.098 (0.012)	
<i>BKLS1</i>				0.809 ($<.0001$)	-0.078 (0.058)	-0.048 (0.249)	0.213 ($<.0001$)	0.152 (0.000)	0.343 ($<.0001$)	0.357 ($<.0001$)	-0.315 ($<.0001$)	-0.020 (0.630)	-0.169 ($<.0001$)	0.002 (0.964)	
<i>BKLS2</i>					-0.066 (0.088)	-0.066 (0.089)	0.222 ($<.0001$)	0.195 ($<.0001$)	0.324 ($<.0001$)	0.361 ($<.0001$)	-0.279 ($<.0001$)	0.047 (0.223)	-0.199 ($<.0001$)	0.027 (0.492)	
<i>AQ1</i>						0.913 ($<.0001$)	0.040 (0.310)	0.065 (0.095)	0.091 (0.021)	0.076 (0.052)	0.178 ($<.0001$)	0.014 (0.724)	-0.090 (0.021)	-0.096 (0.014)	
<i>AQ2</i>							0.036 (0.366)	0.020 (0.616)	0.125 (0.002)	0.115 (0.003)	0.172 ($<.0001$)	0.030 (0.445)	-0.040 (0.300)	-0.076 (0.052)	
<i>INT1</i>								0.584 ($<.0001$)	0.129 (0.001)	0.152 (0.000)	-0.036 (0.362)	0.000 (0.998)	0.008 (0.841)	0.024 (0.553)	
<i>INT2</i>									0.038 (0.337)	0.055 (0.155)	0.018 (0.642)	-0.011 (0.784)	-0.016 (0.677)	-0.045 (0.247)	
<i>N1</i>										0.979 ($<.0001$)	0.075 (0.057)	-0.022 (0.585)	0.015 (0.710)	0.011 (0.772)	
<i>N2</i>											0.062 (0.110)	0.000 (0.998)	0.051 (0.189)	0.021 (0.593)	
<i>SIZE</i>												0.349 ($<.0001$)	0.085 (0.030)	0.072 (0.063)	
<i>LEV</i>													0.009 (0.813)	0.374 ($<.0001$)	
<i>ROA</i>														0.034 (0.382)	
<i>VOL</i>															

1) 변수에 대한 설명은 〈표 1〉 참조, AQ는 t-1시점의 발생액의 질
2) 첫째 줄은 피어슨 상관계수, 둘째 줄은 유의확률임.

공시되는 정보의 양이 증가할수록 고유 정보에 대한 투자자들의 요구가 증가하고, 재무분석가들은 이를 충족시키기 위해 공통 정보 대신 고유 정보를 활용한다는 Barron et al.(2002)과 일관된다. 즉 IFRS 도입 이후 기업이 제공하는 회계정보의 양이 많아지고, 경영자의 재량에 따라 회계방법이 선택됨에 따라 개별 재무분석가들은 자신만의 차별화되는 정보 해석능력을 활용하여 고유 정보를 증가시키고 있음을 알 수 있다.

〈표 4〉는 IFRS 도입 이후 회계이익의 질이 개별

재무분석가의 공통 정보 활용 비중에 영향을 미치는지를 분석한 [가설 1-2]의 결과이다. 회계이익의 질은 발생액의 질로 측정하였으며 Panel A는 Dechow and Dichev(2002)의 방법으로, Panel B는 McNichols(2002)의 방법으로 발생액의 질을 추정 한 분석 결과를 보고하였다. 여기서 발생액의 질 변수는 해석의 편의를 위하여 (-1)을 곱하여 조작(operational manipulation)함으로써, 그 값이 커짐에 따라 회계정보의 질도 높아지게 된다.

분석 결과 상호작용 항의 추가와 관계없이 IFRS

〈표 3〉 IFRS 의무도입이 재무분석가 공통 정보 활용도에 미치는 영향

$$BKLS_t = \alpha + \beta_1 IFRS_t + \beta_2 INT_t + \beta_3 N_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 ROA_t + \beta_7 VOL_t + \epsilon_t$$

변수	예상부호	6개월		12개월	
		추정치	t-stat	추정치	t-stat
Intercept	?	0.030	1.09	0.003	0.10
<i>IFRS</i>	-	-3.047	-8.16***	-4.052	-9.45***
<i>INT</i>	-	-0.003	-2.03**	-0.017	3.71***
<i>N</i>	+	0.000	3.84**	0.001	7.56***
<i>SIZE</i>	+/-	3.040	-0.63	-3.005	-3.78**
<i>LEV</i>	-	-0.006	-3.35**	-0.008	-0.85
<i>ROA</i>	+	0.043	1.45	0.036	2.32**
<i>VOL</i>	-	-12.169	-0.86	-13.380	-1.57
수정 R^2		0.258		0.325	
F-stat		31.69***		40.68***	
표본 수		1,121		1,304	

1) 변수에 대한 설명은 〈표 1〉 참조

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함.

변수는 〈표 3〉과 동일하게 유의한 음(-)의 부호를 보이고 있다. 이는 IFRS 도입 이후 개별 재무분석가들이 공통 정보보다는 오히려 고유 정보를 더욱 활용하고 있음을 확인할 수 있다. Panel A와 Panel B에서 $AQ_{t-1} \times IFRS$ 는 종속변수인 $BKLS$ 와 유의한 양(+)의 값을 가졌다. 이는 IFRS 도입 이후 재무분석가들은 공통 정보 보다 고유 정보를 더욱 활용하지만, 발생액의 질이 높은 기업의 경우 공통 정보 활용 비중이 증가함을 알 수 있다.¹¹⁾ 즉 IFRS 도입 이후 기업이 제공하는 회계정보의 양이 증가함에 따라 개별 재무분석가들이 회계정보를 해석하는데 있어 의견불일치정도가 증가하였지만, 회계이익

의 질이 높은 기업의 경우 의견불일치정도가 감소함을 알 수 있다.

4.3 (가설 2)의 검증 결과

〈표 5〉는 IFRS 도입 이후 회계이익의 질에 따른 재무분석가의 공통 정보 활용도가 재무분석가의 이익예측 정확도에 미치는 영향을 분석한 [가설 2]의 결과이다. [가설 2]의 검증을 위해 IFRS 도입 이전과 IFRS 도입 이후로 전체표본을 두 그룹으로 구분하고, 각 그룹에서 발생액의 질과 공통 정보 활용 비중의 상호계수($AQ_{t-1} \times BKLS_t$)인 β_3 을 비교하는

11) 김지홍 외(2010)는 기업이 공시하는 정보의 질이 높을수록 새로운 정보에 대한 투자자들의 요구가 상승하고, 이로 인해 재무분석가들은 공통 정보 보다 고유 정보를 더 많이 활용함을 보고하였다. 그러나 김지홍 외(2010)의 연구에서는 발생액의 질과 공통 정보 활용 비중의 관계를 카이스퀘어 분석과 평균차이 등 단변량 분석으로 분석하였다. 본 연구는 김지홍 외(2010)의 연구를 확장하여 발생액의 질과 공통 정보 활용 비중 관계를 다변량 분석으로 살펴보았으며, 또한 IFRS 도입 이전과 이후를 비교분석하였다는 점에서 차별화된다.

〈표 4〉 IFRS도입 이후 발생액의 질이 재무분석가 공통 정보 활용도에 미치는 영향

$$BKLS_t = \alpha + \beta_1 AQ_{t-1} + \beta_2 IFRS_t + \beta_3 AQ_{t-1} \times IFRS_t + \beta_4 INT_t + \beta_5 N_t + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 ROA_t + \beta_8 VOL_t + \epsilon_t$$

변수	예상 부호	6개월		12개월	
		추정치	t-stat	추정치	t-stat
Panel A. Dechow and Dichev(2002)					
Intercept	?	0.034	1.50	0.044	0.05
AQ_{t-1}	+/-	0.104	1.52	0.154	1.55
$IFRS$	-	-3.012	-2.25**	-4.014	-2.37**
$AQ_{t-1} \times IFRS$	+	4.074	1.98*	5.127	2.40**
INT	-	0.005	0.88	0.017	3.73***
N	+	0.001	6.28***	0.001	7.43***
$SIZE$	+/-	-2.004	-3.23***	-3.005	-4.02***
LEV	-	-0.013	-1.41	-0.008	-0.83
ROA	+	-0.020	-1.55	-0.031	-2.22**
VOL	-	-11.423	-1.85*	-13.299	-1.23
수정 R^2		0.105		0.123	
F-value		9.57***		12.65***	
표본 수		1,121		1,304	
Panel B. McNichols(2002)					
Intercept	?	0.054	1.51	0.002	0.06
AQ_{t-1}	+	0.112	1.35	0.232	1.22
$IFRS$	-	-2.014	-4.55**	-3.016	-5.50**
$AQ_{t-1} \times IFRS$	+	2.061	5.20***	3.506	5.68***
INT	-	0.005	0.86	0.017	3.70***
N	+	0.001	6.31***	0.001	7.36***
$SIZE$	+/-	-2.004	-3.21***	-3.005	-3.97***
LEV	-	-0.014	-1.44	-0.008	-0.83
ROA	+	-0.021	-1.59	-0.032	-2.25**
VOL	-	-11.432	-1.89*	-12.310	-1.27
수정 R^2		0.103		0.121	
F-value		9.43***		12.35***	
표본 수		1,121		1,304	

1) 변수에 대한 설명은 〈표 1〉 참조

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함.

〈표 5〉 IFRS 도입 이후 발생액의 질과 재무분석가 공통 정보 활용도가 재무분석가 이익예측정확도에 미치는 영향

$$AFA_t = \alpha + \beta_1 AQ_{t-1} + \beta_2 BKLS_t + \beta_3 AQ_{t-1} \times BKLS_t + \beta_4 INT_t + \beta_5 N_t + \beta_6 SIZE_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 VOL_t + \epsilon_t$$

Panel A. Dechow and Dichev(2002)

변수	예상 부호	IFRS 도입 이전		IFRS 도입 이후		Parallel test	
		추정치	t-stat	추정치	t-stat	Difference	t-test
Intercept		0.044	1.45	0.042	1.35	0.002	0.8
AQ_{t-1}	(+)	5.869	1.65	5.035	1.78*	0.834	1.13
$BKLS_t$	(-)	-22.035	-5.76***	-25.485	-5.71***	3.450	0.39
$AQ_{t-1} \times BKLS$	(+)	33.140	2.24**	34.144	3.55***	-1.004	-1.73*
INT	(-)	-2.004	-2.09**	-1.033	-2.14**	0.971	1.63
N	(+)	0.030	1.01	0.476	1.27	-0.446	0.13
$SIZE$	(+/-)	-3.041	-2.76**	-3.661	-0.92	0.620	0.83
LEV	(-)	-7.457	-1.04	-5.007	-1.11	-2.450	-0.4
ROA	(+)	0.051	1.55	0.752	2.56**	-0.701	-1.98*
VOL	(-)	-20.147	-0.67	-33.157	-0.7	13.010	1.22
수정 R^2		0.254		0.343			
F-value		26.16***		25.91***			

Panel B. McNichols(2002)

Intercept		1.601	0.77	0.085	0.00	1.516	0.65
AQ_{t-1}	(+)	5.952	1.16	5.597	2.21**	0.355	0.14
$BKLS_t$	(-)	-20.437	-6.35**	-23.068	-7.41***	2.631	0.58
$AQ_{t-1} \times BKLS$	(+)	27.064	2.47**	30.092	3.52***	-3.028	-2.05**
INT	(-)	-2.367	1.77*	-2.052	0.23	-0.315	-1.39
N	(+)	0.039	1.18	0.041	1.26	0.002	0.14
$SIZE$	(+/-)	-3.097	-2.36**	-3.243	-0.60	-0.146	0.63
LEV	(-)	-7.450	0.91	-5.243	0.72	-2.207	0.37
ROA	(+)	1.523	1.22	2.323	1.98*	-0.800	-2.22**
VOL	(-)	-22.764	-0.71	-32.657	-1.23	9.893	1.36
수정 R^2		0.261		0.324			
F-value		27.82***		27.91***			

1) 변수에 대한 설명은 〈표 1〉 참조

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함.

평행성 검증을 실시하였다.

실증 분석 결과 Panel A와 Panel B에서 IFRS 도입 이전 그룹과 IFRS 도입 이후 그룹 모두 BKLS 계수가 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 이러한 결과는 IFRS 도입 이전과 이후 모든 기간에서 재무 분석가들이 공통 정보에 비해 고유 정보를 활용하는 비중이 높을수록 이익예측 정확도를 높인다는 사실을 의미한다. 즉 재무분석가들이 경영자와의 사적 경로를 통해 획득하거나 회계정보의 해석 과정에서 생성된 고유 정보를 활용하는 경우 이익예측은 정확해진다고 해석할 수 있다. 이와 같은 실증 분석 결과는 Barron et al.(2008), Ke and Yu(2006), 김지홍 외(2010) 등의 결론과 일관된다.

Panel A의 $AQ_{i-1} \times BKLS_i$ 계수는 IFRS 도입 이전 그룹과 IFRS 도입 이후 그룹에서 모두 유의한 양(+)의 값을 보이고 있으며 평행성 검증을 통해 β_3 계수의 차이 또한 유의함을 확인할 수 있었다. Panel B에서 McNichols(2002)의 방법을 이용하여 발생액의 질을 측정하였을 때도 유사한 결과를 확인할 수 있었다.¹²⁾ 즉 IFRS 도입 이후 재무분석가들은 회계이익의 질이 높은 기업을 분석하는 경우 고유 정보보다는 공통 정보를 활용하여 이익예측 정확도를 증가시킬 수 있음을 의미한다.

재무분석가 예측 정확도에 미치는 통제변수의 효과도 대체로 예상과 일치하고 있으나, 일부 변수에서 유의하지 않은 결과를 보이고 있다. N 의 부호(β_5)는 예상대로 양(+)의 값을 보이고 있어, 해당 기업에 대하여 이익을 예측한 재무분석가의 수와 이익예측 정확도는 정(+)의 관계가 있음을 유추할 수 있으나 유의한 값은 보이지 않았다. 기업 규모($SIZE$)

가 클수록 예측 정확도는 감소하였다. 이는 Watts and Zimmerman(1986)과 Lobo et al.(2012)의 연구 결과와 같이 기업 규모가 클수록 정치적 비용에 따른 이익조정 유인이 커지면서 예측정확도가 낮아지는 것으로 해석할 수 있다. 일반적으로 수익성이 낮은 기업일수록 경영자의 이익조정 유인으로 작용하므로(Burgstahler and Dichev, 1997) 재무 분석가들이 이익예측을 하기 힘든 것으로 알려져 있다. 따라서 ROA 의 부호(β_8)는 양(+)의 값을 가질 것이라 예상하였고 이러한 결과는 IFRS 도입 이후의 그룹에서 확인 할 수 있었다. VOL 의 부호(β_9)는 예상대로 음(-)의 값을 보이거나 유의한 결과를 얻지 못하였다.

[가설 1]과 [가설 2]의 분석 결과를 종합해보면, IFRS 도입 이후 회계정보의 양이 증가하고 연결회계기준과 공정가치의 선택방법으로 경영자의 재무적인 판단을 개별 재무분석가들이 해석하는 과정에서 개별 재무분석가들의 의견불일치정도가 증가하는 것을 알 수 있다. 따라서 개별재무분석가들은 IFRS 도입 이후 공통 정보보다는 고유 정보를 더욱 활용하고 있었으나 이익의 질이 높은 기업의 경우 공통 정보를 활용하고 있음을 알 수 있었다. 이러한 개별 재무분석가의 정보 활용 비중은 재무분석가의 이익예측 정확도를 높이는데 기여하였고, 즉 개별 재무 분석가들의 정보활용 선택이 유용한 결정이었음을 유추할 수 있다.

이와 같은 실증 결과는 IFRS 도입 이후 공통 정보보다 고유 정보를 수집하고 해석하기 위한 개별 재무분석가들의 추가적인 노력이 이익예측 정확도를 높일 수 있으나, 회계이익의 질이 높은 경우는 수집

12) <표 5>는 재무분석가 이익예측치의 12개월치 값을 사용한 $BKLS2$, $AFA2$, $INT2$, $N2$ 의 변수를 연구모형에 포함시킨 분석 결과를 보여준다. 재무분석가 이익예측치의 6개월치 값을 사용한 $BKLS1$, $AFA1$, $INT1$, $N1$ 의 변수를 연구모형에 포함시킨 분석 결과는 지면의 제약상 별도로 제시하지 않았지만 유사한 연구 결과를 확인 할 수 있었다.

과정에서 시간과 비용이 소모되는 고유 정보보다 오히려 공통 정보를 활용하는 것이 재무분석가의 예측 정확도를 높일 수 있음을 의미한다.

V. 결론 및 시사점

IFRS 도입으로 인한 가장 큰 장점은 재무제표의 국제적 비교가 가능해지고, 국내기업의 국제적 신뢰성이 제고될 수 있다는 점이다. 외환위기 이후 우리나라는 기업회계 선진화를 위해 회계감독을 강화하고 제도개선을 지속적으로 실시하여 왔으나 회계처리기준이 IFRS와 달라 외국인들이 한국 기업의 회계에 대하여 신뢰하지 못하고 투자활동에 영향을 받아왔다. 따라서 IFRS 도입은 우리나라 기업의 회계 투명성에 대한 신뢰도를 높일 수 있는 기회가 될 것이다.

그러나 IFRS 도입 초기의 수용에 따르는 전산시스템, 내부인력의 교육비 등 실무 비용이 크게 발생하고, 특히 중소기업의 경우 비용이나 전문성의 측면에서 IFRS의 적용이 어려울 수도 있다는 단점이 있다. 또한 IFRS는 국내의 특수한 경제상황을 반영하지 못하기 때문에 국내 경제 환경의 변화 및 긴급한 상황에 신속한 대응이 어려울 수 있다. EU 국가들 중 IFRS를 도입한 상장기업의 재무 및 회계임원들에게 IFRS의 적용에 대한 설문조사를 실시한 결과, 응답자 대부분은 IFRS으로 전환하는 과정은 비용이 소모되며, 복잡하고 부담이 되는 일임을 밝혔다 (Jermakowicz and Gornik-Tomaszewski, 2006).

본 논문은 기존의 IFRS 도입 이후 재무분석가의 이익예측 특성을 이익예측 정확성, 이익예측 분산, 그리고 재무분석가의 수 변화로 살펴본 기존의 선행 연구(Horton et al., 2013; Wang et al., 2008;

Byard et al., 2011; 남혜정, 2015)를 확장하여, IFRS 의무 도입 이후 개별 재무분석가들이 주어진 공적 정보와 사적 정보를 해석하는 과정에서 의견일치도가 증가하는지 의견불일치도가 증가하는지를 BKLS 측정치를 사용하여 살펴보았다는 점에서 차별화가 된다.

본 연구는 Barron et al.(1998)이 제안한 공통 정보 활용도 측정치인 BKLS Consensus를 통해, IFRS 도입이 개별 재무분석가들의 공통 정보와 고유 정보의 활용 비중에 영향을 미치는지를 살펴봄으로써 우리나라 개별 재무분석가들의 정보 환경 변화를 살펴보았다. 본 연구 결과 IFRS 도입 이후 재무분석가들은 공통 정보에 의존하지 않고 고유 정보 활용 비중을 높임으로써 이익예측 정확도를 높일 수 있었으나, 이익의 질이 높은 기업의 경우 공통 정보에 의존하더라도 이익예측정확도를 높일 수 있음을 확인하였다. 따라서 IFRS 도입 이후 재무분석가들은 사전에 기업이 공시하는 회계이익의 질을 고려하여, 공통 정보 활용 비중을 결정하는 것이 합리적이라는 것을 시사한다. 단, 본 논문의 연구기간은 2014년까지로써 사실상 IFRS를 의무 도입한 2011년 이후 4년간을 살펴본 도입효과 초기연구라고 볼 수 있다. 따라서 본 연구에서 제시된 결과가 향후에도 지속적으로 나타나지 않거나 시간이 지남에 따라 변동될 수 있는 한계점을 가진다.

참고문헌

- 강선민·한봉희·황인태(2009), “국제회계기준이 재무제표에 미치는 영향: 영국과 호주기업을 대상으로,” **회계저널**, 18(2), 281-312.
- 김지홍·신현한·장진호(2003), “재무분석가수의 결정요

- 인: IBES를 이용한 분석,” **회계학연구**, 28(3), 31-54.
- 김지홍·백혜원·고재민(2010), “발생액의 질과 재무분석가의 정보환경이 이익예측 정확도에 미치는 영향,” **회계학연구**, 35(3), 1-35.
- 나종길(2004), “유동발생의 예측오차와 감사인 유형에 따른 재량적 발생의 정보성 차이,” **회계학연구**, 29(1), 117-142.
- 남혜정(2015), “한국채택국제회계기준의 도입과 재무분석가의 이익예측 특성,” **경영학연구**, 44(3), 933-956.
- 문상혁·이효익(2006), “기업지배구조의 특성과 유동발생의 예측오차,” **경영학연구**, 21(3), 217-256.
- 배동수·최수미(2013), “K-IFRS 도입과 이익조정에 관한 연구,” **회계학연구**, 18(2), 117-145.
- 오원정·손성규(2006), “공정공시제도의 시행효과 및 공정공시제도를 통한 정보 제공 여부와 관련된 기업특성에 관한 연구,” **경영학연구**, 35(5), 1449-1478.
- 이경주·장지인(1992), “재무분석가의 기업회계이익 예측 능력,” **회계학연구**, 14(1), 193-214.
- 정석우·임태균(2005), “회계이익의 지속성이 재무분석가의 이익 예측오차와 이익 예측정확성에 미치는 영향,” **회계학연구**, 30(2), 209-235.
- 최성호·김인숙·최 관(2011), “K-IFRS 조기도입기업의 이익특성과 회계정보의 가치관련성,” **회계학연구**, 36(2), 1-30.
- 허성관(1991), “기업공개시 예측된 경상이익의 정확성과 예측오차의 원천 및 유형,” **회계학연구**, 12(1), 1-14.
- Ahmed, A. S., M. Neel, and D. Wang(2010), “The Effects of Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards on Smoothness, Conservatism and Timeliness of Accounting Earnings,” Working Paper, Texas A&M University.
- Armstrong. C. S., M. E. Barth, A. D. Jagolinzer, and E. J. Riedl(2010), “Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe,” *The Accounting Review*, 85(1), 31-61.
- Barfield, R. and E. Comisky(1975), “The Accuracy of Analysts’ Forecasts of Earnings Per Share,” *Journal of Business Research* 3, 241-252.
- Barron, O., D. Byard, and O. Kim(2002), “Changes in Analysts’ Information Around Earnings Announcements,” *The Accounting Review*, 77(4), 821-846.
- Barron, O., D. Byard, and O. Kim(2008), “Earnings Surprises that Motivate to Reduce Average Forecasts Error,” *The Accounting Review*, 83(2), 303-325.
- Barron, O., O. Kim, S. Lim, and D. Stevens(1998), “Using Analysts’ Forecasts to Measure Properties of Analysts’ Information Environment,” *The Accounting Review*, 73(4), 421-433.
- Barth, M., W. Landsman, and M. Lang(2008), “International Accounting Standards and Accounting Quality,” *Journal of Accounting Research*, 46, 467-498.
- Basi, B. A., K. J. Carey, and R. D. Twark(1976), “A Comparison of the Accuracy of Corporate and Security Analysts’ Forecasts of Earnings,” *The Accounting Review*, 51(2), 244-254.
- Bartov, E., S. R. Goldberg, and M. Kim(2005), “Comparative Value Relevance among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perceptive,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 20(2), 95-119.
- Basu, S(1997), “The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-38.
- Bowen, R., A. Davis, and D. Matsumoto(2002), “Do

- Conference Calls Affect Analysts' Forecasts?" *The Accounting Review*, 77(2), 285-317.
- Bradshaw, M. T., S. A. Richardson, and R. G. Sloan(2001), "Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?" *Journal of Accounting Research*, 39(1), 45-74.
- Burgstahler, D. and I. Dichev(1997), "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.
- Byard, D. and K. W. Shaw(2003), "Corporate Disclosure Quality and Properties of Analysts' Information Environment," *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 18(3), 355-378.
- Byard, D., Y. Li, and Y. Yu(2011), "The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Financial Analysts: Information Environment," *Journal of Accounting Research*, 49, 69-96.
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi(2008), "Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences," *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085-1142.
- Dechow, P. M. and I. Dichev(2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, 77(4), 35-59.
- Eames, M. and S. Glover(2003), "Earnings Predictability and the Directing of Analysts' Earnings Forecast Errors," *The Accounting Review*, 78(3), 707-724.
- Eddy, A. and B. Seifert(1992), "An Examination of Hypotheses Concerning Earnings Forecast Errors," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 31(2), 22-37.
- Elton, E., M. Gruber, and M. Gultekin(1984), "Professional Expectations: Accuracy and Diagnosis of Errors," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(4), 351-363.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper (2005), "The Market Pricing of Accruals Quality," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
- Freeman, R. and S. Tse(1992), "A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings," *Journal of Accounting Research*, 30(2), 185-209.
- Horton, J., G. Serafeim, and I. Serafeim(2013), "Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment?" *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 388-423.
- Holthausen, R. W. and R. E. Verrecchia(1990), "The Effect of Informedness and Consensus on Price and Volume Behavior," *The Accounting Review*, 65(1), 191-208.
- Imhoff, E(1992), "The Relation Between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristics of Firm," *Journal of Accounting and Public Policy*, 11(2), 97-118.
- Indjejikian, R(1991), "The Impact of Costly Information Interpretation on Firm Disclosure Decisions," *Journal of Accounting Research*, 29(2), 277-301.
- Jeanjean, T. and H. Stolowy(2008), "Do Accounting Standards Matter? An Exploratory Analysis of Earnings Management before and after IFRS Adoption," *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, 480-494.
- Jermakowicz, E. and S. Gornik-Tomaszewski(2006), "Implementing IFRS from the Perspective of EU Publicly Traded Companies," *Journal of International Accounting, Auditing, and Taxation*, 15(2), 170-196.

- Ke, B. and Y. Yu(2006), "The Effect of Issuing Biased Earnings Forecasts on Analysts' Access to Management and Survival," *Journal of Accounting Research*, 44(5), 965-999.
- Kim, O. and R. E. Verrecchia(1994), "Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcement," *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), 41-67.
- Kim, O. and R. E. Verrecchia(1997), "Pre-announcement and Event-period Private Information," *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 396-419.
- Leuz, C.(2003), "IAS versus U.S. GAAP: Information Asymmetry-based Evidenced from Germany's New Market," *Journal of Accounting Research*, 41(3), 445-472.
- Lobo, J., M. Song, and M. Stanford(2012) "Accruals Quality and Analyst Coverage," *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 497-508.
- McNichols, M.(2002), "Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review* 77(4): 61-69.
- Miller, G(2002), "Earnings Performance and Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting Research*, 40(1), 173-204.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope, and S. Young(2005), "Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?" *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 1311-1346.
- Schipper, K(1991), "Analysts' Forecasts," *Accounting Horizons*, 5(4), 105-121.
- Subramanyam, K. R(1996), "The Pricing of Abnormal Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281.
- Tendeloo, B. V., and A. Vanstraelen(2005), "Earnings Management under German GAAP versus IFRS," *European Accounting Review*, 14(1), 155-180.
- Wang, X, D. Young, and Z. Zhuan(2008), "The Effects of Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards on Information Environments," *The Chinese University of Hong Kong*, Working Paper
- Watts, R. and J. Zimmerman(1986), "*Positive Accounting Theory*," Englewood Cliffs. N. J., Prentice-Hall.
- Waymire, G(1985), "Earnings Volatility and Voluntary Management Forecast Disclosure," *Journal of Accounting Research*, 23(1), 268-269.

The Effect of an Individual analyst's Information Environments on Analysts' Forecast Accuracy after Mandatory IFRS Adoption*

Hyewon Paik**

Abstract

In this study, I examine the relation between earnings quality and commonality of information contained in individual analysts' earnings forecasts after mandatory IFRS adoption in Korea. I also examine if this relation affects on analysts' forecast accuracy. Using the empirical proxies suggested by the Barron et al.(1998) model that is based on the across-analyst correlation in forecast errors, I conclude that after mandatory IFRS adoption the commonality of information among active analysts decreases, in other words, the idiosyncratic information contained in these individual analysts' forecasts increases. However, I find after mandatory IFRS adoption the commonality of information among active analysts increases as earnings quality is high. I also show that, as earnings quality is high, analysts' reliance on common information contributes to increase analysts' forecast accuracy after mandatory IFRS adoption. On the other hand, low earnings quality motivates analysts to work harder to develop or acquire relatively more idiosyncratic information in an effort to increase analysts' forecast accuracy.

My results have implication for analysts seeking more idiosyncratic information in response to investors' demands after mandatory IFRS adoption. My results show that these analysts' behavior does help to increase analysts' forecast accuracy when earnings quality is relatively high. Therefore, it is important for analysts to consider earnings quality before they try to develop or acquire idiosyncratic information after mandatory IFRS adoption. When earnings

* This work was supported by the National Research Foundation of Korea Grant funded by the Korean Government (NRF-2013S1A5A8025021).

** Associate Professor, School of Business, Chungnam National University, First Author

quality is high it is enough for analysts to rely on only common information to increase the analysts' forecast accuracy. Low earnings quality, however, drives analysts work harder to gather idiosyncratic information to increase the accuracy.

Key words: mandatory IFRS adoption, BKLS Consensus, accounting quality, analysts' forecast accuracy

-
- 저자 백혜원은 현재 충남대학교 경상대학 경영학부 회계전공 부교수로 재직 중이다. 미국 University of Texas at Austin에서 경영학 석사를 취득하였고, 연세대학교 경영대학에서 경영학 석사 및 박사를 취득하였다. 주요 연구 분야는 재무분석가 이익예측치, 경영자의 이익조정, 특수관계거래, 지배구조 등이다.