

# 재무분석가의 연결이익 예측에 반영된 이익지속성에 대한 연구

두서영 (제1저자)  
 고려대학교 경영학과 석·박사통합과정  
 (seoyoung.doo@gmail.com)  
 유승원 (교신저자)  
 고려대학교 경영학과 교수  
 (acyoo@korea.ac.kr)  
 허경선 (공동저자)  
 고려대학교 경영학과 박사과정  
 (kyongsun.heo@gmail.com)

2011년 이후 모든 상장기업에 대해 K-IFRS가 의무적용됨에 따라 연결재무제표 중심의 공시체제로 회계환경이 변화되었음에도 불구하고 회계정보 제공자 및 이용자들이 연결재무제표에 대해 이해하고 있는지에 대한 실증연구는 미미한 실정이다. 이에 본 연구는 재무분석가가 연결실체에 대한 예측치를 합리적으로 산정하는지를 이익지속성 평가능력에 초점을 맞추어 분석한다.

2011년부터 2013년까지의 기간 동안 연결대상 종속회사가 있는 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업에 대해 재무분석가가 발표한 연결영업이익 예측치를 대상으로 실증분석한 결과, 재무분석가는 연결이익의 지속성을 과대평가하며, 특히, 연결실체 내 지배회사 이익의 지속성을 과대평가하여 연결영업이익 예측치를 산정하는 것으로 나타났다. 한편, 연결실체 뿐만 아니라 지배회사 개별실체까지 예측범위를 확대한 재무분석가의 경우 연결실체의 이익만 예측하는 재무분석가에 비해 지배회사 이익의 지속성에 대한 과대평가 오류가 감소하며, 그 결과 연결이익의 지속성에 대한 과대평가의 정도가 감소하지만 그럼에도 불구하고 연결이익 및 지배회사 이익의 지속성에 대한 낙관적 평가오류는 여전히 관찰되었다. 이러한 결과는 재무분석가가 연결이익을 예측함에 있어 기업이 보고한 연결정보를 효율적으로 이용하지 못하고 있으며, 재무분석가가 제공하는 예측정보의 범위에 따라 예측 비효율성의 정도가 상이하게 나타남을 의미한다.

본 연구는 회계정보의 주요 이용자 중의 하나인 재무분석가가 연결실체를 잘 이해하고 연결이익을 예측하는지에 대한 실증결과를 제시하였는데 그 공헌점이 있다. 특히, 일반 투자자에 비해 높은 분석력과 많은 정보를 보유하고 있는 것으로 평가받는 재무분석가가 연결실체 내 구성회사별 이익지속성을 정확히 평가하지 못한다는 것은 연결기준 공시의 질적 수준이 더 향상될 필요가 있음을 시사한다.

주제어: 재무분석가, 연결이익 예측, 별도이익 예측, 이익지속성 평가

## 1. 서론

본 연구는 한국채택국제회계기준(이하 “K-IFRS”) 도입 이후 연결재무제표를 기준으로 재무분석가의 예측효율성을 분석한다.<sup>1)</sup> 구체적으로, 재무분석가의 연결이익 예측이 기업이 보고하는 연결실체에 대

한 합리적인 이해를 바탕으로 이루어지고 있는지를 검증하기 위하여 재무분석가가 연결이익의 지속성을 정확히 평가하고 있는지를 분석한다. 또한 재무분석가가 연결실체에 대한 이익 예측치에 더하여 지배회사 개별실체에 대한 이익 예측치를 제시하는 경우 연결이익의 지속성에 대한 이해의 정도가 달라지는지에 대해 분석한다.

최초투고일: 2015. 2. 11      게재확정일: 2015. 3. 26

1) Kothari(2001)는 재무분석가가 예측시점 현재 이용가능한 과거 정보를 충분히 반영하여 산출한 예측치를 효율적(efficient)이라고 하였으며, Lys and Sohn(1990)은 시장이 이해하고 주가에 반영된 정보를 재무분석가가 예측에 충분히 반영하는 것을 정보적 효율성(informational efficiency)이라고 하였다.

우리나라는 회계기준의 국제적 정합성을 제고하고자 2011년부터 모든 상장기업에 대해 K-IFRS를 의무적으로 적용하도록 하였다. K-IFRS의 주요 특징 중 하나로 연결중심의 공시를 들 수 있다. 종전 기업회계기준(이하 “K-GAAP”) 하에서는 기업의 개별재무제표가 주재무제표였던 것에 반해, K-IFRS는 지배회사와 그 종속회사를 포함하는 연결실체를 기반으로 작성한 연결재무제표를 주재무제표로 하되 지배회사 개별실체에 대해서는 별도재무제표를 작성하도록 하고 있다. 이에 따라 국내 상장기업 중 연결대상 종속회사가 있는 지배회사는 2011년부터 연결재무제표와 별도재무제표를 함께 작성, 공시하고 있다.

연결중심 공시체제로의 전환은 재무분석가의 이익예측 환경에도 변화를 초래하였다. K-GAAP 하에서 재무분석가는 기본적으로 개별기업에 대한 예측치를 제공하고 금융지주회사 등 일부 기업에 대해 연결기준 예측치를 제공하였으나, K-IFRS 적용 이후에는 연결실체를 기준으로 예상실적을 제공하고 있다.

이처럼 2011년 이후 기업과 재무분석가 모두 연결실체 기반의 실적 및 예측정보를 제공하고 있지만, 연결재무제표를 기반으로 제공되는 회계정보가 과연 정확한지, 그리고 투자자에게 유용한지에 대한 실증연구는 미미한 실정이다. 특히 우리나라는 연결재무제표가 주재무제표였던 영미권과 달리 오랜 기간 동안 개별재무제표 중심의 제도를 운영하였기 때문에 회계정보 제공자 및 이용자 모두 종전의 개별재무제표에서 제공하는 정보에 익숙한 상황이라 할 수 있다(최종서 등, 2013). 따라서 K-IFRS 도입 이후 일반화된 연결중심의 실적보고 및 예측이 적절

하게 이루어지고 있는지에 대한 연구의 필요성이 제기된다.

본 연구는 재무분석가의 연결기준 이익예측에 초점을 맞추어 다음의 두 가지를 분석하고자 한다.<sup>2)</sup> 먼저 재무분석가가 당기 연결이익이 미래에 지속되는 정도를 정확히 파악하여 연결이익을 예측하는지에 대해 분석한다. 재무분석가가 분석대상 기업의 미래이익을 예측할 때, 기업이 보고하는 회계이익은 예측치 산정을 위한 가장 기초적인 자료이다(전성빈 등, 2013). 즉, 기업이 보고한 현재성과를 기준으로 기업의 미래성과를 예측하게 되므로 당기 경영성과가 미래에 얼마나 지속될 것인지에 대한 평가는 이익예측을 위해 필수적인 절차이다. 이에 재무분석가의 이익지속성 평가능력을 검증함으로써 연결기준 이익예측이 적절히 이루어지고 있는지 분석하고자 한다. 한편, 연결이익 예측의 경우 지배회사의 영업성과뿐만 아니라 종속회사의 영업성과에 대한 예측절차가 추가로 요구된다. 본 연구는 지배회사 이익과 종속회사 이익의 지속성 차이를 재무분석가가 연결이익 예측에 어떻게 반영하고 있는지를 분석함으로써 연결이익 구성요소에 대한 재무분석가의 이해를 검증하고자 한다.

다음으로 연결재무제표 작성대상 기업에 대해 연결기준 예측치와 별도기준 예측치를 함께 제시하는 재무분석가의 경우 연결기준 예측치만 제시하는 재무분석가에 비해 연결이익 구성요소의 지속성 평가능력이 유의하게 차이가 있는지를 분석한다. K-IFRS가 적용된 이후 재무분석가는 연결실체의 예상실적에 대해 예측치를 제공하고 있으며, 이 중 일부 재무

2) 본 연구는 연결기준 이익 예측치로서 순이익이 아닌 영업이익을 이용하여 분석을 수행하였다. 이는 개별기준 예측에 비해 재무분석가의 예측범위가 확대된 연결기준 영업이익을 이용하여 분석을 수행함으로써 연결중심의 재무보고 환경이 재무분석가의 예측에 미치는 효과를 검증하기 위함이다. 또한, 재무분석가가 가장 중시하는 성과지표가 영업이익임을 고려할 때(전성빈 등, 2013) 연결영업이익의 예측이 합리적으로 이루어지고 있는지에 대한 분석이 필요하다고 할 수 있다.

분석가는 지배회사의 개별실체에 대한 예측치(별도 기준 예측치)를 함께 제공하고 있다. 선행연구에 따르면 재무분석가는 분석능력이 높고 더 많은 정보가 있을 때 이익 예측치에 부가하여 세부적인 예측치를 제공한다(Call et al., 2009; Keung, 2010; Hirshleifer and Teoh, 2003; Hewitt, 2009). 따라서 연결과 별도기준 예측치를 함께 제시하는 재무분석가는 연결기준 예측치만을 제시하는 재무분석가보다 연결이익 및 이익구성요소의 지속성 평가능력이 높을 것으로 기대된다.

본 연구는 2011년부터 2013년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 12월 결산 비금융업 기업 중 재무분석가가 2년 연속 연결재무제표 기준으로 영업이익 예측치를 제공한 기업을 대상으로 실증분석을 하였다.<sup>3)</sup> 재무분석가의 이익지속성 평가능력은 선행연구를 기초로 당기 이익예측오차와 전기 실제 이익 간 관계의 분석을 통해 검증하였다(Bradshaw et al., 2001; Elgers et al., 2003; Herrmann et al., 2007; 이성균 등, 2012). 본 연구의 목적은 재무분석가가 기업이 보고한 과거이익을 얼마나 잘 이해하여 미래이익을 예측하는지를 검증하고자 하는 것이므로, 전기 이익공시일로부터 당기 이익공시일까지의 기간 동안 재무분석가가 발표한 이익 예측치 중 최초 예측치를 분석대상으로 하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 재무분석가의 당기 연결이익 예측오차는 전기 연결이익과 유의한 양(+ )의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 재무분석가가 전기 연결이익에 포함된 미래이익에 대한 정보를 정확히 해석하지 못하고 전기 연

결이익이 미래에 지속되는 정도를 과대평가하여 당기 연결이익 예측치를 산출하는 것을 의미한다. 한편, 연결이익을 지배회사와 종속회사 이익으로 구분하는 경우, 각 구성요소별로 재무분석가의 예측행태가 상이하게 나타났다. 구체적으로, 당기 연결이익 예측오차는 전기 지배회사 이익과는 유의한 양(+ )의 관계를 보이지만 종속회사 이익과는 유의한 관계가 관찰되지 않았다. 이는 연결이익 지속성의 과대평가로 인한 낙관적 예측오차가 지배회사 이익의 지속성을 과대평가한 것에서 비롯된 것임을 의미한다.

둘째, 연결과 별도기준 예측치를 제공하는 재무분석가는 연결기준 예측치만 제공하는 재무분석가에 비해 지배회사 이익의 지속성을 과대평가하는 정도가 감소하였으며, 그 결과 연결이익 지속성의 과대평가 오류 역시 감소하였다. 연결기준 이익과 별도기준 이익에 대한 예측치를 함께 제시하는 경우 재무분석가는 연결실체의 성과에 대한 예측능력뿐만 아니라 연결이익의 발생원천에 대한 예측능력까지 함께 평가받게 될 것이다. 따라서 이와 같은 결과를 통해 재무분석가가 연결실체 내 각 회사들에 대한 분석능력이 높거나 정보가 많은 경우 연결기준 예측치에 더하여 별도기준 예측치를 제공하는 성향이 있음을 간접적으로 유추할 수 있다.

추가분석에서 연결대상 종속회사가 없는 기업을 대상으로 분석한 결과, 개별기준 예측치에서는 이익 지속성의 과대평가 오류가 관찰되지 아니하였으며, 이를 통해 재무분석가는 개별기준 이익예측에 비해 연결기준 이익예측에 더 어려움을 겪고 있음을 알 수 있다.

3) 2011년부터 2013년까지의 예측치를 수집한 이유는 다음과 같다. 첫째, 2011년 전에는 보조적 재무제표인 연결재무제표를 기준으로 재무분석가가 예측치를 제공한 경우가 드물어 충분한 수의 표본을 확보할 수가 없다(DataGuide에서 2007년부터 연결기준 예측치를 관찰할 수 있으나, 대부분 금융지주회사에 대한 예측치이다). 이에 연결재무제표가 주재무제표가 된 2011년을 분석개시시점으로 하였다. 둘째, 예측효율성 검증 모형에서 종속변수인 예측오차를 산정하기 위해서는 연결실체의 실제성과가 필요하므로, 분석일 현재 최근 실적보고기간인 2013년을 분석종료시점으로 하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, K-IFRS의 도입으로 인해 연결재무제표 중심의 공시체제로 회계환경이 변화되었으나 회계정보 제공자 및 이용자들이 연결재무제표에 대해 적절히 이해하고 있는지에 대한 실증연구는 아직 미미한 실정이다. 본 연구는 회계정보의 주요 이용자 중의 하나인 재무분석가가 연결실체를 잘 이해하고 연결이익을 예측하는지에 대한 실증결과를 제시하였다. 국외 선행연구들은 대체로 국제회계기준의 도입이 재무분석가의 정보환경에 긍정적인 효과를 주었다고 보고하였다(Ashbaugh and Pincus, 2001; Tan et al., 2011; Horton et al., 2013). 이들이 분석대상으로 한 표본의 경우 국제회계기준 도입 전·후의 주재무제표가 모두 연결재무제표이었기 때문에 K-IFRS의 도입으로 인해 주재무제표가 변화된 우리나라와는 재무분석가 예측환경의 변화에 있어 큰 차이가 존재하며, 따라서 국내 기업을 대상으로 연결재무제표를 중심으로 한 연구의 필요성이 제기된다.<sup>4)</sup> 본 연구는 재무분석가가 당기 연결이익 및 그 구성요소의 지속성을 적절히 평가하여 차기 연결이익을 예측하는지를 분석함으로써, K-IFRS 도입 이후 재무분석가의 연결이익 예측이 적절히 이루어지고 있는지를 검증하였다는데 그 의의가 있다.

둘째, 재무분석가가 연결기준 예측치에 부가하여 별도기준 예측치를 제공하는 유인을 분석함으로써, 재무분석가의 기타 예측치 제공에 대한 선행연구를 확장하였다. 선행연구는 재무분석가가 제공하는 이익 이외의 예측항목으로 매출액, 영업현금흐름 및 법인세비용 등을 제시하고 각 예측치의 제공 유인

및 이익의 예측정확성과의 관계를 분석하였다(Keung, 2010; Call et al., 2009; 오광욱과 기은선, 2012). 본 연구는 재무분석가의 기타 예측항목으로 별도기준 이익 예측치를 분석함으로써 선행연구를 확장하였다. 특히 연결재무제표가 주재무제표가 된 상황에서도 정보이용자들이 별도재무제표에 대한 중요성을 여전히 높게 평가하고 있음을 고려할 때(최중서 등, 2013), 재무분석가의 별도기준 예측치의 선택적 제공이 가지는 의미를 밝힘으로써 투자자의 경제적 의사결정에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 제도적 배경 및 선행연구를 검토하고 연구가설을 설정한다. 제3장에서는 가설 검증을 위한 연구모형 및 표본의 구성에 대해 기술하며, 제4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제5장에서는 실증분석 결과를 요약하고 연구의 시사점에 대해 기술한다.

## II. 제도적 배경과 선행연구 검토 및 연구가설 설정

### 2.1 제도적 배경: 연결 공시제도

본 연구는 K-IFRS 하에서 재무분석가의 연결이익 예측에 초점을 맞추어 분석한다. 우리나라는 2011년 1월 1일 이후 최초로 개시하는 회계연도부터 모든 상장기업에 대해 K-IFRS를 의무적으로 적용하

4) 이우재 등(2014)이 재무분석가의 연결재무제표 기준 이익예측에 초점을 맞추어 분석하였으나, 이들은 본 연구와 달리 감사인의 K-IFRS 도입 자문서비스가 재무분석가의 연결이익 예측특성에 미치는 영향을 분석하였다. Chu et al.(2014)의 경우 K-IFRS의 도입이 재무분석가의 예측정확성에 미치는 영향을 분석하면서 K-GAAP 하에서의 개별이익 예측치와 K-IFRS 하에서의 연결이익 예측치를 비교하였다. 이들이 K-IFRS 도입 전·후 비교를 통해 예측정확성의 증감을 분석한 것과 달리 본 연구는 K-IFRS 하에서의 연결이익 예측치가 효율적으로 산정되었는지를 검증하였다는 점에서 선행연구와 차별된다.

도록 함에 따라 연결재무제표 중심의 공시체제로 전환되었다. 구체적으로, K-IFRS에서는 기업이 하나 이상의 다른 기업을 지배하는 경우 지배회사와 피지배회사를 단일의 경제적 실체로 표시한 연결재무제표(consolidated financial statement)를 주재무제표로 작성하되, 지배회사의 개별실체에 대해서는 별도재무제표(separate financial statement)를 작성하도록 하고 있다.

연결재무제표는 종속회사의 성과를 포함하고 지배·종속회사 간 출자, 내부거래 및 미실현이익 등이 제거되므로 각 기업의 개별재무제표만으로는 파악할 수 없는 연결실체 전체의 재무상태 및 경영성과에 대한 정보를 제공할 수 있다. 반면 별도재무제표는 지배회사가 보유한 종속 및 관계회사 지분에 대해 원가법 또는 공정가치법에 따라 표시하도록 한 재무제표로서, 종속 및 관계회사의 경영성과는 배제하고 지배회사 개별실체의 재무상태 및 경영성과를 기준으로 작성한 재무제표를 의미한다. 한편, 연결대상 종속회사가 없는 기업의 경우 개별재무제표(individual financial statement)만 작성하며 이때 관계회사 투자지분에 대해서는 종전과 같이 지분법을 적용하여 회계처리한다. 요약하면, K-IFRS 하에서의 재무제표는 연결대상 종속회사가 있는 기업이 작성하는 연결재무제표 및 별도재무제표와 연결대상 종속회사가 없는 기업이 작성하는 개별재무제표의 세 가지로 구성된다.

재무제표뿐만 아니라 비재무적 사항에 대한 공시범위 역시 연결기준으로 확대되었으며, 연결기준 보고서의 공시기한도 단축되었다. 연결대상 종속회사가 있는 기업은 비재무적 사항에 대해서도 종속회사를 포함한 연결실체 기준으로 사업보고서 및 분·반기 보고서를 공시해야 한다. 이때 연결기준 공시서류의 제출기한이 단축되어 종전에는 기업의 개별실

적이 먼저 공시되고 연결실적이 이후에 공시되었으나, K-IFRS 하에서는 기업의 개별실적과 연결실적이 동시에 공시되고 있다.

이처럼 K-IFRS의 도입은 기업의 재무제표 작성 기준 및 공시 범위에 있어 큰 변화를 초래하였다. 종전에는 연결재무정보를 개별재무정보의 부수적인 정보로 제공하였으나, K-IFRS 적용 이후 연결대상 종속회사가 있는 기업은 연결재무제표를 주재무제표로 작성해야 하며 사업보고서 등의 비재무적 사항 역시 연결실체를 기준으로 작성하여야 한다. 이에 대응하여 재무분석가 역시 K-IFRS 적용 이후에는 종속회사가 있는 기업에 대하여 연결실체를 기준으로 추정된 예측치를 기본 정보로 제공하고 있으며, 일부 재무분석가의 경우 연결기준 예측치에 더하여 분석대상 기업의 개별실체를 기준으로 추정된 별도기준 예측치를 함께 제시하고 있다.

국제회계기준의 도입효과를 분석한 국외 선행연구는 대부분 2005년에 국제회계기준을 도입한 유럽연합(EU)의 기업을 대상으로 수행되었다. 유럽은 기업의 지분구조가 간단하여 국제회계기준 도입 전부터 연결회계 중심이었던 반면(최관 등, 2013), 우리나라의 경우 종전에는 개별재무제표 중심이었으나 K-IFRS의 도입으로 연결재무제표 중심의 공시체제로 전환되었다. 즉, 유럽에 비해 우리나라는 오랜 기간 동안 개별재무제표 중심의 회계환경이었기 때문에 회계정보 제공자 및 이용자 모두 개별기업 단위에서 작성된 재무제표에 익숙한 상황이라 할 수 있다(최종서 등, 2013).

이와 같은 우리나라 특유의 회계환경을 고려했을 때, K-IFRS의 전면 도입과 더불어 기업 및 재무분석가가 제공하는 연결중심의 회계정보가 과연 적절히 산출된 것인지에 대한 연구의 필요성이 제기된다. 특히 K-GAAP 하에서도 개별재무제표의 보완적 재

무제표로 연결재무제표를 작성한 기업과 달리 재무 분석가의 경우 2011년 전에는 금융지주회사 등 일부 기업에 대해서만 연결기준 예측치를 제공할 뿐 대부분의 기업에 대해서는 개별기준 예측치만을 제공하였다. 이에 본 연구는 재무분석가가 연결기준 이익 예측치를 산정함에 있어 연결실체의 회계정보를 올바르게 이해하고 예측치를 산정하는지를 살펴 보고자 한다.

## 2.2 선행연구 검토 및 연구가설 설정

### 2.2.1 재무분석가의 이익지속성 평가능력

재무분석가는 기업의 미래 경영성과에 대한 정보를 수집하고 분석하여 정보이용자에게 전달하는 역할을 하며, 자본시장의 투자자는 이들이 제공하는 예측정보를 반영하여 투자 의사결정을 한다(Asquith et al., 2005). 재무분석가가 분석대상 기업에 대한 정보를 정확히 이해하고 분석하여 예측치를 산출하는 경우 이들이 제시하는 예측치는 정보이용자의 경제적 의사결정의 효율성을 높일 수 있으나, 그렇지 않은 경우 오히려 의사결정의 효율성을 저해할 수 있다(정성환과 한승수, 2011; 이성균 등, 2012).

재무분석가는 일반 투자자에 비해 정보수집 및 분석능력이 우월하다고 인식되고 있으나, 일련의 선행연구는 이들의 이익예측이 효율적이지 않음을 보고하였다. 재무분석가의 예측 비효율성(forecast inefficiency)에 대한 연구들은 재무분석가가 주가에 반영된 기대이익의 변화를 예측치에 충분히 반영

하지 못하며(Lys and Sohn, 1990; Abarbanell, 1991; 손성규, 1996), 회계정보에 포함된 의미를 정확하게 해석하지 못함을 보고하였다(Bradshaw et al., 2001; Elgers et al., 2003; Khurana et al., 2003; Herrmann et al., 2007; Pae and Thornton, 2010).<sup>5)</sup>

재무분석가의 이익 예측치는 기업이 보고하는 회계이익을 기초로 산정된다. 따라서 회계이익을 얼마나 잘 분석하여 예측치에 반영하는지에 따라 재무분석가가 제시하는 예측정보의 유용성이 달라질 수 있다. 특히 기업의 현재이익을 기초로 미래이익을 예측하기 위해서는 당기이익이 미래에 얼마나 지속될 것인지에 대한 평가능력이 요구된다. 즉, 재무분석가의 이익지속성 평가능력은 정확한 예측치를 산정하는데 있어 필수적이라 할 수 있다. 하지만 위의 선행연구들은 재무분석가가 당기이익을 구성하는 세부 요소들이 미래이익에 미치는 영향을 제대로 이해하지 못하고 이익 예측치를 산정하고 있음을 나타낸다.

국내 재무분석가의 경우 K-IFRS 적용 전에는 금융지주회사 등 일부 기업에 대해서만 연결기준 예측치를 제공하고 대부분의 기업에 대해서는 개별기준 예측치를 제공하였으나, K-IFRS의 적용 이후 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따라 일체로 연결기준 예측치를 제공하고 있다. 연결재무제표는 지배회사와 종속회사의 개별재무제표를 합산한 후 지배기업의 종속회사에 대한 투자주식과 종속회사 자본 중 지배회사 지분을 상계하고, 지배·종속회사간 내부거래와 미실현손익을 제거하여 작성한다. 따라서 연결기준 이익을 예측하기 위해서는 지배회사 뿐만 아

5) 구체적으로, 이들은 재무분석가가 발생액의 지속성을 과대평가하고(Bradshaw et al., 2001; Elgers et al., 2003), 다국적기업의 이익 중 국외이익의 지속성을 과대평가하며(Khurana et al., 2003), 개별재무제표가 주재무제표인 기간 동안 연결이익 중 종속회사 이익의 지속성을 과소평가한다고 보고하였다(Herrmann et al., 2007). Pae and Thornton(2010)은 재무분석가가 보수적 회계처리로 인한 효과를 이익예측에 충분히 반영하지 못함을 실증하였다.

나라 종속회사의 이익 및 연결실체 내 회사들간의 거래로 인한 효과에 대한 예측과정이 필요하다.

K-IFRS 적용 전의 개별기준 예측에서도 종속회사의 경영성과가 지분법 적용을 통해 지배회사의 순이익에 반영되었지만, 연결기준 예측은 종속회사의 성과가 매출액과 영업이익 등 상위항목의 산출과정에도 반영된다는 점에서 차이가 있다. 따라서 K-IFRS 적용 전·후 동일한 기업에 대해 이익 예측치를 제공한 재무분석가라도 K-IFRS 적용 이후에는 분석범위가 개별기업에서 연결실체로 확대되었기 때문에 예측업무의 복잡성 및 어려움이 증대되었다고 할 수 있다. 실제로 K-IFRS 도입 초기 재무분석가가 연결회계정보를 이해하고 연결기준 예측치를 산정하는데 어려움을 겪고 있다는 보도가 쏟아져 나왔다.

이에 본 연구는 재무분석가가 연결회계정보를 잘 이해하고 연결이익을 예측하는지를 이익지속성의 평가에 초점을 맞추어 분석하고자 한다. 구체적으로, 재무분석가가 과거 연결이익이 미래 연결이익에 미치는 영향의 정도를 정확히 파악하여 당기 연결이익 예측치에 반영하는지를 검증한다. 또한, 연결이익을 지배회사와 종속회사 이익으로 구분하여 재무분석가가 연결이익의 세부구성요소에 포함된 정보를 적절히 해석하고 있는지를 검증한다.

재무분석가가 과거 연결이익이 미래 연결이익에 기여하는 정도를 정확하게 평가하여 연결실체의 이익을 예측한다면 전기 연결이익과 당기 연결이익 예측오차 간에는 유의한 관계가 없을 것이다. 하지만 재무분석가가 연결이익의 지속성을 과대(과소)평가한다면 전기 연결이익과 당기 연결이익 예측오차 간에는 유의한 양(음)의 관계가 성립할 것이다(Bradshaw

et al., 2001; Elgers et al., 2003; Herrmann et al., 2007; 이성균 등, 2012).<sup>6)</sup> 마찬가지로, 재무분석가가 연결이익 중 지배회사와 종속회사로부터 창출된 이익이 미래 연결실체의 성과에 기여하는 정도를 제대로 이해하는 경우 전기 지배회사 및 종속회사 이익과 당기 연결이익 예측오차 간에는 유의한 관계가 없을 것이다. 하지만 재무분석가가 연결이익 구성요소별 지속성을 연결예측에 정확히 반영하지 못하는 경우 전기 지배회사 및 종속회사 이익과 당기 연결이익 예측오차 간에는 유의한 관계가 성립할 것이다.

재무분석가가 회계이익에 담긴 일부 정보를 이익 예측에 충분히 반영하지 못한다는 선행연구의 분석 결과에 비추어 볼 때, 재무분석가가 연결이익 및 연결이익의 세부구성요소별 지속성을 적절히 평가하여 연결이익 예측치를 산정하는지 여부는 실증분석의 대상이다. 이에 본 연구는 다음과 같이 가설 1을 설정한다.

가설 1-1: 재무분석가는 연결이익의 지속성을 정확히 평가하여 연결이익을 예측한다.

가설 1-2: 재무분석가는 지배회사와 종속회사 이익의 지속성을 정확히 평가하여 연결이익을 예측한다.

## 2.2.2 재무분석가 예측정보의 범위와 이익지속성 평가능력 간 관계

K-IFRS 적용 이후 다수의 재무분석가들이 연결실체를 기준으로 추정된 예측치를 기본 정보로 제공

6) 예측오차는 재무분석가 예측치에서 실제치를 차감한 후 기초총자산으로 나누어 측정한다. 따라서 재무분석가가 전기 연결이익이 당기에 연결이익에 미치는 영향을 실제보다 과대평가하여 연결이익을 보다 더 낙관적으로 예측하는 경우 당기 연결이익 예측오차와 전기 연결이익 간에는 유의한 양의 관계가 성립한다. 이에 대해서는 3.1.1항에서 보다 상세히 기술한다.

하고 있으며, 일부 재무분석가는 연결기준 예측치에 더하여 분석대상 기업의 개별실체를 기준으로 추정된 별도기준 이익 예측치를 함께 제시하고 있다.<sup>7)</sup> 별도기준 영업이익은 지배회사의 영업실적만을 기준으로 산정한 금액이며, 별도기준 순이익은 종속회사 및 관계회사의 경영성과에 연동하여 손익을 인식하지 않고 투자자산으로서의 성과에 초점을 맞추어 산정된 이익으로 지배회사의 경영성과에 초점을 맞추어 산정되었다는 점에서 연결당기순이익 중 지배기업 소유주 지분과 차별된다.<sup>8)9)</sup>

본 연구는 재무분석가가 연결기준 이익예측치에 더하여 추가로 제공하는 별도기준 이익예측치에 대해 정보제공자 입장에서 그 유인을 분석하고자 한다. 연결기준 이익과 별도기준 이익이 함께 제시되는 경우 정보이용자는 재무분석가의 예측능력에 대해 더 세부적으로 평가할 수 있게 된다. 즉, 재무분석가는 연결실체의 경영성과에 대한 예측능력뿐만 아니라 연결이익의 발생원천에 대한 예측능력까지 함께 평가받게 될 것이므로,<sup>10)</sup> 분석대상 기업에 대한 정보가 많거나 분석능력이 높은 경우에 연결과 별도기준 예측치를 함께 제시할 것이다.

Keung(2010)과 Call et al.(2009)은 재무분석가가 이익 이외의 기타 예측정보를 제공하는 유인을

정보제공자인 재무분석가 관점에서 분석하였다. Keung(2010)은 재무분석가가 더 많은 정보가 있을 때 이익 예측치에 부가하여 매출액 예측치를 제시하며, 투자자는 매출액 예측치를 수반한 이익 예측치의 신뢰성을 더 높게 평가한다고 하였다. 또한 Call et al.(2009)은 이익과 현금흐름 예측치를 함께 제공하는 재무분석가가 이익 예측치만 제공하는 재무분석가에 비해 발생액과 현금흐름의 지속성을 더 잘 평가함을 실증하였으며, 재무분석가가 이익구성요소의 시계열적 특성에 대한 이해도가 높을 때 이익 예측치에 부가하여 현금흐름 예측치를 함께 제공하는 것으로 해석하였다.

재무분석가가 제공하는 세분화된 예측정보는 재무제표의 개별항목에 대한 정보이용자의 이해 및 평가에 도움을 줄 수 있다(McInnis and Collins, 2011). 예를 들어, 재무분석가가 연결이익 예측치만을 제공하는 경우 예측정보 이용자들은 기업이 보고한 연결이익과 재무분석가가 제시한 연결이익 예측치 간의 비교를 통해 기업의 실적에 대한 평가 및 재무분석가의 예측능력에 대한 평가를 할 것이다. 반면에 재무분석가가 연결영업성과와 지배회사의 별도영업성과에 대한 예측치를 함께 제공하는 경우 예측정보 이용자들은 연결실적과 연결예측오차에 대한 평가뿐

7) 개별실체에 대한 순이익 예측치를 제공하는 재무분석가 중 일부는 지배회사의 별도재무제표를 기준으로 한 예측치를 제공하며, 일부는 지배회사의 별도재무제표 기준 순이익에 지분법을 적용한 예측치를 제공하고 있다.  
 8) 별도재무제표에서는 지배회사 및 종속회사 투자지분에 대해 원가법 또는 공정가치법 중 선택하여 인식하도록 하고 있는데, 2011년에 작성된 유가증권시장 상장기업의 별도재무제표는 종속회사 및 관계회사 투자지분에 대해 모두 원가법을 적용하였다(최종서 등, 2013).  
 9) 따라서 재무분석가가 제공하는 별도기준 순이익 예측치는 단순히 연결기준 지배주주순이익 예측치를 중복하여 제공하는 것이 아니라 별도의 예측과정을 거쳐 산정된 것으로 볼 수 있다. 실제로 에프엔가이드의 DataGuide에서 수집한 2012 회계연도에 대한 별도기준 순이익 예측치는 연결기준 지배주주순이익 예측치와 상이하게 나타난다. 이는 재무분석가가 단순히 연결기준 지배주주순이익을 지배회사의 별도기준 순이익 예측치로 제공하는 것이 아님을 의미한다.  
 10) 재무분석가는 이익에 더하여 영업현금흐름 예측치를 제공함으로써 암묵적으로(implicitly) 발생액 예측치를 제공할 수 있으며(Call et al., 2009; McInnis and Collins, 2011), 순이익에 더하여 세전이익 예측치를 제공함으로써 암묵적으로 법인세비용 예측치를 제공할 수 있다(오광욱과 기은선, 2012; Baik et al., 2014; Mauler, 2014). 마찬가지로, 재무분석가는 연결이익에 더하여 지배회사의 별도이익에 대한 예측치를 제공함으로써 암묵적으로 지배회사 이익에 대한 증분연결이익, 즉, 종속회사로부터 발생한 이익에 대한 예측치를 제공할 수 있다.

만 아니라, 기업이 보고한 별도이익과 이에 대한 예측오차, 더 나아가 별도이익에 대한 증분영업이익과 이에 대한 예측오차에 대한 평가까지 분석범위가 확대될 수 있다. 즉, 연결과 별도이익에 대한 예측치를 함께 제공하는 경우 재무분석가의 예측오차의 발생 가능성이 보다 더 증가할 것으로 예상할 수 있다.

분석대상 기업에 대한 정보가 많거나 분석능력이 높은 재무분석가의 경우 연결이익에 더하여 별도이익에 대한 예측치를 제공함으로써 자신이 제공하는 연결이익 예측치의 신뢰성을 높일 수 있을 것이다 (Keung, 2010). 하지만 정보 및 분석능력에 있어 우위에 있지 않은 재무분석가의 경우 세부적인 정보를 제공하는 것보다 포괄적인 정보를 제공하는 것이 오히려 예측오차를 줄일 수 있을 것이다.

따라서 연결과 별도기준 이익 예측치를 제공하는 재무분석가는 연결기준 이익 예측치만을 제공하는 재무분석가에 비해 지배회사와 종속회사의 이익지속성을 보다 더 정확히 평가하여 연결이익 예측에 반영할 것으로 예상할 수 있으며, 그 결과 연결이익의 지속성 평가 역시 개선될 것으로 기대된다. 이상의 논리를 기초로 다음과 같이 가설 2를 설정한다.

가설 2-1: 연결과 별도기준 이익 예측치를 모두 제공하는 재무분석가는 연결기준 이익 예측치만 제공하는 재무분석가보다 연결이익의 지속성을 더 정확히 평가한다.

가설 2-2: 연결과 별도기준 이익 예측치를 모두 제공하는 재무분석가는 연결기준 이익 예측치만 제공하는 재무분석가보다 지배회사와 종속회사 이익의 지속성을

더 정확히 평가한다.

### III. 연구모형 및 표본 구성

#### 3.1 연구모형

##### 3.1.1 재무분석가의 이익지속성 평가능력

가설 1은 재무분석가가 분석대상 기업이 지배하는 연결실체의 당기 연결이익을 예측할 때 전기 연결이익(지배회사와 종속회사 이익)이 당기 연결이익에 미치는 영향을 정확히 평가하여 하여 예측치에 반영하는지를 검증하는 것이다.

중전의 개별이익 예측에서는 종속회사의 성과 중 지배회사에 귀속되는 부분이 지분법손익의 항목으로 지배회사의 순이익에 반영되었으나, 연결이익 예측은 종속회사의 성과가 연결재무제표의 매출액과 영업이익 등 상위항목의 산출과정부터 반영된다는 점에서 차이가 있다. 이에 본 연구는 개별기준 예측에 비해 재무분석가의 예측범위가 확대된 연결기준 영업이익을 이용하여 분석을 수행하였다. 특히 재무분석가가 가장 중시하는 성과지표가 영업이익임을 고려할 때(전성빈 등, 2013), 연결기준 영업이익을 합리적으로 추정하고 있는지에 대한 분석의 필요성이 제기된다.<sup>11)</sup>

재무분석가의 이익지속성 평가능력은 실제 이익지속성과 재무분석가의 이익예측에 반영된 이익지속성 간의 비교를 통하여 다음과 같이 분석한다(Bradshaw

11) 전성빈 등(2013)은 설문조사를 통해 재무분석가는 정기공시 정보 중 영업이익을 기업의 가장 중요한 성과지표로 사용한다는 것을 보였으며, 이러한 결과는 이익과 관련된 국내외 회계학 실증연구의 대부분이 영업이익보다는 당기순이익을 이용하여 이루어지고 있다는 점에 대해 시사하는 바가 크다고 하였다.

et al., 2001; Elgers et al., 2003; Yu, 2007; Herrmann et al., 2007).

$$E_{jt} = a_0 + a_1 E_{jt-1} + \varepsilon_{1jt} \quad (1a)$$

$$E_{jt} = b_0 + b_1 PE_{jt-1} + b_2 SE_{jt-1} + \varepsilon_{2jt} \quad (1b)$$

$$AF_{ijt} = c_0 + c_1 E_{jt-1} + \nu_{1ijt} \quad (2a)$$

$$AF_{ijt} = d_0 + d_1 PE_{jt-1} + d_2 SE_{jt-1} + \nu_{2ijt} \quad (2b)$$

여기서, i는 재무분석가, j는 기업, t는 연도를 의미함

$E$  = 연결영업이익/기초연결총자산

$AF$  = 연결영업이익 예측치/기초연결총자산

$PE$  = 지배회사 별도영업이익/기초연결총자산

$SE$  = (연결영업이익-지배회사 별도영업이익)/기초연결총자산

먼저 식(1a)는 연결실체의 전기이익과 당기이익 간 시계열 상관관계를 추정하기 위한 모형이며, 식(1b)는 전기 연결이익을 지배회사와 종속회사 이익으로 구분하여 각 이익구성요소와 당기 연결이익 간 시계열 상관관계를 추정하기 위한 모형이다. 식(2a)와 (2b)는 재무분석가의 이익예측에 반영된 연결이익 및 이익구성요소의 지속성을 추정하기 위한 모형이다.  $a_1$ 과  $b_1$ ,  $b_2$ 는 실제 이익지속성을  $c_1$ 과  $d_1$ ,  $d_2$ 는 재무분석가가 평가하는 이익지속성을 나타낸다.

식(1a)와 (1b)의 종속변수는 연결재무제표상 영업이익을, 식(2a)와 (2b)의 종속변수는 재무분석가가 예측한 연결영업이익을 이용하여 측정하였다. 관심변수 중 연결영업이익( $E$ )은 연결재무제표상 영업이익을 나타내며, 지배회사 이익( $PE$ )과 종속회사

이익( $SE$ )은 각각 연결영업이익 중 지배회사의 영업성과로부터 창출된 금액과 종속회사를 포함함으로써 인해 발생한 증분 연결이익 금액을 나타낸다. 구체적으로, 지배회사 이익은 지배회사 별도재무제표의 영업이익으로 측정하였으며, 종속회사 이익은 연결영업이익에서 지배회사 이익을 차감하여 측정하였다(Herrmann et al., 2007).<sup>12)</sup>

식(2a)에서 식(1a)를, 식(2b)에서 식(1b)를 차감하면 아래와 같은 회귀식이 도출된다. 식(3a)와 (3b)는 재무분석가가 전기 연결이익과 그 구성요소가 미래 연결이익에 기여하는 정도를 당기 연결이익 예측치에 정확히 반영하는지를 분석하기 위한 모형이다.

$$AF_{ijt} - E_{jt} = (c_0 - a_0) + (c_1 - a_1)E_{jt-1} + (\nu_{1ijt} - \varepsilon_{1jt}) \quad (2a)-(1a)$$

$$FERR_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{jt-1} + \omega_{1ijt} \quad (3a)$$

$$AF_{ijt} - E_{jt} = (d_0 - b_0) + (d_1 - b_1)PE_{jt-1} + (d_2 - b_2)SE_{jt-1} + (\nu_{2ijt} - \varepsilon_{2jt}) \quad (2b)-(1b)$$

$$FERR_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 PE_{jt-1} + \beta_2 SE_{jt-1} + \omega_{2ijt} \quad (3b)$$

여기서, i는 재무분석가, j는 기업, t는 연도를 의미함

$FERR$  = (연결영업이익 예측치-연결영업이익)/기초연결총자산

$E$  = 연결영업이익/기초연결총자산

$PE$  = 지배회사 별도영업이익/기초연결총자산

$SE$  = (연결영업이익-지배회사 별도영업이익)/기초연결총자산

$\alpha_1$ 은  $(c_1 - a_1)$ 을,  $\beta_1$ 과  $\beta_2$ 는 각각  $(d_1 - b_1)$ 과  $(d_2 - b_2)$

12) 본 연구에서 "종속회사 이익( $SE$ )"으로 표현한 금액은 연결영업이익 중 지배회사 영업이익에 더하여 증분적으로 증가한 영업이익(incremental earnings)을 의미한다(Herrmann et al., 2007). 한편, 이처럼 지배회사 별도재무제표를 이용하여 지배회사 이익을 측정하는 경우 연결이익은 지배·종속회사 간 내부거래가 제거된 금액이지만, 지배회사 이익은 내부거래 금액이 포함된 금액이라는 문제점이 있다. 하지만 자료의 제약으로 인해 내부거래 금액을 구분하는 것은 불가능하며, 이는 본 연구의 한계점이라 할 수 있다.

를 나타내는 것으로 이익의 시계열적 상관관계 상에서의 지속성과 재무분석가 예측치에 반영된 지속성 간의 차이를 의미한다. 재무분석가가 전기이익이 당기이익으로 지속되는 정도를 정확히 평가하여 이익 예측에 반영한다면  $\alpha_1$ ,  $\beta_1$ 과  $\beta_2$ 는 통계적으로 유의하지 않은 값을 가진다. 반면에 재무분석가가 전기이익의 지속성을 실제보다 과대(과소)평가하여 당기이익을 예측하는 경우  $\alpha_1$ ,  $\beta_1$ 과  $\beta_2$ 는 유의한 양(음)의 값을 가진다.

본 연구의 목적은 재무분석가가 기업이 보고한 연결회계이익에 포함된 정보를 합리적으로 해석하여 예측치에 반영하는지, 즉, 이들의 연결이익 예측이 효율적인지를 검증하고자 하는 것이다. 이에 선행연구를 기초로 재무분석가의 예측효율성 및 예측편의에 영향을 미치는 요인들을 추가적으로 통제하였으며, 구체적인 연구모형은 식(4)와 같다.

$$\begin{aligned}
 FERR_{i,jt} = & \gamma_0 + \gamma_1 E_{jt-1} + \gamma_2 FERR_{i,jt-1} \\
 & + \gamma_3 RET_{jt-1} + \gamma_4 SIZE_{jt-1} + \gamma_5 COVER_{jt} \\
 & + \gamma_6 VOL_{jt} + \gamma_7 LOSS_{i,jt} + \gamma_8 HOR_{i,jt} \\
 & + YD + ID + \tau_{2i,jt} \quad (4a)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 FERR_{i,jt} = & \delta_0 + \delta_1 PE_{jt-1} + \delta_2 SE_{jt-1} + \delta_3 FERR_{i,jt-1} \\
 & + \delta_4 RET_{jt-1} + \delta_5 SIZE_{jt-1} + \delta_6 COVER_{jt} \\
 & + \delta_7 VOL_{jt} + \delta_8 LOSS_{i,jt} + \delta_9 HOR_{i,jt} \\
 & + YD + ID + \tau_{2i,jt} \quad (4b)
 \end{aligned}$$

여기서,  $i$ 는 재무분석가,  $j$ 는 기업,  $t$ 는 연도를 의미함  
 $FERR$  = (연결영업이익 예측치-연결영업이익)/기초연결총자산  
 $E$  = 연결영업이익/기초연결총자산  
 $PE$  = 지배회사 별도영업이익/기초연결총자산  
 $SE$  = (연결영업이익-지배회사 별도영업이익)/기초연결총자산

$RET$  = 지배회사 보통주의 연간수익률  
 $SIZE$  = 연결총자산의 자연로그값  
 $COVER$  = 추종 재무분석가 수의 자연로그값  
 $VOL$  = 지배회사 연간 주식수익률의 표준편차  
 $LOSS$  = 연결영업이익 예측치가 0보다 작으면 1, 아니면 0  
 $HOR$  = 재무분석가 예측일로부터 사업보고서 공시일까지 일수의 자연로그값  
 $YD$  = 연도별 더미변수  
 $ID$  = 산업별 더미변수(한국표준산업분류 대분류 기준)

먼저 재무분석가들이 예측치를 산정할 때 전기 예측오차와 주가변동에 반영된 정보를 충분히 반영하지 않음을 보고한 선행연구(Ali et al., 1992; Abarbanell, 1991)에 따라 전기 예측오차(FERR)와 지배회사 주식의 연간수익률(RET)을 통제변수로 포함하였다.

다음으로 기업의 정보환경을 통제하기 위하여 기업규모(SIZE)와 추종 재무분석가 수(COVER)를 포함하였다(Pae and Thornton, 2010). 기업의 정보환경이 불확실할수록 재무분석가가 경영진과의 우호적인 관계를 통해 사적정보를 획득하고자 한다면 보다 더 낙관적인 예측치를 제공할 수 있다. 일반적으로 규모가 큰 기업일수록 정보 불확실성이 적으므로 재무분석가의 예측편의가 감소될 것으로 예상된다(Lim, 2001). 분석대상 기업에 대해 예측치를 제공하는 재무분석가가 많은 경우 예측 효율성이 개선될 수도 있지만(Lim, 2001), 반대로 재무분석가 간의 경쟁으로 인해 보다 더 낙관적인 예측치를 제공할 수도 있다(Gu and Wu, 2003).

시장 불확실성을 통제하기 위하여 주가 변동성(VOL)을 포함하였으며(Lim, 2001), 재무분석가가 손실을 예측하는 경우 이익을 예측하는 경우에 비해 낙관적 편의가 증가한다는 선행연구(Gu and Wu, 2003)

에 따라 손실예측 여부를 나타내는 더미변수(LOSS)를 추가하였다. 예측시점별로 재무분석가가 이용가능한 정보에 차이가 존재하므로 예측일로부터 이익공시일까지의 기간(HOR)을 통제하였으며, 연도 및 산업별 고정효과를 통제하기 위하여 연도와 산업 더미변수를 모형에 포함하였다.

### 3.1.2 재무분석가 예측정보의 범위와 이익지속성 평가능력 간 관계

가설 2는 재무분석가가 제공하는 예측정보의 범위에 따라 이익지속성 평가능력에 유의한 차이가 있는지를 검증하는 것이다. 가설 2를 분석하기 위한 연구모형은 식(4a)와 (4b)를 기초로 다음과 같이 설정한다(Call et al., 2009).

$$\begin{aligned}
 FERR_{i,jt} = & \rho_0 + \rho_1 E_{jt-1} + \rho_2 E_{jt-1} \times CONSEP_{i,jt} \\
 & + \rho_3 FERR_{i,jt-1} + \rho_4 RET_{jt-1} + \rho_5 SIZE_{jt-1} \\
 & + \rho_6 COVER_{jt} + \rho_7 VOL_{jt} + \rho_8 LOSS_{i,jt} \\
 & + \rho_9 HOR_{i,jt} + YD + ID + \psi_{1i,jt} \quad (5a)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 FERR_{i,jt} = & \lambda_0 + \lambda_1 PE_{jt-1} + \lambda_2 PE_{jt-1} \times CONSEP_{i,jt} \\
 & + \lambda_3 SE_{jt-1} + \lambda_4 SE_{jt-1} \times CONSEP_{i,jt} \\
 & + \lambda_5 FERR_{i,jt-1} + \lambda_6 RET_{jt-1} + \lambda_7 SIZE_{jt-1} \\
 & + \lambda_8 COVER_{jt} + \lambda_9 VOL_{jt} + \lambda_{10} LOSS_{i,jt} \\
 & + \lambda_{11} HOR_{i,jt} + YD + ID + \psi_{2i,jt} \quad (5b)
 \end{aligned}$$

여기서, i는 재무분석가, j는 기업, t는 연도를 의미함

*CONSEP* = 연결과 별도기준 예측치를 모두 제공하는 재무분석가는 1, 아니면 0  
 기타 변수의 정의는 식(4a) 및 (4b)와 같음

가설 2와 같이 연결과 별도기준 이익 예측치를 제공하는 재무분석가<sup>13)</sup>가 연결기준 이익 예측치만을 제공하는 재무분석가보다 연결실체 내 각 기업이 창출한 당기이익이 미래 연결이익에 기여하는 정도를 보다 더 정확하게 평가한다면, 식(5b)에서  $\lambda_1$ 과  $\lambda_3$ 가 유의한 값을 가질 때  $\lambda_2$ 와  $\lambda_4$ 는 각각  $\lambda_1$ 과  $\lambda_3$ 와 반대방향으로 유의한 값을 가진다. 예를 들어, 연결 이익 예측치만을 제공하는 재무분석가가 지배회사 이익의 지속성을 과대평가한다면  $\lambda_1$ 은 유의한 양(+ )의 값을 가지며, 연결과 별도이익 예측치를 함께 제공하는 재무분석가의 경우 이러한 과대평가의 정도가 완화된다면  $\lambda_2$ 는 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다. 마찬가지로, 연결과 별도기준 예측치를 제공하는 재무분석가의 경우 연결기준 예측치를 제공하는 재무분석가에 비해 연결이익의 지속성 평가오류가 감소한다면 식(5a)에서  $\rho_2$ 는  $\rho_1$ 과 반대방향으로 유의한 값을 가질 것으로 기대된다.

### 3.2 연구표본

본 연구는 2011년부터 2013년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장되어 있는 연결재무제표 작성 대상 기업 중 다음의 조건을 모두 만족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.<sup>14)</sup>

13) 본 연구에서는 별도재무제표 기준 예측치를 1회 이상 제공한 재무분석가를 연결재무제표 기준 예측치와 별도재무제표 기준 예측치를 함께 제공하는 재무분석가로 정의하였다(Call et al., 2009).

14) 자료의 이용가능성을 고려하여 2011년부터 2013년까지의 예측치를 수집하였다. 구체적으로, 2011년 전에는 연결기준 예측치를 제공한 경우가 드물어 충분한 수의 표본을 확보할 수가 없으므로 연결재무제표가 주재무제표가 된 2011년을 분석개시시점으로 하였으며, 예측효율성 검증 모형에서 종속변수인 예측오차를 산정하기 위해서는 연결실체의 실제성과가 필요하므로, 분석일 현재 최근 실적 보고기간인 2013년을 분석종료시점으로 하였다. 한편, 예측효율성을 검증하기 위한 모형의 통제변수로 전기 예측오차가 요구되므로 가설검증을 위한 최종표본은 2012년과 2013년의 예측치로 한정된다.

- (1) 비금융업을 영위하는 기업
- (2) 결산월이 12월인 기업
- (3) 연결영업이익에 대한 개별 재무분석가별 예측치가 2개년 연속 2개 이상 있는 기업
- (4) 분석에 필요한 재무 및 추가자료의 수집이 가능한 기업

본 연구의 목적은 재무분석가의 연결이익 예측행태를 분석하고자 하는 것이므로 연결재무제표 작성 대상 기업만을 분석대상으로 하였다.<sup>15)</sup> 본 연구는 연결기준 이익 예측치로 순이익이 아닌 영업이익 예측치를 이용하였다. 이는 재무분석가가 가장 중시하는 성과지표를 이용하고(전성빈 등, 2013), 또한 개별기준 예측에 비해 예측범위가 확대된 연결영업이익 예측치를 이용하여 분석함으로써 연결중심의 재무보고 환경이 재무분석가의 예측에 미치는 영향을 보다 더 효과적으로 검증하기 위함이다. 재무분석가의 연결영업이익 예측치는 에프앤가이드의 DataGuide로부터 수집하였다.

재무분석가가 기업이 전기에 보고한 이익을 얼마나 잘 이해하여 당기이익을 예측하는지를 검증하기 위하여 당기이익의 예측과정에서 기업이 보고한 전기실적에의 의존도가 상대적으로 높은 최초 예측치를 기본 분석대상으로 하였다. 최초 예측치는 전기 사업보고서 공시일로부터 당기 사업보고서 공시일 전일까지의 기간동안 개별 재무분석가가 발표한 이익 예측치 중 첫 번째 예측치로 정의하고, 동 기간동안 개별 재무분석가의 예측치가 최소한 2개 이상 존재하는 기업으로 분석대상을 한정하였다. 또한, 재

무분석가의 예측 효율성에 영향을 미치는 영향을 통제하기 위하여 전기 예측오차를 통제변수로 포함하였으므로, 본 연구의 분석대상은 재무분석가가 동일 기업에 대해 2개년 연속으로 연결이익 예측치를 제공한 기업으로 한정된다.

실제 연결이익, 지배회사와 종속회사의 이익 및 통제변수 산정을 위한 재무자료는 한국상장사협의회 TS2000에서, 추가자료는 한국신용평가(주)의 KIS value 및 에프앤가이드의 DataGuide에서 수집하였으며, 해당 자료가 누락된 기업은 분석대상에서 제외하였다. 위의 기준을 모두 적용한 결과 2,408개의 예측치-기업-연도가 최종표본으로 선정되었다.<sup>16)</sup>

〈표 1〉은 표본의 구성을 나타낸다. [패널 A]는 표본의 연도별 분포를 보여준다. 전기 사업보고서 공시일 이후부터 당기 사업보고서 공시일 전일까지 발표된 연결영업이익 예측치 중 최초 예측치 2,408개가 표본으로 선정되었으며, 이 중 별도영업이익 예측치도 제공한 재무분석가가 발표한 연결영업이익 예측치는 260개로 나타났다. 한편, 표본기간 동안 별도기준 예측치를 제공한 재무분석가가 제공한 연결기준 예측치-연도는 10.8%, 지배회사에 대한 별도기준 예측치가 존재하는 기업-연도는 30.5%이며, 별도기준 예측치를 제공하는 비율은 연도별로 유사하게 유지되었다. 이는 K-IFRS의 적용 이후 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따라 대부분의 재무분석가가 연결실체에 대한 이익 예측치를 제공하고 있음에도 불구하고 일부 재무분석가는 여전히 지배회사 개별실체에 대한 이익 예측치 또한 제공하고 있음을 의미한다.

15) 재무분석가의 연결실체에 대한 이익지속성 평가능력이 개별기업에 대한 이익지속성 평가능력과 차이가 있는지를 비교하기 위하여 추가분석에서 개별재무제표 작성대상 기업만을 대상으로 동일한 분석을 수행하였다.

16) 본 연구는 이상치(outlier)가 회귀분석 결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 더미변수를 제외한 모든 연속변수에 대하여 각 변수 값의 상·하위 1%로 조정(winsorization)하였다.

〈표 1〉 표본의 구성

[패널 A] 연도별 분포

연도	예측치		기업-연도	
	연결	연결·별도	연결	연결·별도
2012년	971	97 (10.0%)	117	38 (32.5%)
2013년	1,437	163 (11.3%)	155	45 (29.0%)
계	2,408	260 (10.8%)	272	83 (30.5%)

[패널 B] 산업별 분포

산업	예측치		기업-연도	
	연결	연결·별도	연결	연결·별도
제조업	1,390	204 (14.7%)	160	55 (34.4%)
건설업	137	21 (15.3%)	12	8 (66.7%)
도매 및 소매업	196	6 (3.1%)	22	2 (9.1%)
서비스업	544	15 (2.8%)	58	9 (15.5%)
기타	141	14 (9.9%)	20	9 (45.0%)
계	2,408	260 (10.8%)	272	83 (30.5%)

주) “연결”은 연결재무제표 기준 예측치만 제공하는 재무분석가가 예측한 연결영업이익 예측치를, “연결·별도”는 연결재무제표 기준 예측치와 별도재무제표 기준 예측치를 함께 제공하는 재무분석가가 예측한 연결영업이익 예측치를 의미함

[패널 B]는 표본의 산업별 분포를 나타낸다. 재무 분석가가 연결순이익 예측치를 제공하는 기업-연도의 50% 이상이 제조업을 영위하며, 제조업의 경우 연결기준 예측 재무분석가의 14.7%가 별도기준 예측치도 제공하며, 그 결과 34.4%의 기업에 연결과 별도기준 예측치가 함께 존재하는 것으로 나타났다.

#### IV. 실증분석 결과

##### 4.1 기술통계량 및 상관관계

주요 변수의 기술통계량은 〈표 2〉와 같다. 연결이익,

지배회사 및 종속회사 이익의 평균값은 각각 0.083, 0.064, 0.019로 나타나 연결영업이익의 약 77%가 지배회사로부터 창출되었음을 알 수 있다. 재무분석가가 당해 회계연도에 대한 예측치를 최초로 제공하는 시점은 사업보고서 공시일보다 평균 334일 앞선 시점이며, 이때 재무분석가는 당기 실제영업이익(0.066)을 상회하는 연결영업이익 예측치(0.087)를 제공하여 낙관적 예측오차(0.022)를 보이고 있다.

〈표 3〉은 변수 간 피어슨 상관계수를 보여준다. 먼저 당기 재무분석가 예측오차는 전기 연결이익과 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 재무분석가가 당기 연결이익을 예측함에 있어 전기 연결이익이 당기 연결실체의 영업성과에 기여하는 정도를 과대평가하여 예측치를

〈표 2〉 기술통계량

Variables	Mean	Std. Dev.	Min	25%	Median	75%	Max
$E_t$	0.066	0.063	-0.082	0.028	0.047	0.098	0.296
$E_{t-1}$	0.083	0.072	-0.039	0.035	0.064	0.121	0.315
$PE_{t-1}$	0.064	0.069	-0.052	0.024	0.041	0.087	0.289
$SE_{t-1}$	0.019	0.025	-0.037	0.002	0.011	0.031	0.101
$AF_t$	0.087	0.066	-0.001	0.042	0.067	0.119	0.317
$FERR_t$	0.022	0.038	-0.060	0.004	0.013	0.030	0.221
$FERR_{t-1}$	0.016	0.024	-0.031	0.002	0.011	0.027	0.099
$RET_{t-1}$	-0.044	0.356	-0.641	-0.260	-0.133	0.092	1.236
$SIZE_{t-1}$	22.769	1.486	18.425	22.003	23.022	23.775	25.922
$COVER_t$	3.175	0.455	1.099	3.045	3.258	3.466	3.784
$VOL_t$	0.025	0.007	0.013	0.019	0.024	0.028	0.042
$LOSS_t$	0.011	0.105	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$HOR_t$	5.804	0.121	5.142	5.796	5.834	5.872	5.899
$CONSEP_t$	0.108	0.310	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

주) 변수의 정의:  $E$ =연결영업이익/기초연결총자산;  $PE$ =지배회사 별도영업이익/기초연결총자산;  $SE$ =(연결영업이익-지배회사 별도영업이익)/기초연결총자산;  $AF$ =연결영업이익 예측치/기초연결총자산;  $FERR$ =(연결영업이익 예측치-연결영업이익)/기초연결총자산;  $RET$ =지배회사 보통주의 연간수익률;  $SIZE$ =연결총자산의 자연로그값;  $COVER$ =추종 재무분석가 수의 자연로그값;  $VOL$ =지배회사 연간 주식수익률의 표준편차;  $LOSS$ =연결영업이익 예측치가 0보다 작으면 1, 아니면 0인 더미변수;  $HOR$ =재무분석가 예측일로부터 사업보고서 공시일까지 일수의 자연로그값;  $CONSEP$ =연결과 별도기준 예측치를 모두 제공하는 재무분석가는 1, 아니면 0인 더미변수.

산정하는 경향이 있음을 의미한다. 전기 연결이익을 지배회사와 종속회사 이익으로 구분했을 때, 당기 예측오차는 전기 지배회사 이익(종속회사 이익)과 1% 수준에서 유의한 양(음)의 상관관계가 관찰되었다. 이는 재무분석가가 전기 지배회사가 보고한 영업성과의 지속성은 과대평가, 종속회사로 인해 발생한 영업성과의 지속성은 과소평가하여 연결이익 예측치에 반영하는 것을 의미하며, 이를 통해 연결이익 지속성의 과대평가가 지배회사 이익 지속성의 과대평가로부터 기인한 것임을 알 수 있다.

예측오차와 통제변수 간의 상관관계는 대체로 선행

연구와 일관된 방향을 보여주고 있으며, 통제변수들 간의 상관관계는 높지 않아 다중공선성(multicollinearity)으로 인한 분석 결과의 왜곡 가능성은 낮을 것으로 보인다.<sup>17)</sup>

## 4.2 회귀분석 결과

### 4.2.1 재무분석가의 이익지속성 평가능력

본 항에서는 재무분석가가 연결이익 및 그 구성요소가 미래 연결실체의 영업성과로 지속되는 정도를

17) 이후 분석에서 상대적으로 상관계수가 높게 나타난  $SIZE_{t-1}$ 과  $COVER_{t-1}$  중 한 변수만을 모형에 포함하여 회귀분석을 수행한 결과, 유의한 차이가 관찰되지 아니하였다.

〈표 3〉 변수 간 피어슨 상관관계

Variables	$E_t$	$E_{t-1}$	$PE_{t-1}$	$SE_{t-1}$	$AF_t$	$FERR_t$	$FERR_{t-1}$	$RET_{t-1}$	$SIZE_{t-1}$	$COVER_t$	$VOL_t$	$LOSS_t$	$HOR_t$
$E_{t-1}$	0.72 (0.00)												
$PE_{t-1}$	0.63 (0.00)	0.93 (0.00)											
$SE_{t-1}$	0.29 (0.00)	0.29 (0.00)	-0.08 (0.00)										
$AF_t$	0.84 (0.00)	0.88 (0.00)	0.82 (0.00)	0.24 (0.00)									
$FERR_t$	-0.19 (0.00)	0.36 (0.00)	0.41 (0.00)	-0.07 (0.00)	0.36 (0.00)								
$FERR_{t-1}$	0.00 (0.87)	0.00 (0.83)	0.04 (0.08)	-0.10 (0.00)	0.08 (0.00)	0.16 (0.00)							
$RET_{t-1}$	0.36 (0.00)	0.17 (0.00)	0.12 (0.00)	0.13 (0.00)	0.32 (0.00)	-0.03 (0.14)	-0.22 (0.00)						
$SIZE_{t-1}$	-0.27 (0.00)	-0.37 (0.00)	-0.40 (0.00)	0.07 (0.00)	-0.41 (0.00)	-0.29 (0.00)	-0.17 (0.00)	-0.29 (0.00)					
$COVER_t$	0.05 (0.03)	0.04 (0.08)	0.04 (0.03)	0.03 (0.14)	0.03 (0.11)	-0.02 (0.34)	0.00 (0.94)	-0.22 (0.00)	0.53 (0.00)				
$VOL_t$	0.02 (0.23)	0.22 (0.00)	0.23 (0.00)	0.01 (0.70)	0.17 (0.00)	0.25 (0.00)	0.12 (0.00)	-0.11 (0.00)	-0.34 (0.00)	-0.06 (0.00)			
$LOSS_t$	-0.18 (0.00)	-0.12 (0.00)	-0.11 (0.00)	-0.06 (0.00)	-0.14 (0.00)	-0.03 (0.20)	0.05 (0.01)	-0.12 (0.00)	0.04 (0.06)	-0.03 (0.11)	-0.01 (0.46)		
$HOR_t$	-0.01 (0.60)	0.00 (0.87)	-0.01 (0.79)	0.02 (0.42)	0.03 (0.09)	0.09 (0.00)	0.00 (0.91)	-0.03 (0.15)	0.11 (0.00)	0.16 (0.00)	-0.03 (0.09)	-0.07 (0.00)	
$CONSEP_t$	-0.04 (0.03)	-0.02 (0.24)	0.01 (0.52)	-0.10 (0.00)	-0.07 (0.00)	-0.05 (0.02)	-0.06 (0.01)	-0.09 (0.00)	0.04 (0.07)	-0.02 (0.43)	-0.02 (0.26)	-0.02 (0.23)	0.03 (0.11)

주1) 괄호 안의 값은 p값을 나타냄

주2) 변수의 정의는 〈표 2〉 참조

정확히 평가하여 당기 연결이익을 예측하는지에 대한 회귀분석 결과를 제시한다. 가설 검증에 앞서 연결이익 및 그 구성요소의 실제 지속성과 재무분석가의 이익예측치에 반영된 평가 지속성을 분석하였으며, 그 결과는 〈표 4〉와 같다.<sup>18)</sup>

[패널 A]는 연결이익의 실제 지속성과 평가 지속

성을 비교한 결과이다. 연결이익의 실제 지속성 계수는 0.631, 재무분석가의 연결이익 예측에 반영된 평가 지속성 계수는 0.810이며, 그 차이는 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 재무분석가가 분석대상 기업의 과거 영업실적이 미래에 지속되는 정도를 실제보다 과대평가하여 보다 낙관적인 예측

18) 재무분석가 평가 지속성을 분석하기 위한 표본과 동일하게 예측치-기업-연도 수준의 관측치를 이용하였다. 기업-연도 수준의 관측치를 이용할 경우(272개 기업-연도), 연결이익과 지배회사 및 종속회사 이익의 지속성 계수는 각각 0.674, 0.649와 0.848이며, F-test 결과 연결이익 구성요소 간 지속성의 차이는 1% 수준에서 유의하게 나타났다(F-value=3.69, p=0.0021).

〈표 4〉 실제 이익지속성과 재무분석가 평가 이익지속성의 비교

[패널 A] 연결이익의 지속성 평가

실제 이익지속성:  $E_{jt} = a_0 + a_1 E_{jt-1} + \varepsilon_{1jt}$  (1a)

평가 이익지속성:  $AF_{ijt} = c_0 + c_1 E_{jt-1} + \nu_{1ijt}$  (2a)

차이(2a-1a):  $FERR_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{jt-1} + \omega_{1ijt}$  (3a)

Variables	Model (1a)		Model (2a)		Model (3a)	
	Estimate	t-value	Estimate	t-value	Estimate	t-value
intercept	0.014***	8.95	0.020***	18.73	0.006***	5.67
E <sub>t-1</sub>	0.631***	37.44	0.810***	67.51	0.191***	12.67
F-value	2,556.58		8,658.68		367.50	
Adj. R <sup>2</sup>	51.50%		78.25%		13.21%	
N	2,408		2,408		2,408	

[패널 B] 지배회사와 종속회사 이익의 지속성 평가

실제 이익지속성:  $E_{jt} = b_0 + b_1 PE_{jt-1} + b_2 SE_{jt-1} + \varepsilon_{2jt}$  (1b)

평가 이익지속성:  $AF_{ijt} = d_0 + d_1 PE_{jt-1} + d_2 SE_{jt-1} + \nu_{2ijt}$  (2b)

차이(2b-1b):  $FERR_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 PE_{jt-1} + \beta_2 SE_{jt-1} + \omega_{2ijt}$  (3b)

Variables	Model (1b)		Model (2b)		Model (3b)	
	Estimate	t-value	Estimate	t-value	Estimate	t-value
intercept	0.011***	6.97	0.020***	16.80	0.009***	8.14
PE <sub>t-1</sub>	0.606***	32.07	0.812***	59.40	0.220***	13.57
SE <sub>t-1</sub>	0.879***	25.21	0.826***	25.24	-0.061**	-2.12
F-test	b <sub>1</sub> =b <sub>2</sub> : 55.09(p=0.000)		d <sub>1</sub> =d <sub>2</sub> : 0.17(p=0.677)		β <sub>1</sub> =β <sub>2</sub> : 73.65(p=0.000)	
F-value	1,281.06		4,099.84		239.88	
Adj. R <sup>2</sup>	51.54%		77.30%		16.56%	
N	2,408		2,408		2,408	

주1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내며(양측검정), t값은 이분산성을 조정한 값임

주2) 변수의 정의는 〈표 2〉 참조

치를 제공함을 의미한다.

[패널 B]는 연결이익을 지배회사와 종속회사 각각이 창출한 이익으로 구분하여 분석한 결과이다. 지배회사와 종속회사 이익의 실제 지속성 계수는 각각 0.606과 0.879이며, F-test 결과 종속회사 이

익이 지배회사 이익보다 미래 연결이익에 기여하는 정도가 유의하게 높은 것으로 나타났다. 재무분석가의 연결이익 예측에 반영된 지배회사와 종속회사 이익의 지속성 계수는 각각 0.812와 0.826으로 그 차이가 유의하지 않았다. 이는 지배회사와 종속회사

〈표 5〉 재무분석가의 이익지속성 평가: 연결영업이익의 예측

$$FERR_{ijt} = \gamma_0 + \gamma_1 E_{jt-1} + \gamma_2 FERR_{ijt-1} + \gamma_3 RET_{jt-1} + \gamma_4 SIZE_{jt-1} + \gamma_5 COVER_{jt} + \gamma_6 VOL_{jt} + \gamma_7 LOSS_{ijt} + \gamma_8 HOR_{ijt} + YD + ID + \tau_{1ijt} \quad (4a)$$

$$FERR_{ijt} = \delta_0 + \delta_1 PE_{jt-1} + \delta_2 SE_{jt-1} + \delta_3 FERR_{ijt-1} + \delta_4 RET_{jt-1} + \delta_5 SIZE_{jt-1} + \delta_6 COVER_{jt} + \delta_7 VOL_{jt} + \delta_8 LOSS_{ijt} + \delta_9 HOR_{ijt} + YD + ID + \tau_{2ijt} \quad (4b)$$

Independent variables	Predicted sign	Model (4a)		Model (4b)	
		Estimate	t-value	Estimate	t-value
intercept		-0.155***	-5.10	-0.178***	-5.74
E <sub>t-1</sub>	?	0.155***	12.32		
PE <sub>t-1</sub>	?			0.179***	13.06
SE <sub>t-1</sub>	?			0.012	0.41
FERR <sub>t-1</sub>	+	0.069	1.60	0.067	1.58
RET <sub>t-1</sub>	-	-0.014***	-3.77	-0.012***	-3.26
SIZE <sub>t-1</sub>	-	-0.003***	-4.54	-0.002***	-2.74
COVER <sub>t</sub>	+/-	0.003	1.35	0.001	0.48
VOL <sub>t</sub>	+	1.459***	8.24	1.512***	8.35
LOSS <sub>t</sub>	+	-0.007	-1.32	-0.006	-1.20
HOR <sub>t</sub>	+	0.035***	6.87	0.036***	6.94
Year dummy		included		included	
Industry dummy		included		included	
F-test		N/A		δ <sub>1</sub> =δ <sub>2</sub> : 29.05 (p<0.0001)	
F-value		75.92		73.80	
Adj. R <sup>2</sup>		28.81%		29.75%	
N		2,408		2,408	

주1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내며(양측검정), t값은 이분산성을 조정한 값임

주2) 변수의 정의는 〈표 2〉 참조

이익이 미래 연결이익에 기여하는 정도가 상이함에도 불구하고 재무분석가는 그 차이를 고려하지 않고 지속성을 동일하게 평가하여 연결이익 예측치를 산정함을 의미한다. 그 결과, 재무분석가의 연결이익 예측치에는 지배회사 이익의 경우 실제보다 과대평가, 종속회사 이익의 경우 과소평가되어 반영되어 있는 것으로 나타났다.

〈표 4〉의 결과는 재무분석가가 분석대상 기업이 보고한 전기 연결이익 및 이익구성요소에 포함되어 있

는 정보를 합리적으로 해석하지 못하고 당기 연결이익 예측치를 산정할 가능성이 있음을 나타낸다. 이에 다음에서는 연결이익의 지속성 평가에 있어 재무분석가의 예측효율성의 정도를 검증하였으며, 그 결과는 〈표 5〉와 같다.

식(4a)는 예측효율성 및 예측편의에 영향을 미치는 기타 변수들을 통제한 후 재무분석가의 연결이익 지속성 평가능력을 검증한 결과이다. E<sub>t-1</sub>의 계수값은 0.155로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관성

을 가지는데( $t=12.32$ ), 이는 재무분석가가 전기 연결이익이 당기 연결이익에 기여하는 정도를 과대평가하여 연결이익 예측치를 산정함을 의미한다.

식(4b)는 연결이익을 지배회사와 종속회사 이익으로 구분하여 분석한 결과이다.  $PE_{t-1}$ 의 계수값은 0.179로 1% 수준에서 유의한 양(+ )의 상관성을 가지는 반면( $t=13.06$ ),  $SE_{t-1}$ 의 계수값은 통계적으로 유의하지 않았다. 이러한 결과는 재무분석가가 당기 연결이익을 예측함에 있어 지배회사가 보고한 별도이익이 당기 연결영업성과에 기여하는 정도는 과대평가하지만, 종속회사로 인해 증분적으로 증가한 연결이익이 당기 연결영업성과에 기여하는 정도는 과대평가하지 않음을 의미한다.

재무분석가의 이익예측이 평균적으로 낙관적이며 연결실체에 대한 예측치를 제공하는 재무분석가는 종속회사가 아닌 지배회사를 추종하는 재무분석가임을 고려할 때, 위와 같은 결과는 재무분석가가 종속회사보다 자신이 추종하는 지배회사가 창출한 이익의 지속성을 보다 더 낙관적으로 평가하는 것으로 해석할 수 있다.

통제변수는 대체로 예상과 동일한 결과를 보여준다. 예측오차 간에는 시계열적 상관관계가 있으며 (Ali et al., 1992), 재무분석가는 예측치를 산정할 때 전기 주식수익률에 포함된 정보를 충분히 반영하지 않는 것으로 나타났다(Abarbanell, 1991). 또한, 기업규모가 작을수록(Lim, 2001), 주식수익률의 변동성이 클수록(Lim, 2001), 예측시점이 빠를수록 보다 더 낙관적인 예측치를 제공하는 것으로 나타났다.

〈표 5〉의 결과를 종합하면, 재무분석가는 당기 연결이익을 예측함에 있어 전기 연결이익 및 그 구성요소에 포함된 미래 연결이익에 대한 정보를 합리적으로 해석하지 못하며, 그 결과 미래 연결이익, 특

히, 지배회사로부터 창출될 것으로 예상되는 이익을 과대예측하고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 재무분석가가 연결실체 내 기업별 영업성과의 지속성을 연결이익의 예측에 효율적으로 반영하지 못한다는 것으로써 연결기준 이익예측이 적절히 이루어지고 있는지에 대한 의문을 제기한다.

#### 4.2.2 재무분석가 예측정보의 범위와 이익지속성 평가능력 간 관계

본 항에서는 연결이익 예측치를 제공하는 재무분석가가 지배회사 개별실체에 대한 예측치를 제공하는지 여부에 따라 이익지속성 평가행태가 달라지는지를 분석하였으며, 그 결과는 〈표 6〉과 같다.

먼저 식(5b)의 회귀분석 결과,  $PE_{t-1}$ 의 계수값은 0.186으로 1% 수준에서 유의한 양(+ )의 상관성을 가지지만( $t=12.72$ ),  $SE_{t-1}$ 는 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 연결기준 예측치만을 제공하는 재무분석가는 연결영업이익을 예측함에 있어 지배회사의 과거영업성과가 미래에도 유지되는 정도는 과대평가하지만 종속회사의 과거영업성과에 대해서는 과대평가하지 않음을 의미하는 것으로 〈표 5〉의 결과와 일관된다.

관심변수인  $PE_{t-1} * CONSEP_t$ 의 계수값은  $-0.070$  ( $t=-3.30$ )으로 나타났는데, 이는 연결과 별도기준 예측치를 제공하는 재무분석가는 연결기준 예측치만을 제공하는 재무분석가에 비해 지배회사 이익지속성에 대한 과대평가의 정도가 감소함을 의미한다.  $SE_{t-1} * CONSEP_t$ 의 계수값은  $SE_{t-1}$ 와 마찬가지로 통계적으로 유의하지 않았다. 즉, 재무분석가들은 지배회사가 보고한 별도이익이 미래 연결이익에 기여하는 정도에 대해서는 평균적으로 과대평가하는 경향이 있지만, 별도이익에 대한 예측치를 제공하는

〈표 6〉 재무분석가의 예측범위와 이익지속성 평가

$$FERR_{ijt} = \rho_0 + \rho_1 E_{jt-1} + \rho_2 E_{jt-1} \times CONSEP_{ijt} + \rho_3 FERR_{ijt-1} + \rho_4 RET_{jt-1} + \rho_5 SIZE_{jt-1} + \rho_6 COVER_{jt} + \rho_7 VOL_{jt} + \rho_8 LOSS_{ijt} + \rho_9 HOR_{ijt} + YD + ID + \psi_{ijt} \quad (5a)$$

$$FERR_{ijt} = \lambda_0 + \lambda_1 PE_{jt-1} + \lambda_2 PE_{jt-1} \times CONSEP_{ijt} + \lambda_3 SE_{jt-1} + \lambda_4 SE_{jt-1} \times CONSEP_{ijt} + \lambda_5 FERR_{ijt-1} + \lambda_6 RET_{jt-1} + \lambda_7 SIZE_{jt-1} + \lambda_8 COVER_{jt} + \lambda_9 VOL_{jt} + \lambda_{10} LOSS_{ijt} + \lambda_{11} HOR_{ijt} + YD + ID + \psi_{ijt} \quad (5b)$$

Independent variables	Predicted sign	Model (5a)		Model (5b)	
		Estimate	t-value	Estimate	t-value
intercept		-0.156***	-5.13	-0.184***	-5.88
E <sub>t-1</sub>	?	0.157***	12.11		
E <sub>t-1</sub> *CONSEP <sub>t</sub>	?	-0.029*	-1.67		
PE <sub>t-1</sub>	?			0.186***	12.72
PE <sub>t-1</sub> *CONSEP <sub>t</sub>	?			-0.070***	-3.30
SE <sub>t-1</sub>	?			0.005	0.16
SE <sub>t-1</sub> *CONSEP <sub>t</sub>	?			0.101	1.12
FERR <sub>t-1</sub>	+	0.067	1.56	0.065	1.53
RET <sub>t-1</sub>	-	-0.014***	-3.80	-0.012***	-3.33
SIZE <sub>t-1</sub>	-	-0.003***	-4.48	-0.002**	-2.50
COVER <sub>t</sub>	+/-	0.003	1.26	0.001	0.33
VOL <sub>t</sub>	+	1.465***	8.24	1.534***	8.34
LOSS <sub>t</sub>	+	-0.007	-1.36	-0.006	-1.26
HOR <sub>t</sub>	+	0.035***	6.92	0.036***	7.06
Year dummy		included		included	
Industry dummy		included		included	
F-test		ρ <sub>1</sub> +ρ <sub>2</sub> =0: 32.72 (p < 0.0001)		λ <sub>1</sub> +λ <sub>2</sub> =0: 17.40 (p < 0.0001) λ <sub>3</sub> +λ <sub>4</sub> =0: 0.93 (p=0.3347)	
F-value		70.65		65.10	
Adj. R <sup>2</sup>		28.83%		29.88%	
N		2,408		2,408	

주1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내며(양측검정), t값은 이분산성을 조정한 값임

주2) 변수의 정의는 〈표 2〉 참조

재무분석가의 경우에는 이러한 과대평가의 정도가 약 38% 가량 감소하였다.

식(5a)의 회귀분석 결과, E<sub>t-1</sub>의 계수값은 0.157 (t=12.11), E<sub>t-1</sub>\*CONSEP<sub>t</sub>의 계수값은 -0.029

(t=-1.67)로 연결기준 예측치만 제공하는 재무분석가에 비해 연결과 별도기준 예측치를 함께 제공하는 재무분석가가 과거 연결영업이익의 지속성을 보다 덜 낙관적으로 예측치에 반영하는 것으로 나타났다

다. 하지만  $p_1 + p_2 = 0$ 에 대한 F-test 결과, 연결 및 별도기준 예측치를 제공하는 재무분석가의 경우에도 여전히 연결이익의 지속성을 과대평가하는 것으로 관찰되었다( $p\text{-value} < 0.0001$ ).

연결 및 별도기준 예측치를 제공하는 재무분석가는 연결실체의 종합적인 경영성과에 대한 예측능력 뿐만 아니라 연결이익의 발생원천에 대한 예측능력까지 함께 평가받게 된다. 예를 들어, 재무분석가가 연결영업성과에 대한 예측치만을 제공하는 경우 예측정보 이용자들은 연결이익 예측오차를 통해 이들의 예측능력을 평가할 수 있지만, 재무분석가가 연결영업성과와 지배회사의 별도영업성과에 대한 예측치를 함께 제공하는 경우 예측정보 이용자들은 연결이익 예측오차뿐만 아니라 별도이익 예측오차를 통해 이들의 예측능력을 평가할 수 있게 된다. 본 연구는 재무분석가가 예측오차의 발생 가능성이 증가함에도 불구하고 세부적인 정보를 제공하는 이유를 예측효율성 관점에서 분석하고자 하였다.

〈표 6〉의 결과는 지배회사의 성과에 대한 예측치를 추가적으로 제공하는 재무분석가는 지배회사 이익이 연결실체의 성과에 미치는 영향에 대한 분석능력이 보다 우수함을 제시하고 있다. 이를 통해 연결실체 이익의 발생원천에 대한 예측능력이 높은 재무분석가가 보다 세부적인 정보를 제공하는 성향이 있음을 간접적으로 유추할 수 있다. 하지만 그럼에도 불구하고 두 그룹의 재무분석가 모두 연결이익과 지배회사 이익의 지속성에 대해 과대평가하여 연결이익을 예측하고 있으며, 이는 재무분석가가 연결공시정보를 합리적으로 이용하고 있지 못함을 의미한다.

## 4.3 추가분석

### 4.3.1 개별재무제표 기준 예측치를 이용한 분석

가설 1의 분석 결과는 재무분석가가 연결이익을 예측함에 있어 기업이 보고한 연결실적 및 그 구성요소의 지속성을 적절히 반영하지 못하고 있음을 나타낸다. 추가분석에서는 연결재무제표 작성대상이 아닌 기업을 대상으로 개별기업에 대한 이익 예측치를 제공하는 재무분석가가 분석대상 개별기업의 이익지속성을 적절히 평가하는지를 분석하였으며, 그 결과는 〈표 7〉과 같다.<sup>19)</sup>

분석 결과,  $E_{t-1}$ 의 계수값은 통계적으로 유의하지 않았으며, 이는 개별재무제표 작성대상 기업의 이익을 예측하는 재무분석가는 개별기업의 이익지속성을 정확히 평가하여 이익 예측치를 산출함을 의미한다. 연결실체의 이익을 예측하는 재무분석가가 연결영업이익의 지속성을 과대평가하는데 반해 개별기업의 이익을 예측하는 재무분석가는 개별영업이익의 지속성을 합리적으로 평가한다는 것은 K-IFRS의 도입으로 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따라 재무분석가 역시 연결기준 예측치를 제공하고 있지만 연결실체의 성과를 합리적으로 예측하지 못하고 있으며, 개별기준 예측에 비해 연결기준 예측에 더 어려움을 겪고 있음을 시사한다.

### 4.3.2 표본의 세분화

4.2절의 분석 결과는 재무분석가가 연결실체가 보고한 전기 성과, 특히, 지배회사의 영업성과를 당기 연결이익 예측에 과대평가하여 반영함을 보여준다.

19) 식(4a)의 모형을 이용하되, 각 변수는 개별재무제표 기준으로 측정하였다. 다만, 식(4a)의 통제변수 중 LOSS<sub>it</sub>는 개별영업이익 예측 표본에서 모두 0의 값을 가지므로 제외하였다.

〈표 7〉 재무분석가의 이익지속성 평가: 개별영업이익 예측

$$FERR_{ijt} = \gamma_0 + \gamma_1 E_{jt-1} + \gamma_2 FERR_{ijt-1} + \gamma_3 RET_{jt-1} + \gamma_4 SIZE_{jt-1} + \gamma_5 COVER_{jt} + \gamma_6 VOL_{jt} + \gamma_7 HOR_{ijt} + YD + ID + \tau_{ijt} \quad (4a')$$

Independent variables	Predicted sign	Estimate	t-value
intercept		-0.016	-0.21
E <sub>t-1</sub>	?	-0.040	-1.14
FERR <sub>t-1</sub>	+	0.078	0.77
RET <sub>t-1</sub>	-	0.009	1.14
SIZE <sub>t-1</sub>	-	-0.004	-1.10
COVER <sub>t</sub>	+/-	0.002	0.65
VOL <sub>t</sub>	+	1.243**	2.31
HOR <sub>t</sub>	+	0.020	1.37
Year dummy		included	
Industry dummy		included	
F-value		1.70	
Adj. R <sup>2</sup>		5.21%	
N		154	

주1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내며(양측검정), t값은 이분산성을 조정한 값임

주2) 변수의 정의는 〈표 2〉 참조

추가분석에서는 연결영업이익에서 지배회사 및 종속회사 이익이 차지하는 비중과 종속회사의 수에 따라 재무분석가의 이익지속성 평가 행태가 달라지는지를 분석하였으며, 그 결과는 〈표 8〉과 같다.

[패널 A]는 연결이익에서 지배회사 별도이익이 차지하는 비율의 중위수를 기준으로 표본을 구분하여 분석한 결과이다. 연결이익 예측치를 산정함에 있어 재무분석가가 과거 연결이익의 지속성을 과대평가하는 행태는 이전의 분석결과와 일관되나, 연결영업이익의 구성요소별 평가행태는 다소 상이하게 나타났다. 구체적으로, 연결영업이익에서 지배회사 영업이익의 비중이 높은 그룹에서는(high PE sample) 지배회사 이익의 지속성은 과대평가하지만 종속회사 이익의 지속성은 적절하게 평가하며 이는 전체표본

을 대상으로 한 결과와 일관된다. 하지만, 연결영업이익에서 지배회사 영업이익의 비중이 낮은 그룹(low PE sample), 즉, 종속회사 영업이익의 비중이 높은 그룹에서는 지배회사와 종속회사 이익의 지속성을 모두 과대평가하는 것으로 나타나 지배회사 이익의 지속성만을 과대평가함을 보여준 주분석 결과와는 다소 상이한 결과를 보여준다.

이는 연결이익에 각 개별회사가 기여하는 정도에 따라 재무분석가의 지속성 평가행태가 상이한 것으로 해석할 수 있다. 즉, [패널 A]의 결과를 통해 재무분석가는 연결이익에 기여하는 정도가 큰 회사의 이익지속성은 낙관적으로 평가하지만 연결이익에 기여하는 정도가 낮은 회사의 이익에 대해서는 이러한 낙관적 평가오류가 감소함을 알 수 있다.

[패널 B]는 연결대상 종속회사 수의 중위수를 기준으로 표본을 구분하여 분석한 결과이다. 연결실체가 보고한 과거 영업성과에 대한 지속성 평가의 경우, 두 하위표본 모두에서 재무분석가는 실제 지속성보다 과대평가하는 것으로 나타났다. 연결영업이익의

구성요소별 지속성 평가의 경우, 종속회사의 수가 많은 그룹에서는(high SUB sample) 지배회사와 종속회사 이익의 지속성을 모두 과대평가하지만, 종속회사의 수가 적은 그룹에서는(low SUB sample) 지배회사 이익의 지속성만을 과대평가하는 차별적

〈표 8〉 표본의 세분화

$$FERR_{ijt} = \gamma_0 + \gamma_1 E_{jt-1} + \gamma_2 FERR_{ijt-1} + \gamma_3 RET_{jt-1} + \gamma_4 SIZE_{jt-1} + \gamma_5 COVER_{jt} + \gamma_6 VOL_{jt} + \gamma_7 LOSS_{ijt} + \gamma_8 HOR_{ijt} + YD + ID + \tau_{1ijt} \quad (4a)$$

$$FERR_{ijt} = \delta_0 + \delta_1 PE_{jt-1} + \delta_2 SE_{jt-1} + \delta_3 FERR_{ijt-1} + \delta_4 RET_{jt-1} + \delta_5 SIZE_{jt-1} + \delta_6 COVER_{jt} + \delta_7 VOL_{jt} + \delta_8 LOSS_{ijt} + \delta_9 HOR_{ijt} + YD + ID + \tau_{2ijt} \quad (4b)$$

[패널 A] 지배회사 별도영업이익 비율을 기준으로 표본을 구분

Indep. variables	Pred. sign	(a) high PE sample				(b) low PE sample			
		model (4a)		model (4b)		model (4a)		model (4b)	
		Estimate	t-value	Estimate	t-value	Estimate	t-value	Estimate	t-value
intercept		-0.212***	-3.31	-0.223***	-3.43	-0.106***	-3.98	-0.106***	-3.89
$E_{t-1}$	?	0.128***	6.24			0.073***	5.45		
$PE_{t-1}$	?			0.140***	6.68			0.063***	4.38
$SE_{t-1}$	?			0.049	0.31			0.077*	1.70
$FERR_{t-1}$	+	0.002	0.04	-0.002	-0.03	0.159***	2.64	0.157**	2.43
$RET_{t-1}$	-	-0.027***	-4.09	-0.027***	-4.06	-0.010***	-3.78	-0.010***	-3.16
$SIZE_{t-1}$	-	-0.007***	-4.38	-0.006***	-3.95	0.001	1.38	0.001	1.29
$COVER_t$	+/-	0.008*	1.72	0.008*	1.70	-0.006***	-2.74	-0.007***	-2.68
$VOL_t$	+	2.070***	6.14	2.072***	6.08	0.998***	5.65	1.001***	5.28
$LOSS_t$	+	0.010	1.46	0.011*	1.64	-0.021***	-4.55	-0.021***	-4.53
$HOR_t$	+	0.056***	5.32	0.057***	5.36	0.016***	4.08	0.017***	4.12
Dif. ((a)-(b))									
$E_{t-1}$		0.055**	2.25						
$PE_{t-1}$				0.076***	2.99				
$SE_{t-1}$				-0.029	-0.18				
Year dummy		included		included		included		included	
Industry dummy		included		included		included		included	
F-value		54.94		51.43		24.46		21.88	
Adj. R <sup>2</sup>		38.13%		38.28%		19.39%		18.74%	
N		1,139		1,139		1,269		1,269	

〈표 8〉 표본의 세분화 (계속)

[패널 B] 종속회사 수를 기준으로 표본을 구분

Indep. variables	Pred. sign	(a) high SUB sample				(b) low SUB sample			
		model (4a)		model (4b)		model (4a)		model (4b)	
		Estimate	t-value	Estimate	t-value	Estimate	t-value	Estimate	t-value
intercept		-0.126***	-3.99	-0.129***	-3.97	-0.230***	-3.31	-0.244***	-3.55
$E_{t-1}$	?	0.158***	11.57			0.156***	5.15		
$PE_{t-1}$	?			0.165***	10.66			0.189***	6.11
$SE_{t-1}$	?			0.130***	3.96			-0.090	-1.48
$FERR_{t-1}$	+	-0.131***	-2.75	-0.125***	-2.64	0.388***	5.55	0.347***	5.03
$RET_{t-1}$	-	-0.029***	-7.14	-0.027***	-7.07	-0.006	-1.15	-0.005	-0.93
$SIZE_{t-1}$	-	-0.002***	-2.73	0.797***	4.48	-0.002	-1.44	-0.002	-1.45
$COVER_t$	+/-	0.001	0.27	-0.002**	-2.41	0.005	1.50	0.005	1.39
$VOL_t$	+	0.794***	4.64	-0.001	-0.21	2.082***	7.60	2.170***	7.99
$LOSS_t$	+	-0.023***	-3.75	-0.023***	-3.63	0.016***	3.08	0.014***	2.82
$HOR_t$	+	0.030***	5.61	0.030***	5.67	0.039***	3.61	0.042***	3.93
Dif. ((a)-(b))									
$E_{t-1}$		0.003	0.08						
$PE_{t-1}$				-0.025	-0.71				
$SE_{t-1}$				0.220***	3.20				
Year dummy		included		included		included		included	
Industry dummy		included		included		included		included	
F-value		51.23		47.07		44.02		44.02	
Adj. R <sup>2</sup>		28.84%		28.59%		41.29%		43.10%	
N		1,612		1,612		796		796	

주1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내며(양측검정), t값은 이분산성을 조정한 값임

주2) high(low) PE sample은 연결영업이익에서 지배회사 별도영업이익이 차지하는 비율이 중위수를 상회(하회)하는 기업에 대한 예측치로 구성됨

주3) high(low) SUB sample은 연결대상 종속회사 수가 중위수를 상회(하회)하는 기업에 대한 예측치로 구성됨

주4) 변수의 정의는 〈표 2〉 참조

행태를 보여주고 있다. high SUB sample의 결과는 종속회사 이익의 지속성까지 과대평가한다는 점에서 주분석의 결과와는 다소 상이하지만 [패널 A]의 low PE sample의 결과와는 일관된다. 이러한 결과는 연결이익의 예측에서 종속회사 이익의 예측이 차지하는 중요도에 따라 재무분석가의 예측행태

가 달라지는 것으로 해석할 수 있다.

〈표 8〉의 결과를 종합하면, 재무분석가는 자신이 추종하는 연결실체 내 지배회사의 이익에 대해서는 낙관적 예측성향을 보이며, 종속회사에 대해서는 연결이익에 기여하는 정도가 크고 연결실체에서 차지하는 비중이 클수록 낙관적 예측성향을 보임을 알 수 있다.

## V. 결론

본 연구는 재무분석가가 연결실체를 기준으로 추정된 영업이익 예측치를 대상으로 재무분석가의 연결이익 예측이 합리적인지를 이익지속성 평가능력에 초점을 맞추어 분석하였다. 구체적으로, 재무분석가가 연결실체를 구성하는 지배회사와 종속회사 이익의 지속성에 대한 정확한 이해를 바탕으로 연결이익을 예측하는지를 검증하였으며, 재무분석가가 제공하는 예측정보의 범위에 따라 연결이익 및 이익구성 요소에 대한 지속성 평가 행태가 달리 나타나는지를 검증하였다.

2011년부터 2013년까지의 기간 동안 연결대상 종속회사가 있는 유가증권시장 및 코스닥시장 상장 기업에 대해 전기 사업보고서 공시일로부터 당기 사업보고서 공시일 전일까지의 기간 동안 개별 재무분석가가 발표한 최초 연결이익 예측치를 분석 대상으로 하였으며, 실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 재무분석가는 당기 연결영업이익을 예측함에 있어 그 이익구성요소별로 상이한 지속성 평가 행태를 보이는 것으로 나타났다. 구체적으로, 지배회사 영업성과의 지속성에 대해서는 과대평가하는 것으로 나타난 반면, 종속회사 영업성과의 지속성에 대해서는 이와 같은 과대평가 오류가 관찰되지 아니하였다. 그 결과 연결영업이익에 대해 그 지속성을 실제보다 과대평가하여 연결이익 예측치를 산정하는 것으로 나타났는데, 이는 재무분석가가 기업이 보고한 전기 연결실적 및 그 구성요소를 당기 연결이익의 예측에 효율적으로 반영하지 못함을 나타낸다.

둘째, 연결과 별도기준 예측치를 제공하는 재무분석가는 연결기준 예측치만 제공하는 재무분석가에 비해 지배회사 이익지속성에 대한 과대평가 오류가

감소하며, 그 결과 연결이익의 지속성에 대한 과대평가 오류 역시 감소하는 것으로 나타났다. 이는 재무분석가가 연결실체 내 각 회사, 특히, 지배회사에 대한 분석능력이 높거나 정보가 많은 경우 예측정보 이용자에 의한 평가대상이 확대됨에도 불구하고 연결실체가 창출한 성과의 발생원천을 추정할 수 있는 정보를 함께 제공함을 의미한다. 하지만 그럼에도 불구하고 연결 및 별도기준 예측을 함께 제공하는 재무분석가 역시 연결이익과 지배회사 이익의 지속성에 대해 여전히 과대평가하는 것으로 나타났는데, 이는 세분화된 연결예측정보를 제공하는 재무분석가 일지라도 연결공시정보를 합리적으로 이용하고 있지 못함을 의미한다.

추가분석에서 연결대상 종속회사가 없는 개별재무제표 작성대상 기업만을 대상으로 재무분석가의 이익 지속성 평가행태를 분석한 결과, 연결이익의 지속성을 과대평가하는 것과 달리 개별이익의 지속성은 합리적으로 평가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 K-IFRS 도입으로 인해 연결재무제표가 주 재무제표가 됨에 따라 재무분석가 역시 연결기준 예측치를 제공하고 있지만 연결실체의 성과를 합리적으로 예측하지 못하고 있으며, 연결이익의 예측에 어려움을 겪고 있음을 시사한다.

본 연구는 회계정보의 주요 이용자 중의 하나인 재무분석가가 연결실체를 잘 이해하고 연결이익을 예측하는지에 대한 실증결과를 제시하였는데 그 의의가 있다. 2011년 이후 모든 상장기업에 대해 K-IFRS가 의무적용됨에 따라 연결재무제표 중심의 공시체제로 회계환경이 변화되었음에도 불구하고 회계정보 제공자 및 이용자들이 연결재무제표에 대해 이해하고 있는지에 대한 실증연구는 미미한 실정이다. 특히, 일반 투자자에 비해 높은 분석력과 많은 정보를 보유하고 있는 것으로 평가받는 재무분석가

가 연결실체 내 구성회사별 이익지속성을 정확히 평가하지 못한다는 것은 연결기준 공시의 질적 수준이 더 향상될 필요가 있음을 시사한다. 또한 K-IFRS 하에서는 연결, 별도 및 개별재무제표의 세 가지 유형의 재무제표가 존재하여 투자자들의 혼란이 우려되는 상황에서 재무분석가의 별도기준 예측치의 선택적 제공이 가지는 의미를 밝힘으로써 투자자의 경제적 의사결정에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구의 결과를 기초로 여러 가지 연구주제를 분석해 볼 수 있다. 첫째, 자본시장의 투자자들은 연결이익 및 그 구성요소의 지속성에 대해 합리적으로 평가하는지를 살펴볼 수 있다. 본 연구의 결과는 정보량 및 분석능력 측면에서 일반 투자자보다 우위를 가지는 것으로 평가되는 재무분석가가 연결이익정보의 해석에 어려움을 겪고 있음을 나타낸다. 따라서 재무분석가가 제시한 예측정보를 의사결정에 이용하는 투자자 역시 기업이 제공하는 연결이익정보를 합리적으로 해석하지 못할 가능성이 있으므로 이를 진단체 불 필요가 있다. 둘째, 재무분석가가 제공하는 예측정보의 범위에 따라 투자자들의 지속성 평가행태가 달라지는지를 분석해 볼 수 있다. 본 연구는 연결이익에 더하여 별도이익 예측치를 추가적으로 제시하는 재무분석가, 즉, 정보제공자 입장에서 추가정보의 제공이 가지는 의미를 분석하였다. 미래의 연구는 정보이용자인 투자자 입장에서 재무분석가의 추가정보 제공이 가지는 의미를 분석해 볼 수 있을 것이다. 연결재무정보의 제공 및 이용에 대한 미래의 심도 있는 연구를 기대한다.

## 참고문헌

- 손성규(1996), "재무분석가에 의한 회계정보예측의 효율성에 대한 연구," **회계학연구**, 21(1), 1-19.
- 오광욱, 기은선(2012), "재무분석가의 법인세비용 예측여부 결정 요인 및 예측정보의 유용성에 관한 실증연구," **세무학연구**, 29(2): 137-163.
- 이성균, 오환중, 양동재(2012), "발생액 평가에 대한 투자자와 재무분석가의 비교," **국제회계연구**, 46, 195-218.
- 이우재, 정석우, 최승욱(2014), "감사인의 국제회계기준 도입 자문서비스와 재무분석가의 예측정확성 및 수요: K-IFRS 연결재무제표를 중심으로," **회계학연구**, 39(3), 249-290.
- 전성빈, 이아영, 김명인, 김성혜, 조은호(2013), "공시정보와 사적정보에 대한 재무분석가의 인식과 이용행태," **회계저널**, 22(3), 253-295.
- 정성환, 한승수(2011), "재무분석가의 발생액 구분 능력과 경영자 이익조정관의 관계에 관한 연구," **회계학연구**, 36(3), 103-133.
- 최관, 박종일, 최성호(2013), "IFRS 도입이 회계의 질에 미친 영향과 경제적 효과: 문헌검토와 미래연구에 대한 제안," **회계학연구**, 38(2), 525-591.
- 최중서, 광영민, 공경태(2013), "별도재무제표의 유용성 제고 방안에 관한 연구," **회계저널**, 22(3), 101-158.
- Abarbanell, J. S.(1991), "Do Analysts' Earnings Forecasts Incorporate Information in Prior Stock Price Changes?," *Journal of Accounting and Economics*, 14, 147-165.
- Ali, A., A. Klein, and J. Rosenfeld(1992), "Analysts' Use of Information about Permanent and Transitory Earnings Components in Forecasting Annual EPS," *The Accounting Review*, 67(1), 183-198.
- Ashbaugh, H., and M. Pincus(2001), "Domestic

- Accounting Standards, International Accounting Standards and Predictability of Earnings," *Journal of Accounting Research*, 39, 417-434.
- Asquith, P., M. B. Mikhail, and A. S. Au(2005), "Information Content of Equity Analyst Reports," *Journal of Financial Economics*, 75, 245-282.
- Baik, B., W. Choi, S. H. Jung, and R. Morton(2014), "Pre-tax Income Forecasts and Tax Avoidance," Working paper, Seoul National University.
- Bradshaw, M. T., S. A. Richardson, R. G. Sloan (2001), "Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?," *Journal of Accounting Research*, 39(1), 45-74.
- Call, A. C., S. Chen, and Y. H. Tong(2009), "Are analysts' Earnings Forecasts More Accurate when Accompanied by Cash Flow Forecasts?," *Review of Accounting Studies*, 14, 358-391.
- Chu, J., K. Heo, and J. Pae(2014), "The Effect of IFRS Adoption on Analysts' Earnings Forecasts: Evidence from Korea," *Korean Accounting Journal*, 23(3), 161-188.
- Elgers, P. T., M. H. Lo, and R. J. Pfeiffer Jr. (2003), "Analysts vs. Investors Weightings of Accruals in Forecasting Annual Earnings," *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 255-280.
- Gu, Z., and J. S. Wu(2003), "Earnings Skewness and Analyst Forecast Bias," *Journal of Accounting and Economics*, 35, 5-29.
- Hewitt, M.(2009), "Improving Investors' Forecast Accuracy when Operating Cash Flows and Accruals Are Differentially Persistent," *The Accounting Review*, 84(6), 1913-1931.
- Herrmann, D., T. Inoue, and W. B. Thomas(2007), "The Effect of Changes in Japanese Consolidation Policy on Analyst Forecast Error," *Journal of Accounting and Public Policy*, 26, 39-61.
- Hirshleifer, D. and S. H. Teoh(2003), "Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 36, 337-386.
- Horton, J., G. Serafeim, and I. Serafeim(2013), "Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment?," *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 388 - 423.
- Keung, E. C.(2010), "Do Supplementary Sales Forecasts Increase the Credibility of Financial Analysts' Earnings Forecasts?," *The Accounting Review*, 85(6), 2047-2074.
- Khurana, I. K., R. Pereira, and K. K. Raman(2003), "Does Analyst Behavior Explain Market Mispricing of FOR Earnings for U.S. Multi-national Firms?," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 18(4), 453-478.
- Kothari, S. P.(2001), "Capital Markets Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, 31, 105-231.
- Lim, T.(2001), "Rationality and Analysts' Forecast Bias," *Journal of Finance*, 56(1), 369-385.
- Lys, T., and S. Sohn(1990), "The Association between Revisions of Financial Analysts' Earnings Forecasts and Security-Price Changes," *Journal of Accounting and Economics*, 13, 341-363.
- Mauler, L. M.(2014), "The Role of Additional Non-EPS Forecasts: Evidence Using Pre-Tax Forecasts," Working paper, Florida State University.
- McInnis, J., and D. W. Collins(2011), "The Effect of Cash Flow Forecasts on Accrual Quality and Benchmark Beating," *Journal of Ac-*

- counting and Economics*, 51, 219-239.
- Pae, J., and D. B. Thornton(2010), "Association Between Accounting Conservatism and Analysts' Forecast Inefficiency," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39, 171-197.
- Tan, H., S. Wang, and M. Welker(2011), "Analyst Following and Forecast Accuracy After Mandated IFRS Adoptions," *Journal of Accounting Research*, 49(5), 1307-1357.
- Yu, Y.(2007), "How Do Investors and Analysts React to Accruals? Evidence from a Quarterly Analysis," Working paper, University of Texas at Austin.

# A Study on Earnings Persistence in Analysts' Consolidated Earnings Forecasts

Seoyoung Doo\* · Seung-Weon Yoo\*\* · Kyongsun Heo\*\*\*

## Abstract

This study investigates financial analysts' consolidated earnings forecasts under Korean International Financial Reporting Standards (K-IFRS). Specifically, we examine whether financial analysts forecast consolidated earnings based on unbiased estimates of the persistence of parent and subsidiary earnings. We also analyze financial analysts' incentives to provide consolidated earnings forecasts with supplementary separate earnings forecasts for the parent companies.

Since the mandatory adoption of K-IFRS in 2011, Korean listed firms with subsidiaries should prepare and disclose consolidated financial statements as the primary financial statements. Financial analysts also provide earnings forecasts for consolidation entities under K-IFRS. Prior to the introduction of K-IFRS, accounting regulations in Korea have adopted individual financial statements as the primary financial statements, financial information users including financial analysts and investors are familiar with individual financial statements. Therefore, financial information users have difficulties in understanding consolidated financial statements under K-IFRS. However, even though there are significant changes in the financial reporting system from individual to consolidated statements due to the adoption of K-IFRS, there is little evidence whether accounting information users fully understand consolidated financial statements.

In this study, we focus on financial analysts' consolidated earnings forecasts and investigate two research questions. First, we examine whether financial analysts forecast consolidated earnings efficiently by analyzing analysts' perceptions of the persistence of parent and subsidiary earnings. Specifically, we empirically test whether analysts reflect unbiased estimates of the

---

\* Ph. D. Student, Business School, Korea University, First author

\*\* Professor, Business School, Korea University, Corresponding author

\*\*\* Ph. D. Student, Business School, Korea University, Co-author

persistence of parent and subsidiary earnings in forecasting consolidated earnings. Second, we focus on financial analysts' supplementary separate earnings forecasts and investigate how supplementary separate earnings forecasts affect consolidated earnings forecasts efficiency.

The sample consists of 2,408 forecasts-firm-year observations on Korean listed firms which have subsidiaries and forecasts of consolidated operating income for the period from 2011 to 2013. Based on Herrmann et al.(2007), parent earnings are measured by using operating income in parent's separate income statement, and subsidiary earnings are measured by using the difference between consolidated operating income and parent's separate operating income. To test the degree of forecast efficiency in the use of accounting information, we use the first consolidated earnings forecast issued after the announcement of prior year earnings within the individual analysts.

We find the positive relation between the forecast error of consolidated earnings in the current year and consolidated and parent earnings in the prior year. This result indicates that financial analysts do not use a firm-provided consolidated earnings information efficiently and overestimate the persistence of consolidated and parent earnings in forecasting future consolidated earnings. We also find that financial analysts who issue both consolidated earnings forecasts for consolidation entity and separate earnings forecasts for parent company provide more efficient consolidated earnings forecasts than financial analysts who issue consolidated earnings forecasts only. If financial analysts issue both consolidated and separate earnings forecasts, information users can evaluate not only analysts' ability to predict future performance of consolidation entity, but also analysts' ability to predict the source of consolidated earnings. Therefore, these results imply that financial analysts are more likely to supplement consolidated earnings forecasts with separate earnings forecasts for parent company when they are better informed or have the superior predictive ability.

This study contributes to the extant literature as follows. First, while significant changes occur in an accounting environment from individual to consolidated financial statements based disclosure system after the adoption of K-IFRS, there is little evidence whether financial information users fully understand consolidated financial statements. We provide empirical evidence that financial analysts do not correctly estimate the persistence of consolidated and parent earnings in forecasting consolidated earnings. The results that financial analysts as sophisticated users of financial information do not fully understand consolidated financial statements suggest the need for improving the quality of financial disclosure for consolidation entities. Second, we extend the literature on financial analysts' supplementary forecasts by

investigating their incentives to provide supplementary separate earnings forecasts on top of the consolidated earnings forecasts. Especially, considering the circumstances that investors have trouble in understanding financial information due to three different types financial statements under K-IFRS, our results might provide useful information to investors by demonstrating that financial analysts are more likely to issue supplementary separate earnings forecasts when they are better informed.

Key words: financial analyst, consolidated earnings forecast, separate earnings forecast, analyst' perception of the persistence of earnings