

한국채택 국제회계기준(IFRS) 도입이후 경영자예측정보의 시장반응

이 창 섭*

요약

우리나라의 금융당국은 국내기업의 회계투명성에 대한 신뢰성을 향상시키고자, 2011년 한국채택 국제회계기준(IFRS)을 상장기업과 금융회사 대상으로 의무적으로 도입하였다. 이에 IFRS 도입효과에 대한 연구가 활발히 진행되고 있으며, 본 연구에서는 IFRS 도입이후 발표된 경영자예측정보와 시장반응의 상관관계를 살펴보았다.

국내 상장기업을 대상으로 2003년부터 2013년까지 발표된 순이익 예측치를 이용하여 실증분석한 결과, IFRS 도입이후 공시된 경영자예측정보에 대하여 시장은 유의하게 반응하고 있음이 관찰되었다. 이러한 결과는 IFRS 도입이후 기업의 회계정보의 투명성이 향상되어 정보비대칭이 감소됨으로서, 궁극적으로 자본시장은 IFRS 도입이후 공시된 경영자예측정보에 대하여 보다 유용한 정보로서 인식한다고 해석가능하다.

기존 IFRS 도입효과에 대한 연구들이 대부분 기업의 자본비용 및 유동성 측면에 초점을 맞춘 것과 달리, 본 연구에서는 경영자예측정보에 대한 시장반응을 살펴봄으로써 IFRS 도입 효과를 검증하였다는 데 공헌점이 있다. 아울러, 본 연구결과는 국내 자본시장의 IFRS 도입에 대한 정책적 타당성을 입증해주는 실증분석 증거로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

핵심 주제어 : 한국채택 국제회계기준, IFRS, 경영자예측정보, 시장반응

* 세종대학교 경영대학 경영학과 조교수, E-mail : crhee2@sejong.ac.kr, Tel : 02-3408-2900

〈논문 투고일〉 2017. 04. 05 〈논문 수정일〉 2017. 05. 17 〈게재 확정일〉 2017. 05. 26

I. 서 론

본 연구는 국제회계기준(International Financial Reporting Standards, 이하 IFRS) 도입이후 공시된 경영자예측정보에 따른 시장반응을 검증함으로써, 경영자예측정보 측면에서 국내 IFRS 도입효과를 살펴보았다.

우리나라의 금융당국은 국내기업의 회계투명성 수준을 높이고 정보비대칭 문제를 줄이고자 2011년 상장기업과 금융회사를 대상으로 IFRS의 의무도입을 결정하였다. 또한, 조기도입을 원하는 기업은 2009년 또는 2010년에 한하여 IFRS의 조기도입을 허용하였다. 이에 기존의 회계기준인 Generally Accepted Accounting Principle(GAAP)을 대체하는 새로운 회계기준인 IFRS의 도입이 국내 자본시장에 미치는 영향에 대한 연구의 필요성이 대두되었다(Choi and Rhee 2015, Rhee et al. 2016).

이미 이러한 IFRS 도입효과에 관한 연구는 우리나라보다 IFRS를 먼저 도입한 외국의 국가들을 대상으로 활발히 진행되었으며, 외국 선행연구에 따르면 IFRS 도입효과는 국가마다 상이하게 관찰되고 있음이 보고되었다(Daske et al. 2008 & 2013; Platikanova 2009). 예를 들면, Platikanova(2009)에서는 영국기업의 경우 IFRS 도입이후 수정된 재무제표의 유동성은 약화되었으며, 독일과 스웨덴에서는 유동성에 대하여 유의한 결과를 제시하지 못하였다. 또한, Tan et al.(2011)은 IFRS 도입이후 타국 재무분석가의 본국 기업에 대한 추종이 늘었으며, 예측정확성도 높아졌다는 결과를 관찰되었으나, 자국 재무분석가의 예측정확성이 높아졌다는 유의한 결과는 보고하지 못하였다. 이와 같이 IFRS 도입효과는 국가특성에 따라 차별적으로 나타날 수 있으므로, 국내시장을 대상으로한 IFRS 도입효과 연구가 요구된다.

경영자예측정보는 경영자가 기업의 미래이익에 대한 정보를 자발적으로 공시함으로써 외부 투자자와의 정보비대칭을 낮춘다. Beyer et al.(2010)에서는 다양한 공시정보(이익발표공시일, 사전 이익발표공시일, 경영자예측공시일, 재무분석가 예측공시일, SEC 공시일)중에서 경영자예측정보가 분기별 주기수익률 변동성에 가장 큰 영향을 준다고 보고하였는데, 이는 자본시장에서 경영자예측정보가 매우 유용한 정보임을 의미한다. 이와 같은 경영자예측정보의 유용성에 대한 연구는 국내외에서 다양하게 진행되었으며, 특히 권수영 등(2010)에서는 경영자예측정보에 대한 시장반응을 검증함으로써 국내자본시장에서 투자자들이 경영자예측정보를 유용한 정보로써 인식하고 있음을 보여주었다.

본 연구에서는 IFRS 도입이전과 도입이후의 경영자예측정보에 대한 시장인식을 비교함으로써, 경영자예측정보 유용성에 대한 IFRS 도입효과를 검증하고자 한다. 이를 위하여, IFRS를

의무적으로 도입한 기업과 자발적으로 조기도입한 기업을 구분한 후 Difference in Differences (DID) 분석을 수행하였다. 이는 2009년 또는 2010년 IFRS를 조기도입한 기업들을 통제기업으로 사용함으로써 IFRS 도입년도인 2011년에 발생할 수 있는 다양한 효과들을 통제하기 위함이다.

국내 상장기업을 대상으로 2003년부터 2012년까지 발표된 525건의 순이익 예측치를 수집하여 분석한 결과, IFRS 도입이후 경영자예측정보 공시에 대하여 시장은 유의하게 반응하고 있음이 관찰되었다. 이러한 결과는 IFRS 도입이후 회계정보의 투명성 향상 및 정보비대칭이 감소됨으로써, 투자자들은 경영자예측정보를 IFRS 도입이후 보다 유용한 정보로써 인식한다고 볼 수 있다.

기존 국내 연구들이 IFRS 도입효과를 기업의 자본비용 및 유동성 측면에 초점을 맞춘 것과 달리, 본 연구에서는 경영자예측정보에 대한 시장반응을 살펴봄으로써 IFRS 도입효과를 검증하였다는 데 선행연구와 차별된 공헌점이 있다. 아울러, 본 연구결과는 국내 자본시장의 IFRS 도입에 대한 정책적 타당성을 입증해주는 실증분석 증거로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 선행연구를 검토하고 연구가설을 설정하였다. III장에서는 구체적인 실증연구 방법론을 설명하고, IV장에서는 실증결과를 보고한 후 마지막으로 V장에서 연구의 결론을 제시하였다.

II. 선행연구 및 연구가설

1. IFRS 도입효과

Daske et al.(2013)은 IFRS 도입이 자본비용과 유동성에 미친 영향을 분석함으로써 IFRS 도입이 자본시장에 영향을 미치는 지 검증하였다. 이를 위하여 자본비용 및 유동성 향상이라는 목적을 갖고 IFRS를 도입한 기업과 단순히 명목상으로 IFRS를 도입한 기업으로 분류하여 도입효과를 비교하였다. 연구결과, IFRS 도입을 통해 자본비용 및 유동성 향상이라는 목적을 가진 기업의 자본비용과 유동성이 명목상으로 IFRS를 도입한 기업보다 향상되었다고 보고하였다.

Daske et al.(2008)은 IFRS를 의무적으로 도입한 26개국의 기업 표본을 이용하여 IFRS 도입이 자본시장에 미친 영향을 분석하였으며, 실증분석결과 IFRS를 의무적으로 도입한 기업들

의 시장유동성이 IFRS를 도입하지 않은 기업들보다 높았다고 보고하였다.

Platikanova(2009)는 IFRS를 도입한 유럽국가들의 유동성을 분석하였는데, 연구결과 영국 기업의 경우 IFRS를 반영한 재무제표의 유동성에 대하여 부정적 효과가 관찰되었다고 보고하였다. 또한, 독일과 스웨덴에서는 IFRS 도입에 따른 유동성에 대하여 유의한 결과가 나타나지 않았다고 보고함으로써 Daske et al.(2008)와 동일하지 않은 연구결과를 보여주었다.

자본비용 및 유동성뿐만 아니라 IFRS 도입이후 자본시장의 정보환경이 효율적으로 개선되었는지 검증한 연구는 다음과 같다. Tan et al.(2011)은 IFRS 도입이후 재무분석가 수와 예측 정확성의 변화를 살펴봄으로서 IFRS 도입효과를 확인하였다. 연구결과 IFRS 도입이전 국가별 상이한 회계기준으로 인하여 외국의 재무분석가들은 타국기업을 추종하는 것을 꺼렸으나 IFRS 도입이후 타국기업에 대한 추종이 증대되었으며 예측정확성도 증가되었음을 보고하였다. 그러나 IFRS 도입으로 인해 자국의 재무분석가의 정확성이 향상되었다는 결과는 관찰되지 않았다.

Cotter et al.(2012)는 호주기업을 대상으로 IFRS 도입이 재무분석가의 이익정확성에 미치는 영향을 연구하였다. 연구결과 호주의 재무분석가들은 IFRS 도입 시에도 정확한 이익예측 정보를 제공하였다고 보고하였다.

Kim and Shi(2012)는 자발적인 IFRS 도입이 재무분석가에 미치는 영향을 연구하였는데, 실증분석결과 재무분석가는 자발적인 IFRS 도입에서 보다 정확한 예측을 할 수 있다고 주장하였다.

Choi and Rhee(2015)는 국내기업을 대상으로 IFRS 도입 무렵에 교체된 경영자가 재작성하는 IFRS 적용 2010년 손익을 비정상적으로 하향조정하는지 살펴보았다. 연구결과, IFRS 도입 무렵 경영자가 교체된 기업일수록 IFRS에 의해 재작성된 2010년 손익은 K-GAAP 적용 2010년 손익에 비해 비정상적으로 하향조정될 가능성이 높은 것으로 보고되었다. 이는 신규 취임한 경영자가 2010년 IFRS 적용 손익을 낮춤으로써 자신의 취임 이후 성과 기대치를 낮추고 미래 재무성과를 높이려는 의도에 기인한다고 해석하였다.

2. 경영자예측정보

국내기업은 경영자예측정보 공시를 통해 매출액, 영업손익, 법인세비용차감전계속사업손익, 당기순손익 등과 같은 기업의 중요 이익정보를 시장참여자에게 제공한다. 이러한 경영자예측 정보는 특정 회계연도마다 의무적으로 공시해야하는 정기공시(예: 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서)와 달리 자발적 공시 대상이다.

경영자예측정보의 공시는 자본시장의 정보환경에 유의한 영향을 미치는 것으로 보고되었다. 특히, 경영자예측정보 공시일 전·후에 기업의 주가 및 주식거래량이 유의하게 변동됨이 관찰됨으로써 자본시장에서 경영자예측정보에 대한 중요성이 더욱 부각되었다(Patell, 1976; Penman, 1980; Ajinka and Gift, 1984). 국내 연구결과에서도 경영자 이익예측정보가 공시된 시점 전·후로 유의한 초과수익률이 관찰됨으로써 경영자예측정보가 투자자들에게 유용한 정보를 전달하고 있음이 보고되었다(권수영 외 2010).

반면, 경영자는 자신의 경제적 유인에 따라 경영자예측정보를 전략적으로 이용하기도 한다(Healy and Palepu 2001). Ajinkya and Gift(1984)는 경영자예측정보를 공시하는 유인으로써 시장기대치 조정을 제시하였다. 즉, 경영자예측정보는 시장에 직접적으로 정보를 제공하는 경로이며 경영자는 시장기대치를 자신이 원하는 방향으로 조정하기 위해 경영자예측정보를 공시하는 유인이 있음을 의미한다.

Skinner(1994; 1997)는 경영자가 잠재적인 소송위험을 낮추기 위해 경영자예측정보를 이용한다고 보고하였다. Skinner(1994)의 연구에서는 경영자의 자발적인 호재(Good news)와 악재(Bad news)에 대한 정보공시가 주가에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과 호재보다는 악재에 대한 정보공시에 시장이 더 크게 반응하는 것으로 보고하였으며, 경영자가 악재를 공시하는 이유로서 소송비용과 평판비용을 제시하였다. 즉, 경영자가 악재를 적절한 시기에 공시하지 않는다면 갑작스럽게 발생한 부정적인 이익변동에 대하여 투자자들이 소송을 걸 수 있으며 재무분석가나 펀드매니저 등의 시장참여자들로부터 하여금 기업의 평판에 대한 불신이 야기될 수 있다고 설명하였다. Skinner(1997)의 연구에서는 Skinner(1994)에서 언급한 악재를 공시하지 않을 경우 발생할 수 있는 소송위험에 대하여 검증하였다. 연구결과 시기적절한 악재에 대한 정보공시를 통해 기업들이 소송비용을 낮추려고 함을 보고하였다.

Noe(1999)와 Aboody and Kasznik(2000)의 연구에서는 경영자가 자신의 사적이익을 높이고자 경영자예측정보를 이용한다고 보고하였다. Noe(1999)는 경영자예측정보와 내부자거래(insider transactions) 패턴을 분석하였다. 연구결과 경영자는 호재관련 경영자예측정보 공시 후에는 내부자 매출(insider sales)을 증가시키는 반면 악재관련 경영자예측정보 공시 후에는 내부자 매입(insider purchase)을 수행함으로써 사적이익을 취한다고 보고하였다.

Aboody and Kasznik(2000)은 경영자가 주식매수선택권(stock option)을 부여받는 시기에 따라 경영자예측정보 공시 시점을 조정하는 지 연구하였다. 연구결과 경영자는 주식매수선택권을 부여받는 시기에는 호재관련 경영자예측정보 공시를 미루는 반면 악재관련 경영자예측정보에 대한 공시는 즉각적으로 제공한다고 보고하였다.

Rhee et al.(2016)은 국내기업을 대상으로 IFRS 도입이후 경영자예측정보 공시성향을 분석

하였다. 연구결과, IFRS 도입이후 국내기업의 경영자예측정보 공시가 줄어드는 것이 관찰되었는데, 이러한 결과는 IFRS 도입이후 증가된 의무공시사항으로 인하여 경영자예측정보의 유용성이 도입이전에 비하여 약화되었음을 의미한다고 설명하였다.

3. 가설설정

본 연구에서는 IFRS 도입이후 경영자예측정보에 대하여 시장반응을 살펴보고자 한다. 일반적으로 경영자예측정보는 시장에서 유용한 정보로써 투자자들이 인식하고 있음이 보고되어졌다(Hassell et. al., 1998; Cotter et. al., 2006; 권수영 외, 2010). 그러나 경영자예측정보는 경영자의 경제적 유인에 따라 전략적으로 이용될 수 있으므로, 투자자는 경영자예측정보를 순수하게 다 받아들이기는 어렵다(Healy and Palepu 2001; Ajinkya and Gift 1984; Skinner 1994 & 1997).

만약, IFRS 도입으로 인해 의무 재무공시 수준이 향상되어 경영자와 투자자사이의 정보비대칭이 완화된다면 경영자가 경영자예측정보를 사적이윤을 위하여 조정하기 어려워 질 것이므로, 경영자예측정보의 신뢰성도 향상될 것이다. 궁극적으로 투자자들은 IFRS 도입이후 발표된 경영자예측정보에 대하여 보다 유용한 정보로서 유의하게 반응할 것으로 예상된다. 이에 다음과 같이 가설을 설정하였다.

연구가설 : IFRS 도입이후 발표된 경영자예측정보에 대하여 유의한 양(+)의 시장 반응이 나타날 것이다.

III. 연구방법론

1. 경영자예측정보에 대한 시장반응 측정

본 연구가설은 IFRS 도입이후 경영자예측정보에 대한 시장반응을 검증하는 것이다. 이를 검증하기 위해 경영자 순이익예측값의 비기대실적(forecast surprise)을 나타내는 주요변수인 *FSUR*를 아래와 같이 정의하였다.

$$\text{경영자순이익예측값의 비기대실적(FSUR)} = \text{당기 경영자순이익예측값} - \text{전기 실제순이익}$$

IFRS 도입이후 공시된 순이익 예측정보에 대하여 투자자들이 유용한 정보라고 인식하는 지를 분석하기 위해 본 연구에서는 시장모형(event study)을 이용한 사건연구 모형을 이용하였다(권수영 외, 2010). 우선 시장모형은 아래 식 (1)과 같이 표현할 수 있다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + u_{it} \quad (1)$$

여기서,

R_{it} : t 일의 개별기업의 주식 I의 주식수익률

R_{mt} : t 일의 시장포트폴리오 수익률

u_{it} : 오차항

개별주식수익률은 경영자에측정보 공시일 250일 전부터 50일 전까지의 200일 동안의 수익률 자료를 이용하여 산출하였으며, 시장포트폴리오 수익률인 R_{mt} 은 동일가중지수(EWI, equally-weighted index return) 수익률을 이용하였다. 초과수익률은 시장포트폴리오 수익률을 초과한 개별기업의 주식수익률이라고 할 때 아래 식 (2)와 같이 정의할 수 있다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (2)$$

여기서,

AR_{it} : t 일의 개별기업의 주식 I의 초과 주식수익률

위의 식 (2)로부터 일별 초과수익률을 산출한 후, 아래 식 (3)을 이용하여 이들 값의 평균을 계산함으로써 평균초과수익률을 구한다.

$$AVE_AR_t = \sum_{l=1}^N AR_{it} / N \quad (3)$$

여기서,

AVE_AR_t : t 시점의 평균초과수익률

경영자에측정보의 정보효과는 경영자에측정보공시일 전후에 나타날 수 있으므로, 공시일 전후기간의 평균초과수익률의 누적합계인 누적초과수익률(CAR , cumulative abnormal return)

을 구하여 분석하였다. 누적초과수익률을 산출하기 위한 식은 아래 식 (4)과 같다.

$$CAR_{it} = \sum_{t=t_0}^{t_1} AVE_AR_{it} \quad (4)$$

여기서,

CAR_{it} : t 시점의 누적초과수익률

본 연구의 가설검정을 위한 종속변수인 CAR_{it} 는 경영자예측정보공시일 전후 3일(공시일 기준 -1일, +1일), 7일(공시일 기준 -3일, +3일), 11일(공시일 기준 -5일, +5일)의 누적초과수익률로 측정하였다.

2. 실증분석모형 설정

본 연구에서는 IFRS 도입이 기업의 경영자예측정보에 미친 영향을 분석하기 위해 Difference-in-Differences(DID)방법을 사용하여 의무도입 기업의 2011년 이후 경영자예측정보 변화를 조기도입기업의 2011년 이후 경영자예측정보의 변화에 대비하여 검증하였다. 이는 2011년 이전인 2009년 또는 2010년에 IFRS를 도입하여 적용하고 있는 조기도입 기업을 일종의 통제 기업으로 사용함으로써 IFRS 의무도입 근처에서 발생할 수 있는 여러 제도적 효과들로부터 IFRS 도입효과를 구분하고자 하였다.

본 연구의 가설인 IFRS 도입이후 경영자예측정보에 대한 투자자 인식을 검증하기 위한 모형은 아래 식과 같다.

$$\begin{aligned} CAR(t_0, t_1) = & \beta_0 + \beta_1MANDATORY \times FSUR + \beta_2MANPOST \times FSUR + \\ & \beta_3VOLPOST \times FSUR + \beta_4FSUR + \beta_5MANDATORY + \beta_6MANPOST + \\ & \beta_7VOLPOST + \beta_8ANALYST + \beta_9SIZE + \beta_{10}MB + \\ & \beta_{11}OIVOL + \beta_{12}LEV + \beta_{13}LOSS + \beta_{14}HORIZON + \\ & INDUSTRY DUMMY + e \end{aligned}$$

여기서,

$CAR(t_0, t_1)$: 경영자예측정보공시일 기준으로 t_0 일에서 t_1 일까지 누적초과수익률

- MANDATORY* : IFRS 의무도입 기업인 경우 1, 아니면 0인 더미변수
- MANPOST* : IFRS 의무도입 기업 중 2011년 이후이면 1, 아니면 0인 더미변수
- VOLPOST* : IFRS 조기도입 기업 중 2011년 이후이면 1, 아니면 0인 더미변수
- FSUR* : 경영자순이익예측값의 비기대실적
- ANALYST* : 기업별 재무분석가 수
- SIZE* : 시가총액의 자연로그 값
- MB* : 시가총액을 자기자본 장부가액으로 나눈 값
- OIVOL* : 과거 5개년 동안의 영업이익을 기초 자산으로 나눈 값의 표준편차
- LEV* : 기말 총부채를 기초 자산총계로 나눈 값
- LOSS* : 당기순이익이 음인 경우 1, 아니면 0인 더미변수
- HORIZON* : 경영자 이익예측 공시일에서 회계기간 종료까지의 기간
- INDUSTRY DUMMY* : 산업별 더미변수

종속변수인 CAR_{it} 는 경영자예측정보공시일 전후 3일(공시일 기준 -1일, +1일), 7일(공시일 기준 -3일, +3일), 11일(공시일 기준 -5일, +5일)의 누적초과수익률로 측정하였다. *FSUR*는 경영자순이익예측값의 비기대실적(*Forecast Surprise*)을 의미하며 당기 경영자순이익예측값에서 전기 실제 순이익을 차감한 금액을 기초자산으로 나누어 측정하였다. 만약 IFRS 도입이후 공시된 순이익예측값에 대하여 투자자들이 유용한 정보로서 인식한다면 $MANPOST \times FSUR$ 과 CAR 변수간의 상관관계를 나타내는 β_2 는 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

3. 표본구성

IFRS 도입이 경영자예측정보에 미친 영향을 살펴보기 위한 본 연구의 분석 기간은 2003년부터 2012년까지로 설정하였으며 경영자예측정보 공시자료는 금융감독원 전자공시시스템 (<http://dart.fss.or.kr>)을 통해 수집하였다. 재무분석가 자료는 Fn-Guide로부터 그 외의 재무 자료들은 Kis-Value Library와 상장사협의회 TS-2000에서 추출하였다.

최종적으로 한국의 유가증권시장 또는 코스닥 시장에 상장된 기업 중 다음의 세부적인 기준을 만족하는 기업들을 표본으로 선정하였다.

- (1) Dart에서 경영자예측정보를 추출할 수 있는 기업
- (2) KisValue와 TS2000에서 재무자료를 추출할 수 있는 기업

- (3) 금융업종에 속하지 않은 기업
- (4) 회계연도의 결산월이 12월 말에 해당하는 기업
- (5) 장부가치가 음이 아닌 기업

회계처리기준의 일관성을 위해 조건 (3)과 같이 금융업을 제외하였으며, 표본의 동질성 확보와 회계연도의 상이함으로 인한 발생할 수 있는 IFRS 도입 효과의 차이를 제외하고자 조건 (4)와 같이 결산월이 12월 말인 기업으로 표본을 선정하였다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량

〈표 1〉는 본 연구의 실증분석에 사용된 주요변수들에 대한 기술통계 결과를 나타낸다. 종속변수인 *CAR*의 평균은 기간에 따라 0.008~0.010 사이에서 유사한 값이 나왔으며, 경영자순 이익예측값의 비기대실적 변수인 *FSUR*의 평균값은 0.061이다.

IFRS를 2011년에 의무 도입한 기업인지 여부를 나타내는 *MANDATORY*의 평균값은 0.959이며, 이는 전체 표본에서 IFRS 의무도입 기업과 조기도입 기업의 비중이 각각 95.9%, 4.1%임을 의미한다. 본 논문의 주요 관심변수인 *MANPOST*는 IFRS 의무도입 기업의 2011년 이후 기간을 나타내며, 평균값은 0.297으로서 전체표본에서 의무도입 기업의 2011년 이후 기간에 해당하는 표본의 비중이 29.7%임을 의미한다. 반면, IFRS 조기도입기업의 2011년 이후 기간을 나타내주는 변수인 *VOLPOST*의 평균값은 0.012으로서, 전체 표본에서 조기도입기업의 2011년 이후 기간에 해당하는 표본의 비중이 1.2%임을 나타낸다.

기타 통제변수로서 기업별 재무분석가 수인 *ANALYSTS*의 평균값은 0.334이다. 시가총액의 자연로그를 취한 값인 *SIZE*의 평균값(중위수)은 24.944(24.689)였으며, 시장가치 대비 자기 자본 장부가치(*MB*)와 부채가치 대비 총자산(*LEV*)의 평균값(중위수)는 각각 1.288(0.899)와 0.461(0.441)으로 나타났다.

영업이익 변동률(*OIVOL*) 및 당기순손실 여부(*LOSS*)의 평균값(중위수)는 각각 0.047(0.034)과 0.251(0.000)으로 나타났다. 경영자 이익예측정보 공시일로부터 회계기간 종료일까지의 기간을 나타내는 *HORIZON*의 평균값은 273이며, 이는 전체 표본에서 기업들이 회계기간 종료일로부터 약 273일 이전에 경영자 이익예측정보를 제공한다고 볼 수 있다.

〈표 2〉는 누적초과수익률과 경영자 비기대순이익실적 및 기타통제변수 간의 피어슨 상관관계를 제시하였다. 누적초과수익률을 나타내는 CAR 변수들 간에는 1%수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 반면, 이들 변수들과 IFRS 도입관련 변수인 MANDATORY, MANPOST, VOLPOST간에는 유의한 상관관계가 관찰되지 않았으며, 경영자 비기대순이익실적에서도 유의한 상관관계가 나타나지 않았다. 보다 정확한 실증분석을 위해서 누적초과수익률에 영향을 미치는 변수들을 통제한 다중회귀분석의 결과를 다음 절인 2절에서 살펴보고자 한다.

〈표 1〉 주요 변수의 기술통계량

변수명	평균	표준편차	중간값	1%	25%	75%	99%	표본수
CAR(-1, 1)	0,010	0,060	0,004	-0,134	-0,025	0,039	0,214	525
CAR(-3, 3)	0,008	0,081	0,002	-0,180	-0,045	0,054	0,272	525
CAR(-5, 5)	0,009	0,104	-0,001	-0,256	-0,055	0,065	0,319	525
MANDATORY	0,959	0,198	1,000	0,000	1,000	1,000	1,000	525
MANPOST	0,297	0,457	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	525
VOLPOST	0,012	0,108	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	525
FSUR	0,061	0,092	0,033	-0,056	0,013	0,081	0,529	525
ANALYST	0,334	2,193	0,000	0,000	0,000	0,000	14,000	525
SIZE	24,944	1,514	24,689	22,293	23,914	25,652	29,857	525
MB	1,288	1,232	0,899	0,173	0,554	1,549	7,672	525
OIVOL	0,047	0,045	0,034	0,003	0,019	0,059	0,247	525
LEV	0,461	0,262	0,441	0,040	0,262	0,617	1,391	525
LOSS	0,251	0,434	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	525
HORIZON	273	103	309	4	249	335	363	525

Note : 변수설명은 APPENDIX를 참조한다.

〈표 2〉 주요 변수의 피어슨 상관계수

	CAR(-1, 1)	CAR(-3, 3)	CAR(-5, 5)	MANDATORY	MANPOST	VOLPOST	FSUR	ANALYST	SIZE	MB	OVOL	LEV	LOSS
CAR(-3, 3)	0.637 (0.000)												
CAR(-5, 5)	0.434 (0.000)	0.771 (0.000)											
MANDATORY	0.016 (0.720)	0.011 (0.795)	0.015 (0.733)										
MANPOST	0.014 (0.753)	0.063 (0.151)	0.058 (0.184)	0.087 (0.046)									
VOLPOST	-0.003 (0.937)	0.014 (0.744)	0.019 (0.664)	-0.339 (0.000)	-0.029 (0.500)								
FSUR	0.011 (0.796)	0.005 (0.900)	0.023 (0.601)	0.033 (0.453)	-0.047 (0.288)	0.016 (0.723)							
ANAL	-0.025 (0.573)	-0.064 (0.143)	-0.091 (0.036)	0.020 (0.648)	0.292 (0.000)	0.008 (0.864)	-0.033 (0.444)						
SIZE	-0.069 (0.113)	-0.063 (0.150)	-0.066 (0.129)	0.027 (0.540)	0.018 (0.687)	-0.004 (0.931)	-0.120 (0.006)	0.150 (0.001)					
MB	-0.095 (0.029)	-0.076 (0.083)	-0.050 (0.256)	0.009 (0.830)	0.037 (0.402)	0.024 (0.585)	0.298 (0.000)	0.079 (0.071)	0.215 (0.000)				
OVOL	-0.027 (0.542)	-0.041 (0.351)	-0.014 (0.751)	-0.048 (0.270)	-0.053 (0.226)	0.027 (0.530)	0.510 (0.000)	0.000 (0.996)	-0.159 (0.000)	0.326 (0.000)			
LEV	-0.023 (0.606)	0.035 (0.430)	0.055 (0.210)	0.093 (0.034)	0.028 (0.521)	-0.048 (0.272)	0.287 (0.000)	-0.011 (0.798)	0.131 (0.003)	0.047 (0.282)	0.139 (0.001)		
LOSS	0.009 (0.833)	-0.019 (0.660)	-0.014 (0.757)	0.026 (0.546)	-0.020 (0.647)	-0.028 (0.526)	0.121 (0.005)	-0.042 (0.336)	-0.262 (0.000)	0.038 (0.381)	0.216 (0.000)	0.207 (0.000)	
HORIZON	-0.082 (0.061)	-0.119 (0.006)	-0.130 (0.003)	0.014 (0.746)	-0.021 (0.634)	0.002 (0.960)	-0.034 (0.439)	0.040 (0.360)	0.152 (0.001)	0.127 (0.004)	-0.035 (0.430)	-0.072 (0.097)	0.026 (0.549)
표본수	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525	525

Note : 괄호는 양측검증의 p-value를 의미한다. 변수설명은 APPENDIX를 참조한다.

2. 다중회귀분석 결과

〈표 3, 4, 5〉는 IFRS 도입이후 발표된 경영자예측정보에 대한 시장반응을 검증한 다중회귀 분석 결과이다. 〈표 4〉의 패널 A는 경영자 순이익예측정보 공시일 -1일부터 +1일까지의 누적 초과수익률의 실증분석결과이다. 경영자순이익예측값의 비기대실적을 나타내는 *FSUR*은 당기 경영자 순이익예측값에 전기 실제 순이익을 차감하여 기초자산으로 나누어 측정하였다. 이에 경영자 순이익예측값이 전기 실제 순이익보다 높을 경우 투자자들은 호재라고 판단하여 양(+)의 초과수익률이, 이와 반대로 당기 경영자 순이익예측값이 전기 실제 순이익보다 낮을 경우 투자자들은 악재라고 판단하여 음(-)의 초과수익률이 나타날 것으로 기대되는 바, *FSUR*와 *CAR*사이에는 유의한 양(+)의 상관관계가 관찰될 것으로 기대되었다. 그러나 *FSUR*와 *CAR* 사이에는 양(+)의 상관관계가 나타났으나 유의하지는 않았다.

선행연구인 권수영 외(2010)에서 경영자 순이익예측값의 비기대실적을 산출할 시, 전기 실제순이익을 사용하는 대신 재무분석가 합의예측치를 사용한 반면, 본 연구에서는 재무분석가 예측치를 사용할 경우 연구에 필요한 충분한 표본수를 수집하기 어려워 전기 실제순이익을 이용하였는데, 이러한 차이로 인해 선행연구와 달리 누적초과수익률간에 유의한 상관관계가 나타나지 않는 것으로 짐작된다.

IFRS 도입이후 의무도입 기업의 경영자순이익예측값의 비기대실적을 나타내는 *MANDATORY*×*FSUR*과 누적초과수익률을 나타내는 *CAR* 사이에 10%수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 관찰되었다. 이는 IFRS 도입이후 공시된 의무도입 기업의 경영자 순이익예측정보에 대하여 시장이 반응하고 있음을 의미한다. 즉, 투자자들은 IFRS 도입이후 발표된 기업의 경영자예측정보가 유용하다고 인식하고 있음을 나타낸다.

〈표 3〉의 패널 B의 DID 결과표를 보면, IFRS 도입이전 기간인 2003년부터 2010년과 IFRS 도입이후 기간인 2011부터 2012년간에 의무도입 기업은 통계적으로 유의한 차이(0.165*)가 나타났지만, 조기도입 기업은 통계적으로 유의한 차이(-0.051)가 나타나지 않았다. 이는 IFRS 의무도입 기간인 2011년도 이후에 경영자예측정보를 발표한 기업들에 대해서 시장은 반응하였으나, 이전에 도입한 기업들에 대해서 시장은 반응하지 않았다는 것을 의미함으로써 이러한 차이가 IFRS 도입효과임을 증명하였다.

〈표 3〉 IFRS 도입이후 경영자예측정보 차이에 따른 시장반응(-1, 1)

[패널 A] 다중회귀분석

독립변수	예측부호	종속변수 : $CAR(-1, 1)$	
		Coef.	t-stat.
<i>INTERCEPT</i>	+/-	0.044	0.65
<i>MANDATORY</i> × <i>FSUR</i>	+/-	0.007	0.03
<i>MANPOST</i> × <i>FSUR</i>	+/-	0.165 *	1.85
<i>VOLPOST</i> × <i>FSUR</i>	+/-	-0.051	-0.08
<i>FSUR</i>	+	0.008	0.04
<i>MANDATORY</i>	+/-	-0.002	-0.11
<i>MANPOST</i>	+/-	-0.004	-0.41
<i>VOLPOST</i>	+/-	-0.001	-0.01
<i>ANALYST</i>	+/-	0.001	0.60
<i>SIZE</i>	-	-0.001	-0.42
<i>MB</i>	-	-0.004	-1.79
<i>OIVOL</i>	-	-0.031	-0.49
<i>LEV</i>	-	-0.007	-0.62
<i>LOSS</i>	-	0.000	-0.01
<i>HORIZON</i>	-	0.000	-1.70
<i>INDUSTRY DUMMY</i>		포함	
수정된 R^2		0.03%	
표본수		525	

[패널 B] Two-by-Two Analysis: 의무도입기업 vs. 조기도입기업

	IFRS 도입 전	IFRS 도입 후	Diff.
의무도입기업	0.051	0.216	0.165 *
조기도입기업	0.044	-0.007	-0.051
Diff.	-0.007	-0.223	0.216

Note : ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.
변수설명은 APPENDIX를 참조한다.

〈표 4〉와 〈표 5〉은 IFRS 도입이후 경영자예측정보에 대한 시장반응의 추가적인 분석으로 서 경영자 순이익예측정보 공시일을 연장하여 검증하였다. 〈표 5〉는 경영자 순이익예측정보 공시일 -3일부터 +3일까지의 7일간의 누적초과수익률의 실증분석결과이며, 〈표 4〉는 경영자

순이익예측정보 공시일 -5일부터 +5일까지의 11일간의 누적초과수익률의 실증분석결과이다. <표 5>에서 경영자순이익예측값의 비기대실적(MANDATORY×FSUR)과 누적초과수익률(CAR) 사이의 상관관계를 나타내는 β_2 의 계수값은 0.303으로서 5%수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 관찰되었다. 또한, <표 5>에서 β_2 의 계수값은 0.508으로서 1%수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 관찰되었다.

위의 실증분석결과를 종합해보면, IFRS 도입이후 경영자예측정보 공시에 대하여 투자자들이 유용한 정보로서 인식하고 있다고 해석할 수 있다. 이는 IFRS 도입이후 경영자와 투자자 간의 정보비대칭이 감소함으로써 경영자가 경영자예측정보를 사적으로 이용할 수 있는 유인이 감소함에 따라, 투자자들이 경영자예측정보를 유용한 정보로서 받아들이고 있음을 의미한다.

<표 4> IFRS 도입이후 경영자예측정보 차이에 따른 시장반응(-3, 3)

[패널 A] 다중회귀분석

독립변수	예측부호	종속변수 : CAR(-3, 3)	
		Coef.	t-stat.
INTERCEPT	+/-	0.087	0.95
MANDATORY×FSUR	+/-	-0.179	-0.60
MANPOST×FSUR	+/-	0.303 **	2.52
VOLPOST×FSUR	+/-	-0.057	-0.06
FSUR	+	0.186	0.62
MANDATORY	+/-	0.011	0.44
MANPOST	+/-	0.005	0.36
VOLPOST	+/-	0.014	0.14
ANALYST	+/-	-0.002	-0.69
SIZE	-	-0.001	-0.45
MB	-	-0.006	-1.73
OIVOL	-	-0.063	-0.74
LEV	-	0.013	0.89
LOSS	-	-0.010	-0.79
HORIZON	-	0.000 **	-2.21
INDUSTRY DUMMY		포함	
수정된 R ²		1.83%	
표본수		525	

[패널 B] Two-by-Two Analysis: 의무도입기업 vs. 조기도입기업

	IFRS 도입 전	IFRS 도입 후	Diff.
의무도입기업	-0.092	0.210	0.303 **
조기도입기업	0.087	0.030	-0.057
Diff.	0.179	-0.181	0.360

Note : ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.
 변수설명은 APPENDIX를 참조한다.

<표 5> IFRS 도입이후 경영자예측정보 차이에 따른 시장반응(-5, 5)

[패널 A] 다중회귀분석

독립변수	예측부호	종속변수 : $CAR(-5, 5)$	
		Coef.	t-stat.
<i>INTERCEPT</i>	+/-	0.166	1.43
<i>MANDATORY</i> × <i>FSUR</i>	+/-	0.023	0.06
<i>MANPOST</i> × <i>FSUR</i>	+/-	0.508 ***	3.29
<i>VOLPOST</i> × <i>FSUR</i>	+/-	0.169	0.14
<i>FSUR</i>	+	-0.022	-0.06
<i>MANDATORY</i>	+/-	0.011	0.34
<i>MANPOST</i>	+/-	0.003	0.16
<i>VOLPOST</i>	+/-	0.037	0.28
<i>ANALYST</i>	+/-	-0.004	-1.19
<i>SIZE</i>	-	-0.004	-1.01
<i>MB</i>	-	-0.004	-1.01
<i>OIVOL</i>	-	-0.036	-0.33
<i>LEV</i>	-	0.021	1.15
<i>LOSS</i>	-	-0.015	-1.00
<i>HORIZON</i>	-	0.000 **	-2.38
<i>INDUSTRY DUMMY</i>		포함	
수정된 R^2		2.65%	
표본수		525	

[패널 B] Two-by-Two Analysis: 의무도입기업 vs. 조기도입기업

	IFRS 도입 전	IFRS 도입 후	Diff.
의무도입기업	0.189	0.697	0.508 ***
조기도입기업	0.166	0.335	0.169
Diff.	-0.023	-0.362	0.339

Note : ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.
 변수설명은 APPENDIX를 참조한다

VI. 결 론

우리나라는 국내 기업의 회계투명성 향상과 코리아디스카운트를 줄이고자 IFRS를 2011년에 의무적으로 도입하였다. 본 연구에서는 IFRS 도입이후 공시된 경영자예측정보에 대하여 시장반응을 관찰함으로써 IFRS 도입이 경영자예측정보에 미친 영향을 분석하였다.

실증분석 결과, IFRS 도입이후 공시된 의무도입 기업의 경영자예측정보에 대하여 시장이 반응하고 있음을 확인하였다. 이는 IFRS 도입이후 투자자와 경영자 사이의 정보비대칭이 감소하여 경영자가 경영자예측정보를 사적이익을 위해서 조정하려는 유인을 줄임으로서 투자자들이 IFRS 도입이후 발표된 경영자예측정보에 대하여 유용한 정보로서 인식하고 있다고 해석할 수 있다.

본 연구는 국내 상장기업들을 대상으로 IFRS 도입효과를 경영자예측정보와 시장반응을 이용하여 보고함으로써 선행연구와 차별점이 있다. 그러나 본 연구는 IFRS 도입효과에 대한 초기연구로서 경영자예측정보에 대한 향후 IFRS 도입효과까지 일반화시키기 어려울 수 있다. 또한 IFRS 도입이후 회계연도가 2011년부터 2012년까지 총 2년간만 한정되어 있으며, 경영자예측정보를 공시한 의무 및 조기도입 기업의 표본 수가 많지 않다는 것으로부터 한계점이 있다.

그럼에도 불구하고 본 연구는 IFRS 체제하 기업의 경영자예측정보 공시유인 및 시장반응을 이해하는 데 도움을 줄 수 있을 것이다. 아울러 국내 IFRS 도입의 정책적 타당성을 입증해주는 증거로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

참고문헌

- 권수영, 황문호, 고영우. 2010. 경영자 이익예측정보의 시장반응과 그 결정요인. *경영학연구*, (제39권 제4호): 995-1022.
- 최은실. 2014. 국제회계기준 도입이 기업의 자기자본비용에 미친 영향. 고려대학교 대학원.
- Aboody, D., and R. Kasznik. 2000. "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures." *Journal of Accounting and Economics*, 29(1): 73-100.
- Ajinkya, B. B., and M. J. Gift. 1984. "Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations." *Journal of Accounting Research*, 22(2): 425-444.
- Beyer, A., D. A. Cohen, T. Z. Lys, and B. R. Walter. 2010. "The financial reporting environment: Review of the recent literature." *Journal of Accounting and Economics*, 51: 296-343.
- Choi, E. S., and C. S. Rhee. 2015. "The Effect of Chief Executive Officers Turnover on International Financial Reporting Standards Reconciliation." *Journal of Applied Business Research*, 31(5): 1851-1860.
- Cotter, J., Tarca, A. and Wee, M. 2012. "IFRS adoption and Analyst's earnings forecasts: Australian evidence." *Accounting and Finance*, 52: 395-419.
- 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.
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi. 2013. "Adopting a label: Heterogeneity in the economic consequences of IFRS adoptions." *Journal of Accounting Research*, 51(3): 495-547.
- Hassell, J., and R. Jennings, and D. Lasser. 1988. "Management earnings forecasts: Their usefulness as a source of firm-specific information to security analysts." *Journal of Financial Research*, 11(4): 303-319.
- Healy, P. and K. Palepu. 2001. "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature." *Journal of Accounting and Economics*, 32: 405-440.

- Kim, J. and Shi, H. 2012. "Voluntary IFRS adoption, analyst coverage, and information quality: International evidence." *Journal of International Accounting Research*, 11(2): 45-76.
- Noe, C. 1999. "Voluntary disclosure and insider transaction." *Journal of Accounting and Economics*, 27(3): 305-326.
- Patell, J. M. 1976. "Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical tests." *Journal of Accounting Research*, 14(2): 246-276.
- Penman, S. H. 1980. "An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts." *Journal of Accounting Research*, 18(1): 132-160.
- Platikanova, P. 2009. "Market liquidity effects of the IFRS introduction in Europe." *Working Paper*.
- Rhee, C. S., Y. K. Yoo, and S. M. Cha. 2016. "The Effect of IFRS Adoption on Likelihood of Management Earnings Forecasts: Evidence in Korea." *Journal of Applied Business Research*, 32(6): 1697-1706.
- Skinner, D., 1994. "Why firms voluntarily disclose bad news." *Journal of Accounting Research*, 32: 38-60.
- Skinner, D., 1997. "Earnings disclosures and stockholder lawsuits." *Journal of Accounting and Economics*, 23(3): 249-283.
- Tan, H., Wang, S. and Welker, M. 2011. "Analyst following and forecast accuracy after mandated IFRS adoptions." *Journal of Accounting Research*, 49(5): 1307-1357.

APPENDIX: 변수설명

변수명	변수설명
패널 A : 종속변수	
$CAR(t_0, t_1)$	경영자예측정보공시일 기준으로 t_0 일에서 t_1 일까지 누적초과수익률
패널 B : 주요변수	
<i>MANDATORY</i>	IFRS 의무도입 기업인 경우 1, 아니면 0인 더미변수
<i>MANPOST</i>	IFRS 의무도입 기업 중 2011년 이후이면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>VOLPOST</i>	IFRS 조기도입 기업 중 2011년 이후이면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>FSUR</i>	경영자순이익예측값의 비기대실적
패널 C : 통제변수	
<i>ANALYST</i>	기업별 재무분석가 수
<i>SIZE</i>	시가총액의 자연로그 값
<i>MB</i>	시가총액을 자기자본 장부가액으로 나눈 값
<i>OIVOL</i>	과거 5개년 동안의 영업이익을 기초 자산으로 나눈 값의 표준편차
<i>LEV</i>	기말 총부채를 기초 자산총계로 나눈 값
<i>LOSS</i>	당기순이익이 음인 경우 1, 아니면 0인 더미변수
<i>HORIZON</i>	경영자 이익예측 공시일에서 회계기간 종료까지의 기간

Market Reaction to Management Earnings Forecasts After Mandatory International Financial Reporting Standard (IFRS) Adoption in Korea

Rhee, Chang Seop

ABSTRACT

Korean listed companies adopted International Financial Reporting Standard (IFRS) in 2011 mandatorily for the purpose of improving transparency in financial accounting. This study investigates the association between management earnings forecasts and market reaction after IFRS adoption in Korea.

I examine the effect of management earnings forecasts and market reaction after IFRS adoption. From the empirical result, I find that there is a positive association between mandatory IFRS adopted firms' forecast surprise of net income and cumulative abnormal return. This indicates that IFRS adoption helps to reduce information asymmetry between investors and managers, and then managers are less likely to use management earnings forecasts opportunistically for their self-interest. Eventually, investors consider that managers' earnings forecasts after IFRS adoption is more useful than before IFRS adoption.

This study will contribute to academics and disclosure-related practitioners by reporting how management earnings forecasts makes an influence to capital market. In terms of management earnings forecasts, this empirical evidence may shed some lights on the understanding of IFRS adoption effect in Korea.

Key Words : International Financial Reporting Standard, IFRS, Management Earnings Forecasts, Market Reaction

* Sejong University, School of Business, Assistant Professor, E-mail : crhee2@sejong.ac.kr,
Tel : 02-3408-2900

