

세무와회계저널
제18권 제2호 2017년 4월 pp.129~156
한국세무학회

기업집단소속 재무분석가의 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대한 예측에 관한 연구*

구성권** · 모경원*** · 김기영****

<요 약>

본 연구에서는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 제시하는 예측정보의 정확성과 낙관성을 검증해 보고자 한다. 구체적으로 본 연구는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단 소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 내놓은 예측정보를 다른 재무분석가와 비교·분석하는 방법으로 실시되었다. 연구결과에 의하면, 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단 소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 내놓은 이익예측은 다른 재무분석가에 비하여 더 정확하였으며, 투자의견은 덜 낙관적인 것으로 나타났다. 이는 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단 소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 덜 낙관적인 예측정보를 제공함으로써 우회적으로 동일기업집단 소속 기업을 돕고자 하는 행위로 해석해 볼 수 있을 것이다. 본 연구의 기여점은 기존의 선행연구에 더하여 기업집단이라는 특수한 환경이 재무분석가의 예측정보에 영향을 미칠 수 있다는 또 하나의 증거를 제시하였다는 점과 함께 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 내놓은 예측정보가 더 정확하다는 사실을 밝힘으로써 시장참여자들 이 좀 더 정확한 정보를 얻을 수 있는 방법을 제시하였다는 점에서 찾을 수 있다.

<주제어> 재무분석가, 이익예측의 정확성, 투자의견의 낙관성, 기업집단, 상품시장경쟁

* 본 논문은 주저자의 “기업집단소속 재무분석가의 이익예측 및 투자의견의 특성에 관한 연구”, 명지대학교 경영학 박사학위논문, 2017.2를 수정·보완한 것이다.

** 명지전문대학 세무회계과 부교수, skkoo@mjc.ac.kr, 주저자

*** 중앙대학교 경영학과 조교수, kwmo@cau.ac.kr, 교신저자

**** 명지대학교 경영학과 교수, kykim@mju.ac.kr, 공동저자

I. 서 론

기존의 연구에서는 재무분석가가 일반적으로 실제 이익에 비하여 낙관적인 예측정보를 제공한다는 점을 밝히고 있다(Dechow, Hutton and Sloan 2000 ; O'Brien et al. 2005 ; Barber et al. 2007). 이는 재무분석가가 낙관적인 예측정보를 제공함으로써 회사 경영자와 원만한 관계를 유지하고, 이를 통하여 예측에 필요한 고급 정보를 해당 기업으로부터 제공받고자 하기 때문이다(권수영 등 2010). 하지만 동시에 재무분석가는 시장에서 자신의 명성을 유지하기 위하여 더 정확하고 덜 낙관적인 예측정보를 제공해야 하는 압박에 놓여있다고도 할 수 있다(Stickel 1992). 결국 재무분석가의 경우 자신의 명성과 보상을 위하여 정확한 이익예측 및 투자의견을 제시하고자 하는 유인(Reputation incentive)과 경영자와의 관계유지를 위하여 부정확하거나 낙관적인 예측정보를 제공하고자 하는 유인(Curry favor incentive)을 동시에 가지게 된다고 볼 수 있다. 따라서 다수의 선행연구에서는 재무분석가가 처한 상황에 따라 이 중 어느 유인이 더 강하게 작용하는지를 검증하였다. 특히 우리나라에는 삼성, LG, SK 등 기업집단이라는 독특한 기업 환경이 존재하는데, 이러한 기업집단에 소속된 재무분석가는 기업집단이라는 특수한 속성에 기인한 이해관계로 인하여 동일기업집단에 속한 기업에 대하여 상대적으로 우호적인 이익예측을 하는 것으로 알려져 있다(정석우 등 2006 ; Lim and Jung 2012 ; Song et al. 2012). 또한 분석대상기업 중에 서로 상품경쟁관계에 있는 기업들이 포함되어 있는 경우에는 감시효과로 인하여 상품시장의 경쟁이 심할수록 재무분석가는 더 정확한 이익예측 정보를 제공하는 것으로 나타났다(손성규와 신일항 2014).

본 연구는 이러한 선행연구의 연장선상에서 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단 소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 예측정보를 제공할 경우 어떠한 유인이 상대적으로 더 강하게 작용하는지에 대하여 분석하였다. 예를 들어, 삼성전자와 LG전자가 상품경쟁관계에 있다고 할 경우 삼성증권소속 재무분석가는 일반적인 재무분석가와 다른 유인에 의해 LG전자에 대한 이익예측이나 투자의견을 제시할 수 있는데, 만약 삼성증권소속 재무분석가가 LG전자와 우호적인 관계를 유지하여 고급 정보를 얻어내고자 하는 유인이 다른 유인을 압도한다면 더 우호적인 예측정보를 내놓을 것이다. 반대로 삼성증권소속 재무분석가가 동일기업집단 소속 기업인 삼성전자를 돕고자 하는 유인이 강하다면 LG전자에 대해 덜 우호적인 예측정보를 내놓을 것이다. 특히 삼성증권소속 재무분석가는 LG전자에 대해 더 정확하고 덜 우호적인 예측정보를 내놓음으로써 시장에서 자신에 대한 우호적인 평가를 얻는 효과도 기대해볼 수 있다.

구체적으로 본 연구는 DataguidePro database에서 제공되는 2000년부터 2014년까지의 모든 재무분석가의 이익예측과 투자의견을 대상으로 하여 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 내놓은 예측정보를 다른 재무분석가와 비교·분석하는 방법으로 실시되었다. 분석 결과, 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단 소속 기업과 상

품경쟁관계에 있는 기업에 대해 다른 재무분석가보다 더 정확한 이익예측치와 덜 낙관적인 투자자의견을 제시하는 것으로 나타났다. 이는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 비우호적인 예측정보를 제공함으로써 우회적으로 동일기업집단소속 기업을 돕고자 하는 유인과 시장에 더 정확한 예측정보를 제공함으로써 자신들의 평판을 좋게 유지하려는 유인이 동시에 작용하여 분석대상기업과의 좋은 관계를 유지하려는 유인을 압도한 결과로 해석해 볼 수 있다.

한편 본 연구의 기여점은 다음과 같이 요약해 볼 수 있다. 첫째, 기존의 선행연구에 더하여 본 연구는 기업집단이라는 특수한 환경이 재무분석가의 예측정보에 영향을 미칠 수 있다는 또 하나의 증거를 제시한다. 특히 기업집단이 재무분석가의 예측정보에 영향을 미칠 수 있다는 기존의 연구에서는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대해 제시하는 예측정보의 정확성과 낙관성을 분석하였지만, 본 연구는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 내놓은 예측정보의 정확성과 낙관성을 분석하였다는 점에서 서로 차별화된다고 할 수 있다. 둘째, 본 연구는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 내놓은 예측정보가 더 정확하다는 사실을 밝힘으로써 시장참여자들이 좀 더 정확한 정보를 얻을 수 있는 방법을 제시하고 있다.

끝으로 본 연구의 구성은 다음과 같다. 우선 제Ⅱ장에서는 기존의 선행연구를 정리하고 이에 근거하여 연구가설을 설정하였으며, 제Ⅲ장에서는 연구모형의 설계 및 표본의 선정에 대하여 다루었다. 그리고 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시하고 그 의미에 대해 해석하였으며, 제Ⅴ장에서는 이상의 내용을 요약 및 정리하였다.

Ⅱ. 선행연구와 연구가설의 설정

1. 선행연구

재무분석가(analyst)는 기업에 대한 정보를 수집하고 분석하여 이를 투자자들에게 전달하는 역할을 수행하므로 자본시장에서는 중요한 정보 매개체(information intermediaries)로 평가된다(Richard Frankel et al. 2006). 실제 재무분석가의 이익예측능력은 시계열모형(time-series models)보다 우수한 것으로 알려져 있는데, 이는 재무분석가가 다양한 정보를 활용할 수 있기 때문으로 풀이된다(Brown and Rozeff 1978 ; Fried and Givoly 1982 ; O'Brien 1988). 이에 따라 재무분석가가 제공하는 정보는 투자자들의 의사결정에 상당한 영향력을 미치고 있는 것이 현실이다(Stickel 1995 ; Womack 1996 ; Barber et al. 2001). 문제는 재무분석가가 투자자들에게 항상 정확한 정보만을 전달하는 것이 아니어서 만약 재무분석가가 자신의 이익을 추구하거나 분석대상 기업과 특정한

이해관계를 가지는 경우에는 부정확한 정보를 제공하여 투자자들의 의사결정을 오도할 수도 있다는 점이다. 이로 인하여 재무분석가가 제공하는 정보의 정확성에 영향을 미치는 다양한 유인들을 이해하고자 하는 연구들이 일찍부터 진행되어 왔다.

가. 재무분석가의 예측과 관련된 상반된 유인

일반적으로 재무분석가의 이익예측 및 투자의견과 관련하여서는 두 가지 상반된 유인이 존재할 수 있다. 우선 재무분석가가 내부정보를 획득하거나 주식발행 등의 업무를 수입하는 등 분석대상 기업과 특정한 이해관계를 가지는 경우에는 낙관적인 이익예측 및 투자의견을 제시하고자 할 것이다(Curry favor incentive). 반면에 재무분석가는 분석능력이 자신의 명성과 보상으로 직접 연결될 뿐만 아니라 잘못된 이익예측과 투자의견을 전달할 경우 자신은 물론 그가 속한 증권회사 등의 평판에도 악영향을 끼칠 수 있으므로 보다 정확한 이익예측 및 투자의견을 제공하고자 할 수도 있다(Reputation incentive). 결국 재무분석가는 정확한 정보를 전달하여 장기적으로 자신의 명성을 유지할 것인지 아니면 낙관적인 예측을 통하여 투자자들을 오도함으로써 단기적으로 그가 속한 증권회사 등의 이익을 추구할 것인지에 대한 갈등에 직면해 있다고 볼 수 있다(Jackson 2005).

다수의 선행연구에서는 재무분석가가 낙관적인 예측정보를 제공한다는 결과를 확인하고 있는데(Dechow, Hutton and Sloan 2000 ; O'Brien et al. 2005 ; Barber et al. 2007), 이와 같이 재무분석가가 낙관적인 예측정보를 제공하는 원인에 대해서는 다음과 같이 두 가지 측면에서 접근해 볼 수 있다. 먼저 재무분석가의 이익예측에 있어 기초가 되는 정보는 분석대상 기업의 예측치나 목표치를 원천으로 하는 경우가 많은데, 이러한 기업의 예측치나 목표치 자체가 낙관적이기 때문에 재무분석가의 이익예측도 이에 영향을 받아 낙관적이라는 것이다(권수영 등 2010). 특히 분석대상 기업에 원천을 둔 이러한 정보는 대부분 내부정보가 많을 것이므로 재무분석가의 입장에서는 경영자와의 원만한 관계를 유지하는 것이 무엇보다 중요할 수 있고, 이러한 측면에서 볼 때 재무분석가는 기업에게 유리한 방향으로 예측정보를 제공할 수밖에 없을 것이다(Francis and Philbrick 1993 ; Payne and Robb 2000 ; Burgstahler and Eames 2006).¹⁾ 다음으로 재무분석가는 투자은행(investment banking)이나 중개(brokerage) 등의 업무를 수행하는 기관에 고용됨에 따라 이해상충(conflicts of interest)의 문제로 인하여 낙관적인 예측정보를 제공할 수도 있다. 특히 재무분석가가 소속된 증권사가 기업공개(IPO)나 채권인수 및 주식발행 등의 업무를 수입하도록 하기 위한 목적을 가질 경우에는 더욱 낙관적인 이익예측을 하는 것으로 알려져 있

1) 예를 들어, 최근에 교보증권의 한 재무분석가가 하나투어의 실적을 부정적으로 전망하고 목표주가를 대폭 내린 분석 보고서를 내자 하나투어 기업설명회(IR) 담당자가 강하게 항의하며 기업탐방을 금지하겠다고 한 언론의 보도(서울경제 2016.4.8. 기사)는 재무분석가가 경영자와의 원만한 관계를 유지하고자 기업에 낙관적인 예측정보를 제공한다는 사실을 뒷받침해준다고 볼 수 있다.

다(Lin and McNichols 1998 ; Dechow, Hutton and Sloan 2000 ; Agrawal and Chen 2008).²⁾ 반면에 분석능력이 뛰어난 재무분석가는 시장에서 명성을 얻음과 동시에 높은 보상을 받게 되므로, 일반적으로 재무분석가는 자신의 명성을 유지하기 위하여 정확한 예측정보를 제공하고자 할 것이다(Stickel 1992). 특히 분석대상 기업과 이해관계를 가지는 재무분석가(affiliated analysts)는 낙관적인 예측정보를 제공한다는 연구의 흐름과는 달리 다른 재무분석가들에 비하여 더 많은 정보를 바탕으로 더 정확하고 덜 낙관적인 예측정보를 제공한다는 연구결과도 소개되고 있다(Cowen et al. 2006 ; Jacob et al. 2008 ; Gu and Xue 2008).

나. 기업집단과 재무분석가의 예측

우리나라에는 기업집단(Business Groups)이라는 독특한 제도가 존재하면서도 비금융업을 영위하는 기업이 증권회사와 같은 금융회사를 보유할 수 있다는 점에서 특징을 보이는데, 이로 인하여 기업집단에 소속된 증권회사의 재무분석가는 동일한 기업집단에 소속된 기업에 대하여도 예측정보를 제공하게 된다. 예를 들어, 삼성증권소속 재무분석가가 삼성전자에 대한 이익예측과 투자의견을 제공하는 경우가 이에 해당된다. 그런데 이와 같이 기업집단소속 재무분석가가 동일한 기업집단에 소속된 기업에 대한 예측정보를 제공하는 경우에는 다른 재무분석가에 비하여 분석대상 기업에 대한 내부정보를 확보할 가능성이 더 크다고 볼 수 있으므로 보다 정확한 예측정보의 제공이 가능할 수 있다. 반면에, 기업집단이라는 특수한 속성에 기인한 이해관계를 감안한다면 오히려 더 우호적인 예측정보를 제공할 가능성도 있다. 즉, 기업집단이라는 특성이 기업집단소속 재무분석가의 예측정보에 서로 상반된 영향을 미칠 수 있는 것이다. 따라서 기업집단소속 재무분석가가 동일한 기업집단에 소속된 기업에 대한 예측정보를 제공하는 경우에는 그렇지 않은 경우와 비교하여 어떠한 특징을 보이는지에 대하여 살펴볼 필요가 있다.

이와 관련하여 정석우 등(2006)의 연구에서는 기업집단에 소속된 재무분석가의 동일기업집단소속 기업에 대한 이익예측치와 투자추천의견이 타기업(타기업집단소속 기업과 비기업집단 기업) 및 타재무분석가(타기업집단 재무분석가와 비기업집단 재무분석가)의 이익예측치와 투자추천의견보다 더 낙관적인지 여부를 분석하였다. 연구결과에 의하면, 기업집단 재무분석가들은 타기업에 비하여 동일기업집단소속 기업에 대한 이익예측치와 투자추천의견을 더 낙관적으로 제시하였다. 또한 타재무분석가에 비하여 기업집단 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 이익예측을 하는 경우가 더 낙관적인 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는 재무분석가 및 분석

2) 우리나라의 경우에도 최근 5년간(2011~2015년 7월) 국내 10대 증권사가 발간한 투자보고서(4만9580건) 가운데 투자의견 ‘매도’를 제시한 경우는 총 23건(0.1%)에 불과한 실정이다(경향신문 2015.9.11. 기사). 이에 따라 한국금융투자협회는 보고서의 신뢰성을 높이하고자 각 증권사 재무분석가들이 일정기간 동안 매도의견을 얼마나 냈는지를 알리는 투자의견비율 공시제도를 2015년 5월부터 실시하고 있으나, 여전히 매도의견을 제시하는 보고서는 거의 없는 실정이다. 이러한 자료는 재무분석가의 이익예측이 낙관적이라는 사실을 뒷받침해준다고 볼 수 있다.

대상기업의 기업집단소속 여부가 재무분석가의 이익예측치와 투자추천의견에 영향을 주고 있음을 보여주는 것이다. 또한 Lim and Jung(2012)과 Song et al.(2012)의 연구에서도 동일한 결과를 보여주고 있는데, 기업집단소속 재무분석가의 이익예측은 독립적인 재무분석가의 이익예측보다 더 부정확하고 낙관적인 것으로 나타났다. 결국 기업집단에 소속된 재무분석가는 일반적인 재무분석가들보다 더 많은 정보를 획득할 수 있는 위치에 있음에도 불구하고 동일한 기업집단이라는 이해관계로 인하여 오히려 부정확한 이익예측 정보를 제공하는 것으로 나타났다.

다. 상품경쟁관계와 재무분석가의 예측

상품시장의 경쟁(product market competition)은 외부 규율(external disciplinary)로서 기업지배 구조의 메커니즘으로 작용하여 경영자와 주주의 이익을 조정하고 효율성을 제고하는 역할을 하는 것으로 알려져 있다(Hart 1983 ; Grullon and Michaely 2007 ; Datta et al. 2013). 즉, 상품시장의 경쟁이 경영자의 행동에 영향을 미쳐 대리인 문제를 완화시킬 수 있다는 것으로서, Hart(1983)의 연구에서는 시장경쟁이 심할수록 경영자는 더 열심히 일하도록 동기부여가 되어 서 덜 느슨해진다는 결과를 보여주고 있다. 또한 최근의 실증적 연구에서도 시장경쟁이 경영자로 하여금 더욱 더 주주의 이익에 동조하도록 한다는 결과를 보여주고 있다(Giroud and Mueller 2011). 특히 시장경쟁과 같은 규율 환경(disciplinary environment)이 이익 조정(earnings management)과 어떠한 관련성을 가지는지를 살펴본 다수의 연구에서는 약한 규율 환경에 처한 경영자가 이익조정에 더 몰두하는 경향이 있다는 결과를 제시하고 있다(Becker et al. 1998 ; Bowen et al. 2008). 결국 상품시장의 경쟁은 대리인 문제를 완화시켜 경영자가 주주의 이익을 극대화할 수 있는 외부 규율 환경으로서 작용하게 되며, 이는 경영자의 이익조정에 대한 동기를 감소시켜 더 정확한 정보가 전달될 수 있는 역할을 수행하게 될 것이다. 더 나아가 상품시장의 경쟁에 따른 이러한 효과로 인하여 경영자가 재무분석가에게 전달하는 정보의 정확성도 더 높아질 수 있을 것이다.

한편 재무분석가의 입장에서 보면, 서로 상품경쟁관계에 있는 기업들은 자신들의 내부정보가 경쟁기업에 알려지는 것에 대하여 매우 민감할 것이고, 이에 따라 재무분석가들이 기업탐방 등을 통하여 획득할 수 있는 정보의 양도 상대적으로 제한적일 수밖에 없을 것이다. 이는 일반적인 투자자의 입장에서조차 마찬가지일 것이기 때문에 투자자들은 재무분석가들로부터 상품경쟁관계에 있는 기업들에 대한 보다 정확한 정보를 제공받고자 할 것이다. 이러한 상황 하에서 재무분석가는 최대한 정확한 예측정보를 투자자들에게 제공함으로써 시장에서 자신의 명성을 높이 고자 하는 유인을 가질 수 있다. 하지만 또 다른 측면에서 보면, 기밀유지 등으로 재무분석가가 상품경쟁관계에 있는 기업들로부터 입수할 수 있는 정보 자체가 제한적일 수밖에 없다면, 재무분석가의 입장에서는 오히려 내부의 고급정보를 획득하고자 분석대상 기업에 대하여 보다 우호적인 예측정보를 제시하고자 할 수도 있다. 즉, 상품경쟁관계가 재무분석가의 예측정보에 서로

상반된 영향을 줄 수도 있는 것이다. 이와 관련하여 손성규와 신일항(2014)의 연구에서는 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 재무분석가의 이익예측성이 제고되고 예측치의 분산은 감소한다는 결과를 보여주고 있다. 하지만 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 재무분석가의 낙관적 예측성향이 감소하는 현상은 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 이러한 결과에 대하여 동 연구에서는 상품시장의 경쟁이 기업과 재무분석가 간의 정보비대칭은 감소시키지만 재무분석가는 경영진과의 우호적인 관계를 유지하기 위하여 낙관적인 예측성향은 유지한다고 결론내리고 있다. 결국 상품경쟁관계에 있는 기업과 관련된 이익예측에 있어서는 상대적으로 특별한 이해관계가 작용할 여지가 줄어들었다고 보아야 할 것이다.

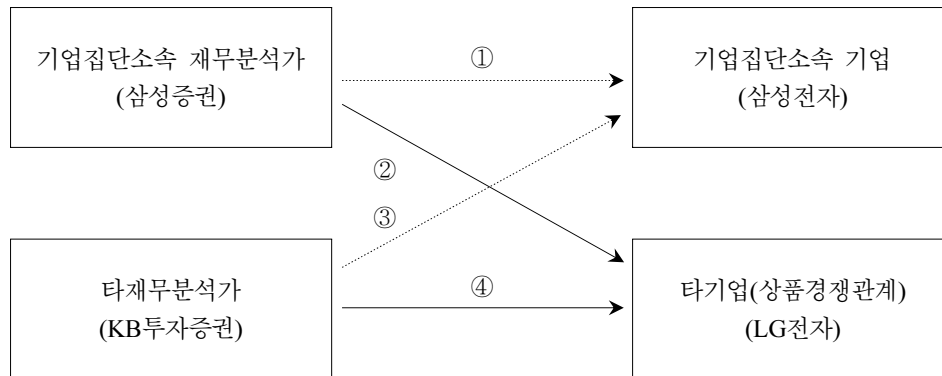
2. 연구가설의 설정

지금까지의 내용을 종합해 볼 때, 만약 기업집단이라는 특수한 요소와 상품경쟁관계라는 특수한 요소가 서로 결합될 경우 재무분석가의 이익예측 및 투자의견은 어떠한 양상을 보일지에 대한 의문이 생긴다. 예를 들어, 삼성전자와 LG전자가 서로 상품경쟁관계에 있다고 가정할 경우, 삼성증권소속 재무분석가가 삼성전자와 상품경쟁관계에 있는 LG전자에 대한 이익예측 및 투자의견을 제시하는 경우 일반적인 재무분석가와와는 서로 다른 양상을 보일지에 대한 것이다. 이러한 의문은 재무분석가의 이익예측 및 투자 의견이 기업집단이라는 특수한 요소와 결부될 경우에는 부정확하고 더 낙관적인 경향을 보여주었지만 일반적인 상품시장의 경쟁관계라는 특수한 요소와 결부될 경우에는 더 정확한 경향을 보여주었기 때문이다.

한편 이러한 연구 동기를 기존의 선행연구와 비교하기 위하여 재무분석가와 분석대상기업의 관계를 도식화한 <그림 1>을 이용하기로 한다.³⁾ 먼저 정석우 등(2006)의 연구에서는 기업집단에 소속된 재무분석가의 동일기업집단소속 기업에 대한 이익예측치와 투자추천의견이 타기업 및 타재무분석가의 이익예측치와 투자추천의견보다 더 낙관적인지 여부를 분석하고 있으므로, <그림 1>의 ①과 ② 및 ①과 ③의 관계에 초점이 맞추어져 있다고 볼 수 있다. 그리고 Lim and Jung(2012)의 연구에서는 기업집단소속 재무분석가의 이익예측과 투자 의견을 독립적인 재무분석가와 비교하고 있으므로, <그림 1>의 ①과 ④에 주로 초점이 맞추어져 있다고 볼 수 있다. 이에 비하여 본 연구에서는 기업집단소속 재무분석가의 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대한 이익예측 및 투자 의견에 초점을 맞추고 있으므로, <그림 1>의 ②와 ④의 관계, 그 중에서도 특히 타기업이 기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 경우를 규명하고자 한다는 점에서 선행연구와는 차별화된다고 할 수 있다.

3) 해당 도표는 Lim and Jung(2012)의 연구를 수정 및 변형한 것이다.

〈그림 1〉 재무분석가와 분석대상기업의 관계



결국 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대한 예측정보를 제공함에 있어서는 다음 중 어느 하나에 해당하는 유인을 가질 것으로 보인다. 먼저 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단에 소속된 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 우호적인 예측정보를 제공한다고 하더라도 경쟁관계라는 특수한 상황으로 인하여 더 많은 내부정보를 획득하거나 소속된 증권회사가 주식발행 등의 업무를 수임하기가 어렵다고 판단할 수 있고, 이러한 경우에는 더 정확한 예측정보를 제공함으로써 자신의 명성을 유지하고자 하는 유인을 가질 수 있다. 다음으로 기업집단소속 재무분석가는 비록 지금 당장은 동일기업집단에 소속된 기업과 서로 상품경쟁관계에 있는 기업으로부터 내부정보를 획득하거나 소속된 증권회사가 주식발행 등의 업무를 수임하지는 못하더라도 우호적인 예측정보를 제공함으로써 향후의 관계를 유리하게 가져가고자 하는 유인을 가질 수도 있다. 한편 선행연구에서 다른 이러한 유인들과는 달리 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단에 소속된 기업과의 이해관계로 인하여 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 오히려 비우호적인 예측정보를 제시함으로써 우회적으로 동일기업집단에 소속된 기업에게 우호적인 결과를 제공하고자 할 수도 있을 것이다. 예를 들어, 삼성전자와 LG전자가 서로 상품경쟁관계에 있다고 가정할 경우, 삼성증권소속 재무분석가가 삼성전자와 서로 상품경쟁관계에 있는 LG전자에 대하여 비우호적인 의견을 제시함으로써 간접적으로 동일기업집단에 소속된 삼성전자에게 우호적인 결과를 제공하고자 할 수도 있다는 것이다.⁴⁾ 이에 본 연구에서는 재무분석가가 제공하는 대표적인 예측정보에 해당하는 이익예측

4) 실제 다수의 증권사들이 LG전자가 미국 제너럴모터스(GM)의 차세대 전기자동차에 핵심 부품을 공급하기로 하자 우호적인 투자의견을 개진한 것과 달리 삼성증권만은 스마트폰, 가전 등의 실적이 여전히 부진한 상황이라서 냉정을 가져야 한다고 평가하였다(한국경제 2015.10.22. 기사). 하지만 얼마 지나지 않아 삼성증권은 LG전자의 자동차부품 사업을 과소평가하여 주가를 낮게 평가한 실수를 인정하는 보고서를 내기도 하였다(서울경제 2015.11.25. 기사). 이러한 자료는 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단에 소속된 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 비우호적인 예측정보를 제공할 수도 있다는 가정

과 투자의견에 대하여 다음과 같이 연구가설을 설정하고, 이를 검증해 보고자 한다.

가설1 : 기업집단소속 재무분석가의 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대한 이익예측은 (기업집단과 관련이 없는 일반 재무분석가의 일반적인 기업에 대한 이익예측보다) 더 정확할 것이다.

가설2 : 기업집단소속 재무분석가의 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대한 투자의견은 (기업집단과 관련이 없는 일반 재무분석가의 일반적인 기업에 대한 투자의견보다) 더 낙관적일 것이다.

III. 연구모형의 설계 및 표본의 선정

1. 연구모형의 설계

가. 변수의 측정

본 연구에서는 기업집단소속 재무분석가의 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대한 예측성향을 측정하기 위하여 이익예측의 정확성(earnings forecast accuracy)과 투자의견의 낙관성(recommendation optimism)을 사용하기로 한다. 여기서 이익예측의 정확성은 다시 절대적 이익예측 정확성(absolute forecast accuracy)과 상대적 이익예측 정확성(relative forecast accuracy)으로 나누어 볼 수 있다. 먼저 절대적 이익예측 정확성은 Hong and Kubik (2003)에 따라 식(1)과 같이 예측오차 값을 이용하여 측정할 수 있으며, 해석의 편의상 -1을 곱함으로써 해당 값이 클수록 더 정확한 이익예측을 나타내도록 하였다.

$$Forecast\ Error_{ijt} = \frac{|F_{ijt} - A_{jt}|}{P_j} \quad (1)$$

F_{ijt} : 재무분석가 i의 기업 j에 대한 가장 최근 EPS 예측치

A_{jt} : 기업 j의 실제 EPS

P_j : 기업 j의 주가

하지만 특정 재무분석가의 분석능력이 열등하다거나 분석대상기업의 이익예측에 특별한 어려움이 있는 경우 절대적 이익예측 정확성은 재무분석가의 분석능력과 분석대상기업의 특성을 반영해 주지 못하는 단점을 지니고 있으므로(Lim and Jung 2012), 이러한 점을 감안할 경우에는 Hong and Kubik(2003)과 Cowen et al.(2006)의 연구에 따라 식(2)와 같이 분석대상기업에 대한

을 뒷받침해 주는 하나의 사례로 참고해 볼 수 있을 것이다.

재무분석가의 상대적 이익예측 정확성을 이용할 필요가 있다. 그리고 이러한 상대적 이익예측 정확성은 그 값이 클수록 더 정확한 이익예측을 한다는 것을 의미하게 된다.

$$RFA_{ijt} = 100 - \frac{Rank_{jt} - 1}{CompanyCoverage_{jt} - 1} \times 100 \quad (2)$$

RFA_{ijt} : 재무분석가 i의 기업 j에 대한 상대적 이익예측 정확성(Relative Forecast Accuracy)

$Rank_{jt}$: 재무분석가 i의 기업 j에 대한 absolute forecast accuracy 순위

$CompanyCoverage_{jt}$: 기업 j에 대하여 예측을 한 재무분석가의 수

투자의견의 낙관성(recommendation optimism)은 재무분석가가 투자자들에게 제시하는 ‘매수’ 또는 ‘매도’ 등의 의견을 수치화하여 측정하기로 한다. 즉, 재무분석가의 투자의견이 강한 매수인 경우에는 4, 매수는 3, 유지는 2, 평균 이하는 1, 매도는 0으로 각각 표시하기로 한다. 따라서 투자의견의 낙관성 값이 크다는 것은 재무분석가가 매수 쪽에 가까운 의견을 제시하였음을 의미하게 된다.

한편 상품경쟁관계는 Grullon and Michaely(2007)의 연구에 따라 식(3)과 같이 각 회계연도 한국표준산업분류를 기준으로 산업 내 개별기업의 매출액을 산업의 총매출액으로 나눈 값을 제공한 후 이를 산업별로 합산한 값인 허핀달-허쉬만 지수(HHI)를 사용하기로 한다. 여기서 HHI가 크다는 것은 소수의 기업들이 높은 시장점유율을 차지하고 있다는 것을 의미하므로 해당 산업의 경쟁도는 낮다고 볼 수 있다. 반대로 HHI가 작다는 것은 산업의 경쟁도가 높다는 것을 의미하게 된다.

$$HHI_{jt} = \sum_{i=1}^N S_{ijt}^2 \quad (3)$$

S_{ijt} : 산업 j에 포함된 기업 i의 t기 매출액 기준 상품시장 내 점유율

나. 연구모형

(1) 이익예측의 정확성

본 연구는 기본적으로 Lim and Jung(2012)의 연구에서 사용된 방법론과 동일하게 ordinary least squares model과 Fama-MacBeth regressions을 사용하여 가설1에 해당하는 이익예측의 정확성을 검증하고자 하며, 구체적인 방법론은 식(4)와 같다. 여기서 Fama-MacBeth regressions은 연도별 회귀분석의 각 계수값을 평균하는 방법을 말하는데, 이러한 분석방법을 사용하는 이유는 시계열 데이터에 내재하는 시점 간의 자기상관(autocorrelation)을 제거함으로써 특정 연도의 경제적 상황 등이 미치는 영향을 최소화하기 위한 것이다.

$$\begin{aligned}
Forecast\ accuracy_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 HHI_{ijt} + \beta_2 GA_GF_{ijt} + \beta_3 GA_NGF_{ijt} + \beta_4 NGA_GF_{ijt} \\
& + \beta_5 HHI_{ijt} * GA_GF_{ijt} + \beta_6 HHI_{ijt} * GA_NGF_{ijt} + \beta_7 HHI_{ijt} * NGA_GF_{ijt} \\
& + \beta_8 Firm\ size_{jY} + \beta_9 Career\ experience_{it} + \beta_{10} Firm-specific\ experience_{ijt} \\
& + \beta_{11} Forecast\ horizon_{ijt} + \beta_{12} Number\ of\ companies\ covered_{iY} \\
& + \beta_{13} Number\ of\ industries\ covered_{iY} + \beta_{14} Broker\ size_{iY} \\
& + \beta_{15} Analyst\ following_{iY}
\end{aligned} \tag{4}$$

여기서 $Forecast\ accuracy_{ijt}$ 는 재무분석가 i 의 기업 j 에 대한 상대적 이익예측 정확성을 나타낸다. 그리고 HHI_{ijt} 는 그 값이 평균과 같거나 클 경우에는 0, 그렇지 않고 평균보다 작을 경우에는 1로 나타나는데, 이는 재무분석가 i 가 경쟁이 심한 산업에 속한 기업 j 에 대한 이익예측을 하는 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0으로 나타나게 됨을 의미한다. 한편 GA_GF_{ijt} 는 기업집단소속 재무분석가 i 가 동일기업집단소속 기업인 j 에 대한 이익예측을 하는 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0이 된다. 마찬가지로 GA_NGF_{ijt} 는 기업집단소속 재무분석가 i 가 타기업(비기업)집단소속 기업인 j 에 대한 이익예측을 하는 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0이 된다. 그리고 NGA_GF_{ijt} 는 타기업(비기업)집단소속 재무분석가 i 가 동일기업집단소속 기업 j 에 대한 이익예측을 하는 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0이 된다. 그런데 본 연구에서의 핵심은 기업집단소속 재무분석가(A)가 동일기업집단에 속한 기업(a)과 상품경쟁관계에 있는 기업(b)에 대하여 이익예측을 하는 상황을 설정함에 있어서 상품경쟁관계에 있는 기업(b)을 어떻게 측정할 것인지에 있다. 여기서 b기업은 ① A의 입장에서는 타기업(비기업)집단소속 기업이면서, ② a의 입장에서는 상품경쟁관계에 있는 기업이라는 두 가지 속성을 동시에 지니고 있다. 예를 들어, A가 삼성증권소속 재무분석가이고, a는 삼성전자라고 한다면 직관적으로 볼 때 LG전자가 가전이나 휴대폰 사업을 영위하므로 b기업에 해당될 가능성이 높다. 하지만 이는 상품경쟁관계를 어떻게 정의하느냐에 따라 그 범위가 다양해질 수 있으며, 특히 상품경쟁관계에 대한 정의가 분명하지 않은 현실 상황에서 b기업을 일일이 찾아내기란 쉽지 않을 것이다. 그나마 기존의 연구 중에서는 상품경쟁관계를 살펴보는 측정치로 HHI가 활용되고 있는 상황이다. 따라서 본 연구에서는 이러한 현실적인 어려움을 반영하여 하나의 변수보다는 두 가지 변수의 교호작용을 이용하고자 하며, 구체적으로는 ① A의 입장에서는 타기업(비기업)집단소속 기업(GA_NGF 를 이용하여 측정)이면서, ② a의 입장에서는 상품경쟁관계에 있는 기업(HHI 를 이용하여 측정)을 $HHI * NGA_GF$ 의 값이 1인 상황으로 설정하고자 한 것이다. 즉, $HHI_{ijt} * GA_NGF_{ijt}$ 의 값이 1인 상황은 기업집단소속 재무분석가가 타기업(비기업)집단소속 기업에 대한 이익예측을 하되 그 대상 기업이 경쟁이 심한 산업에 속해 있으므로, 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 더 정확한 이익예측을 할 것이라는 가설1의 상황이 만들어지는 것이다. 결국 이러한 가설이 지지된다면 β_6 가 (+)의 값을 가지게 될 것이다.

한편 통제변수로는 이익예측의 정확성에 영향을 미칠 수 있는 기업 및 재무분석가와 관련된 특성을 사용하고자 한다(Lim and Jung 2012). 우선 $Firm\ size_{jt}$ 는 기업 j의 Y년도말 시가총액의 로그값이며, $Career\ experience_{it}$ 는 재무분석가 i의 최초 예측이 DataguidePro에 나타난 이후의 경력기간을, 그리고 $Firm-specific\ experience_{ijt}$ 는 재무분석가 i의 최초 예측이 DataguidePro에 나타난 이후의 기업 j와 관련된 경력기간을 각각 나타낸다. 다음으로 $Forecast\ horizon_{ijt}$ 는 재무분석가 i의 기업 j에 대한 예측에 있어 예측일 t와 실제 이익의 TS-2000 보고일 사이의 차이를 나타내며, $Number\ of\ companies\ covered_{it}$ 는 재무분석가 i가 Y년도말에 담당한 기업의 수를, 그리고 $Number\ of\ industries\ covered_{it}$ 는 재무분석가 i가 Y년도말에 담당한 산업의 수를 각각 나타낸다. 또한 $Broker\ size_{it}$ 는 증권회사의 규모를 통제하기 위한 것으로서 Y년도 말에 재무분석가 i가 소속된 증권회사에서 일하고 있는 재무분석가의 수를 나타내며, $Analyst\ following_{jt}$ 는 기업 j에 대하여 Y년도말에 예측치를 제공한 재무분석가의 수로서 이는 다른 재무분석가의 예측정보를 사용하고자 하는 허딩(herding)을 통제하기 위한 것이다(Gu and Xue 2008).

(2) 투자의견의 낙관성

투자의견의 낙관성에 해당하는 가설2는 Lim and Jung(2012)의 연구에서 사용한 방법론에 따라 식(5)와 같이 ordered logit regression을 통하여 검증하고자 한다.

$$\begin{aligned} Recommendation_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 HHI_{ijt} + \beta_2 GA_GF_{ijt} + \beta_3 GA_NGF_{ijt} + \beta_4 NGA_GF_{ijt} \\ & + \beta_5 HHI_{ijt} * GA_GF_{ijt} + \beta_6 HHI_{ijt} * GA_NGF_{ijt} + \beta_7 HHI_{ijt} * NGA_GF_{ijt} \\ & + \beta_8 Career\ experience_{it} + \beta_9 Firm-specific\ experience_{ijt} \\ & + \beta_{10} Forecast\ horizon_{ijt} + \beta_{11} Absolute(Relative)\ forecast\ accuracy_{ijt} \quad (5) \end{aligned}$$

여기서 $Recommendation_{ijt}$ 는 재무분석가의 투자의견으로 강한 매수는 4, 매수는 3, 유지는 2, 평균 이하는 1, 매도는 0으로 각각 표시된다. 또한 독립변수의 계수가 (+)라는 것은 해당 변수의 영향력이 매도의견보다는 매수의견에 더 영향을 미친다는 것을 의미한다. 특히 본 연구에서는 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 덜 낙관적인 투자의견을 제시할 것이라는 가설2를 검증하고자 하므로 이러한 가설이 지지된다면 β_6 가 (-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 이 외의 나머지 변수에 대한 설명은 기본적으로 식(4)와 동일하다.

2. 표본의 선정

본 연구에서는 DataguidePro database를 이용하여 2000년 1월 1일부터 2014년 12월 31일까지의 기간 중 재무분석가의 이익예측과 투자의견이 동시에 존재하는 경우를 전체 표본으로 하고

있다. 그리고 이러한 전체 표본에서 이익예측의 정확성을 측정하기 위하여 실제 이익이 보고되지 않은 예측치는 제외하였다. 또한 이익예측치가 실제 이익을 보고한 날짜 이전의 최근 것이 아닌 경우와 재무분석가 한 명의 예측치만 있는 경우, 그리고 통제변수가 없는 경우는 표본에서 제외하였다. 더불어 상품경쟁관계와 관련하여 HHI가 없는 예측치도 제외하였다. 이러한 과정을 거쳐 <표 1>에서 보는 바와 같이 최종적으로 76,621개의 표본이 선정되었다.

〈표 1〉 표본의 선정기준

기 준	이익예측의 건수
전체 표본수	1,165,074
실제 이익을 보고한 날짜가 없는 예측치	(97,289)
실제 이익을 보고한 날짜 이전의 최근 예측치가 아닌 경우	(974,327)
재무분석가 한 명의 예측치만 있는 경우	(2,423)
HHI가 없는 예측치	(13,865)
통제변수가 없는 예측치	(549)
최종 표본수	76,621

한편 최종적으로 선정된 표본의 연도별 분포는 <표 2>에서 보는 바와 같이 전체적으로 고른 분포를 보이고 있다. 다만 2000부터 DataguidePro에서 자료가 제공되어 상대적으로 2000년의 표본수가 적은 것으로 보인다. 그리고 2012년 이후의 표본수가 그 이전보다는 다소 줄어든 양상을 보여준다.

〈표 2〉 표본의 연도별 분포

연 도	표본수	비율 (%)
2000	1,960	2.56
2001	5,959	7.78
2002	6,584	8.59
2003	5,964	7.78
2004	5,953	7.77
2005	6,372	8.32
2006	5,613	7.33
2007	6,148	8.02

〈표 2〉 표본의 연도별 분포 (계속)

연 도	표본수	비율 (%)
2008	4,834	6.31
2009	5,919	7.73
2010	5,735	7.48
2011	5,780	7.54
2012	3,043	3.97
2013	3,448	4.50
2014	3,309	4.32
합계	76,621	100.00

다음으로 표본의 산업별 분포는 <표 3>과 같은데, 제조업, 전문·과학 및 기술 서비스업, 출판·영상·방송통신 및 정보서비스업이 차지하는 비중이 높았으며, 특별히 HHI가 낮아서 경쟁이 심하다고 보이는 업종은 건설업, 금융 및 보험업, 출판·영상·방송통신 및 정보서비스업 등인 것으로 나타났다.

〈표 3〉 표본의 산업별 분포

산 업	표본수	비율(%)	HHI	순위
건설업	2,746	3.58	0.07	1
교육 서비스업	492	0.64	0.37	10
금융 및 보험업	6,050	7.90	0.10	2
농업, 임업 및 어업	14	0.02	0.38	12
도매 및 소매업	5,289	6.90	0.19	4
부동산업 및 임대업	86	0.11	0.37	11
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	600	0.78	0.23	7
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	387	0.51	0.36	9
운수업	977	1.28	0.45	14
전기, 가스, 증기 및 수도사업	1,099	1.43	0.42	13
전문, 과학 및 기술 서비스업	9,145	11.94	0.20	6
제조업	41,884	54.66	0.20	5
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	7,848	10.24	0.17	3
하수·폐기물 처리, 원료재생 및 환경복원업	4	0.01	0.30	8
합 계	76,621	100.00		

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

본 연구에서 사용된 주요변수에 대한 기술통계량은 <표 4>와 같다. 우선 절대적 이익예측 정확성(Absolute forecast accuracy)의 평균값은 -0.123이고 중위수는 -0.037로 나타났으며, 추천 의견(Recommendation)의 평균값은 2.703이고 중위수는 3.000으로 나타났다. 이는 재무분석가의 이익예측치가 주가의 12%에 해당하는 오차를 보이고 있을 뿐만 아니라 투자의견은 전반적으로 매수 쪽에 치우쳐 있음을 나타내고 있다. 또한 재무분석가의 평균적인 경력(Career experience)은 약 4년으로 나타났으며, 한 회사에 대해서는 2년 정도의 분석기간을 가지는 것으로 나타났다. 그리고 재무분석가는 1년 정도 앞서 분석대상기업에 대한 투자의견을 내놓는 것으로 보인다.

<표 4> 기술통계량

변 수	N	Mean	Median	Std.	25%	75%
HHI	76,621	0.191	0.185	0.113	0.092	0.281
GA_GF	76,621	0.007	0.000	0.085	0.000	0.000
GA_NGF	76,621	0.577	1.000	0.494	0.000	1.000
NGA_GF	76,621	0.140	0.000	0.347	0.000	0.000
NGA_NGF	76,621	0.275	0.000	0.447	0.000	1.000
Relative forecast accuracy	76,621	47.996	50.000	32.668	20.000	75.472
Absolute forecast accuracy	76,621	-0.123	-0.037	0.267	-0.106	-0.009
Recommendation	76,621	2.703	3.000	0.512	2.000	3.000
Firm size	76,621	13.075	12.966	1.779	11.670	14.431
Career experience	76,621	3.889	3.000	3.170	1.000	6.000
Firm-specific experience	76,621	1.886	1.000	2.363	0.000	3.000
Forecast horizon	76,621	1.078	1.000	0.981	0.000	2.000
Firm coverage	76,621	13.749	12.000	7.923	9.000	17.000
Industry coverage	76,621	2.654	2.000	1.462	2.000	3.000
Broker size	76,621	23.780	22.000	9.918	17.000	30.000
Analyst following	76,621	17.218	17.000	9.812	9.000	25.000
Number of strong buy	76,621	0.109	0.000	0.370	0.000	0.000
Number of buy	76,621	7.168	4.000	8.194	0.000	11.000
Number of hold	76,621	0.250	0.000	1.514	0.000	0.000
Number of underperform	76,621	0.004	0.000	0.111	0.000	0.000
Number of sell	76,621	0.000	0.000	0.028	0.000	0.000

주) 여기서 *HHI*는 산업 내 개별기업의 매출액을 산업의 총매출액으로 나눈 값을 제공한 후 이를 산업별로 합산한 값, *GA_GF*는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, *GA_NGF*는 기업집단소속 재무분석가가 타기업(비기업)집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, *NGA_GF*는 타기업(비기업)집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, *Absolute forecast accuracy*는 ‘|재무분석가의 이익예측치-실제이익|/주가’에 -1을 곱한 값, *Relative forecast accuracy*는 ‘ $100 - [(재무분석가의 absolute forecast accuracy \text{ 순위} - 1) / (재무분석가의 수 - 1)] \times 100$ ’으로 계산한 값, *Recommendation*의 경우 강한 매수는 4, 매수는 3, 유지는 2, 평균 이하는 1, 매도는 0으로 각각 표시한 값을 나타낸다. 한편 통제변수에 해당하는 *Firm size*는 기업의 시가총액의 로그값, *Career experience*는 재무분석가의 최초 예측이 *DataguidePro*에 나타난 이후의 경력기간, *Firm-specific experience*는 재무분석가의 최초 예측이 *DataguidePro*에 나타난 이후의 특정기업과 관련된 경력기간, *Forecast horizon*는 재무분석가의 기업에 대한 예측에 있어 예측일과 실제 이익의 TS-2000 보고일 사이의 차이, *Number of companies covered*는 재무분석가가 담당한 기업의 수, *Number of industries covered*는 재무분석가가 담당한 산업의 수, *Broker size*는 재무분석가가 소속된 증권회사에서 일하고 있는 재무분석가의 수, *Analyst following*은 특정 기업을 기준으로 하여 그 기업에 대한 예측치를 제공한 재무분석가의 수를 나타낸다.

한편 주요 변수들에 대한 Pearson 상관계수 및 Spearman 상관계수는 <표 5>와 같다.⁵⁾

<표 5> 상관계수

No.	변 수	1	2	3	4	5	6	7	8
1	HHI	—	0.01 (0.00)	-0.01 (0.00)	0.04 (0.00)	-0.02 (0.00)	0.00 (0.43)	-0.03 (0.00)	-0.01 (0.00)
2	GA_GF	0.01 (0.00)	—	-0.09 (0.00)	-0.03 (0.00)	-0.05 (0.00)	-0.00 (0.01)	0.00 (0.00)	0.00 (0.09)
3	GA_NGF	-0.01 (0.00)	-0.09 (0.00)	—	-0.47 (0.00)	-0.72 (0.00)	-0.00 (0.65)	-0.02 (0.00)	-0.10 (0.00)
4	NGA_GF	0.03 (0.00)	-0.03 (0.00)	-0.47 (0.00)	—	-0.24 (0.00)	-0.00 (0.35)	0.07 (0.00)	0.05 (0.00)
5	NGA_NGF	-0.01 (0.00)	-0.05 (0.00)	-0.72 (0.00)	-0.24 (0.00)	—	0.00 (0.09)	-0.02 (0.00)	0.07 (0.00)
6	Relative forecast accuracy	0.00 (0.20)	-0.00 (0.01)	-0.00 (0.65)	-0.00 (0.43)	0.00 (0.12)	—	0.20 (0.00)	-0.08 (0.00)
7	Absolute forecast accuracy	-0.01 (0.00)	0.01 (0.00)	-0.03 (0.00)	0.10 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.56 (0.00)	—	0.08 (0.00)
8	Recommendation	-0.00 (0.01)	0.00 (0.23)	-0.10 (0.00)	0.05 (0.00)	0.07 (0.00)	-0.08 (0.00)	0.07 (0.00)	—

- 5) 상관계수와 관련하여서는 본 연구에서 다루는 변수가 많을 뿐만 아니라 Pearson 상관계수와 Spearman 상관계수를 동시에 보여주다 보니 표로 다루어야 하는 양이 방대해지는 문제가 있다. 이에 통제변수 중에 특별히 다중공선성에 문제가 있는 것은 없었으므로, 통제변수는 삭제하고 주요변수에 대한 상관계수만을 보여주고 있다.

- 주1) 이 표의 대각선 위부분은 Pearson 상관계수를 나타내며, 아랫부분은 Spearman 상관계수를 나타낸다.
- 주2) 괄호 안의 값은 P-values에 해당한다.
- 주3) 여기서 *HHI*는 산업 내 개별기업의 매출액을 산업의 총매출액으로 나눈 값을 제곱한 후 이를 산업별로 합산한 값, *GA_GF*는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, *GA_NGF*는 기업집단소속 재무분석가가 타기업(비기업)집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, *NGA_GF*는 타기업(비기업)집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, *Absolute forecast accuracy*는 '재무분석가의 이익예측치-실제이익/주가'에 -1을 곱한 값, *Relative forecast accuracy*는 $100 - [(재무분석가의 absolute forecast accuracy \text{ 순위} - 1) / (재무분석가의 수 - 1)] \times 100$ 으로 계산한 값, *Recommendation*의 경우 강한 매수는 4, 매수는 3, 유지는 2, 평균 이하는 1, 매도는 0으로 각각 표시한 값을 나타낸다.

우선 상대적 이익예측 정확성(Relative forecast accuracy)과 투자의견의 낙관성(Recommendation)은 음(-)의 관계로 나타났다. 그리고 *GA_GF*는 Lim and Jung(2012)의 연구와 동일하게 상대적 이익예측 정확성과는 음(-)의 관계로, 그리고 투자의견의 낙관성과는 양(+)의 관계를 보여주고 있는데, 이를 통하여 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 이익예측을 하는 경우 더 낙관적이고 부정확하게 예측하는 경향이 있음을 추정해 볼 수 있겠다. 또한 상품경쟁관계(*HHI*)와 상대적 이익예측 정확성과는 양(+)의 관계로, 그리고 투자의견의 낙관성과는 음(-)의 관계로 나타나 상품시장의 경쟁정도가 높을수록 재무분석가의 이익예측은 더 정확하고 덜 낙관적일 것이라는 추정을 해 볼 수 있다.

2. 단변량 분석 결과

<표 6>에서는 상품시장의 경쟁정도와 기업집단소속 재무분석가의 타기업(타기업집단소속 기업과 비기업집단 기업)에 대한 이익예측 여부 및 이들의 교호작용에 따라 전체표본을 각각 두 개의 집단으로 나눈 후 상대적 이익예측 정확성과 투자의견의 평균 차이가 통계적으로 유의한지를 검증하고 있다. 우선 *HHI*의 값이 중위수보다 작을 경우에는 1로, 그렇지 않을 경우에는 0으로 구별하여 집단별 차이분석을 하였는데, 그 결과 상대적 이익예측 정확성의 평균 차이는 유의하지 않은 것으로 나타난 반면에 투자의견은 *HHI*=1인 경우에 더 낙관적인 것으로 나타났다. 이는 재무분석가가 상품시장의 경쟁정도가 높은 기업에 대하여는 보다 매수 쪽에 가까운 의견을 제시함을 의미한다.⁶⁾ 그리고 기업집단소속 재무분석가가 타기업에 대한 이익예측을 하는 경우에는 *GA_NGF*=1로, 그렇지 않은 경우에는 *GA_NGF*=0으로 구별하여 집단별 차이분석을 하였는데, 그 결과 상대적 이익예측 정확성의 평균 차이는 유의하지 않은 것으로 나타났지만 투

6) *HHI*가 크다는 것은 소수의 기업들이 높은 시장점유율을 차지하고 있다는 것을 의미하므로 해당 산업의 경쟁도는 낮다고 볼 수 있는데, 본 연구에서는 해석의 편의상 *HHI*의 값이 중위수보다 작은 경우를 1로 표현함으로써 *HHI*가 1인 경우는 재무분석가가 경쟁이 심한 산업에 속한 기업에 대한 이익예측을 하고 있음을 의미하게 된다.

자의견은 $GA_NGF=1$ 인 경우에 더 낮게 나타났다. 이는 기업집단소속 재무분석가가 타기업에 대해서는 상대적으로 매수의견을 덜 낸다는 것을 의미한다. 한편 기업집단소속 재무분석가가 상품시장의 경쟁이 높은 타기업에 대하여 이익예측을 하는 경우에는 $HHI*GA_NGF$ 를 1로, 그렇지 않은 경우에는 $HHI*GA_NGF$ 를 0으로 구별하여 집단별 차이분석을 하였는데, 그 결과 상대적으로 이익예측 정확성의 평균 차이는 유의하지 않은 것으로 나타났지만 투자의견은 $HHI*GA_NGF=1$ 인 경우에 더 낮게 나타났다. 이러한 결과는 기업집단소속 재무분석가가 상품시장의 경쟁정도가 높은 타기업(타기업집단소속 기업과 비기업집단 기업)에 대한 투자의견을 제시하는 경우에도 매수의견을 덜 낸다는 것을 의미한다.

〈표 6〉 단변량 분석

구 분		Relative forecast accuracy	Recommendation	N
HHI	HHI=1	48.010	2.7086	38,296
	HHI=0	47.983	2.6974	38,325
	차이	0.027	0.011	
	t-value	0.12	3.05***	
GA_NGF	GA_NGF=1	47.951	2.6552	44,228
	GA_NGF=0	48.058	2.7683	32,393
	차이	-0.107	-0.113	
	t-value	-0.45	-30.39***	
HHI*GA_NGF	HHI*GA_NGF=1	48.188	2.6557	22,363
	HHI*GA_NGF=0	47.917	2.7225	54,258
	차이	0.271	-0.067	
	t-value	1.04	-16.44***	

주1) 여기서 HHI 는 산업 내 개별기업의 매출액을 산업의 총매출액으로 나눈 값을 제공한 후 이를 산업별로 합산한 값으로 그 값이 중위수(0.185)보다 작을 경우에는 1로, 그렇지 않을 경우에는 0으로 구별한 것이며, GA_NGF 는 기업집단소속 재무분석가가 타기업(비기업)집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우에는 1로, 그렇지 않은 경우에는 0으로 구별한 것이다. 이에 따라 기업집단소속 재무분석가가 상품시장의 경쟁이 높은 타기업에 대해 이익예측을 하는 경우에는 $HHI*GA_NGF$ 를 1로, 그렇지 않은 경우에는 $HHI*GA_NGF$ 를 0으로 구별하였다.

주2) ***는 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

하지만 이러한 단변량 분석은 통제변수가 종속변수에 미치는 영향을 배제하지 못하므로 다변량 분석결과를 통하여 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여는 어떠한 이익예측과 투자의견을 제시하는지에 대하여 살펴볼 필요가 있다.

3. 다변량 분석 결과

<표 7>은 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 더 정확한 이익예측을 하는지를 검증하기 위한 가설1과 관련된 다변량 분석 결과를 보여주고 있다. 우선 상품시장의 경쟁이 심할수록 상대적 이익예측 정확성은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 상품경쟁관계에 있는 기업들은 자신들의 내부정보가 경쟁기업에 알려지는 것에 대하여 매우 민감할 것이고, 이로 인하여 재무분석가들은 상대적으로 제한된 양의 정보에 의존하여 이익예측을 할 수밖에 없어 예측정확성이 감소한 것으로 추정된다.

<표 7> 이익예측의 정확성

변 수	예측 부호	Model 1 (OLS)		Model 2 (Fama-MacBeth)	
		Coef.	t-value	Coef.	t-value
Intercept		78.242	(65.7)***	76.627	(16.55)***
HHI	+/-	-1.869	(-4.32)***	-1.989	(-3.96)***
GA_GF	-	-0.489	(-0.26)	-1.987	(-1.44)
GA_NGF		-0.698	(-1.83)*	-0.712	(-1.61)
NGA_GF		-0.271	(-0.50)	0.012	(0.01)
HHI*GA_GF		-3.978	(-1.48)	-2.864	(-1.11)
HHI*GA_NGF	+/-	1.475	(2.83)***	1.252	(2.48)**
HHI*NGA_GF		0.987	(1.33)	1.722	(1.66)
Firm size	+	-1.215	(-12.86)***	-1.062	(-4.05)***
Career experience	-	-0.036	(-0.74)	-0.063	(-0.26)
Firm-specific experience	+	0.855	(13.23)***	1.348	(4.70)***
Forecast horizon	-	-9.691	(-81.75)***	-11.586	(-6.83)***
Firm coverage	+/-	0.000	(0.02)	0.045	(1.69)*
Industry coverage	-	0.197	(2.17)**	0.122	(1.76)*
Broker size	+	-0.066	(-5.58)***	-0.012	(-0.41)
Analyst following		-0.201	(-13.21)***	-0.251	(-4.79)***
R ²		0.091			
F-value		847.36***			
N		76,621		76,621	

- 주1) Model 1은 ordinary least squares model을 이용하여 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 더 정확한 이익예측을 하는지 여부를 검증한 것이며, Model 2는 Fama-MacBeth regressions을 사용하여 동일한 내용을 검증한 것이다. 따라서 전체 변수 중에서 HHI 와 GA_NGF 의 교호작용에 해당하는 $HHI*GA_NGF$ 가 관심변수에 해당된다.
- 주2) HHI 는 산업 내 개별기업의 매출액을 산업의 총매출액으로 나눈 값을 제공한 후 이를 산업별로 합산한 값, GA_GF 는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, GA_NGF 는 기업집단소속 재무분석가가 타기업(비기업)집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, NGA_GF 는 타기업(비기업)집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, $Absolute\ forecast\ accuracy$ 는 '재무분석가의 이익예측치-실제이익/주가'에 -1을 곱한 값, $Relative\ forecast\ accuracy$ 는 '100-[(재무분석가의 absolute forecast accuracy 순위-1)/(재무분석가의 수-1)]×100'으로 계산한 값, $Recommendation$ 의 경우 강한 매수는 4, 매수는 3, 유지는 2, 평균 이하는 1, 매도는 0으로 각각 표시한 값을 나타낸다. 한편 통제변수에 해당하는 $Firm\ size$ 는 기업의 시가총액의 로그값, $Career\ experience$ 는 재무분석가의 최초 예측이 DataguidePro에 나타난 이후의 경력기간, $Firm-specific\ experience$ 는 재무분석가의 최초 예측이 DataguidePro에 나타난 이후의 특정기업과 관련된 경력기간, $Forecast\ horizon$ 는 재무분석가의 기업에 대한 예측에 있어 예측일과 실제 이익의 TS-2000 보고일 사이의 차이, $Number\ of\ companies\ covered$ 는 재무분석가가 담당한 기업의 수, $Number\ of\ industries\ covered$ 는 재무분석가가 담당한 산업의 수, $Broker\ size$ 는 재무분석가가 소속된 증권회사에서 일하고 있는 재무분석가의 수, $Analyst\ following$ 은 특정 기업을 기준으로 하여 그 기업에 대한 예측치를 제공한 재무분석가의 수를 나타낸다.
- 주3) ***/ **/ *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

즉, 재무분석가는 정확한 이익예측이 어려운 상황 하에서 자신의 명성을 높이기보다는 분석 대상기업에 대한 우호적인 예측을 통하여 관계유지에 더 중점을 둘 수 있는 것이다.⁷⁾ 다음으로 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 이익 예측을 할 경우에는 오히려 상대적 이익예측 정확성이 더 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단에 소속된 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 우호적인 예측정보를 제공한다고 하더라도 경쟁관계라는 특수한 상황으로 인하여 더 많은 내부정보를 획득하거나 소속된 증권사가 주식발행 등의 업무를 수입하기가 어렵다고 판단할 수 있고, 이러한 경우에는 더 정확한 예측정보를 제공함으로써 자신의 명성을 유지하고자 한다고 볼 수 있다. 한편 이와 같이 정확한 이익예측정보를 제공한다는 것은 재무분석가가 낙관적인 이익예측정보를 제공한다는 일반적인 연구결과에 견주어 보면 오히려 비관적인 예측 정보를 제공하는 것으로 해석해 볼 수도 있을 것이다. 이러한 해석이 가능하다면 결국 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단에 소속된 기업과의 이해관계로 인하여 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 오히려 비우호적인 예측정보를 제공함으로써 우회적으로 동일기업집단에 소속된 기업에게

7) 특히 이러한 연구결과는 상품시장의 경쟁이 심할수록 재무분석가는 더 정확한 예측정보를 제공한다는 선행연구(손성규와 신일항 2014)와는 상반되는데, 그 원인은 손성규와 신일항(2014)의 연구에서는 이익 예측의 정확성을 측정하기 위하여 절대적 이익예측 정확성(absolute forecast accuracy)을 이용하였지만 본 연구에서는 상대적 이익예측 정확성(relative forecast accuracy)을 이용하였기 때문인 것으로 보인다.

우호적인 결과를 제공하고자 하는 유인을 가질 수도 있다고 보인다.

한편 <표 8>은 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 더 낙관적인 투자의견을 제시하는지 여부를 검증하기 위한 가설2와 관련된 다변량 분석 결과를 보여주고 있다. 여기서 Model 1과 Model 2를 각각 제시한 것은 절대적 이익예측 정확성(Absolute forecast accuracy)과 상대적 이익예측 정확성(Relative forecast accuracy) 중 어느 것을 포함하는지 여부에 따른 것인데, 결과값에는 큰 차이가 없으므로 해석에 있어서는 이를 특별하게 구별하지 않기로 한다. 우선 상품경쟁관계가 심할수록 재무분석가는 더 낙관적인 투자의견을 제시하는 것으로 나타났는데, 이는 <표 7>에서 살펴본 바와 같이 상품시장의 경쟁이 심할수록 상대적 이익예측 정확성은 감소한다는 결과와 일맥상통한다. 즉, 재무분석가들은 상대적으로 제한된 양의 정보에 의존하여 이익예측을 하여야 하므로 자신의 명성을 높이기보다는 분석대상기업에 대한 우호적인 예측을 통하여 관계유지에 중점을 둘 가능성이 크다는 것이다. 다음으로 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여는 덜 낙관적인 투자의견을 제시하는 것으로 나타났으며, 이는 <표 7>에서 살펴본 바와 같이 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여는 상대적으로 더 정확한 이익예측을 한다는 결과와 논리적 일관성을 보이고 있다. 선행연구를 바탕으로 하여 이러한 연구결과에 대해 해석해 보면, 우선 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단에 소속된 기업과의 이해관계로 인하여 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해서는 오히려 비우호적인 예측정보를 제시할 수 있고, 이는 우회적으로 동일기업집단에 소속된 기업에게 우호적인 결과를 제공하는 것과 같은 효과로 나타날 수 있다. 그리고 또 다른 측면에서는 기업집단소속 재무분석가는 많은 투자자들의 집중된 이목과 감시 하에 있다고 볼 수 있으므로, 더 정확한 정보를 전달함으로써 시장에서 좋은 평판을 유지하고자 하는 의도도 있다고 볼 수 있다.

지금까지의 연구결과를 종합해 보면, 결국 기업집단소속 재무분석가는 동일기업집단 소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 다른 재무분석가보다 더 정확한 이익예측치와 덜 낙관적인 투자의견을 제시하는 것으로 나타났다. 이는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 비우호적인 예측정보를 제공함으로써 우회적으로 동일집단소속 기업을 돕고자 하는 유인과 시장에 더 정확한 예측정보를 제공함으로써 자신들의 평판을 좋게 유지하려는 유인이 동시에 작용하여 분석대상기업과의 좋은 관계를 유지하려는 유인을 압도한 결과로 해석해 볼 수 있겠다.

〈표 8〉 투자 의견의 낙관성

변 수	예측 부호	Model 1		Model 2	
		Coef.	t-value	Coef.	t-value
HHI	+	0.070	(2.12)**	0.069	(2.11)**
GA_GF	+	-0.169	(-1.27)	-0.204	(-1.54)
GA_NGF		-0.341	(-12.41)***	-0.363	(-13.16)***
NGA_GF		0.190	(4.77)***	0.173	(4.34)***
HHI*GA_GF		0.265	(1.31)	0.261	(1.28)
HHI*GA_NGF	+/-	-0.163	(-4.20)***	-0.152	(-3.91)***
HHI*NGA_GF		-0.138	(-2.41)**	-0.130	(-2.26)**
Career experience	-	0.108	(28.44)***	0.111	(29.23)***
Firm-specific experience	+	-0.081	(-16.44)***	-0.077	(-15.62)***
Forecast horizon	+	-0.040	(-4.60)***	-0.151	(-17.07)***
Absolute forecast accuracy	-	0.627	(21.04)***		
Relative forecast accuracy	-			-0.007	(-27.93)***
Number of strong buy		0.452	(15.87)***	0.467	(16.39)***
Number of buy		-0.038	(-36.57)***	-0.036	(-34.57)***
Number of hold		-0.388	(-65.46)***	-0.386	(-65.12)***
Number of underperform		-2.588	(-26.43)***	-2.631	(-26.95)***
Number of sell		-19.180	(-0.26)	-19.217	(-0.27)
R ²		0.124		0.128	
χ^2		4829.17***			
N		76,621		76,621	

주1) 투자 의견의 낙관성은 ordered logit regression을 통하여 검증하며, Model 1과 Model 2는 절대적 이익 예측 정확성(absolute forecast accuracy)과 상대적 이익예측 정확성(relative forecast accuracy) 중 어느 것을 포함하는지 여부에 따른 구별이다. 여기에서도 HHI와 GA_NGF의 교호작용에 해당하는 HHI*GA_NGF가 관심변수에 해당된다.

주2) HHI는 산업 내 개별기업의 매출액을 산업의 총매출액으로 나눈 값을 제공한 후 이를 산업별로 합산한 값, GA_GF는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, GA_NGF는 기업집단소속 재무분석가가 타기업(비기업)집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, NGA_GF는 타기업(비기업)집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대한 예측을 하는 경우, Absolute forecast accuracy는 ‘|재무분석가의 이익예측치-실제이익/주가|’에 -1을 곱한 값, Relative forecast accuracy는 ‘100-[(재무분석가의 absolute forecast accuracy 순위-1)/(재무분석가의 수-1)]×100’으로 계산한 값, Recommendation의 경우 강한 매수는 4, 매수는 3, 유지는 2, 평균 이하는 1, 매도는 0으로 각각 표시한 값을 나타낸다. 한편 통제변수에 해당하는 Firm size는 기업의 시가총액의

로그값, *Career experience*는 재무분석가의 최초 예측이 DataguidePro에 나타난 이후의 경력기간, *Firm-specific experience*는 재무분석가의 최초 예측이 DataguidePro에 나타난 이후의 특정기업과 관련된 경력기간, *Forecast horizon*는 재무분석가의 기업에 대한 예측에 있어 예측일과 실제 이익의 TS-2000 보고일 사이의 차이, *Number of companies covered*는 재무분석가가 담당한 기업의 수, *Number of industries covered*는 재무분석가가 담당한 산업의 수, *Broker size*는 재무분석가가 소속된 증권회사에서 일하고 있는 재무분석가의 수, *Analyst following*은 특정 기업을 기준으로 하여 그 기업에 대한 예측치를 제공한 재무분석가의 수를 나타낸다.

주3) ***/**는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타낸다.

V. 결 론

일반적으로 재무분석가는 자신의 명성과 보상을 위하여 정확한 이익예측 및 투자의견을 제시하고자 할 것이지만, 분석대상기업과 특별한 이해관계를 가지는 경우에는 오히려 낙관적인 이익예측이나 투자의견을 제공할 수도 있다. 특히 우리나라에는 기업집단이라는 독특한 제도가 존재한다는 점과 이러한 기업집단에는 증권회사도 소속될 수 있다는 점, 그리고 기업집단에 속한 기업들의 다수가 업종별 상위권에 분포하여 다른 기업들과 상품경쟁관계에 있는 경우가 대부분이라는 점에서 특징을 보이지만 이들 요인의 상호작용이 재무분석가의 예측에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 살펴본 연구는 없었다. 따라서 본 연구에서는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 제시하는 이익예측의 정확성과 투자의견의 낙관성을 검증해 보았다. 특히 본 연구는 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업에 대해 제시하는 예측정보의 정확성과 낙관성을 분석한 선행연구와 달리 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 내놓은 예측정보의 정확성과 낙관성을 분석하였다는 점에서 서로 차별화된다.

연구결과에 의하면, 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단 소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 제시하는 이익예측은 일반적인 재무분석가에 비하여 더 정확하였으며, 투자의견은 덜 낙관적인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업집단소속 재무분석가는 자신의 평판을 유지함과 동시에 동일기업집단 소속 기업에게 유리한 효과를 가져다주고자 하기 때문인 것으로 해석된다. 먼저 기업집단소속 재무분석가는 많은 투자자들의 집중된 이목과 감시 하에 있을 뿐만 아니라 동일기업집단에 소속된 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대하여 우호적인 예측정보를 제공한다고 하더라도 경쟁관계라는 특수한 상황으로 인하여 더 많은 내부정보를 획득하기가 어렵다고 판단할 수 있고, 이 경우에는 보다 정확한 예측정보를 제공함으로써 자신에 대한 좋은 평판을 유지하고자 할 수 있다. 다음으로 보다 정확하고 덜 낙관적인 예측정보를 제공한다는 것은 일반적으로 재무분석가가 낙관적인 예측정보를 제공하려는 성향이 있다는 선행연구에 비하여 비우호적인 예측정보를 제공하는 것으로 볼 수 있는데, 그렇다면 기업집단소속 재무분석

가는 동일기업집단에 소속된 기업과의 이해관계로 인하여 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해서는 비우호적인 예측정보를 제공함으로써 간접적으로 동일기업집단에 소속된 기업에게 유리한 효과를 가져다줄 수도 있을 것이다. 결국 기업집단소속 재무분석가의 경우에는 시장에 더 정확한 예측정보를 제공함으로써 자신의 평판을 좋게 유지하려는 유인과 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 비우호적인 예측정보를 제공함으로써 우회적으로 동일집단소속 기업을 돕고자 하는 유인이 동시에 작용하여 분석대상기업과의 좋은 관계를 유지하려는 유인을 압도하고 있다고 볼 수 있다.

본 연구는 기존의 선행연구에 더하여 기업집단이라는 특수한 환경이 재무분석가의 예측정보에 영향을 미칠 수 있다는 또 하나의 증거를 제시하였다는 점과 함께 기업집단소속 재무분석가가 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대해 내놓은 예측정보가 더 정확하다는 사실을 밝힘으로써 시장참여자들이 좀 더 정확한 정보를 얻을 수 있는 방법을 제시하였다는 점에서 의의를 찾을 수 있을 것이다. 다만, 본 연구에서 측정하고자 하는 동일기업집단에 속한 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업은 기존의 선행연구에서 다룬 바가 없을 뿐만 아니라 현실적으로 그 측정에 어려움이 있어 HHI의 값을 이용하여 그 값이 평균보다 작은 경우로 측정하고 있다. 하지만 HHI의 값이 평균보다 작아 경쟁이 심한 산업에 속한 기업이라고 하더라도 실제로는 경쟁관계가 없다거나 그 반대로 HHI의 값이 평균보다 커서 경쟁이 심하지 않은 산업에 속한 기업도 실제로는 경쟁관계를 형성할 수도 있다. 그리고 평균을 기준으로 하여 양분하는 방법론 또한 경쟁이 심한 정도 및 개별 기업이 처한 경쟁의 상황(대기업과 중소기업의 경쟁 등)을 반영하지 못한다는 점에서 한계를 지닐 수밖에 없다. 따라서 동일기업집단소속 기업과 상품경쟁관계에 있는 기업에 대한 더 정확하고 세분화된 측정이 가능하다면 향후 보다 발전된 연구로 이어질 수 있을 것으로 기대된다.

참고문헌

- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최 관 · 한봉희. 2010. 『(자본시장에서의) 회계정보 유용성 : 분석 · 평가 · 활용』. 신영사.
- 손성규 · 신일항. 2014. “상품시장 경쟁이 재무분석가의 이익예측에 미치는 영향”. 경영학 연구 제43권 제4호 : 1029—1058.
- 정석우 · 김진배 · 임태균. 2006. “재무분석가 및 분석대상기업의 기업집단소속 여부에 따른 이익 예측치 및 투자추천의견의 특성”. 회계와 감사 연구 제44호 : 27—54.
- Anup Agrawal and Mark A. Chen. 2008. Do Analyst Conflicts Matter? Evidence from Stock Recommendations. *The Journal of Law & Economics* 51(3) : 503—537.
- Barber, Brad, Reuven Lehavy, and Brett Trueman. 2007. Comparing the Stock Recommendation Performance of Investment Banks and Independent Research Firms. *Journal of Financial Economics* 85 : 490—517.
- Barber, Brad, Reuven Lehavy, Maureen McNichols, and Brett Trueman. 2001. Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns. *Journal of Finance* 56 : 531—563.
- Becker, C., DeFond, M., Jiambalvo, J., Subramanyam, K. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 : 1—24.
- Bowen, R., Rajgopal, S., Venkatachalam, M. 2008. Accounting discretion, corporate governance and firm performance. *Contemporary Accounting Research* 25(2) : 351—405.
- Brown, L., and M. Rozeff. 1978. The Superiority of Analysts Forecasts as Measures of Expectations : Evidence from Earnings. *Journal of Finance* 33 : 1—16.
- Burgstahler, D., and Eames, M. 2006. Management of earnings and analysts’ forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance and Accounting* 33 : 633—652.
- Chang, Sea—Jin and J. Hong. 2000. Economic Performance of Group Affiliated Companies in Korea : Intragroup Resources Sharing and Internal Business Transaction. *Academy of Management Journal* 43 : 429—448.
- Cowen, A., B. Groyberg, and P. Healy. 2006. Which types of analyst firms are more optimistic? *Journal of Accounting and Economics* 41(1—2) : 119—146.
- Datta S, Iskandar—Datta M, Singh V. 2013. Product market power, industry structure and corporate earnings management. *Journal of Banking and Finance* 37 : 3273—3285
- Dechow, Patricia, Amy P. Hutton, and Richard G. Sloan. 2000. The Relation between Analyst Forecasts of Long—Term Earnings Growth and Stock Price Performance Following Equity

- Offerings. *Contemporary Accounting Research* 17 : 1–32.
- Francis, J., Philbrick, D. 1993. Analysts’ decisions as product of multi–task environment. *Journal of Accounting Research* 31 : 216–230.
- Fried, D., and D. Givoly. 1982. Financial Analysts’ Forecasts of Earnings : A Better Surrogate for Market Expectations. *Journal of Accounting and Economics* 4 : 85–107.
- Giroud, X., Mueller, H. 2011. Corporate governance, product market competition, and equity prices. *Journal of Finance* 66 : 563–600.
- Gu, Z., and J. Xue. 2008. The superiority and disciplining role of independent analysts. *Journal of Accounting and Economics* 45(2–3) : 289–316.
- Grullon, G., and R. Michaely. 2007. Corporate payout policy and product market competition. Working Paper. Rice University and Cornell University.
- Hart, O. 1983. The market mechanism as an incentive scheme. *The Bell Journal of Economics* 14 : 366–382.
- Hong, H., and J. D. Kubik. 2003. Analyzing the analysts : Career concerns and biased earnings forecasts. *The Journal of Finance* 58(1) : 313–351.
- Jackson, A. 2005. Trade generation, reputation and sell–side analysis. *Journal of Finance* 60 : 673–717.
- Jacob, J., Rock, S. and Weber D. 2008. Do non–investment bank analysts make better earnings forecasts? *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 23 : 23–61.
- Lim, Y., and K. Jung. 2012. Conflict of interest or information sharing? Evidence from affiliated analyst performance in Korea. *Contemporary Accounting Research* 29(2) : 505–537.
- Lin, H., and M. McNichols. 1998. Underwriting Relationships, Analysts’ Earnings Forecasts and Investment Recommendations. *Journal of Accounting and Economics* 25 : 101–127.
- O’Brien, P. 1988. Analysts’ Forecasts as Earnings Expectations. *Journal of Accounting and Economics* 10 : 53–83.
- O’Brien, P., M. McNichols, and H. Lin. 2005. Analyst Impartiality and Investment Banking Relationships. *Journal of Accounting Research* 43 : 623–650.
- Payne, J., Robb, S. 2000. Earnings management : The effect of ex–ante earnings expectations. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 15 : 371–92.
- Richard Frankel, S.P. Kothari and Joseph P. Weber. 2006. Determinants of the Informativeness of Analyst Research. *Journal of Accounting and Economics* 41(1–2) : 29–54.
- Song, K., T. Mantecon, and Z. A. Altintig. 2012. Chaebol–affiliated analysts : Conflicts of interest and market responses. *Journal of Banking & Finance* 36(2) : 584–596.

Stickel, S. 1992. Reputation and Performance among Security Analysts. *Journal of Finance* 47 : 1811–1836.

Stickel, S. 1995. The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations. *Financial Analysts Journal* 51(5) :25–39.

Womack, Kent L. 1996. Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? *Journal of Finance* 51 :137–167.

Group – affiliated Analysts’ Forecasts and Product Market Competition

Koo Sungkwon^{*} · Mo Kyoungwon^{**} · Kim Kiyong^{***}

— <Abstract> —

This study verified the tendency of analysts’ forecasts under the circumstance when the business group factor and the product market competition factor combined together. According to this study, when affiliated analysts forecast earnings of the firms in case of the same business groups and product market competition, forecasts become relatively accurate and optimism for investment recommendation becomes lower than independent analysts. The results show that affiliated analysts could provide unfavorable forecasts to firms in product market competition between the business group affiliated firms due to their conflicts of interest and by doing so they will be able to bring the affiliated firms favorable effects. Particularly this study will have a significance for not only showing another evidence that business group factor can affect analysts’ forecast information in addition to preceding research but also presenting a way to get accurate information for market participant.

<Key words> Analyst, Earnings Forecast Accuracy, Recommendation Optimism, Business Groups, Product Market Competition

* Associate Professor, Department of Tax Accounting, Myongji College, skkoo@mjc.ac.kr, First Author

** Assistance Professor, School of Business, Chungang University, kwmo@cau.ac.kr, Corresponding Author

*** Professor, School of Business, Myongji University, kykim@mju.ac.kr, Co – author