

세무와회계저널
제13권 제2호 2012년 6월 pp.253~280
한국세무학회

경영자 이익 예측의 전략적 수정공시와 주식수익률*

이화진** · 이계원***

<요 약>

본 연구는 경영자가 예측공시의 정보량을 전략적으로 배분할 것이라는 선행연구와 개인들이 주관적 가치를 최대하기 위해 정보를 결합하거나 분리하여 처리할 것이라는 Hedonic Editing Model(Thaler and Johnson, 1990)을 연결하여 이익예측정보를 공시하는 양태가 정보내용(호재/악재와 긍정적/부정적 수정공시)에 따라 어떻게 나타나는가 하는 것을 살펴보고자 한다. 또한, 경영자가 이익예측정보를 공시한 시점의 시장 반응이 이익예측정보에 담긴 정보량뿐만 아니라 이익예측치가 제시되는 방법에 따라서도 다를 것이라는 가설도 검토한다.

재무·회계분야의 경영자 예측정보 공시에 관한 선행연구는 예측정보의 성격에 따른 공시정보의 비대칭적 분포나 공시시점에 나타나는 비대칭적 시장반응을 보고하고 있으나 그러한 현상을 초래하는 재무·회계정보를 이용한 의사결정과정 그 자체의 기제를 밝히지는 못하였다. 본 연구는 Hedonic Editing Model을 이용하여 경영자와 투자자의 의사결정과정을 예측하고 그 결과를 검증함으로써 인지심리학이론을 가치평가 맥락으로 확대하고자 하였다.

2002년부터 2007년에 걸쳐 년 2회 이상 경영자예측정보를 공시한 기업을 대상으로 공시양태와 경영자가 이익예측정보를 정정 공시한 시점의 시장 반응을 검토한 결과는 다음과 같다.

공시양태에 대해서는, GP(호재/양의 수정공시 기업)의 경우 영업이익과 매출액 모두에서 유의한 양의 관계가 나타나 공정 공시와 정정 공시로 나누어서 이익(매출액)을 보고할 것이라는 가설을 지지하고 있다. GN(호재/음의 수정공시 기업)의 경우 영업이익은 통계적 유의성이 없으나 매출액은 유의한 음의 관계를 나타내고 있다. BP(악재/양의 수정공시 기업)와 BN(악재/음의 수정공시 기업)의 경우 가설과 방향이 일치하나 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다.

수정공시 시점의 주가반응에 대해서는, 영업이익의 경우에 긍정적 수정공시에 비해 부정적 수정공시는 누적초과수익률의 부호도 일치하고 그 크기도 경제적 의미가 있는 것으로 나타났다.

본 연구는 경영자 예측정보의 성격에 따른 공시정보의 비대칭적 분포나 공시시점에 나타나는 비대칭적 시장반응을 초래하는 재무·회계정보를 이용한 의사결정과정 그 자체의 기제를 밝히는 연구가 필요하며 학제 간 연구를 통한 종합적 접근이 유효할 수 있다는 점을 보여 주었다는 점에서 의의를 찾을 수 있다.

<주제어> 경영자 이익예측 정보, 전망이론, 쾌락적 편집모형, 순이익(손실), 혼합이익(손실), 분석가의 예측

* 본 연구는 2009학년도 조선대학교 연구비의 지원을 받아 연구되었음.

** 호남대학교 관광경영대학 교수, mkhn@honam.ac.kr, 062-940-5581, 제1저자

*** 조선대학교 경상대학 교수, gwlee@chosun.ac.kr, 062-230-6815, 교신저자

논문접수일 2012년 5월 게재확정일 2012년 6월

I. 서 론

본 연구의 목적은 경영자가 이익예측정보를 공시하는 양태가 공시정보의 성격(호재/악재와 긍정적/부정적 수정공시)에 따라 어떻게 나타나는가 하는 것을 실증분석 하는 것이다. 또한, 경영자가 이익예측정보를 공시한 시점의 시장 반응이 이익예측정보에 담긴 정보량뿐만 아니라 이익예측치가 제시되는 방법 다시 말해, 공시의 틀에 따라서도 다를 것이라는 가설도 검토한다.

경영자가 유리한 정보를 미리 공시함으로써 주가를 올리고 이익예측정보의 가치를 높이며 이익예측을 함으로써 발생할지도 모르는 법적 채무를 줄이려는 유인이 있을 때 활용할 수 있는 여러 수단 중에서 경영자 이익예측 공시가 갖는 중요성은 그 성격이 자발적 공시(voluntary disclosures)라는 데 있다. 자발적 공시는 공시여부, 예측내용, 공시시기 등 공시특성의 선택에 있어 경영자가 재량(discretion)을 행사할 여지가 커서 기업이 이를 전략적으로 활용할 가능성이 크기 때문이다. 실제로 Skinner(1994)는 경영자가 소송위험절감을 위해 경영자 예측정보의 공시를 전략적으로 활용할 유인을 가진다는 것을 보여주었고, Fisher와 Verrecchia(2000)는 투자자들이 경영자의 이익예측 유인에 따라 기대되는 예측편의에 대해 가격조정을 하는 경우에도 오도된 이익예측치의 공시로부터 이득을 얻을 수 있음을 보인다. 실제로 Rogers와 Stocken(2005)는 시장이 예측편의를 가려내기 힘들 때 경영자들이 시장을 오도하는 예측치를 공시하는 경향이 있다고 보고한다.

경영자가 시장에 전달하는 예측공시는 시장의 기존 기대치를 변경하거나 확증(confirming forecasts)하는 정보효과를 갖는 데, 양(+)의 변경을 가져오면 호재(good news)로 음(-)의 변경을 가져오면 악재(bad news)로 여겨진다. Penman(1980)은 경영자 이익 예측공시가 주로 호재를 전달한다고 보고하였으나(또한, Waymire, 1984), Kasznik and Lev(1995)는 악재가 있는 기업의 경영자가 이익 예측치를 공시한 비율이 호재가 있는 기업의 경영자가 이익 예측치를 공시한 비율의 2배에 달한다고 보고하였다. Hutton과 Stocken(2007)은 악재가 전체 공시표본의 46%에 달하여 37%에 그친 호재를 능가하였다고 보고하였다. Soffer et al.(2000)은 경영자들이 실적치를 공표하기 직전에 미리 이익 예측치를 공시하는 사전 공시전략을 활용하여 나쁜 소식의 경우는 대부분의 이익정보를 사전 공시하고, 좋은 소식의 경우는 이익정보의 일부만을 공시하는 전략으로 소송위험을 절감하려 하며 이는 시장반응으로 연결된다는 보고를 하고 있다. Clement, Frankel, and Miller(2003)는 경영자의 자발적 공시가 미래이익에 대한 시장기대치를 확인하는 역할로 주가와 재무분석가들의 예측분산에 영향을 미친다는 연구결과를 보고한다. 미래 이익의 불확실성을 감소시키는 역할을 하는 경영자 예측치 공시는 시장에 가격반응을 일으킨다는 것이다. 이러한 추세는 기업의 공시의사결정이 다양한 맥락에서 전략적으로 이루어지며 공시에 따른 시장반응도 이러한 맥락에 따라 다를 것이라는 점을 시사한다.

한편, 한국에서도 공정 공시제도 시행에 따라 경영자의 예측정보 공시를 다룬 연구가 활발해

지고 있으나 자발적 공시의 특성을 전략적으로 활용한 경영자의 다양한 공시 유인들과 그에 따른 시장반응을 드러내기에는 미흡한 수준이다. 예로, 경영자의 수정공시에 대한 시장반응으로는 수정공시의 정보내용에 더하여 수정공시 자체에 관한 평가에서 엇갈린 반응이 나타날 수 있다. 수정공시를 예측정보의 정확성을 높이려는 경영자의 효율적 동기로 판단하면 호의적 추가반응이, 예측정보의 기회주의적 조정을 통한 시장반응의 조작동기에 관해서는 징벌적 추가반응이 나타날 것으로 예측할 수 있다.

본 연구는 경영자 이익예측공시에서 공시 정보량을 전략적으로 배분하는 한다는 선행 연구의 축적된 결과와 Thaler와 Johnson(1990)이 제안한 바, 개인들이 주관적 가치를 최대화 하기 위해 정보를 결합하거나 분리하여 처리할 것이라는 쾌락적 편집모형(Hedonic Editing Model)을 연결하여 경영자가 이익예측정보를 공시하는 양태와 공시시점의 시장 반응이 이익예측정보에 담긴 정보량뿐만 아니라 이익예측치가 제시되는 틀에 따라서도 다를 것이라는 가설을 검토하였다.¹⁾

연구결과, 수정 공시시점의 시장반응에서 영업이익의 경우에 긍정적 수정공시에 비해 부정적 수정공시는 누적초과수익률의 부호도 일치하고 그 크기도 경제적 의미가 있는 것으로 나타났다. 호재 조기공시전략을 선택한 경우와 영업이익에 대한 전망이 나쁠 것으로 예상되는 경우 큰 손실(-y)을 먼저 공시하고 실적회복에 따른 작은 이득(x)을 정정공시 하는 경우에 대한 시장의 낮은(혹은 통계적 유의성이 없는) 평가는 그 정보량보다는 경영자의 예측치 공시 동기를 예측정보의 평가요소로 더 크게 고려하고 있음을 보인 것이라 할 수 있다(Chang et al. 2000). 이는 낙관적 이익전망치를 미리 공시하고 이익전망에 대한 축소 조정은 가능한 늦게 한꺼번에 공시하는 전략을 사용한 경우와 순손실의 크기가 일정 한도(threshold)를 넘을 경우 정보량을 고르게 나누어 공시한 전략을 사용한 결과라는 점을 생각하면 경영자의 예측정보에 대한 시장반응이 나쁜 정보에 비대칭적으로 크게 반응하는 현상을 보고한 Hutton et al.(2003)의 연구결과와도 부합하는 것으로 보인다. 예측정보의 호재/악재에 따른 시장반응의 비대칭성을 보여주는 이러한 결과는 경영자 예측공시정보의 수정공시 시점에서 관찰되는 시장반응과 경영자의 예측정보의 성격 간의 관련성에 관한 가설을 지지하는 증거로 볼 수 있다.

재무·회계분야의 경영자 예측정보 공시에 관한 선행연구는 경영자의 자발적 공시 동기나 공시에 따른 투자자의 반응에 관한 관련 변수들 간의 통계적 관련성을 보고하고 있으나 명확하고 사전적(ex ante)인 이론에 근거해 있지 않는 경우가 많아 포괄적인 이론으로 발전하지 못하고 있다. 한편, 인지심리학의 연구 성과를 재무·회계정보를 이용한 의사결정 상황에 적용한 행동과

1) Tan et al.(1999)은 정보가 제시되는 틀에 따라 공시정보에 대한 재무분석가의 반응이 달리 나타난다는 실험실 연구결과를 보고하였다. 음(-)의 정보가 한꺼번에 공시되는 경우에 비해 나누어서 공시되면 재무분석가 예측치가 낮게 형성된다는 것이다. 이러한 결과는 공시정보의 성격(호재/악재의 공시)과는 별개로 정보공시가 이루어지는 틀에 따라 공시정보에 대한 시장반응이 달리 나타날 수 있음을 보여준 것으로, 경영자들이 시장반응을 고려한 공시전략(Earnings Preannouncement Strategies)을 선택할 또 다른 유인이 있음을 보여준 것이다.

학회계는 재무·회계 정보를 이용한 의사결정과정에서 발생하는 오류 및 편향의 현상을 탐색하여 왔으나 재무회계분야에서 행해진 실험실 연구에 머물거나 개인 차원의 인지특성이 집단적인 시장반응으로 발현되는 기제를 밝히지는 못하였다. 본 연구는 Kahneman과 Tversky (1979)가 제안한 프로스펙트 이론(prospect theory)에 기초하여 소비자 선택의 이론을 전개한 쾌락적 편집모형을 이론적 배경으로 실제 재무회계자료를 이용하여 경영자와 투자자의 의사결정과정을 예측하고 그 결과를 검증한 최초의 연구로서 인지심리학이론을 공시의사결정과 투자자의 가치평가 맥락으로 확대하였고 기존의 실험실연구의 큰 단점으로 지적되어온 생태학적 타당성(biological validity)과 외적 타당성의 결여라는 문제를 극복하고자 하였다는 의의를 갖는다(Yoav Ganzach, 1995).²⁾

본 연구는 제Ⅱ절에서 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. 제Ⅲ절에서는 연구모형 및 변수의 측정을 논의하고 제Ⅳ절에서 분석 결과를 제시한 후에 제Ⅴ절에서는 결론을 맺는다.

Ⅱ. 선행연구 검토 및 가설설정

1. 경영자의 예측정보의 공시와 시장 반응

경영자 이익 예측치는 주가가격이나 재무분석가 예측치, 그리고 bid-ask spreads에 영향을 미친다는 연구결과가 보고되어 있다(Pownall, et al. 1993 ; Baginski와 Hassell 1990 ; Collier와 Yohn 1997). Penman(1980)은 경영자의 이익예측 공시가 주식수익률에 미치는 영향을 ± 60 일에 걸친 CAR로 측정한 결과 호재일 경우에만 주식수익률에 유의하게 긍정적인 영향을 미치고 악재는 유의하게 나타나지 않았으나 부정적인 방향은 나타났다고 보고하였다. Waymire(1984)는 악재 및 호재 모두에서 비기대이익과 주식수익률(± 1 CAR)간에 유의한 관련성이 있다는 연구결과를 보고하였다(또한, Ajinkya와 Gift, 1984). 이 연구에서는 기대이익의 대응으로 재무분석가의 이익예측을 사용하고 경영자 이익예측 수치와 함께 공시내용을 분석하였다. 한편, Chang et al.(2000)은 경영자와 재무분석가의 공시 동기가 예측정보에 대한 시장반응에 영향을 미치는 지를 살폈다. 실험실 접근법을 사용한 연구결과는 비관적 예측이 낙관적 예측에 비해 시장반응이 더 크며, 투자자들은 재무분석가의 예측에 더 비중을 두는 것으로 나타났다.

한국에서 공정 공시제도 시행 후 일정기간이 경과하여 경영자와 재무분석가의 예측 정보에 대한 공시 자료가 축적됨에 따라 경영자와 재무분석가의 예측정보 공시를 다룬 연구가 활발해

2) Koonce와 Mercer(2005)는 심리학 이론체계를 활용하여 가설을 수립하거나 기존의 연구결과를 새롭게 해석하는 자본시장에 근거한 재무회계연구 분야의 예로 기업의 공시정책과 경영자의 재무보고, 그에 따른 투자자의 반응 및 재무분석가의 전문성과 인센티브 분야를 들고 있다.

지고 있다. 한국의 자발적 공시 연구는 공시 동기나 예측치의 정확성, 그리고 공시에 대한 시장 반응 등을 다루고 있으나 많은 연구결과가 축적되지는 않았다. 특히 경영자의 예측정보 공시에 대한 자본시장의 반응에 대해서는 연구가 별로 이루어지지 않았고 소수의 연구들도 주목할 만한 결과를 보고하지 못하였다. 손성규와 전영순(2000)은 주식 거래량을 이용하여 경영자 예측정보의 정보효과를 검증한 결과, (1) 경영자 예측정보공시는 공시시점을 전후하여 거래량의 비정상적인 증가를 가져오고, (2) 예측정보 공시일을 전후한 거래량 변동은 기업규모가 작을수록 크게 나타나며, (3) 추가수익률을 이용한 경영자 예측정보의 자발적 공시효과는 시장전체의 평균 기대치에는 영향을 미치지 못하지만 개별 투자자들에게는 유용한 정보를 제공한다는 점을 제시하였다.³⁾ Lee(2009)는 공정 공시정보에 대한 시장반응을 일간수익률을 이용하여 살펴보았다. 정보가 공시된 시점을 전후하여 짧은 시간 내에 시장반응이 이루어지고 있음을 보고하고 있다.

경영자의 예측정보 공시내용에 관한 수정공시 시점의 시장반응에 관하여는 국내 연구결과가 없다.⁴⁾ 수정공시에 대한 시장반응으로는 수정공시의 정보내용에 더하여 수정공시 자체에 관한 평가에서 엇갈린 반응이 나타날 수 있다. 수정공시를 예측정보의 정확성을 높이려는 경영자의 효율적 동기로 판단하면 호의적 추가반응이, 예측정보의 기회주의적 조정을 통한 시장반응의 조작동기에 관해서는 징벌적 추가반응이 나타날 것으로 예측할 수 있으므로 실증분석을 통해 규명할 분야이다. 경영자의 자발적 예측분야가 기업 및 감독기관의 공시정책에 중요한 판단근거를 제시함에도 불구하고 이 과제에 대한 실증연구는 이루어지지 않고 있다.

경영자의 자발적 공시를 다룬 연구에 관한 개관에서 Hirst et al.(2007)은 경영자 예측정보 공시를 하나의 순환과정(disclosure cycles)으로 보자는 의견을 제시하였다. 본 연구는 공정 공시시스템 하에서 경영자 이익예측치의 수정공시가 공시시점의 추가수익률에 미치는 영향을 살펴본다.⁵⁾ 먼저 이루어진 경영자 이익예측(선행 공시)을 그 정보의 성격에 따라 악재와 호재로 나눈 뒤 이를 준거점으로 하여 그 정보내용에 양(+)의 변동을 가져오는 경우를 긍정적인 수정공시로, 음(-)의 변동을 가져오는 경우를 부정적인 수정공시로 각각 구분하여 각각의 경우가 추가수익률에 미치는 영향을 분석한다.

3) 이들의 연구는 공정공시제도 시행이전을 연구기간으로 하고 있다.

4) 장준경 등(2007)이 공정 공시 도입 이후에 영업이익 공시에 대한 정보효과로 호재정보와 악재정보 모두에서 사건 일을 전후한 기간 동안 통계적으로 유의한 추가반응이 나타났다고 보고하고 있으나, 이 경우 공시시점이 주주 총회일 이전에 발표된 전년도 이익에 대한 예측정보 공시일(preannouncement date)로 본 연구가 대상으로 하는 금년도 예측정보에 대한 공시가 아니다.

5) 본 연구는 예측치 공시를 하나의 과정으로 보는 이들의 견해를 채택하여 경영자의 예측치 공시가 선행요소와 공시특성, 그리고 공시결과로 이루어진 공시집합으로 보는 접근법을 취하고자 한다.

2. 자발적 예측 공시와 자본비용

배당할인 평가모형에 따르면 기업 가치는 아래와 같이 나타낼 수 있다.

$$P_t = k \cdot \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+r)^t}$$

여기서, P_t 는 시장가격, k 는 배당지급율
 E_t 는 미래 기대이익, r 은 기업의 자본비용.

경영자의 미래 기대이익 예측치가 공시되면 시장 참가자들이 미래 기대이익에 대한 정보에 이에 맞게 수정하게 되어 미래 초과이익의 크기가 바뀌고 이것은 가격변화로 이어지게 된다 (Patell, 1976). 시장의 미래 기대이익 정보와 일치하는 예측치가 공시되는 경우에도 자발적 예측 공시 그 자체로 시장의 기대치에 변화를 가져올 수 있다.⁶⁾ Clement *et al.*(2003)은 경영자 자발적 공시가 미래이익에 대한 시장기대치를 확인하는 역할을 하여 주가와 재무분석가들의 예측분산에 영향을 미친다는 연구결과를 보고한다. 미래 이익의 불확실성을 감소시키는 역할을 하는 경영자 예측치 공시는 시장에 가격반응을 일으킨다는 것이다.

한편, Merton(1987)은 경영자가 예측치 공시를 통해 정보가 부족한 투자자들이 부담할 정보비용을 줄여서 주식보유비중을 증가시키게 되면 요구수익율을 낮추게 되는 모형을 제안하였다. Barry와 Brown(1985)은 기업의 수익률 분산 모수에 대해 투자자가 가지는 불확실성과 균형 할인율 간의 직접적 연결고리를 제공한다. 정보위험을 줄임으로써 체계적 위험을 낮추고 이로써 자본비용이 낮아지게 된다는 것이다.⁷⁾ 경영자가 예측치 공시를 통해 거래자들 사이의 정보편재를 줄이면 역선택에 따른 매도-매수 호가차이가 줄고 대량매매가 가격에 미치는 정보효과를 완화할 수 있게 된다(Diamond and Verrecchia, 1991). 요컨대, 경영자 예측치 공시가 정보 비대칭에 따른 거래비용을 감소시켜 공시기업의 주식매력도를 증가시키게 된다는 것이다. Healy, Hutton, and Palepu(1998)는 공시기업의 주식가치가 상향조정되고 거래를 활성화시키며 기관투자자나 재무분석가의 주의를 끌게 된다는 실증결과를 보고한다.

6) Trueman(1986)은 이익예측치의 공시가 경영자의 전문성을 드러내는 경우를 제시한다. 기업의 경제 환경의 변화를 예측하고 그에 적절한 생산변경을 재빨리 실행할 수 있는 경영자의 능력을 공시를 통해 과시함(management talent signaling)으로써 미래 평균 현금흐름에 관한 정보를 시장에 전달할 수 있다.

7) 그들은 기업에 대한 측정위험(estimation risk)이 동일한 경우보다 다양한 정보가 주어진 경우에 투자자들이 수익률에 관한 자료를 더 많이 관찰할 수 있는(high information) 증권의 체계적 위험(β)이 낮다는 점을 보여주었다.

3. Hedonic Editing Model에 관한 이론적 분석

Kahneman과 Tversky(1979)가 제안한 프로스펙트이론(prospect theory)에서는 의사결정 과정에서 실제로 사용되는 함수로 가치함수를 상징한다. 가치함수는 비대칭 S자형 곡선으로 다음과 같은 기본 특성이 있다. 1) 중립상황을 나타내는 준거점(reference point)을 기준으로 그 이상을 이득(gains)으로 그 이하를 손실(losses)로 정의한다. 준거점은 절대량 보다는 현 상태를 나타내는 상대개념이다. 2) 이득 상황에서는 오목(concave)하고, 손실상황에서 볼록(convex)한 S형으로 준거점에서 멀어 질수록 기울기가 감소한다. 동일한 크기의 이득이나 손실이라도 준거점에서 가까운 경우가 준거점에서 멀리 떨어진 경우보다 더 민감하게 반응한다. 3) 가치함수 곡선의 기울기가 손실상황에서 더 가파르게 나타난다. 이는 동일한 금액의 이득에 비해 손실의 경우가 더 큰 심리적 가치를 갖는다는 점을 의미하는 것이다.

의사결정과정은 편집단계와 평가단계를 거친다. 편집단계(editing stage)에서는 각 의사결정대안의 구성요소를 확실/불확실 요소와 공통/특수 요소로 구분하여 불확실하고 특수한 요소로 의사결정과제를 단순화한 후에, 각각의 대안선택에 따른 예상결과를 판단준거와 비교하여 이득과 손실로 구분한다. 평가단계에서는 각 의사결정대안의 예상 값과 판단 기준점과의 차이(deviation)에 대한 주관적 가치에 따라 선택이 이루어진다. 동일한 결과(wealth position)를 낳는 선택일지라도 문제가 제시되는 틀이 달라지면 서로 다른 의사결정에 이르게 되는 것이다(Kahneman and Tversky, 1981).

현금흐름을 추적하여 구분하고 분류하기 위한 회계시스템을 운용하는 모든 조직처럼, 개인들도 의사결정에 따른 산출에 대한 편집과 평가가 이루어지는 계산 틀인 정신계정(Mental Account)을 사용하고 있다(Tversky와 Kahneman, 1981). 이 정신계정 내에서 이루어지는 심리과정과 절차를 정신회계(Mental Accounting)라고 부른다. Kahneman과 Tversky(1984)는 2개의 거래가 동일한 정신계정에 기입되는지 다른 정신계정에 기입되는 지에 따라 그 연산과 평가에 서로 다른 영향을 미치게 된다고 하였다.

Thaler(1985)는 2개의 거래를 연산한 후에 그 결과를 주관적으로 평가하는 것을 정신계정에서 통합한 것으로, 2개의 거래를 각각 주관적으로 평가한 후에 그 결과를 연산하는 것을 정신계정에서 분할한 것으로 하여 각 경우의 주관적 가치를 다음 식과 같이 나타내었다.

i) 정신계정에서 통합 : 결합(Combine)

$$v_c(x, y) = v(x + y) \quad (2-1)$$

ii) 정신계정에서 분할 : 분리(Separate)

$$v_s(x, y) = v(x) + v(y) \quad (2-2)$$

식 (2-1)과 식 (2-2)에서 x, y 는 각각의 거래를, v_c 는 정신계정에서 통합된 거래의 주관적 가치를, v_s 는 정신계정에서 분할된 거래의 주관적 가치를 각각 나타낸다. 이 경우 가치함수의 기본 특성에 따르면, v_c 와 v_s 는 그 크기가 같지 않다.⁸⁾

Thaler(1985)는 정신계정에서 2개의 거래를 조합할 수 있는 4가지 경우를 다음과 같이 제시하였다(아래 식에서 $x > 0, y > 0$ 이다).

i) 순이득 상황(Pure Gains) : 2개의 거래가 (x, y) 로 이루어진 경우

$$\rightarrow v(x) + v(y) > v(x+y) \quad (2-3)$$

ii) 순손실 상황(Pure Losses) : 2개의 거래가 $(-x, -y)$ 로 이루어진 경우

$$\rightarrow v(-x) + v(-y) < v(-x-y) \quad (2-4)$$

iii) 혼합이득 상황(Mixed Gains) : 2개의 거래가 $(x, -y)$ 로 이루어진 경우(단, $x > y$)

$$\rightarrow v(x) + v(-y) < v(x-y) \quad (2-5)$$

iv) 혼합손실 상황(Mixed Losses) : 2개의 거래가 $(x, -y)$ 로 이루어진 경우(단, $x < y$)

$$\rightarrow v(x) + v(-y) \geq < v(x-y) \quad (2-6)$$

식 (2-1)에서 식 (2-6)에 따르면 순이득 상황의 경우에는 분할이, 순손실 상황의 경우에는 결합이, 혼합이득 상황의 경우에는 통합(cancellation)이, 혼합손실 상황의 경우에는 분리가 각각 더 큰 주관적 가치를 가지므로 정신계정에서 이러한 편집이 이루어진 후에 평가가 차례로 진행될 것으로 예상된다.

Thaler와 Johnson(1990)은 Thaler(1985)의 연구결과에 더하여 쾌락적 편집모형(Hedonic Editing Model)을 제안하였는데, 사람들은 둘 이상의 사건을 경험할 때 주관적 가치를 최대화 하는 방식으로 사건의 배열을 적절히 조정하는 양상을 보인다는 것이다(a value maximizing approach to decision making). 정신계정의 편집단계에서 이루어지는 사건들의 통합과 분할을 조정하여 전체의 주관적 가치를 크게 하는 방향으로 정신회계시스템을 운영하고자 한다는 것이다.⁹⁾

8) 2 거래를 통합 또는, 분할하였는지에 따라 주관적 가치의 크기가 다른 것은 가치함수가 비대칭적, 비선형적 S형인 데서 연유한다. 즉, $v(x+y) \neq v(x) + v(y)$.

9) Lim(2004)은 개인 투자자들의 주식 거래에 관한 기록을 이용하여 투자자들의 의사결정이 이득과 손실을 규정지우는 틀에 관한 투자자들의 선호에 따라 영향을 받는지를 실증분석 하였다. 저자는 이득상황에 처한 주식(winners)의 매도보다 손실상황인 주식(losers)의 매도가 같은 날짜에 한꺼번에 이루어지는 경향이 큰 결과를 쾌락적 편집모형을 지지하는 실증증거로 해석하면서 정신회계가 거래의사결정에서 중요한 역할을 한다는 시사점을 강조한다.

4. 연구가설

경영자의 예측정보의 공시는 순환 과정으로 이전에 이루어진 공시의 행태적 특성은 앞으로 이루어지 공시의 성격과 공시에 따른 귀결에 순차적으로 영향을 미칠 것이다. 자발적 예측공시에서 경영자는 재량을 행사하여 이러한 공시과정의 각 단계에서 나타날 경제적 효과 등을 고려하여 예측정보에 대한 전략적 배분을 시도할 것이다.¹⁰⁾ 선행공시의 정보특성은 잇따르는 공시의 정보특성에 영향을 미치며 인접한 예측공시들은 서로 영향을 주고받으며 하나의 공시단위를 이루어 기업에 관한 정보 분포와 자본비용에 변화를 가져와 시장반응을 촉발할 것으로 예상된다.

한편, 쾌락적 편집모형에 따르면 경영자가 미래 이익의 예측정보를 공시할 때 호재인 이익예측정보는 나누어서 공시하고, 악재인 이익예측정보는 몰아서 공시하는 전략적 배분을 할 것으로 예측된다. 따라서 경영자의 초기 이익예측정보가 호재/악재인가와 긍정/부정적 수정공시인가 하는 공시정보의 성격에 따라 경영자가 공시하는 정보공시 틀이 달라져 이는 예측정보량의 크기와 시장반응에 영향을 미칠 것이다.¹¹⁾

Waymire(1984)는 경영자의 예측정보 공시시점에 악재 및 호재 모두에서 시장 반응을 보고하였다. Gleason과 Lee(2003)는 이익 공시 및 수정공시 시점에서 가격조정이 일어날 가능성을 시사하였다. 그런데, Chang et al.(2000)은 투자자는 경영자의 예측치 공시 동기를 예측정보의 평가요소로 고려하며 비관적 예측에 대해 낙관적 예측보다 더 크게 반응한다고 보고하였다. 이는 경영자의 예측정보가 호재/악재인가에 따라 경영자의 예측치 공시에 대한 시장반응의 크기가 서로 다르게 나타날 가능성을 보여준다(Hutton et al. 2003 ; Ng et al. 2006)¹²⁾. 또한, Rogers와 Stocken(2005)은 투자자들이 경영자들의 자발적 공시동기를 고려하여 공시편의(forecasts bias)에 대한 평가를 한다고 한다. 이상의 논의에 근거하여서, 아래 가설을 설정한다.

연구가설 : 경영자의 예측정보가 호재/악재인가와 긍정/부정적 수정공시인가는 경영자의 이익 예측치에 대한 시장반응과 관련이 있다.

-
- 10) 선행연구에 따르면, 경영자는 예측정보의 공시를 통해 시장의 기대를 조율하고 공시에 따른 긍정적 시장반응을 극대화하며 공시정보의 부정적 효과를 최소화함으로써 부정적 시장반응의 완화를 유도하려는 유인을 갖는다(Soffer et al. 2000 ; Tan et al. 1999).
 - 11) 쾌락적 편집모형은 이득은 서로 분리하고, 손실은 서로 결합하는 등 의사결정의 내적 과정에서 주관적 가치를 최대로 하기 위한 정보처리 틀의 조정이 끊임없이 일어나고 있다(Thaler, 1985 ; Thaler와 Johnson, 1990).
 - 12) Hutton et al.(2003)은 경영자의 예측정보에 대한 시장반응이 나쁜 정보에 비대칭적으로 크게 반응하는 현상을 보고하였고, Ng et al.(2006)은 경영자의 예측치가 정확한 정보를 담고 있다는 평판이 있는 기업의 경우에만 좋은 소식(good news)에 대한 시장반응이 나타난다고 하였다. 예측정보의 호재/악재에 따른 시장반응의 비대칭성이 정보내용의 사전누출 여부에 따른 것이라는 견해(Kothari, et al. 2005)도 있으나, 음의 정보에 대한 비대칭적 반응특성에 기인하는 것으로 보는 견해(Negativity Bias Effect)도 많다.

III. 연구 설계

1. 공시전략에 따른 공시정보유형

먼저, 경영자가 이익예측정보를 공시하고 그에 대한 수정공시를 한 경우를 최초/수정공시의 부호[양(+) 또는 음(-)]에 따라 호재/악재와 긍정적/부정적 수정공시로 나누면 아래의 <표 1>과 같이 나타낼 수 있다.

<표 1> 공시정보의 성격에 따른 분류(AE 미 고려)

		수정공시	
		Positive($E_a \geq E_t$)	Negative($E_a < E_t$)
선행 공시	Good ($E_t \geq AE$)	GP	GN
	Bad ($E_t < AE$)	BP	BN

여기서,

E_t 는 경영자 이익예측 정보(선행 공시). AE 는 재무분석가 이익예측 정보(선행 공시).

E_a 는 경영자 이익예측 정보(수정 공시). GP는 $E_t \geq AE_t$ 이고 $E_a \geq E_t$ 인 경우,

GN는 $E_t \geq AE_t$ 이고 $E_a < E_t$ 인 경우, BP는 $E_t < AE_t$ 이고 $E_a \geq E_t$ 인 경우, BN는 $E_t < AE_t$ 이고 $E_a < E_t$ 인 경우

그런데, GN과 BP를 수정공시(E_a)와 재무분석가 이익예측 정보(AE)와의 상대적 크기에 따라 각각 2가지로 나누면 다음의 <표 2>로 나타낼 수 있다.

<표 2> 공시정보의 성격에 따른 분류(AE 고려)

		수정공시	
		Positive($E_a \geq E_t$)	Negative($E_a < E_t$)
선행 공시	Good ($E_t \geq AE$)	GP	GN1 GN2
	Bad ($E_t < AE$)	BP1 BP2	BN

여기서,

BP1는 $E_a \geq AE > E_t$ 인 경우 GN1는 $E_a < AE \leq E_t$ 인 경우

BP2는 $AE > E_a \geq E_t$ 인 경우 GN2는 $AE \leq E_a < E_t$ 인 경우

이제 <표 2>를 Thaler(1985)가 분류한 4가지 상황에 대응시키면 <표 3>과 같이 나타낼 수 있다.

〈표 3〉 공시 틀에 따른 공시정보의 유형

		Positive($E_a \geq E_f$)	Negative($E_a < E_f$)
선행 공시	Good ($E_f \geq AE$)	PG(GP)	ML(GN1) MG(GN2)
	Bad ($E_f < AE$)	MG(BP1) ML(BP2)	PL(BN)

여기서,

PG는 $E_f \geq AE$ 이고 $E_a \geq E_f$ 인 경우. MG는 $E_a \geq AE > E_f$ (BP1)이거나, $AE \leq E_a < E_f$ (GN2)인 경우
PL는 $E_f < AE$ 이고 $E_a < E_f$ 인 경우. ML는 $E_a < AE \leq E_f$ (GN1)이거나, $AE > E_a \geq E_f$ (BP2)인 경우

〈표 3〉에 따라 경영자가 기업성과에 관한 예측정보를 선행 공시와 수정공시에 전략적으로 배분함에 따라 수정공시시점에 추가반응이 어떠한 것인지를 살펴보고자 통계 분할표인 〈표 4〉를 구성한다. 통계분할표의 각 셀에 나타난 수정공시에 대한 시장반응의 셀 평균치에 대한 차이검증을 시행한다. 가설에 따르면 각 셀에 나타난 경영자의 공시동기와 공시정보량이 다를 것이므로 각 셀의 평균치도 차이를 보일 것으로 예측한다.

〈표 4〉 경영자의 공시전략에 따른 시장반응에 관한 통계분할표

		수정공시	
		Positive($E_a \geq E_f$)	Negative($E_a < E_f$)
선행 공시	Good ($E_f \geq AE$)	PGR(GP)	MGR(BP1, GN2)
	Bad ($E_f < AE$)	MLR(GN1, BP2)	PLR(BN)

여기서,

CAR_{it} 는 기업 i 의 공정 공시일부터 정정공시일 후 1일간(0, -3)의 시장초과수익률
 PGR_{it} 는 기업 i 가 $E_f \geq AE$ 이고 $E_a \geq E_f$ 인 경우의 $\text{mean}(CAR_{it})$.
 MGR_{it} 는 기업 i 가 $E_a \geq AE > E_f$ (BP1)이거나, $AE \leq E_a < E_f$ (GN2)인 경우의 $\text{mean}(CAR_{it})$.
 MLR_{it} 는 기업 i 가 $E_a \geq AE > E_f$ (BP1)이거나, $AE \leq E_a < E_f$ (GN2)인 경우의 $\text{mean}(CAR_{it})$.
 PLR_{it} 는 기업 i 가 $E_f < AE$ 이고 $E_a < E_f$ 인 경우의 $\text{mean}(CAR_{it})$.

2. 공시전략에 따른 공시유형별 시장반응

수정공시 시점의 시장반응에 영향을 미칠 통제변수를 포함한 아래 식 (3-1)의 회귀분석모형을 통해서 연구가설을 검증한다. 식 (3-1)은 공시정보의 부호에 따라 각각의 경우에 더미변수를 사용한 것이다.

$$CAR_{it} = a_1PG_{it} + a_2MG_{it} + a_3ML_{it} + a_4PL_{it} + a_5PG_{it} * FN_{it} + a_6MG_{it} * FN_{it} \\ + a_7ML_{it} * FN_{it} + a_8PL_{it} * FN_{it} + a_9FN_{it} + CONT + e_{it} \quad \text{식 (3-1)}$$

여기서,

CAR_{it} 는 기업 i 의 수정공시일 후 1일간(0, +1)의 시장초과수익률

FN 는 기업 i 의 경영자 이익예측 정보(E_a 수정공시)에서 E_f 를 차감한 것을 수정공시 직전일 추가로 나눈 것.

PG_{it} 는 기업 i 가 $E_f \geq AE_i$ 이고 $E_a \geq E_f$ 인 경우면 1 아니면 0.

MG_{it} 는 기업 i 가 $E_a \geq AE > E_f$ 이거나 $AE \leq E_a < E_f$ (GN2)인 경우면 1 아니면 0.

ML_{it} 는 기업 i 가 $E_a < AE \leq E_f$ (GN1)이거나 $AE > E_a \geq E_f$ (BP2)인 경우면 1 아니면 0.

PL_{it} 는 기업 i 가 $E_f < AE_i$ 이고 $E_a < E_f$ 인 경우면 1 아니면 0.

나머지 변수는 앞에서 정의한 것과 같다.

선행연구에서 공시시점의 시장반응과 관련이 있는 것으로 밝혀진 변수들을 통제변수로 회귀식에 포함시킨다. 예측기간(HORIZON)은 예측시점으로부터 예측대상기간의 회계연도 종료일까지의 잔여일수에 로그를 취해서 구한다. SIZE는 기업 i 의 자산총계의 자연로그로, 추가-장부가비율(MB)은 기초 순자본 대비 3월말 현재 시가총액으로 측정하며, 외국인지분율은 기초시점의 외국인투자자지분율을 이용한다. 수정공시 시점에 발표된 이익실적치의 효과를 통제하는 변수로 ED 변수를 구해 사용한다.¹³⁾

선행연구결과와 채택적 편집모형이론에 근거하여 경영자가 <표 3>에 나타난 각 상황에서 취할 공시정보량 배분전략과 그에 따른 시장반응을 아래와 같이 예측한다.

가. PG ; Good News $\Rightarrow$, Positive News $\Rightarrow$

기업의 영업실적에 대한 전망이 크게 양호하여 예상기대이익이 충분한 크기를 가질 경우 경영자는 공시에 따른 효과가 최대가 되도록 각 공시시점의 공시정보량을 조정할 것이다. 식 (3-3)에 따르면 2개의 거래가 (x, y)로 이루어진 순이득(Pure Gains) 상황에서는 각각의 거래를 비슷한 크기로 분할하는 것이 더 큰 주관적 가치를 낳으므로 최초 공시시점과 수정공시 시점의 공시정보량이 비슷하도록 공시 틀을 설정할 것으로 여겨진다.¹⁴⁾ 또한, 이 경우는 Gleason과 Lee(2003)이 재무분석가 자신의 이전 예측정보와 동료들의 이전 합의치를 모두 상회하는 고수정 호재(high-innovation good-news)공시로 명시한 것과 부합한다.

13) Rogers와 Stocken(2005)에서 사용한 측정치를 준용하여 공시된 주당 이익실적치에서 재무분석가의 예측 합의치를 차감한 후에 공시직전일의 추가로 나눈다. 공시하지 않은 경우는 0으로 한다.

14) Caylor et al.(2007)은 이 경우가 12가지 이익정보경로 가운데서 누적 초과수익률(최초공시일, 이익공시일+1)이 가장 높다는 결과를 제시한다. 이 경우 공시순서에 따른 이익부호나 정보량의 상대적 크기도 중요한 회계선택대상(order effect)이나 본 연구에서는 그 점을 직접 다루지는 않는다.

경영자 자신의 이전 예측정보와 재무분석가들의 이전 합의치를 모두 뛰어넘는 수정공시는 공시 시점에서 즉각적인 양(+)의 가격효과를 일으킬 것으로 예상된다.

나. $MG1$: Bad News $\Rightarrow$, Positive News $\nearrow$ (BP1)

$MG2$: Positive News $\nearrow$, Bad News $\rightarrow$ (GN2)

식 (2-5)에 따르면 2개의 거래가 $(x, -y; x > y)$ 로 이루어진 혼합이득 상황에서는 각각의 거래를 결합하여 하나의 통합된 결과로 제시하는 것이 더 큰 주관적 가치를 낳으므로 경영자가 작은 손실(-y)을 큰 이득(x)과 상계하는 과정(cancellation)을 따라 최초 공시시점과 수정공시 시점의 공시정보량을 조정하려 할 것이다. 기업의 영업실적에 대한 전망이 흑자로 예상되는 경우, 대규모 기업의 경영자는 보수적 자세를 견지하여 작은 손실(-y)을 먼저 반영함으로써 큰 이득(x)의 보고에 따른 시장의 호의적 반응을 유도하고자 하는 전략을 사용할 수 있다(conservatism strategy). 소규모 기업의 경영자는 낙관적 이익전망치로 큰 이득(x)을 미리 공시하고 과대한 이익전망을 조정하는 작은 손실(-y)은 가능한 늦게 한꺼번에 공시하는 전략(bad news lately and halo effect strategy)을 사용할 수도 있을 것이다(Caylor et al. 2007).

그런데, 보수주의 공시전략을 사용하는 경우는 Gleason과 Lee(2003)이 제시한 재무분석가 자신의 이전 예측정보와 동료들의 이전 합의치를 모두 상회하면서(high-innovation good-news) 재무분석가 자신의 이전 예측정보가 동료들의 이전 합의치를 밑도는 경우이다. 경영자 자신의 이전 예측정보와 재무분석가들의 이전 합의치를 모두 뛰어넘으면서 경영자 이익예측 부호가 음(-)에서 양(+)으로 바뀌려면 상당한 크기의 양(+)의 수정공시가 이루어져야 하고 이는 시장에 양(+) 이익충격을 가져와 수정공시 시점에서 즉각적이고 커다란 양(+)의 가격효과를 일으킬 것으로 예상된다.

한편, 재무분석가 자신의 이전 예측정보와 동료들의 이전 합의치 사이에 예측 수정치가 자리하면서 재무분석가 자신의 이전 예측치보다 작은 경우를 Gleason과 Lee(2003)는 예측 수정치는 단지 재무분석가 합의치에 포함된 정보를 반영할 뿐 새로운 정보를 전달하지 못하는 것으로 보아 저수정 악재(low-innovation bad news)공시로 이름 붙였다. GN2는 최초 공시에서 시장의 기대치를 웃도는 큰 예측치를 제시한 후 수정공시 시점에서 이를 축소 조정한 경우로 시장에 전달되는 정보가 미미하여 수정공시 시점에서 낮거나 유의하지 않은 음(-)의 가격효과를 일으킬 것으로 예상된다.

다. $ML1$: Good News $\rightarrow$, Negative News $\downarrow$ (GN1)

$ML2$: Bad News $\uparrow$, Positive News $\rightarrow$ (BP2)

식 (2-6)에 따르면 2개의 거래가 $(x, -y; x < y)$ 로 이루어진 혼합손실 상황에서는 x, -y의 상대적 크기에 따라 통합과 분할의 주관적 가치가 달라질 것이나, Thaler(1985)의 실증연구는 작

은 이득(x)과 매우 큰 손실($-y$)의 경우에는 분할하는 경우의 주관적 가치가 큰 것으로 본다 (silver lining principle)는 결과를 제시하였다. 경영자가 작은 이득(x)과 매우 큰 손실($-y$)을 분리하여 최초 공시시점과 수정공시 시점의 공시정보량을 조정한다면 그 호재와 악재의 발표순서에 따라 *GNI*과 *BP2*로 나눌 수 있다.

기업의 영업실적에 대한 전망이 나빠서 적자가 예상되는 경우, 소규모 기업의 경영자는 작은 이득(x)을 미리 공시하고 큰 손실($-y$)은 가능한 늦게 한꺼번에 공시하는 전략(aggresive and bad news lately strategy)을 사용하고픈 유인이 있을 것이다. 대규모 기업의 경영자는 미리 실적악화에 대해 경고하고 예상되는 적자를 이른 시기에 충분히 공시함으로써 음의 이익실적발표에 따른 시장의 실망(negative earnings shocks)을 완화하고자 하는 유인이 있다(Big Bath and silver lining strategy). 이 경우는 큰 손실($-y$)을 먼저 공시하고 실적회복에 따른 작은 이득(x)을 수정공시 하는 순서를 따를 것으로 예상할 수 있다(Caylor et al. 2007).

그런데, 공세적 공시전략을 사용하는 경우는 Gleason과 Lee(2003)이 제시한 재무분석가 자신의 이전 예측정보와 동료들의 이전 합의치를 모두 하회하면서(high-innovation bad-news) 재무분석가 자신의 이전 예측정보가 동료들의 이전 합의치를 웃도는 경우이다. 경영자 자신의 이전 예측정보가 재무분석가들의 이전 합의치를 상회한 상태에서 경영자 수정된 이익예측 부호가 양(+)에서 음(-)으로 바뀌면 상당한 크기의 음(-)의 수정공시가 이루어지게 되고 이는 시장에 음(-)의 이익 공황(earnings shock)을 가져와 수정공시 시점에서 즉각적이고 커다란 음(-)의 가격효과를 일으킬 것으로 예상된다.

한편, 재무분석가 자신의 이전 예측정보와 동료들의 이전 합의치 사이에 예측 수정치가 자리하면서 재무분석가 자신의 이전 예측치보다 큰 경우를 Gleason과 Lee(2003)는 예측 수정치는 단지 재무분석가 합의치에 포함된 정보를 반영할 뿐 새로운 정보를 전달하지 못하는 것으로 보아 저 수정호재(low-innovation good news)공시로 이름 붙였다. *BP2*는 음의 이익실적발표에 따른 시장의 실망(negative earnings shocks)을 완화하고자 최초 공시에서 시장의 기대치를 크게 밑도는 예상되는 적자를 이른 시기에 충분히 공시한 후 수정공시 시점에서 실적 회복전망 조심스레 제시한 경우(silver lining strategy)로 시장에 전달되는 정보가 미미하여 수정공시 시점에서 낮거나 유의하지 않은 양(+)의 가격효과를 일으킬 것으로 예상된다.

라. *PL* ; Bad News $\Rightarrow$, Negative News $\Rightarrow$

기업의 영업실적에 대한 전망이 극히 나빠 이익 공황이 예상되는 경우 경영자는 미리 실적악화에 대해 경고함으로써 음의 이익충격을 완화하고 공시에 따른 법적 책임을 줄이려는 유인(litigation costs hypothesis)이 있다. 식 (2-4)에 따르면 2개의 거래가 ($-x$, $-y$)로 이루어진 순손실(Pure Losses) 상황에서는 각각의 거래를 통합하는 것이 더 큰 주관적 가치를 가지나, 순손실의 크기가 일정 한도(threshold)를 넘는데 따른 비용이 통합에 따른 이점을 압도하게 되면 음

의 공시정보량이 한계점을 넘지 않도록 공시시점을 달리함으로써 공시정보량을 조정하려 할 것이다.¹⁵⁾ 또한, 이 경우는 Gleason과 Lee(2003)이 재무분석가 자신의 이전 예측정보와 동료들의 이전 합의치를 모두 하회하는 고 수정악재(high-innovation good-news)공시로 명시한 것과 부합한다.

경영자 자신의 이전 예측정보와 재무분석가들의 이전 합의치에 모두 못 미치는 수정공시는 공시 시점에서 즉각적인 음(-)의 가격효과를 일으킬 것으로 예상된다.

3. 표본의 선정

본 연구에서의 분석은 횡단면적 분석으로 2002년부터 2007년을 대상으로 금융업에 속하지 않는 12월 결산 상장법인 중 다음의 요건을 충족하는 기업으로 표본을 구성한다.

- 1) 분석 해당연도에 증권거래소에 상장되어 있는 기업으로 분석에 필요한 재무자료와 공시 관련 자료를 입수할 수 있는 기업
- 2) 경영자의 예측치를 년 2회 이상 공시한 기업
- 3) 실증분석에 사용되는 주요 회계변수의 크기가 평균치 ± 3 * 표준편차의 범위 내에 속할 것

금융업은 영업환경이 다른 업종과 매우 다르고 재무제표의 구성항목도 달라 일반 제조업종과 비교하는 데 어려움이 있을 것으로 보이기 때문에 분석대상에서 제외하였다. 요건 1)과 요건 2)는 본 연구의 목적에 비추어 당연히 필요한 조건이다. 요건 3)는 극단적인 측정치의 영향을 최소화하기 위하여 추가된 요건이다.

한국신용평가(주)의 데이터베이스(KIS-Library)에서 기업특성자료를 추출하고 경영자의 예측치는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에서 수작업으로 수집한다. 재무분석가의 합의 예측치는 Fn-guide를 통해 추출한다. 선행연구에서는 경영자 예측치 항목 중 EPS를 재무분석가의 EPS와 비교하여 호재와 악재를 구분한다. 한국의 공시자료는 매출액 항목과 이익항목(영업이익, 경상이익, 세전이익, 당기순이익)으로 구분해서 공시하고 있다. 본 연구에서는 영업이익을 예측치 표본으로 사용한다. 재무분석가의 예측치는 일정기간 동안에 이루어진 예측치들을 평균한 합의치를 사용한다. 권수영 등(2008)의 연구에서도 매출항목과 이익항목에 대해 공시일 이후 한 달 동안에 발표된 재무분석가 이익예측치의 합의치를 사용한다.

15) Caylor et al.(2007)에 따르면 후자의 경우가 전자에 비해 그 수가 많고 12가지 이익정보경로 가운데서 누적 초과수익률(최초공시일, 이익공시일+1)이 가장 낮으나, 전자를 선택한 경우도 22.3%로 악재표본 기업집단 전체에서 2번째로 많으며 전자의 경우는 악재의 규모가 표본기업집단 전체에서 가장 크다.

IV. 연구 결과

1. 기술통계

아래의 <표 5>에 주요 변수에 대한 기술통계량이 제시되어 있다.

<표 5> 표본기업의 주요 변수에 대한 기술통계량

(금액단위 : 원)

변 수	평 균	표준편차	Q1	중위수	Q3
MFE _p (EPS)	7,215	13,732	914	3,246	5,564
AFE _p (EPS)	7,270	14,357	836	3,215	5,622
MFE _a (EPS)	7,783	15,049	787	2,790	6,217
AFE _a (EPS)	7,904	15,608	713	3,107	6,016
MFS _p (억원)	6,935	11,083	305	2,218	5,676
AFS _p (억원)	5,819	8,203	243	2,427	5,984
MFS _a (억원)	6,103	8,662	267	2,210	5,843
AFS _a (억원)	5,964	8,415	236	2,386	6,189
SIZE	28.0599	1.9925	26.0000	29.0000	29.0000
LAD	4.5922	1.0299	4.4000	4.6000	5.3100

주1) 2002-2007 회계연도에 한국신용평가(주)의 KIS-Library 데이터베이스에 수록된 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인으로 주당영업이익은 62개 기업-년, 매출액은 100개 기업-년으로 구성됨.

주2) <변수정의>

MFE_p 선행공시 시점의 경영자 영업이익 예측액

MFE_a 수정공시 시점의 경영자 영업이익 예측액

AFE_p 선행공시 시점의 재무분석가 영업이익 예측액 합의치

AFE_a 수정공시 시점의 재무분석가 영업이익 예측액 합의치

MFS_p 선행공시 시점의 경영자 매출액 예측액, MFS_a 수정공시 시점의 경영자 매출액 예측액

AFS_p 선행공시 시점의 재무분석가 매출액 예측액 합의치

AFS_a 수정공시 시점의 재무분석가 매출액 예측액 합의치

FCAR 선행공시 시점의 전후 7일간 누적초과수익률

ACAR 수정공시 시점의 전후 7일간 누적초과수익률

SIZE는 i 기의 기업 i 의 자산총계의 자연로그

LAD는 i 기의 기업 i 의 수정공시 기간의 자연로그

표본기업의 경우 선행공시 시점의 경영자 영업이익 예측치의 평균(중위수)은 7,215(3,246)원인 반면, 수정공시 시점에서는 7,783(2,790)원으로 나타나 수정공시가 이익을 증가시키는 양상이나 이는 극단적 관측치의 영향일 가능성이 크다. 재무분석가의 영업이익 예측 합의치는 선행공시의 경우가 평균(중위수)은 7,270(3,215)원, 수정공시가 7,904(3,107)원으로 각각 나타나 경영자의 예측치를 초과하고 있다. 경영자의 매출액 예측치의 경우는 선행공시의 경우가 평균(중위수)은 6,935(2,218)억원, 수정공시가 6,103(2,210)원으로, 재무분석가의 매출액 예측 합의치는 선행공시의 경우가 평균(중위수)은 5,819(2,427)억원, 수정공시가 5,964(2,386)억원으로 각각 나타나 경영자 예측치는 감소조정을 보이거나 재무분석가의 예측치 합의치는 여전히 증가양상을 보인다.¹⁶⁾

〈표 6〉 주요 변수 간의 상관관계

	FN	PG*FN1	MG1*FN1	MG2*FN1	ML1*FN1	ML2*FN1	PL*FN1
FN		0.593 (0.000)	-0.492 (0.000)	-0.564 (0.000)	-0.354 (0.000)	-0.312 (0.002)	0.321 (0.002)
PG*FN1	0.482 (0.000)		0.227 (0.023)	-0.365 (0.000)	-0.227 (0.023)	0.173 (0.084)	0.217 (0.030)
MG1*FN1	-0.473 (0.000)	0.225 (0.024)		0.239 (0.017)	0.149 (0.142)	-0.113 (0.261)	-0.142 (0.158)
MG2*FN1	-0.520 (0.000)	-0.358 (0.000)	0.236 (0.018)		-0.239 (0.017)	0.182 (0.069)	0.228 (0.022)
ML1*FN1	-0.387 (0.000)	-0.225 (0.024)	0.148 (0.140)	-0.236 (0.018)		0.113 (0.261)	0.142 (0.159)
ML2*FN1	-0.263 (0.012)	0.172 (0.087)	-0.113 (0.261)	0.180 (0.072)	0.113 (0.261)		-0.109 (0.283)
PL*FN1	0.236 (0.024)	0.215 (0.032)	-0.142 (0.159)	0.226 (0.024)	0.142 (0.159)	-0.108 (0.283)	

주1) 대각선 위는 피어슨 상관관계 분석결과이며, 대각선 아래는 스피어만 상관관계 분석결과이다.

2) FN1는 급년도 경영자 이익예측 정보(E_t 선행공시)에서 AE_t 를 차감한 것을 직전 기말 주가로 나눈 것
FN는 급년도 경영자 이익예측 정보(E_a 수정공시)에서 E_t 를 차감한 것을 직전 기말 주가로 나눈 것.

16) 표준편차가 평균치의 2배에 달하며, 중위수는 큰 폭의 감소양상을 보여 극단치가 영향을 미친 것으로 볼 수 있다. 이는 극단적으로 양의 값을 가지는 표본이 재무분석가가 더 많다는 것을 시사하는 것일 수도 있다. 실제로 영업이익의 중위수를 제외하고는 재무분석가의 이익예측치가 경영자의 이익예측치 보다 더 크게 나타난다. 반대로 매출액은 재무분석가 이익예측치가 경영자 이익예측치보다 더 적게 나타난다.

<표 6>에 표본기업의 주요변수 간의 상관관계를 나타내는 통계량이 제시되어 있다. 각 범주별 수정공시 시점의 공시정보량(FN)과 선행공시 시점의 공시정보량(FN1)과의 관계를 살펴보면, 순이익(PG)상황과 순손실(PL)상황은 유의한 양(+)의 상관관계를, 혼합이익(MG)상황과 혼합손실(ML)상황은 유의한 음(-)의 상관관계를 각각 보여 순이익 상황과 순손실상황에서는 공시정보량의 고른 분포가 혼합이익상황과 혼합손실상황에서는 공시정보량의 치우침이 나타날 것이라는 점을 시사한다.¹⁷⁾

경영자의 예측치를 2회 이상 행한 기업들을 선행 공시와 수정공시의 부호와 공시 틀을 기준으로 분류하여 기업들의 분포가 서로 독립적인지를 분석한 결과가 <표 7>에 제시되어 있다. Panel A에는 선행/수정공시의 부호[양(+) 또는 음(-)]에 따라 호재/악재와 긍정적/부정적 수정공시로 나눈 기업들의 분포가, Panel B에는 공시 부호와 함께 공시정보량의 크기도 고려하여 Thaler(1985)가 분류한 4가지 범주에 대응시킨 기업들의 분포가 나타나 있다.

〈표 7〉 공시기업의 분포

[Panel A] 공시 부호에 따른 공시정보의 분류				
		수정공시		Raw total
		Positive($E_a \geq E_t$)	Negative($E_a < E_t$)	
선행 공시	Good ($E_t \geq A_E$)	24/50	14/17	38(61%)/67
	Bad ($E_t < A_E$)	7/13	17/20	24(39%)/33
Column Total		31(50%)/63	31(50%)/37	62/100 (100.0%)

[Panel B] 공시 틀에 따른 공시정보의 분류				
		수정공시		Raw total
		Positive($E_a \geq E_t$)	Negative($E_a < E_t$)	
선행 공시	Good ($E_t \geq A_E$)	16/26	15/41	31(50%)/67
	Bad ($E_t < A_E$)	22/21	9/12	31(50%)/33
Column Total		38(61%)/47	24(39%)/53	62/100 (100.0%)

주) 앞은 영업이익의 표본 수, 뒤는 매출액의 표본 수

17) 표에 따로 보고하지는 않았지만 선행공시 시점의 공시정보량(FN1)과 수정공시 시점의 공시정보량(FN)의 상관계수는 $-0.322(-0.461)$ 로 나타나 양자가 역전관계에 있음을 보여준다.

먼저, <표 7> Panel A에서 선행공시가 호재인 기업의 경우가 영업이익(매출액)이 38(67)개로 61(67)%인 반면, 선행공시가 악재인 24(33)개 기업의 경우 분포비율이 39(33)%로 낮게 나타났다. 이는 기업들이 선행공시를 낙관적으로 공시하는 경향이 있음을 보여준다. 그러나 수정공시의 경우에 매출액은 낙관적 공시기조가 유지되나 영업이익의 경우는 긍정인 경우와 부정인 경우가 50%로 같게 나타나 낙관적 공시기조가 조정을 받는 것으로 보인다.

한편, 선행공시가 호재인 38(67)개 기업의 경우 수정공시가 긍정인 경우가 24(50)개로 63.2(74.6)%인 반면, 선행공시가 악재인 24(39)개 기업의 경우 수정공시가 긍정인 경우가 7(13)개 29.2(39.4)%로 낮게 나타났다. 선행공시가 호재면서 수정공시가 부정인 기업의 수가 14(17)개로 36.8(25.4)%인 반면, 선행공시가 악재이면서 수정공시가 부정인 경우가 17(20)개로 70.8(60.6)%로 낮게 나타났다. 공시기업의 분포에 있어 선행공시의 부호와 수정공시의 부호 간에 양(+)의 관계가 나타난다는 것은 기업들이 선행공시를 의식하며 수정공시를 한다는 것을 의미하는 것으로 이익감소회피 동기가 이익예측치 공시에서도 나타남을 의미한다(Degeorge et al. 1999).

<표 7> Panel B에서는 선행공시가 호재인 경우와 악재인 경우의 기업수가 각각 31(67)개로 동일한 분포를 보인다. 반면, 수정공시의 경우는 긍정인 경우가 38(47)개 기업으로 분포비율이 61(33)%로 높게 나타났다. 이는 공시정보량의 배치에 있어 기업들이 선행공시 시점에서는 보수적 예측치를 공시한 뒤에 실적의 증가를 확인한 후에 상향공시는 경향이 있음을 보여준다. 매출액은 긍정인 경우보다 부정인 경우가 53%로 크게 나타나 낙관적 공시기조가 상당한 조정을 받는 것으로 보인다.

한편, 선행공시가 호재인 기업의 경우에 수정공시가 긍정/부정인 경우가 비슷한 반면, 선행공시가 악재인 기업의 경우는 수정공시가 긍정인 경우가 22(21)개, 71(63.6)%로 높게 나타났다. 매출액은 선행공시가 호재(67개)면서 수정공시가 부정인 기업의 수가 41개로 61.2%로 나타났다. 영업이익의 경우 Panel B에서 기업들의 분포가 Panel A와는 대조적으로 나타난 것은 기업들이 선행공시를 기준으로 인식하여 이익감소회피를 위해 선행공시를 위한 예측을 신중하게 하고 있음을 보여준다.

2. 공시시점의 시장 반응에 대한 실증결과

<표 8>에 공시시점의 시장관련 변수에 대한 기초 통계량이 제시되어 있다. 선행공시 시점의 전후 7일간 누적초과수익률의 평균(중위수)은 $-0.0119(-0.0125)$ 인 반면 수정공시 시점에서는 $-0.0059(-0.0008)$ 원으로 나타나 수정공시시점의 시장반응이 선행공시 시점에 비해 줄어들었음을 알 수 있다.

〈표 8〉 시장관련 변수에 대한 기초 통계량

변 수	평 균	표준편차	25%	중위수	75%
FCAR	-0.0119	0.0626	-0.0458	-0.0125	0.0257
ACAR	-0.0059	0.0717	-0.0455	-0.0008	0.0405
MFN1(FMFS - FAFS)	38464785	225596760	-75010	168060	949740
MFN2(AMFS - AAFS)	2316004	33822497	-73810	66280	442400
MGAP(FN1 - FN2)	36148782	224391226	-85307	44975	460960
OIFN1(FMFOIEPS - FAFOIEPS)	0.0235	0.0608	-0.0057	0.0033	0.0351
OIFN2(AMFOIEPS - AAFOIEPS)	0.0227	0.1048	-0.0037	0.0001	0.0125
OIGAP(FN1_1 - FN2_1)	0.0008	0.0890	-0.0073	0.0004	0.0214

여기서,

FCAR : 선행공시 시점의 전후 7일간 누적초과수익률,

ACAR7 : 수정공시 시점의 전후 7일간 누적초과수익률

MFN1, MFN2, MGAP : 매출액에 대한 차이

OIFN1, OIFN2, OIGAP : 영업이익에 대한 차이를 나타냄.

아래 <표 9>에 수정공시시점의 정보량과 그에 대한 시장반응이 나타나 있다.

〈표 9〉 공시 시점의 시장반응에 대한 Contingency Table

Panel A : 영업이익			
		수정공시	
		Positive($E_a \geq E_t$)	Negative($E_a < E_t$)
선행공시	Good ($E_t \geq A_E$)	0.07036/-0.00239	-0.01694/-0.01629
	Bad ($E_t < A_E$)	0.01941/-0.00568	-0.01059/-0.02327
Panel B : 매출액			
		수정공시	
		Positive($E_a \geq E_t$)	Negative($E_a < E_t$)
선행공시	Good ($E_t \geq A_E$)	0.00008/0.00415	-0.00004/-0.02782
	Bad ($E_t < A_E$)	0.000008/-0.01719	-0.000009/-0.00498

주) 여기서 제시된 각 셀의 수치는 사전 앞은 $FN(E_a)$: 수정공시 예측치에서 AE_t 를 차감한 것을 직전 기말 추가로 나눈 것)을, 사전 뒤는 CAR_{it} (기업 i의 수정공시일 전후 7일간(+3, 0, -3)의 시장초과수익률)의 합을 각 셀별로 평균한 것.

<표 9> Panel A에 보고된 영업이익의 경우에 PGR은 -0.0024 로, MGR은 -0.0163 으로, MLR은 -0.0057 로, PLR은 -0.0233 으로 각각 나타났다. 이를 각 경우의 공시정보량의 크기와 비교하면 긍정적 수정공시의 경우에는 누적초과수익률의 부호도 반대이고 그 크기도 경제적 의미가 없다. 그러나 부정적 수정공시의 경우에는 누적초과수익률의 부호도 일치하고 그 크기도 경제적 의미가 있다. PGR은 호재 조기공시전략을 선택한 경우이고, MLR은 영업이익에 대한 전망이 나쁠 것으로 예상되는 경우 큰 손실($-y$)을 먼저 공시하고 실적회복에 따른 작은 이익(x)을 정정공시 하는 경우라는 점을 고려하면 시장의 낮은(혹은 통계적 유의성이 없는) 평가는 그 정보량보다는 경영자의 예측치 공시 동기를 예측정보의 평가요소로 더 크게 고려하고 있음을 보인 것이라 할 수 있다(Chang et al. 2000). 이는 MGR은 낙관적 이익전망치를 미리 공시하고 이익전망에 대한 축소 조정은 가능한 늦게 한꺼번에 공시하는 전략을 사용한 기업이 많은 경우이며, PLR은 손실의 크기가 일정 한도를 넘은 기업의 경영자들이 정보량을 고르게 나누어 공시한 결과라는 점을 생각하면 경영자의 예측정보에 대한 시장반응이 나쁜 정보에 비대칭적으로 크게 반응하는 현상을 보고한 Hutton et al.(2003)의 연구결과와도 부합하는 것으로 보인다. 예측정보의 호재/악재에 따른 시장반응의 비대칭성을 보여주는 <표 9> Panel A의 결과는 경영자 예측공시정보의 수정공시 시점에서 관찰되는 시장반응과 경영자의 예측정보의 성격간의 관련성에 관한 가설을 지지하는 증거로 볼 수 있다.

<표 9> Panel B에 보고된 매출액의 경우에 PGR은 0.0041 로, MGR은 -0.0278 로, MLR은 -0.0172 로, PLR은 -0.005 로 각각 나타났다. 영업이익과는 달리 MGR이 가장 큰 음($-$)의 값을 나타낸 것은 매출액의 과대예측 경향에 대한 평가절하를 암시한다고 해석할 수 있을 것이다. MLR이 음($-$)의 누적수익률을 보인 것은 매출액의 회복이 일시적 일 것으로 예상하는 시장의 평가가 반영된 경우라고 여겨진다. <표 9>에서 나타난 결과를 종합하면 시장반응에서 뚜렷한 부정성 편파현상이 나타남을 알 수 있다.¹⁸⁾

18) 정보처리에 있어 긍정적 정보보다는 부정적 정보에 더 큰 가중치를 주어 평가하는 현상을 부정성편파(negativity bias)라 한다. 정보처리과정에서 나타나는 위험회피현상이 의사결정분야에서 부정성편파의 전형을 이룬다. 일반적으로는 이득상황에서는 위험회피경향이 나타나고 손실상황에서는 위험 선호 경향이 나타난다. 그러나 손실이 특히 바람직하지 않은 부정적 사태로 인식되면 이를 회피하고자 위험을 무릅쓰는 행동을 하게 되며, 이것이 손실상황에서 위험선호로 나타난다는 것이다. 위험회피현상이 가장 극명하게 드러나는 경우가 소유물효과(endowment effect ; Kahneman et al. 1990)이다.

Akhtar et al.(2010)는 자본시장에서 부정성편파가 발견되는지에 대한 검증을 하기 위해 호주자본시장을 대상으로 소비자감정지수(consumer sentiment index)의 발표일에 나타난 주식수익률을 비교하였다. 소비자감정지수의 상승(good news)과 하락(bad news)을 발표한 시점에 비대칭적 시장반응이 관찰되었다. 이러한 연구결과들은 시장참가자들이 보이는 제한적 합리성에 기초한 투자행태의 하나인 손실회피 현상도 자본자산의 가격결정에 일정한 영향을 미칠 수 있음을 의미한다.

〈표 10〉 공시 시점의 시장반응에 대한 회귀분석 결과

$$CAR_{it} = a_1PG_{it} + a_2MG_{it} + a_3ML_{it} + a_4PL_{it} + a_5PG_{it} * FN_{it} + a_6MG_{it} * FN_{it} + a_7 ML_{it} * FN_{it} + a_8PL_{it} * FN_{it} + a_9FN_{it} + CONT + e_{it} \quad \text{식 (3-1)}$$

변수명/구분	영업이익	매출액
PG	0.15074 (0.64)	-0.00676 (-0.04)
MG	0.11585 (0.48)	-0.06117 (-0.35)
ML	0.14279 (0.59)	-0.03299 (-0.19)
PL	0.10552 (0.43)	-0.03392 (-0.20)
PG*FN	0.00830 (0.06)	-51.39473 (-1.35)
MG*FN	-0.02434 (-0.03)	-310.54436 (-2.11)**
ML*FN	0.01322 (0.01)	-1496.34202 (-0.66)
PL*FN	-1.68452 (-0.82)	-1402.19878 (-1.53)
LAD	-0.01048 (-0.73)	0.00941 (0.79)
SIZE	-0.00431 (-0.58)	-0.00110 (-0.20)
연도더미	포함	포함
산업더미	포함	포함
F-값	1.71*	2.81**
Adj R ²	0.2226	0.3113
표본수	62	100

<표 10>에 제시된 수정공시 시점의 주가반응에 대한 회귀분석 결과를 보면, 영업이익의 경우에 각각의 경우를 나타내는 더미변수는 양의 값을 보이거나 통계적 유의성이 없다. 더미변수와 정

보량의 교차변수의 경우에, $PG*FN$ 은 0.0083으로, $MG*FN$ 은 -0.0243 으로, $ML*FN$ 은 0.0132로, $PL*FN$ 은 -1.6845 로 각각 나타났다. 이를 각 경우의 공시정보량의 부호와 비교하면 긍정적 수정공시의 경우에는 누적초과수익률과 양의 부호로 나타나고 부정적 수정공시의 경우에는 누적초과수익률과 음의 부호로 나타나 <표 9>의 결과와 일치하나 통계적 유의성이 없다.

매출액의 경우에는 각각의 경우를 나타내는 더미변수가 음의 값을 보이며 통계적 유의성도 없다. 더미변수와 정보량의 교차변수의 경우에, $PG*FN$ 은 -51.3947 로, $MG*FN$ 은 -310.5443 으로, $ML*FN$ 은 -1496.3420 으로, $PL*FN$ 은 -1402.1988 로 각각 나타났다. 매출액의 경우 회귀계수의 부호도 음이고 수치도 불안정하여 해석을 어렵게 하나 $MG*FN$ 의 경우에서 유의한 음의 초과수익률을 보인 것은 <표 9>에서 관찰된 부정성 편파(negativity bias)현상이 여기서도 나타남을 알 수 있다.

V. 결 어

본 연구는 경영자가 예측공시의 정보량을 전략적으로 배분할 것이라는 선행연구와 개인들이 주관적 가치를 최대화 하기 위해 정보를 결합하거나 분리하여 처리할 것이라는 Hedonic Editing Model(Thaler and Johnson, 1990)을 연결하여 이익예측정보를 공시하는 양태가 정보내용(호재/악재와 긍정적/부정적 수정공시)에 따라 어떤 특징을 지니며 경영자가 이익예측정보를 정정 공시한 시점의 시장 반응은 어떻게 나타나는가 하는 것을 2002년부터 2007년에 걸쳐 연간 2회 이상 경영자예측정보를 공시한 62개(매출액 예측정보의 경우는 100개) 기업을 대상으로 살펴보았다.

연구결과, 공시 정보량의 분포에 대해서는, 혼합이득(MG : Mixed Gains)상황인 기업의 경우 영업이익에서 유의한 음의 관계가 나타나 선행 공시와 수정 공시의 정보량 분포가 비대칭적일 것(cancellation)이라는 가설을 지지하고 있다. 혼합손실(ML : Mixed Losses) 상황인 기업의 경우도 영업이익에서 유의한 음의 관계가 나타나 선행 공시와 수정 공시의 정보량 분포가 비대칭적일 것이라는 가설과 방향이 일치한다. 순이득(PG : Pure Gains)상황인 기업의 경우 영업이익은 통계적 유의성이 없으나 선행 공시의 정보량($EN1$)변수의 계수가 양(+)의 부호를 나타내고 있다. 순손실(PL : Pure Losses)상황인 기업의 경우 영업이익은 음의 관계가 나타나 선행 공시와 수정 공시 중에서 한 쪽으로 치우쳐 정보량이 분포할 것이라는 예측과 일치하나 통계적 유의성이 없다. 한편, 수정공시 시점의 시장반응에 관해서는 긍정적 수정공시(PG 와 ML)의 경우에는 누적초과수익률의 부호도 반대이고 그 크기도 경제적 의미가 없다. 그러나 부정적 수정공시(MG 와 PL)의 경우에는 누적초과수익률의 부호도 일치하고 그 크기도 경제적 의미가 있다.

수정 공시시점의 시장반응에 대해서는, 영업이익의 경우에 긍정적 수정공시에 비해 부정적 수정공시는 누적초과수익률의 부호도 일치하고 그 크기도 경제적 의미가 있는 것으로 나타났다.

호재 조기공시(good news early) 전략을 선택한 경우와 영업이익에 대한 전망이 나쁜 것으로 예상되는 경우 큰 손실($-y$)을 먼저 공시하고 실적회복에 따른 작은 이득(x)을 정정공시 하는 경우에 대한 시장의 낮은(혹은 통계적 유의성이 없는) 평가는 그 정보량보다는 경영자의 예측치 공시 동기를 예측정보의 평가요소로 더 크게 고려하고 있음을 보인 것이라 할 수 있다(Chang et al. 2000). 이는 낙관적 이익전망치를 미리 공시하고 이익전망에 대한 축소 조정은 가능한 늦게 한꺼번에 공시하는 전략을 사용한 경우와 순손실의 크기가 일정 한도를 넘을 경우 정보량을 고르게 나누어 공시한 전략을 사용한 결과라는 점을 생각하면 경영자의 예측정보에 대한 시장반응이 나쁜 정보에 비대칭적으로 크게 반응하는 현상을 보고한 Hutton et al.(2003)의 연구결과와도 부합하는 것으로 보인다. 예측정보의 호재/악재에 따른 시장반응의 비대칭성을 보여주는 이러한 결과는 경영자 예측공시정보의 수정공시 시점에서 관찰되는 시장반응과 경영자의 예측정보의 성격간의 관련성에 관한 가설을 지지하는 증거로 볼 수 있다.

본 연구는 Kahneman과 Tversky (1979)가 제안한 프로스펙트 이론(prospect theory)에 기초하여 소비자 선택의 이론을 전개한 쾌락적 편집모형을 이론적 배경으로 실제 재무회계자료를 이용하여 경영자와 투자자의 의사결정과정을 예측하고 그 결과를 검증한 최초의 연구로서 인지심리학이론을 공시의사결정과 투자자의 가치평가맥락으로 확대하였고 기존의 실험실연구의 큰 단점으로 지적되어온 생태학적 타당성(biological validity)과 외적 타당성의 결여라는 문제를 극복하고자 하였다는 의의를 갖는다(Yoav Ganzach, 1995).

정리한 연구 설계가 이 분야의 연구에서 필요하며 또한, 개인적 수준의 의사결정과정과 집단적 의사결정맥락과 어떻게 연결되는지를 명확히 밝히는 것도 앞으로의 연구과제가 될 것이다.

참고문헌

- 김보민 · 이상열 · 오용락. 2011. “경영자 이익예측 공시가 이익조정에 미치는 영향”. *세무와회계저널* 제12권 제4호 : 143-171.
- 김정옥 · 배길수. 2008. “소폭손실 및 소폭이익과 이익조정 : 비상장기업을 이용한 분석”. *회계저널* 제17권 제1호 : 161-193.
- 권수영 · 이동현 · 황문호. 2009. “공정 공시 하에서의 경영자에측정보의 정확성”. *회계학연구* 제34권 제1호 : 107-141.
- 송인만 · 박연희. 2008. “분기별 이익조정의 형태 : 적자회피와 반전현상”. *회계학연구* 제33권 제2호 : 1-28.
- 송인만 · 백원선 · 박연희. 2004. “적자회피를 위한 이익조정”. *회계학연구* 제13권 : 29-51.
- 심호석 · 최종서. 2009. “경영자의 재무분석가 이익예측치 충족동기”. *한국증권학회 제1차 정기학술 발표회 발표논문*.
- 이화득. 1997. “경영자 이익예측공시의 동기에 대한 연구”. *경영연구* 제12권 제1호 : 313-335.
- 정우성. 2000. “경영자에측정보의 자발적 공시와 기업특성”. *대한경영학회지* 제23권 : 113-142.
- Ajinkya, B. B., and M. J. Gift. 1984. Corporate Manager's Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations. *Journal of Accounting Research* 22(2) : 425-444.
- Basu, S. 1997. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 : 3-37.
- Bartov, E., Givoly, D., and Hayn, C. 2002. The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics* 33(2) : 173-204.
- Baginski, S. P., and J. M. Hassell. 1990. The Market Interpretation of Management Earnings Forecasts as a Predictor of Subsequent Financial Analyst Forecast Revision. *The Accounting Review* 65(1) : 175-190.
- Baginski, S. P., J. M. Hassell, and M. D. Kimbrough. 2004. Why Do Managers Explain Their Earnings Forecasts? *Journal of Accounting Research* 42(1) : 1-29.
- Burgstahler, D., and M. Eames. 2006. Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance and Accounting* 33 : 633-652.
- Caylor, Marcus. L., Thomas. J. Lopez., and Lynn Rees. 2007. Is the value relevance of earnings conditional on the timing of earnings information? *Journal of Accounting and Public Policy* 26 : 62-95.
- Coller, M., and T. L. Yohn. 1997. Management Forecasts and Information Asymmetry : An Examination of Bid-Ask Spreads. *Journal of Accounting Research* 35(2) : 181-191.
- Chang, M., Juliana Ng., and Karen Yu. 2007. The Influence of Analyst and Management Forecasts on Investor Decision Making : An Experimental Approach, Working Paper. University of Western

- Australia and Australian National University.
- Clement, M., R. Frankel., and J. Miller. 2003. Confirming Management Earnings Forecasts. Earnings Uncertainty and Stock Returns. *Journal of Accounting Research* 41(4) : 653–679.
- DeAngelo, L., 1988. Managerial competition, information costs and corporate governance : The use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting & Economics* 10 : 3–37.
- Durtschi and Easton. 2005. Earnings management? the shape of the frequency distributions of earnings metrics are not evidence ipso facto. *Journal of Accounting Research* 43 : 557–592.
- Fischer, P.E., Verrecchia, R.E. 2000. Reporting bias. *The Accounting Review* 75 : 229–245.
- Gleason, Cristi A., and Charles M. C. Lee. 2003. Analyst Forecast Revisions and Market Price Discovery. *The Accounting Review* 78(1) : 193–225.
- Healy, P., A. Hutton and K. Palepu. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16 : 485–520.
- 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* 31 : 405–440.
- Hirst, D. Eric., Lisa Koonce., and Shankar Venkataraman. 2008. Management Earnings Forecasts : A Review and Framework. *Accounting Horizons* 22(3) : 315–338.
- Hutton, A. P., G. S. Miller., and D. J. Skinner. 2003. The Role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 41(5) : 867–890.
- Hutton, A. P., and P. C. Stocken. 2007. Effect of Reputation on the Credibility of Management Forecasts. Working Paper. Boston College and Dartmouth College.
- Kahneman, Daniel., and Tversky. Amos. 1979a. Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica* 47(2) : 263–91.
- _____. 1982b. The Psychology of Preferences, *Scientific American* 246(1) : 167–173.
- _____. 1984c. Choices, values, and frames. *American Psychologist* : 341–350.
- Kasznik, R., and B. Lev. 1995. To Warn or Not to Warn : Management Disclosures in the Face of an Earnings Surprise. *The Accounting Review* 70(1) : 113–134.
- Kasznik, R., and McNichols. M. 2002. Does meeting expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices, *Journal of Accounting Research* 40(3) : 727–759.
- Koonce, L., Mercer, M. 2005. Using psychology theories in archival financial accounting research. Working paper. University of Texas.

- Lang, M. and R. Lundholm. 1997. Voluntary disclosure during equity offerings : Reducing information asymmetry or hyping the stock? Working Paper. University of Michigan(Ann Arbor, MI).
- Linville, P. W., and Fischer, G. W. 1991. Preferences for separating and combining events : A social application of prospect theory and the mental accounting model. *Journal of Personality and Social Psychology* 60 : 5-23.
- Lim, Sonya Seongyeon. 2006. Do Investors Integrate Losses and Segregate Gains? Mental Accounting and Investor Trading Decisions. *The Journal of Business* 79(5) : 2539-2673.
- Lopez, T., L. Rees. 2002. The effect of beating and missing analysts' forecasts on the information content of unexpected earnings. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 17(2) : 155-184.
- Noe, C. 1999. Voluntary disclosures and insider transactions. *Journal of Accounting & Economics* 27 : 305-327.
- Penman, S. H. 1980. An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 18(1) : 132-160.
- Pownall, G., C. Wasley., and G. Waymire. 1993. The Stock Price Effects of Alternative Types of Management Earnings Forecasts. *The Accounting Review* 68(4) : 896-912.
- Rogers, J. L., and P. C. Stocken. 2005. Credibility of Management Forecasts. *The Accounting Review* 80 : 1233-1260.
- Ruland, W., S. Tung, and N. E. George. 1990. Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts. *The Accounting Review* 65 (3) : 710-721.
- Shefrin, Hersch M., and Meir Statman. 1985. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long : Theory and Evidence, *Journal of Finance* 40(3) : 777-782.
- Skinner, D. 1994. Why Firms Voluntarily Disclose Bad news. *Journal of Accounting Research* 32 : 38-60.
- Soffer, L. C., Thiagarajan. S. R., and B. R. Walther. 2000. Earnings Preannouncement Strategies, *Review of Accounting Studies* 5 : 59-89.
- Tan, H. T., R. Libby., and J. E. Hunton. 2002. Analysts' Reactions to Earnings Preannouncement Strategies. *Journal of Accounting Research* 40(1) : 223-246.
- Thaler, R. 1985. Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science* 4 : 199-214.
- Thaler, R. H., and Johnson, E. J. 1990. Gambling with the house money and trying to break even : The effects of prior outcomes on risky choice. *Management Science*, 36 : 643-660.
- Waymire, G. 1984. Additional Evidence on the Information Content of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 22(2) : 703-718.
- Yoav, Ganzach. 1995. Negativity(and Positivity) in Performance Evaluation : Three Field Studies. *Journal of Applied Psychology* 80(4) : 491-499.

The Strategic Disclosure of Management Earnings Forecasts Revision and Stock Returns

Hwa Jin, Lee* · Kye Won, Lee**

— <Abstract> —

This paper investigates whether managers' preferences for separating or combining management earnings forecasts. This paper also examines the stock price effects of alternative frames of management forecasts.

The hedonic editing model, being a hybrid of cognitive psychology and microeconomics, proposes the mental coding of combinations of gains and losses using the prospect theory value function. Thaler(1985) analyzed four cases applying this model : pure gains, pure losses, mixed gains, and mixed losses. We extend prior research by investigating the descriptive validity of the hedonic editing model to management earnings forecast contexts.

My primary tests are based on a sample of 62 forecasts disclosed by firms between 2002 and 2007. Several conclusions emerge from these tests. Corporate managers disclosure earnings forecasts within the context of this framework. Consistent with our predictions managers combine(separate) good/positive(bad/negative) earnings news. This disclosure framework is effective(statistically significant) after controlling for the magnitudes of earnings news. Forecast disclosures remain highly informative.

My study bridges a gap between results documented in financial accounting experimental studies and studies that use archival data within natural settings(Koonce and Mercer, 2005).

<Key words> Management Earnings Forecasts, Prospect Theory, Hedonic Editing Model, Pure Gains (Losses), Mixed Gains(Losses), Analysts' Forecasts

* Professor, College of Business, Honam University, mkhn@honam.ac.kr

** Professor, Department of Business Administration, Chosun University, gwlee@chosun.ac.kr.