

기업의 해외시장 집중화가 애널리스트 성과예측정보에 미치는 영향: 최고경영자 특성의 조절효과¹

The Effects of Firms' Foreign Market Focus on the Bias of Analysts' Earnings Forecasts: Focusing on CEO Characteristics

조혜진 (Hyejin Cho) 고려대학교 경영대학²

안혜성 (He Soung Ahn) 세종대학교 경영대학³

ABSTRACT

This paper investigates the effects of firms' foreign market focus on the optimistic bias of analysts' earnings forecasts. Based on a sample of 852 U.S. manufacturing firms between 1994 and 2015, our empirical results suggest that higher growth of foreign market focus is associated with greater levels of analysts' forecast optimism. Drawing on the CEO career horizon and the upper echelon theory literature, we find evidence that CEOs' career horizon and functional background as a CFO moderates the relationship between the growth rate of foreign market focus and analysts' forecast optimism. This shows that while financial analysts perceive internationalization strategies as signaling growth potential, such perception can vary depending on CEOs' individual characteristics.

Keywords: Foreign market focus, Analyst forecast, Earnings forecast, CEO, Knowledge creation

1. 서론

기업의 다양한 이해관계자들 중 금융서비스 산업 내 활동하는 애널리스트들은 기업과 관련한 다양한 정보를 바탕으로 분석을 하여 시장참여자들에게 기업의 성과 및 전략의 방향에 대해 이해하고 투자에 대한 의사결정에 유용한 지식을 제공하는 중요한 정보중개인(information intermediaries)으로 여겨진다(Schipper

1991; 전성일·이기세 2012). 강현모(2017)는 금융기관은 복잡한 금융환경 속에 다양한 기업 관련 지식을 체계적으로 통합하고 분류하는 중요한 역할을 한다고 하였는데, 그 중 애널리스트들은 기업정보를 가장 정교하고 전문적으로 활용해 지식을 창출해내고 투자자들과 기업 간의 간극을 줄이는 직접적인 역할을 한다. 시장에 제공하는 중요한 지식 중의 하나인 기업의 성과에 대한 예측정보는 애널리스트들에 의해 제공되고 있으며, 예

1) 본 논문은 고려대학교에서 지원된 연구비로 수행되었음

논문접수일: 2019년 2월 7일; 1차 수정: 2019년 2월 27일; 게재확정일: 2019년 3월 3일

2) 제 1저자 (hyejinstory@korea.ac.kr)

3) 교신저자 (hesoung@gmail.com)

측치의 정확도는 정보 비대칭성의 정도로 여겨지기 때문에(Duru and Reeb 2002; Gentry and Shen 2013) 기업뿐만 아니라 투자자 등의 입장에서 애널리스트 성과예측정보와 실제 수치와의 간극은 중요한 문제이며 정확도에 대한 다양한 연구가 요구되고 있다(Jackson and Deeg 2008).

그러나 기업이 국제화 전략을 실행하고 있는 경우, 애널리스트 입장에서는 성과 자체의 불확실성과 국제경영의 복잡성으로 인해 분석이 어려워지고, 이로 인해 성과 예측 정확성이 떨어질 수 있다. 실제로 기존 문헌은 주로 기업의 국제경영 수준이 높을수록 높은 수준의 해외시장 운영 복잡성과 경영재량권(management discretion)으로 인해 정보 수집 및 기업 분석에서의 어려움이 증가로 예측정확성이 떨어진다고 제시한다(e.g., Thomas 1999; Hermann et al. 2008; Duru and Reeb 2002; Tihanyi and Thomas 2005). 이처럼 선행연구들에서는 기업의 국제화가 성과 예측정보의 정확성을 줄이는 효과에 대해 논의하였지만, 낙관적 혹은 비관적 예측 정도를 고려한 연구는 미흡한 상황이다. 만약 성과 자체의 불확실성과 국제경영의 복잡성으로 인한 정보수집 및 분석의 어려움만이 예측 부정확성의 원인이라면, 애널리스트 성과예측정보는 낙관적이거나 비관적 전망 중 한쪽으로 쏠릴 이유는 없을 것이다. 하지만 어떠한 정보를 받아들임에 있어 애널리스트들은 자신들의 과거 경험적 지식과 인지능력에 기반하여 기업에 대한 기대를 형성할 가능성이 있기 때문에, 국제화를 하는 기업에 대해서 실제 성과에 비해 기업의 성과를 더 높이 혹은 낮게 평가할 가능성이 있다(Hunton and McEwen 1997). 따라서 본 논문은 단순히 국제화와 성과예측정확성 간의 관계를 규명하는 것이 아니라, 국제화가 과연 애널리스트들이 선호하는 정보인지, 그래서 낙관적인 편향(optimistic bias)이 생기는지 확인한다. 이는 기업의 이해관계자가 기업의 전략에 대해 특정 태도를 취할 수 있음을 함의한다.

또한 기존 문헌에서는 주로 해외시장규모와 다각화 정도를 국제화 수준을 나타내는 요인으로 활용하였으나, 정적인 관점에서의 국제화 수준보다는 기업의 국제화에 대한 몰입의 증가가 의미가 있다고 여겨진다. 따라서 본 연구는 기업의 해외시장에 집중하는 것이 기업의 중요한 성장 기회 중 하나라는 점에 중점을 두어 국제경영을 확대하는 전략을 가진 기업들이 시장의 중요 참여자인 애널리스트들에게 어떠한 평가를 받는지 확인하고자 한다. 국제경영 분야의 문헌들은 기업의 해외시장 진출 및 확장의 이점과 가치에 대해 다양한 논의를 해왔으며 새로운 사업기회를 모색할 수 있다는 점에서 기업의 지속적인 성장의 동력으로 인정하고 있다. 이렇듯 해외시장에 집중하는 전략은 기업의 미래 기회 및 성장을 의미하기 때문에 애널리스트들은 해외시장 집중도가 높아지는 기업일수록 성과를 더 낙관적으로 전망할 여지가 있다. 따라서 본 연구는 해외시장에 몰입하는 성과를 보이는 기업들의 성과를 예측함에 있어 애널리스트들이 긍정적 혹은 부정적으로 평가하고 있는지를 분석한다.

더 나아가, 본 연구에서는 해외시장 집중화와 애널리스트들의 실제 성과 대비 낙관적 성과전망 간의 관계와 다양한 최고경영자(이하 CEO: Chief Executive Officer) 관련 특성의 조절효과에 집중한다. 최고경영층 이론(upper echelon theory)에 따르면, CEO의 개인특성이 기업전략의 선택에 반영된다(Hambrick and Mason 1984). 구체적으로, 기업 내에서 의사결정 책임자인 CEO의 기대경력연한(CEO career horizon)과 기능적 배경(functional background)인 CFO로서의 경력이 애널리스트의 국제화 전략에 대한 인식 및 선호도에 영향을 미친다고 제시한다. 기업의 전략적 방향성은 CEO의 의사결정에 의해 좌우될 수 있기에 애널리스트들이 CEO의 특성이나 경력에 민감하게 반응할 여지가 있기 때문이다. 첫째, 해외시장 집중화가 높은 기업의 최고경영자가 기대경력연한이 짧을수록, 애널리스트들

은 해당 기업에 대한 성과전망치를 덜 낙관적으로 예상할 것이다. 기대경력연한이 짧아 은퇴까지 남은 기간이 짧은 CEO일수록 장기적 관점보다는 단기적 관점에서 전략운용을 할 가능성이 높다고 제시한다(Matta and Beamish 2008). 이러한 인식으로 인해 애널리스트들은 해외에 집중도를 높이는 기업이더라도 기대경력연한이 짧은 CEO에 의해 운영되고 있을 시 해당 기업을 저평가할 여지가 있다. 둘째, CFO(Chief Financial Officer) 경력이 있는 CEO에 의해 운영되고 있는 해외시장 집중도가 높은 기업의 경우, 애널리스트들에게 더 긍정적으로 평가받을 수 있다. CEO의 재무(finance)에서의 기능적 배경을 통해 재무 분야 고유의 객관적 분석 도구 및 성과평가를 우선시하는 성향을 예측해볼 수 있으며 해외시장에 집중하는 전략에 대한 합리적인 분석이 이루어졌다고 여길 가능성이 있다.

제시된 가설검증을 위하여 1994 ~ 2015년도 사이의 해외시장 매출 실적이 있는 제조산업의 미국기업을 대상으로 실증 분석하였다. 분석결과, 기업의 해외시장 집중도가 더 증가할수록 애널리스트들의 성과예측은 더 낙관적임이 나타났다. 이는 기업의 미래성과를 예측함에 있어 해외시장 참여로 인한 가능성 및 잠재력을 고려한다는 의미이다. 또한 기대경력연한이 짧은 CEO에 의해 해외시장 집중도가 증가하고 있다면, 성과예측 낙관성은 줄어드는 것으로 나타났다. 해외시장 집중도가 증가는 하고 있지만, 해당 전략을 실행하는 CEO의 특성을 반영하여 전략의 향후 성과를 예측하고 있음을 의미한다. 반면 CFO경력의 CEO에 의해 해외시장 집중도가 증가하고 있다면, 성과예측 낙관성은 늘어남을 보인다. 이는 CFO라는 직무를 수행한 CEO가 위험도가 높은 전략을 활용함에 있어 더 성공적인 전략을 수행할 것이라는 기대로 여겨진다.

본 연구의 공헌점 및 의의는 다음과 같다. 첫째, 시장의 중요한 정보중개인인 애널리스트가 기업에 대한 성과예측정보를 생산할 때 시장에 있는 기업에 대한 정

보만을 활용하지 않고, 기업에 대한 다양한 정보와 본인의 인식 등과 같은 전문지식 지식을 활용하여 정보를 가공하여 종합적으로 분석을 한다는 시사점을 주고 있다(Ahmed et al. 2009; Barron et al. 2002). 이에 따라 애널리스트는 시장참여자로서 기업들과 관련된 정보를 바탕으로 시장에 존재하지 않는 새로운 지식을 창출하는 기능을 해내고 있음을 보여준다(송민섭·변상혁 2013).

둘째, 기업의 해외성장세가 주요 시장참여자인 애널리스트들에게 어떠한 평가를 받고 있는지 분석한다. 기존 문헌에서는 국제화 정도가 복잡한 환경으로 인해 애널리스트의 예측 정확성을 떨어뜨린다고 분석하였지만(Duru and Reeb 2002; Herrmann et al. 2008), 본 연구에서는 애널리스트가 갖는 기업의 국제화와 관련한 전략에 대한 인식과 선호도에 따라 낙관적 성과전망 수준도 변화할 수 있다고 제시한다. 즉 국제화 수준이 아닌 해외시장 집중도의 증가를 살펴봄으로써 국제경영을 하는 기업의 미래 성장가능성에 대한 애널리스트의 인식을 더 명확히 반영하였다.

셋째, 애널리스트들의 해외시장 성장속도에 따른 낙관적 성과전망 수준이 CEO 특성에 의해 조절됨을 보임으로써, 기업의 전략을 평가함에 있어 CEO 특성을 고려하여 저평가 혹은 고평가를 할 여지가 있음을 제시한다. 구체적으로 CEO의 기대경력연한과 CFO 경력이 CEO의 특성 중 애널리스트들에게 고려될 수 있는 CEO 특성임을 발견하였다.

본고의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 애널리스트 성과전망, 기업의 해외시장 성장속도, 및 CEO특성에 관련한 선행연구와 가설을 제시하며, 3장에서는 실증연구에 활용한 자료 및 변수를 보인다. 4장에서는 실증분석 결과를 보이고, 마지막으로 5장에서는 본 연구의 내용에 대해 논하며 정리한다.

2. 이론적 배경 및 가설

2.1 기업의 해외시장 집중화와 애널리스트의 성과 예측정보

해외시장 비중이 큰 기업일수록 애널리스트는 해당 기업에 대한 정확한 성과전망을 제시하는 것은 더욱 더 복잡하며 어려워진다(Thomas 1999; Callen et al. 2005). 해외시장과의 지리적인 거리, 문화적 차이, 제도적 차이 등으로 인해 해외시장의 매력도를 판단하기 매우 어려워지고 기업에 대한 불확실성은 증가하기 때문이다. 실제로 Thomas(1999)와 Khurana et al.(2003)에 따르면, 해외매출이 있는 기업은 주식시장에서 과소평가 되는 경향이 있는데 이는 해외수익의 근원을 정확히 파악하기 어렵기 때문인 것으로 예측하였다.

반면, 기존 문헌에 따르면 기업의 국제화 수준과 해외시장에서의 성장은 기업의 장기적인 성장에 중요한 의미를 갖는다(Sapienza et al. 2006). 일반적으로 기업이 해외시장에 진출하는 이유는 제품의 수요를 늘리고 낮은 원가의 자원을 활용하여 원가우위를 달성하거나 등의 이유 때문이다(이종래·서희열 2017). 즉, 기업이 가진 기존의 경쟁우위를 해외시장에서 활용하거나 극대화시키기 위한 전략적인 이유로 해외시장으로 진출한다(Jonsson and Foss 2011). 해외시장 집중도의 증가는 동시에 기업이 해외시장 지향성을 갖고 있음을 의미하므로 미래 성장가능성이 높은 기업으로 평가될 수 있다. 따라서, 해외시장에서의 매출 집중도가 빠르게 성장하고 있는 기업은 그만큼 본연의 경쟁우위를 효과적으로 활용하여 기업의 성과향상에 기여하고 있음을 의미한다.

또한, 해외시장 집중도가 높은 기업은 해외시장에서의 다양한 지식과 역량을 새롭게 습득할 수 있으므로 성장가능성이 더욱더 높아진다(Pellegrino and McNaughton 2015). 해외시장 진출을 통하여 기업은 해외시장의 소비자나 거래처 등의 다양한 이해관계

자로부터 인지도를 누적시킬 수 있는 기회를 갖게 된다. 뿐만 아니라, 해외시장에 대한 지식을 쌓고 해외소비자에 대한 이해도를 높일 수 있다. 이러한 해외시장에서의 경험축적은 당장 단기적인 수익성으로 이어지지 않아도 장기적인 관점에서 보면 기업의 성장가능성을 높여주므로 의미 있다(Carr et al. 2010; Sun et al. 2019). 또한, 해외시장에서 불가피하게 직면하는 여러 문제에 대해서도 더욱 효과적으로 대응할 수 있는 문제 해결능력의 근원이 되기도 한다(한병섭 2009). 실제로 Bodnar and Weintrop(1997)는 국내수익보다 해외수익이 주가에 미치는 긍정적인 영향이 더 크다는 사실을 발견하였는데, 이는 투자자가 해외시장에서의 성장기회를 높이 사기 때문에 해외수익에 더 큰 비중을 두는 경향이 있기 때문이라고 분석하였다.

이와 같은 맥락에서, 해외시장에서의 집중도가 높은 기업은 미래 성장가능성이 높은 기업임을 의미한다. 해외시장 집중도가 높아지는 기업은 미래 성장가능성도 높다고 볼 수 있기 때문에 애널리스트는 해외시장으로부터 야기되는 불확실성 보다는 미래 성장가능성에 더 무게를 두고 높이 살 것이다. 따라서, 애널리스트는 해외시장 집중도가 큰 기업에 대해서는 성과예측치를 낙관적으로 발표할 가능성이 높아질 것으로 예측한다.

가설 1: 해외시장 집중도가 높은 기업일수록, 애널리스트의 성과전망은 더 낙관적이다.

2.2 CEO의 기대경력연한(CEO career horizon)의 조절효과

최고경영층 이론에 따르면 CEO는 제한된 합리성(bounded rationality)을 갖고 있으므로 개인의 인지구조, 가치, 신념들이 의사결정에 영향을 미친다. 따라서 CEO의 개인특성은 기업이 국제화에 관련되어 취하게 되는 전략과도 관련이 깊다. 즉, CEO가 해외시장에 대해 갖고 있는 인식과 해외시장을 중요시하는 정도 등

에 따라 기업의 국제화 전략 역시 달라질 수 있다. 예를 들어, CEO가 장기적인 안목을 갖고 해외시장을 중요하게 생각할수록 국제화로부터 야기되는 위험과 불확실성을 감수하고 해외시장에 대한 집중도를 높일 것으로 해외시장 집중화가 빠르게 이루어 질 것이다.

CEO의 다양한 특성 중 CEO의 은퇴시기가 얼마나 가까운지 여부를 나타내는 기대경력연한은 CEO의 전략수립 및 실행에 영향을 미친다고 여겨져 왔다 (Matta and Beamish 2008). 다시 말해, CEO는 은퇴시기가 가까워질수록 장기적인 관점을 갖고 기업성장 (firm growth)에 긍정적인 영향을 미치는 위험을 수반한 의사결정(risk-taking)을 하기 보다는 단기적인 성과를 가져다 주는 전략적인 의사결정을 추구할 가능성이 높아진다(Antia et al. 2010; Davidson et al. 2007; Gao 2010; McClelland et al. 2012). 일반적으로 위험을 수반한 전략적인 의사결정은 단기적인 성과는 낮추고 장기적으로 그 효과가 나타날 가능성이 높다. 따라서, CEO의 기대경력연한이 줄어들수록 본인의 임기기간 내에 영향을 미칠 수 있는 위험한 의사결정을 회피하는 경향이 강해진다.

CEO의 기대경력연한이 위험회피 성향에 영향을 미치는 원인은 다양하다. CEO가 곧 다가올 은퇴 시점에 본인이 받게 될 퇴직보수를 극대화시키거나(Antia et al. 2010; Dechow and Sloan 1991), 은퇴 이후 기회를 극대화시키기 위해서 위험을 피할 유인이 높아진다 (Brickley et al. 1999; Hitt and Tyler 1991). CEO가 경력을 마무리하는 단계에 재직할 기업의 성과는 CEO의 명성에 영향을 미치기 때문에, 은퇴 이후에 현재 기업이나 다른 기업의 이사직으로 근무할 수 있는 고용기회에 영향을 미칠 수 있다. 또한, 은퇴시점은 CEO에 대한 마지막 평가가 이뤄지는 시점이다. 따라서, CEO의 은퇴시기가 가까워질수록 본인이 일궈온 성공신화 혹은 유산을 보존(legacy conservation)하기 위해서 위험을 회피할 수 있다(Matta and Beamish 2008).

이와 같은 맥락에서 기업의 해외시장 집중화에 대한 애널리스트의 인식 역시 CEO의 기대경력연한의 영향을 받을 것으로 예상된다. 즉, CEO의 은퇴시점이 가까워질수록, 장기적인 관점보다는 단기적인 관점으로 본인의 사적이익과 관련성이 있는 전략을 선택할 수 있는 가능성이 높아진다. 이에 따라 해외시장 집중화가 높은 기업이라도, CEO가 장기적인 안목을 갖고 국제화 전략에 대한 새로운 접근과 창의성을 갖고 신규 해외시장을 개척하거나 확대할 가능성이 낮아질 것이다. 예를 들어, 외부환경이 변화하여 기업의 국제화 전략에 수정이 필요하더라도 단기적인 관점을 갖고 있는 CEO의 경우 이에 대한 대응속도가 늦고 기존에 실행 중인 전략에 대한 의존도가 높을 것이다(Henderson et al. 2006). 이는 외부환경이 변화하여 기업의 전략에 변화가 필요함에도 불구하고 적절히 대응하는 속도가 느림을 의미한다(Miller 1991). 따라서, CEO의 기대경력연한이 짧을수록 단기적인 관점으로 국제화 전략을 실행하고 있다고 인식될 수 있기 때문에 기업의 해외시장 집중화가 높다 하더라도 애널리스트에 의해서 저평가(discount)받는 부분이 있을 것으로 예상된다.

종합적으로 해외시장 집중화가 높은 기업이라도 CEO의 기대경력연한이 짧을수록, 애널리스트가 단기적인 관점으로 접근하는 전략으로 인식할 가능성이 있기 때문에 기업의 해외시장 집중화와 애널리스트의 낙관적인 성과전망 간의 (+)의 관계는 약화될 것으로 예측한다.

가설 2: CEO의 기대경력연한이 짧아질수록, 기업의 해외시장 집중화와 애널리스트의 낙관적 성과전망 간의 (+)의 관계는 약화될 것이다.

2.3 CEO의 CFO 경력의 조절효과

CEO의 개인특징 중 CFO로 재직할 경력과 같은 기능적 배경은 CEO의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는

중요한 요소이다(Finkelstein et al. 2008). 이는 최고경영자의 기능적 배경이 다양한 측면의 기업운영과 관련된 상황에 대한 해석이 달라지게끔 영향을 미치기 때문이다. 기업의 주요 활동을 대표하는 기능적 부문에서의 경험을 통해 해당 기능에 대한 전문적인 지식과 역량을 쌓을 수 있다(Hambrick and D'Aveni 1992). 실제로 최고경영진(top management team: TMT) 내에서도 재무담당이사인 CFO직은 최고 의사결정자인 CEO(chief executive officer) 다음으로 중요한 의사결정자로 여겨지고 있다. 특히, 기업환경에서의 불확실성이 높아지고 기술변화가 급격해짐에 따라, 최고경영자인 CEO 개인이 모든 의사결정을 수행하기보다 기업 내의 지배집단(dominant coalition)인 TMT에 의존한 의사결정이 중요하게 하게 여겨지고 있다(Hambrick and Mason 1984). 또한, 오늘날 기업에서 주주 중심의 가치(shareholder-value orientation)가 중요하게 여겨지며 CFO가 등장하게 되었으며 그 중요성이 대두되고 있다. 일례로 Zorn(2004)은 1964년부터 2000년 사이 상장된 미국기업을 살펴보았는데, 연구기간 초기에는 CFO 직을 갖고 있는 기업은 단 한 개도 없었던 반면에 2000년도에는 전체 기업의 80% 이상이 CFO를 갖고 있었다. 이와 같이 오늘날 기업환경에서 CFO는 단순히 최고경영자를 보조하는 역할이 아닌 주요 의사결정 참여자로 중요한 역할을 담당하고 있다.

뿐만 아니라 재무와 같이 특정 기능에서 경험이 쌓일수록, 그 분야 고유의 분석틀(analytical framework)과 목표지향성(goal orientation)을 학습하게 된다(Dougherty 1992; Geletkanycz and Black 2001). 최고경영자인 CEO가 CFO로의 경력을 갖고 있으면 재무(finance)에서의 기능적 배경이 CEO가 재무 분야 고유의 분석도구, 목표지향성, 그리고 사고의 틀을 학습하였을 가능성이 큼을 의미한다. CFO는 기업의 자금관리, 실적발표 및 회계와 관련된 주요 의사결정을 담당하는 직책인 만큼, 숫자와 같은 정확한 근거를 중시

하고 효율성을 우선시하는 분석틀을 체내화 시켰을 것으로 여겨진다. 실제로 기존 연구에 따르면 재무에서의 기능적 배경을 갖춘 최고경영진은 기업을 수익을 발생시키는 자산의 집합(collection of return generating assets)으로 인지하기 때문에 다각화를 통한 성장을 중시한다고 밝혀냈다(Jensen and Zajac 2004).

해외시장 진출과 국제화와 관련된 전략의 수립과 실행에 있어서도 CFO 경력을 갖춘 CEO는 정확한 재무적인 근거를 바탕으로 전략적 결정을 내리는 것을 선호할 것이다. 따라서, 해외시장에서의 성장기회(growth opportunities)를 객관적인 수치에 기반해 전략적 결정을 취하였을 가능성이 크다. 즉, 현재의 최고경영자인 CEO가 CFO로서의 기능적 배경을 갖고 있다면, 재무지표를 기반으로 한 근거를 바탕으로 의사결정을 했다고 예상할 수 있으며, 애널리스트 입장에서도 CFO로서 경험을 갖춘 CEO의 경우 해외시장에 집중하는 경영전략적 마인드를 더욱더 높게 평가하리라 여겨진다.

위의 논의를 종합하여 최고경영자인 CEO가 CFO로의 기능적 배경을 갖추고 있을 때, 기업의 해외시장 집중화와 애널리스트의 낙관적 성과예측치 간의 긍정적인 관계는 강화된다는 가설을 설정한다.

가설 3: CEO가 CFO로 재직한 경험이 있으면, 기업의 해외시장 집중화와 애널리스트의 낙관적 성과전망 간의 (+)의 관계는 강화될 것이다.

3. 연구방법론 및 분석결과

3.1 표본 및 변수구성

3.1.1 표본

본 연구는 미국기업의 관련 정보를 제공하는 세 데이터베이스를 통합해 표본자료를 구성하였다. 기업의 재무 관련 정보는 Standard and Poors(S&P)

의 Compustat, 최고경영자 관련 정보는 S&P의 Execucomp, 애널리스트의 기업성과 예측치는 Thomson Reuters I/B/E/S 데이터베이스를 활용하였다. 전체 표본기간은 Execucomp 데이터베이스가 S&P 1500 기업에 대한 정보를 제공하기 시작한 1994년부터 2015년까지로 구성되었으며 Gentry and Shen(2013)에 따라 총 자산, 혹은 매출의 규모가 \$1,000만 이하인 기업은 생략되었다. 표본자료의 동질성을 위하여 제조산업이 주산업인 기업들(SIC 2000 ~ 3999)만 포함하였다. 세 개의 데이터베이스를 통합하는 과정에서 기업코드나 이름으로 매칭이 안된 경우와 데이터가 미싱인 경우를 제외한 최종 표본의 수는 총 7,792개로 852

개 기업의 패널 데이터로 구성 되어있다. <표 1>은 표본의 SIC 2자리 기준 세부산업별 분포를 나타내고 있으며 화학제품 및 관련제품 (SIC 28), 산업 기계와 컴퓨터 장비 (SIC 35), 전자제품, 관련 전자장비 및 부품 (SIC 36), 계측, 촬영, 의학, 광학 제품 및 시계 (SIC 38), 네 가지 산업에 속한 기업들이 전체 샘플의 50%이상의 비중을 차지하고 있다.

3.1.2 변수

종속변수인 ‘낙관적 성과전망’은 애널리스트의 수익성 예측이 실제 기업이 보고한 수익성에 비해 얼마나 높이를 예측했는가를 나타내는 변수이다. 애널리스트 수

<표 1> 표본의 산업별 분포

SIC 2자리	세부산업명	계
20	Food and Kindred Products (식품과 그와 관련된 상품)	50 (5.87%)
21	Tobacco Products (담배 상품)	4 (0.47%)
22	Textile Mill Products (섬유공장 상품)	8 (2.11%)
23	Apparel, Finished Products from Fabrics & Similar Materials (의류 및 직물과 유사 재료로 만든 최종 제품)	18 (0.94%)
24	Lumber and Wood Products, Except Furniture (수목과 목재 상품, 가구 제외)	12 (2.11%)
25	Furniture and Fixtures (가구와 기구)	11 (1.29%)
26	Paper and Allied Products (종이와 그와 관련된 상품)	26 (3.05%)
27	Printing, Publishing and Allied Industries (인쇄, 출판 및 그와 관련된 상품)	21 (2.46%)
28	Chemicals and Allied Products (화학 물질과 그와 관련된 상품)	144 (16.90%)
29	Petroleum Refining and Related Industries (석유 정제 및 관련 산업)	13 (1.53%)
30	Rubber and Miscellaneous Plastic Products (고무와 여러 종류의 플라스틱 상품)	15 (1.76%)
31	Leather and Leather Products (가죽과 가죽 제품)	10 (1.17%)
32	Stone, Clay, Glass, and Concrete Products (석조, 점토, 유리, 그리고 콘크리트 상품)	11 (1.29%)
33	Primary Metal Industries (주요 금속 산업)	33 (3.87%)
34	Fabricated Metal Products (가공 금속 제품)	25 (2.93%)
35	Industrial and Commercial Machinery and Computer Equipment (산업용 및 상업용 기계와 컴퓨터 장비)	124 (14.55%)
36	Electronic & Other Electrical Equipment & Components (전자 & 그 밖의 전자장비 & 부품)	146 (17.14%)
37	Transportation Equipment (운송 장비)	43 (5.05%)
38	Measuring, Photographic, Medical, & Optical Goods, & Clocks (측정, 사진, 의학, & 광학 제품, & 시계)	123 (14.44%)
39	Miscellaneous Manufacturing Industries (그 밖의 제조 산업)	15 (1.76%)
계		852 (100%)

익성은 애널리스트들의 주당 순이익 전망 평균값으로서 애널리스트들의 전망 평균값은 일반적으로 시장의 합의(consensus)로 여겨지며 투자자들에게 기업이 달성할 수 있는 목표치(reference)로 인식된다(Kaszniak and McNichols 2002). Bartov et al. (2002)에 따르면 투자자들은 기업 실적발표 바로 직전에 제공되는 애널리스트 전망치에 제일 관심이 높고 영향을 많이 받기에 Gentry and Shen(2013)이 활용한 변수 구성 방식을 따라 애널리스트들의 실적발표 직전 주당 순이익 전망치의 평균값과 실제 기업이 발표한 주당 순이익의 차이를 다음과 같이 구성하였다.

$$(1) \quad \text{낙관적 성과전망} = (\text{주당 순이익 평균 전망치} - \text{실제 주당 순이익}) / \text{주당 순이익 평균 전망치}$$

설명변수인 ‘해외시장 집중화’는 총 매출에서 해외매출이 차지하는 비중의 성장률이다. ‘CEO기대경력연한’은 Matta and Beamish(2008)을 따라 70세가 되기까지의 남은 헛수이며 ‘CEO CFO경력’은 CEO가 취임 전 CFO 역할을 거쳐왔다면 1, 아니면 0을 나타내는 더미변수이다.

통제변수로는 애널리스트의 성과예측정보에 영향을 미칠 수 있는 다양한 변수를 추가하였습니다. 기존 연구에 따르면 기업규모가 큰 기업일수록 이해관계자들의 투자 의견에 대한 수요가 더 높습니다(Atiase 1985; Duru and Reeb 2002; Freeman 1987; King et al. 1990). 따라서 ‘기업규모’는 총자산 규모로 총자산의 자연로그 값으로 측정하여 통제하였습니다. 기업의 수익성과 산업의 수익성 및 성장성은 애널리스트의 기업분

석을 더 복잡하게 하는 요인이기 때문에(Platikanova and Mattei 2016) 기업의 ‘수익성’을 통제하기 위해 성과지표인 ROA(총자산순이익률)를 포함하였다. 산업의 수익률(‘산업수익성’)은 SIC 3-digit 기업들의 ROA 평균값을 활용하였고, ‘산업성장성’은 SIC 3-digit의 매출의 성장률로 측정하였다. 이와 같은 맥락에서 기업의 R&D 비중, 마케팅 지출, 그리고 부채비율 역시 애널리스트의 성과예측을 더 어렵게 하는 기업요인이다. ‘R&D집중도’와 ‘마케팅집중도’는 총자산 대비 연구개발비용과 마케팅비용, ‘부채비율’은 총자산 대비 총부채, 유동성비율은 유동자산 대비 유동부채로 측정되었다. 또한, 각 기업을 담당하는 애널리스트의 수가 증가할수록 성과예측정보의 정확성이 증가하거나(Lys and Soo 1995) 낙관적인 편향(optimistic bias)가 발생할 수 있다(Das et al. 1998) 따라서 ‘커버리지’를 통제하는데 이는 해당 기업을 분석하는 애널리스트의 수(number of analysts following)를 의미한다.

3.2 회귀분석모형 설정

기업의 해외시장 집중화에 애널리스트의 수익성에 대한 낙관적 성과전망에 미치는 영향을 확률효과모형을 사용하여 분석하였으며 연도별 및 산업별 효과를 통제하였다. 기업 별 관측치(observation)이 작고 독립변수와 기업효과 간의 상관관계가 적기 때문에 확률효과모형을 채택하였다(Clark and Linzer 2015). 하우스만 검정(Hausman test)을 한 결과, p -값이 0.2466으로 확률효과모형을 지지하였다. 식 (2)는 해외시장집중화가 낙관적 성과 전망에 미치는 영향에 대한 가설 1을 분석하며 식 (3), (4)는 CEO관련 정보의 조절효과를 제시하는 가설 2, 3, 4를 각각 분석한다.

$$(2) \quad \text{낙관적 성과전망}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{해외시장집중화} + \beta_2 \text{기업규모} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{산업평균ROA} + \beta_5 \text{커버리지} + \beta_6 \text{R\&D집중도} + \beta_7 \text{마케팅집중도} + \beta_8 \text{부채비율} + \beta_9 \text{유동성비율} + \beta_{10} \text{산업성장성} + \text{YEAR} + \text{INDUSTRY} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\begin{aligned} \text{낙관적 성과전망}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{해외시장집중화} + \beta_2 \text{해외시장집중화} \times \text{CEO기대경력기한} + & (3) \\ & \beta_3 \text{CEO기대경력기한} + \beta_4 \text{기업규모} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{산업평균ROA} + \beta_7 \text{커버리지} + \beta_8 \text{R\&D집중도} + \\ & \beta_9 \text{마케팅집중도} + \beta_{10} \text{부채비율} + \beta_{11} \text{유동성비율} + \beta_{12} \text{산업성장성} + \text{YEAR} + \text{INDUSTRY} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{낙관적 성과전망}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{해외시장집중화} + \beta_2 \text{해외시장집중화} \times \text{CEO CFO경력} + & (4) \\ & \beta_3 \text{CEO CFO경력} + \beta_4 \text{기업규모} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{산업평균ROA} + \beta_7 \text{커버리지} + \beta_8 \text{R\&D집중도} + \\ & \beta_9 \text{마케팅집중도} + \beta_{10} \text{부채비율} + \beta_{11} \text{유동성비율} + \beta_{12} \text{산업성장성} + \text{YEAR} + \text{INDUSTRY} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

3.3 기술통계량과 상관관계

<표 2>는 분석에 활용된 변수들의 기술통계량을 나타낸다. 평균값은 음의 값으로 비관적 전망의 폭이 더 큼을 시사한다. 특이한 수치를 보여주는 변수는 CEO 기대경력연한인데 최소값이 -26년으로, 이는 CEO의 나이가 86세임을 의미한다. 해당 기업은 Cubic Corp.이며 회사의 창립자인 Walter J. Zable는 1951년부터 2012년까지 재직하였으며, 퇴직 당시 전 세계 상장기업 CEO 중 가장 나이 많은 CEO였다. 애널리스트 커버리

지가 54명으로 제일 높은 기업은 Apple Inc.이다. <표 3>은 독립변수 간 상관관계를 보여준다.

3.4 회귀분석 결과

<표 4>는 가설 1을 검증한다. 모형 (2)에 나타나듯 해외시장 집중화의 증가는 애널리스트의 기업의 성과에 대한 낙관적 성과전망의 정도를 낮추며 가설을 지지한다($\beta = -0.027, p < .1$). 해외시장의 중요성이 더 높아질 수록 해당 기업이 직면한 위험이 다양해지며 경영관리의 복

<표 2> 기술통계량

변수명	최솟값	최댓값	평균	표준편차
낙관적 성과전망	-0.98	0.75	-0.02	0.26
해외시장 집중화	-0.66	1.40	0.03	0.20
CEO기대경력연한	-26	38	13.96	6.75
CEO CFO경력	0	1	0.03	0.16
기업규모	2.77	12.76	7.33	1.54
ROA	-3.94	6.25	0.01	0.15
산업수익성	-0.66	0.24	0.01	0.10
커버리지	1	54	9.54	7.26
R&D집중도	0.00	5.40	0.08	0.17
마케팅집중도	0.00	4.53	0.20	0.20
부채비율	0.00	1.37	0.27	0.18
유동성비율	-2.36	5.67	0.51	0.95
산업성장성	-0.54	4.67	0.06	0.15

<표 3> 독립변수 간 상관관계 분석

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. 해외시장 집중화	1										
2. CEO기대경력연한	-.001	1									
3. CEO CFO경력	-.028*	.035*	1								
4. 기업규모	-.047*	-.060*	.022	1							
5. 수익성	-.021	.003	-.004	-.013	1						
6. 산업수익성	-.015	.006	-.017	.162*	.100*	1					
7. 커버리지	-.017	.028*	.003	.678*	.009	.164*	1				
8. R&D집중도	.016	.075*	-.032*	-.133*	-.046*	-.146*	.104*	1			
9. 마케팅집중도	-.001	.053*	-.033*	-.135*	.037*	.003	-.037*	-.369*	1		
10. 부채비율	.013	.123*	-.064*	-.259*	-.006	-.085*	.054*	.397*	.645*	1	
11. 유동성비율	-.029*	-.039*	-.002	.348*	-.013	-.132*	.190*	.297*	-.160*	.034*	1
12. 산업성장성	.034*	-.003	-.044*	-.050*	.101*	.058*	.006	.064*	.012	.071*	.007

주: * $p < 0.05$

잡성이 증가되어 애널리스트들의 낙관적 태도가 줄어들 수 있음을 의미한다. 그 외 통제변수들의 결과를 보면 전년도 ROA 성과와 연구개발집중도가 애널리스트들의 낙관적 성과전망을 증가시키는 반면 CEO연차가 높아질수록 낙관적 성과전망의 정도가 약해짐을 알 수 있다.

<표 5>는 가설 2,3,4에 제시된 CEO관련 변수들의 조절효과에 대한 분석결과를 제시한다. 모형 (2), (3) 및 (4)는 CEO기대경력연한과 CEO CFO경력의 조절효과를 보여준다. 모형 (2)에 따르면 CEO기대경력연한은 해외시장 집중화가 낙관적 성과전망에 미치는 양의 관계를 약화시키며 가설 2를 지지한다($\beta = -.009, p < .1$). 모형

<표 4> 독립변수 회귀분석 결과

	모형 (1)	모형 (2)
해외시장 집중화		0.027+ (0.070)
기업규모	0.004 (0.322)	0.004 (0.292)
수익성	0.004 (0.857)	0.004 (0.826)
산업수익성	0.113*** (0.001)	0.114*** (0.001)
커버리지	0.000 (0.996)	-0.000 (0.969)
R&D집중도	0.077+ (0.079)	0.077+ (0.079)

마케팅집중도	0.087* (0.047)	0.087* (0.048)
부채비율	-0.158** (0.003)	-0.157** (0.003)
유동성비율	-0.004 (0.247)	-0.004 (0.251)
산업성장성	-0.119*** (0.000)	-0.119*** (0.000)
YEAR/INDUSTRY	Controlled	Controlled
Constant	0.146 (0.272)	0.150 (0.259)
Observations	7,792	7,792
R-squared	0.0484	0.0495
Chi-squared	234.6	238

주: 종속변수는 낙관적 성과전망, 괄호는 t-값임. *** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$, + $p < 0.1$

<표 5> 조절효과 회귀분석 결과

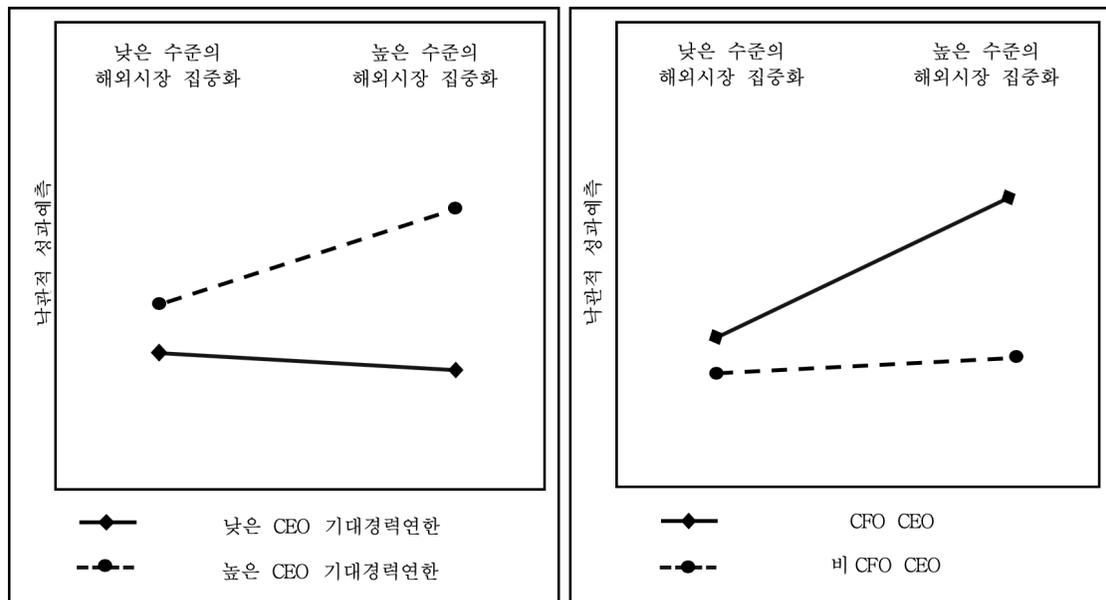
	모형 (1)	모형 (2)	모형 (3)	모형 (4)
해외시장 집중화	0.029+ (1.699)	0.165* (2.133)	0.026 (1.504)	0.140* (0.019)
해외시장 집중화 * CEO기대경력연한		-0.009+ (-1.951)		-0.008* (0.030)
해외시장 집중화 * CEO CFO경력			0.247* (2.036)	0.264* (0.041)
CEO기대경력연한	-0.001* (-2.270)	-0.001+ (-1.752)	-0.001* (-2.259)	-0.001 (0.111)
CEO CFO경력	-0.009 (-0.412)	-0.010 (-0.469)	-0.009 (-0.406)	-0.010 (0.608)
기업규모	0.004 (1.141)	0.004 (1.088)	0.004 (1.152)	0.003 (0.375)
수익성	0.014 (0.485)	0.015 (0.519)	0.014 (0.480)	0.005 (0.800)
산업수익성	0.131** (2.624)	0.133** (2.664)	0.132** (2.640)	0.117*** (0.001)
커버리지	0.000 (0.443)	0.000 (0.458)	0.000 (0.420)	0.000 (0.939)
R&D집중도	0.088*** (3.576)	0.090*** (3.535)	0.088*** (3.564)	0.078+ (0.075)

마케팅집중도	0.086*** (3.872)	0.087*** (3.776)	0.086*** (3.862)	0.087* (0.049)
부채비율	-0.142*** (-3.411)	-0.142*** (-3.379)	-0.141*** (-3.394)	-0.153** (0.004)
유동성비율	-0.006 (-0.622)	-0.006 (-0.636)	-0.006 (-0.610)	-0.004 (0.296)
산업성장성	-0.128*** (-4.328)	-0.126*** (-4.227)	-0.128*** (-4.331)	-0.119*** (0.000)
YEAR/INDUSTRY	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Constant	0.165 (0.873)	0.159 (0.834)	0.165 (0.868)	0.161 (0.225)
Observations	7,792	7,792	7,792	7,792
R-squared	0.0495	0.0533	0.0524	0.0532
Chi-squared	238	248.1	244.3	248.5

주: 종속변수는 낙관적 성과전망, 괄호는 t-값임. *** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$, + $p < 0.1$

(3)은 CEO CFO경력이 해외시장 집중화가 낙관적 성과전망에 미치는 양의 관계를 강화하며, 이는 가설 3을 지지한다($\beta = .247, p < .05$). 두 조절변수가 동시에 조절된 모형 (4)도 동일한 결과를 제시하며($\beta = -.008, p < .05$; $\beta = .264, p < .1$) CEO의 특성이 애널리스트의 성과전망에 있어 영향이 있음을 보여준다.

<그림 1>은 <표 5>의 결과에 기반하여 조절효과 분석결과를 그래프로 제시한다. 왼쪽의 그래프는 CEO 기대경력연한의 조절효과, 오른쪽의 그래프는 CEO CFO 경력의 조절효과를 나타낸다. 기대경력연한이 중간값인 14년보다 낮은 CEO의 경우 애널리스트들은 해외시장 집중화가 높아지는 기업의 경우 성과를 낙관적으로



<그림 1> 조절효과 그래프

전망하지만, 기대경력연한이 중간값보다 적은 CEO의 경우 반대로 낙관적으로 전망하지 않음을 보인다. 또한 CFO CEO의 해외시장 집중화는 비 CFO CEO에 비해 더 높은 수준으로 긍정적으로 평가받고 있음을 알 수 있다.

4. 요약 및 결론

4.1 연구결과 및 요약

본 연구는 해외시장 집중화가 높은 기업은 국제화 전략을 적극적으로 실행하고 있는 기업이므로 미래성장성을 갖추고 있고 발전가능성이 높은 기업으로 인식된다는 점을 발견하였다. 즉 기업에 대한 유용한 정보를 제공하는 시장의 중요한 참여자 중 하나인 애널리스트는 해외시장에 대한 정보부족과 국제화의 복잡성으로 인해 발생하는 성과의 불확실성 보다는, 국제화 전략의 성장세를 더 높이 평가함을 알 수 있다. 따라서 애널리스트는 해외시장 집중도를 증가시키는 기업에 대해서 긍정적인 평가를 내리므로 기업의 성과를 더 낙관적으로 예측할 가능성이 높아진다. 동시에 이러한 기업에 대한 애널리스트의 평가는 기업의 최고경영자인 CEO의 특성에 따라 상이함이 나타났는데, 이는 최고경영층 이론에서 제시한 바와 같이 CEO의 특성이 기업의 해외시장 관련한 의사결정에 반영될 것이라고 여겨진다. 본 연구는 CEO의 기대경력연한이 짧을수록 애널리스트는 해외시장 집중도가 증가하는 기업에 대해 제시하는 성과전망의 낙관성이 낮아짐을 발견하였다. 반대로 CEO가 CFO로서의 경력이 있으면 애널리스트는 해외시장 집중도가 높은 기업에 대해서 더욱더 낙관적인 성과전망을 제시하는 것으로 나타났다.

4.2 이론적 시사점과 실무적 시사점

본 연구가 갖는 이론적 시사점은 다음과 같다. 첫째,

애널리스트가 생산하는 지식의 정확도는 단순히 정보 비대칭으로 인한 불확실성이나 정보수집의 어려움으로만 결정되는 것이 아니라, 특정 정보에 대한 애널리스트들의 선호도도 영향이 있음을 보여준다. 국제화 전략을 실행하고 해외시장에서 성장세를 보이고 있는 기업인 경우, 애널리스트들은 성과를 낙관적으로 평가하는 경향을 보인다.

둘째, 애널리스트가 기업에 대한 분석을 함에 있어 단순히 국제화 수준이 아닌 국제화 전략의 집중도가 의미 있음을 시사한다. 기존 문헌은 해외시장규모나 다각화 수준 등으로 국제화 수준을 고려하였지만(Duru and Reeb 2002; Herrmann et al. 2008), 본 연구에서는 해외시장 집중도 증가 여부가 애널리스트 성과전망의 낙관성에 미치는 영향을 고려하고 있다. 국제경영을 확대하고 있는 기업이 애널리스트로부터 긍정적인 평가를 받는다는 점을 의미한다.

셋째, CEO의 특성에 따라 애널리스트가 기업의 국제화 전략에 대한 인식과 선호도가 달라질 수 있다는 시사점을 주고 있다. 이는 다시 말해 애널리스트는 기업의 해외시장에서의 성장세 뿐 아니라 최고 의사결정자인 CEO의 특성(기대경력연한과 CFO경력)이 기업의 전략적 방향에 영향을 미친다는 점을 가정하고 있다는 의미이다.

본 연구가 갖는 실무적 시사점은 다음과 같다. 첫째, 기업은 부정적 혹은 긍정적 인식을 심어주는 CEO 특성을 고려해 전략의 목적이나 방향에 관련한 정보를 제대로 전달할 필요가 있다. 본 연구는 CEO의 은퇴시기가 얼마나 남았는지 여부와 CFO로서 재직할 경험이 있는지가 소속 기업의 해외시장 집중도가 고평가 혹은 저평가 되는지 여부에 영향을 미침을 발견하였고, 이는 CEO의 특성에 기업의 전략이 동일한 기업들이어도 CEO의 특성에 따라 애널리스트와 같은 외부이해관계자의 인식이 달라질 수 있음을 의미한다.

둘째, 국제화의 증가가 외부이해관계자들에게 긍정적

인 신호로 여겨지고 있음을 고려한다면 기업은 이해관계자들은 자신이 예상하는 성과보다 상대적으로 높은 수준의 성과를 기대하고 있음을 인식해야한다. 해외시장이 주는 기회를 최대한 활용함과 동시에 해외시장에서 직면하는 위험과 문제와 관련한 정보를 활발한 의사소통을 통해 전달한다면 애널리스트들이 제공하는 정보의 정확성을 높일 수 있을 것이라 여겨진다.

4.3 한계점 및 향후 연구방향

기업의 해외시장 집중화와 애널리스트 성과전망의 낙관성과의 관계를 더욱더 명확히 보았다는 시사점을 갖고 있는 연구지만, 다음의 한계점이 존재한다. 첫째, 본 연구에서 활용한 변수들의 한계점이 있다. 조절변수 중 하나인 CEO CFO경력의 평균값은 3%로 전체 CEO 중 3%에 해당하는 적은 수의 CEO만 CFO경력이 있는 것으로 여겨지며 통계 유의성을 높이기 위해 추가적인 기능적 배경을 고려해보는 것이 필요하다. 또한 애널리스트들의 성과예측정보의 평균값을 활용하였는데 애널리스트들의 개별 성향이 반영되지 못한 한계점이 있다.

둘째, 본 연구는 제조산업에 속한 미국기업을 대상으로 실증 분석을 하였기 때문에 미국 외의 기업에 대한 논의가 부족하다. 예를 들어, 미국기업은 일반적으로 최고경영자인 CEO가 주요 의사결정을 담당하고 책임지고 있지만, 미국 외의 나라에서는 CEO 외에도 기업의 국제화 전략 의사결정에 미칠 수 있는 이해관계자가 많다. 따라서 CEO보다 더 넓게 최고경영진의 개인특성이 해외시장 집중화와 애널리스트의 성과전망 낙관성의 관계에 대한 조절변수가 될 수 있으므로 추후 연구에서 논의되어야 할 것이다.

셋째, CEO의 CFO 경력뿐만 아니라 최고경영층 이론에서 언급되는 다양한 CEO의 개인특성도 확대해서 고려될 수 있다. 예를 들어, CEO의 기능적 배경에는 CFO 경력 외에도 마케팅이나 R&D 등과 같이 직무

에서의 다양한 경력이 존재한다. 뿐만 아니라, CEO의 개인특성 중 기능적 배경 외에도 인구통계학적인 특성(e.g., 성별, 연령)의 조절효과에 대한 추가 연구도 가능하다.

참고 문헌

[국내 문헌]

1. 강현모 2017. “투자자의 손실회피 성향과 해석수준이 금융상품 태도에 미치는 영향,” *지식경영연구* (18:1), pp. 49-65.
2. 박종훈, 이호욱 2004. “최고경영진의 다양성과 기업의 국제화 수준 간의 관계: 국제적 제휴의 매개효과,” *국제경영연구* (15:2), pp. 1-29.
3. 박종훈, 성연달, 이동현 2014. “최고경영자(CEO)의 경험과 기업의 국제화: CEO 영향력의 조절효과,” *국제경영리뷰* (25:1), pp. 29-58.
4. 송민섭, 변상혁 2013. “2008년 금융위기와 애널리스트의 예측 성향의 변화,” *경영학연구* (42:5), pp. 1187-1218.
5. 이종래, 서희열 2017. “기업의 해외매출이 이익조정에 미치는 영향,” *세무회계연구* (54:0), pp. 49-71.
6. 전성일, 이기세 2012. “코스닥 신규상장 기업의 특성에 따른 재무분석가의 이익예측력에 관한 연구,” *지식경영연구* (13:5), pp. 1-13.
7. 한병섭 2009. “Born-global 기업의 해외투자 실행속도 결정요인에 관한 실증연구,” *국제경영리뷰* (13:1), pp. 23-43.

[국외 문헌]

1. Ahmed, A. S., Song, M., and Stevens, D. E. 2009. “Earnings Characteristics and Analysts’ Differential Interpretation of Earnings Announcements: An Empirical Analysis,” *Accounting & Finance* (49:2), pp.223-246.
2. Antia, M., Pantzalis, C., and Park, J. C. 2010. “CEO Decision Horizon and Firm Performance: An Empirical Investigation,”

Journal of Corporate Finance (16:3), pp.288-301.

3. Atiase, R. 1985. “Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcements,” *Journal of Accounting Research* (23:1), pp.21-36.
4. Barron, O. E., Byard, D., Kile, C., and Riedl, E. J. 2002. “High-Technology Intangibles and Analysts’ Forecasts,” *Journal of Accounting Research* (40:2), pp.289-312.
5. Bartov, E., Givoly, D., and Hayn, C. 2002. “The rewards to meeting or beating earnings expectations,” *Journal of Accounting and Economics* (33:2), pp.173-204.
6. Bodnar, G. M., and Weintrop, J. 1997. “The Valuation of the Foreign Income of US Multinational Firms: A Growth Opportunities Perspective,” *Journal of Accounting and Economics* (24:1), pp.69-97.
7. Brickley, J. A., Linck, J. S., and Coles, J. L. 1999. “What Happens to CEOs After They Retire? New Evidence on Career Concerns, Horizon Problems, and CEO Incentives,” *Journal of Financial Economics* (52:3), pp.341-377.
8. Callen, J., Hope, O. K., and Segal, D. 2005. “Domestic and Foreign Earnings, Stock Return Variability, and the Impact of Investor Sophistication,” *Journal of Accounting Research* (43:3), pp.377-412.
9. Carr, J. C., Haggard, S., Hmieleski, K. M., and Zahra, S. A. 2010. “A Study of the Moderating Effects of Firm Age at Internationalization on Firm Survival and Short-Term Growth,”

- Strategic Entrepreneurship Journal* (4:2), pp.183-192.
10. Clark, T. S., and Linzer, D. A. 2015. "Should I Use Fixed or Random Effects?," *Political Science Research and Methods* (3:2), pp.399-408.
 11. Das, S., Levine, C., and Sivaramakrishanan, K. 1998. "Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts," *The Accounting Review* (73:2), pp.277-294.
 12. Daily, C. M., and Johnson, J. L. 1997. "Sources of CEO Power and Firm Financial Performance: A Longitudinal Assessment," *Journal of Management* (23:2), pp. 97-117.
 13. Davidson III, W. N., Xie, B., Xu, W., and Ning, Y. 2007. "The Influence of Executive Age, Career Horizon and Incentives on Pre-Turnover Earnings Management," *Journal of Management and Governance* (11:1), pp.45-60.
 14. Dechow, P. M., and Sloan, R. G. 1991. "Executives Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics* (14:1), pp.51-89.
 15. Dougherty, D. 1992. "Interpretive Barriers to Successful Product Innovation in Large Firms," *Organization Science* (3:2), pp.159-299.
 16. Duru, A., and Reeb, D. M. 2002. "International Diversification and Analysts' Forecast Accuracy and Bias," *The Accounting Review* (77:2), pp.415-433.
 17. Finkelstein, S., Hambrick, D. C., and Cannella, A. A. 2008. "Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards," Oxford, UK: Oxford University Press.
 18. Freeman, R. 1987. "The Association Between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms," *Journal of Accounting and Economics* (9:2), pp.195-228.
 19. Gao, H. 2010. "Market Misvaluation, Managerial Horizon, and Acquisitions," *Financial Management* (39:2), pp.833-850.
 20. Geletkanycz, M. A., and Black, S. S. 2001. "Bound by the Past? Experience-Based Effects on Commitment to the Strategic Status Quo," *Journal of Management* (27:1), pp.3-21.
 21. Gentry, R. J. and Shen, W. 2012. "The impact of performance relative to analyst forecasts and analyst coverage on firm R&D intensity," *Strategic Management Journal* (34:1), pp.121-130.
 22. Hambrick, D. C., and D'Aveni, R. A. 1992. "Top Team Deterioration as Part of the Downward Spiral of Large Corporate Bankruptcies," *Management Science* (38:10), pp.1371-1523.
 23. Hambrick, D. C., and Mason, P. A. 1984. "Upper Echelons: The Organization As a Reflection of Its Top Managers," *Academy of Management Review* (9:2), pp.193-206.
 24. Henderson, A. D., Miller, D., and Hambrick, D. C. 2006. "How Quickly Do CEOs Become Obsolete? Industry Dynamism, CEO Tenure, and Company Performance," *Strategic Management Journal* (27:5), pp. 447-460.
 25. Herrmann, D. R., Hope, O. K., and Thomas,

- W. B. 2008. "International Diversification and Forecast Optimism: The Effects of Reg FD," *Accounting Horizon* (22:2), pp.179-197.
26. Hitt, M. A. and Tyler, B. B. 1991. "Strategic Decision Models: Integrating Different Perspectives," *Strategic Management Journal* (12:5), pp.327-351.
27. Hunton, J. E. and McEwen, R. A. 1997. "An Assessment of the Relation Between Analysts' Earnings Forecast Accuracy, Motivational Incentives, and Cognitive Information Search Strategy," *The Accounting Review* (72:4), pp.497-515.
28. Jackson, G. and Deeg, R. 2008. "Comparing Capitalisms: Understanding Institutional Diversity and Its Implications for International Business," *Journal of International Business Studies* (39:4), pp.540-561.
29. Jensen, M., and Zajac, E. J. 2004. "Corporate Elites and Corporate Strategy: How Demographic Preferences and Structural Position Shape the Scope of the Firm," *Strategic Management Journal* (25:6), pp.507-524.
30. Jonsson, A., and Foss, N. J. 2011. "International Expansion through Flexible Replication: Learning from the Internationalization Experience of IKEA," *Journal of International Business Studies* (42:9), pp.1089-1102.
31. Kasznik, R., and McNichols, M. F. 2002. "Does Meeting Earnings Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices," *Journal of Accounting Research* (40:3), pp.727-759.
32. Khurana, I. K., Pereira, R., and Raman, K. K. 2003. "Does Analyst Behavior Explain Market Mispricing of Foreign Earning for U.S. Multinational Firms?," *Journal of Accounting, Auditing & Finance* (18:4), pp.453-477.
33. King, R., Pownall, G., and Waymire G. 1990. "Expectations Adjustment Via Timely Management Forecasts: Review, Synthesis, and Suggestions for Future Research," *Journal of Accounting Literature* (9), pp.113-144.
34. Lys, T., and Soo, L. 1995. "Analysts' Forecast Precision as a Response to Competition," *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* (10), pp.751-763.
35. Matta, E., and Beamish, P. W. 2008. "The Accentuated CEO Career Horizon Problem: Evidence from International Acquisitions," *Strategic Management Journal* (29:7), pp. 683-700.
36. McClelland, P. L., Barker III, V. L., and Oh, W. Y. 2012. "CEO Career Horizon and Tenure: Future Performance Implications Under Different Contingencies," *Journal of Business Research* (65:9), pp.1387-1393.
37. Miller, D. 1991. "Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match Between Organization," *Management Science* (37:1), pp. 34-52.
38. Musteen, M., Barker III, V. L., and Baeten, V. L. 2006. "CEO Attributes Associated with Attitude Toward Change: The Direct and Moderating Effects of CEO Tenure," *Journal of Business Research* (59:5), pp.604-612.
39. Pellegrino, J. M., and McNaughton, R. B. 2015. "The Co-evolution of Learning and

- Internationalization Strategy in International New Ventures,” *Management International Review* (55:4), pp.457-483.
40. Platikanova P., and Mattei, M. M. 2016. “Firm Geographic Dispersion and Financial Analysts’ Forecasts,” *Journal of Banking & Finance* (64), pp.71-89.
41. Sapienza, H. J., Autio, E., George, G., and Zahra, S. A. 2006. “A Capabilities Perspective on the Effects of Early Internationalization on Firm Survival and Growth,” *Academy of Management Review* (31:4), pp.914-933.
42. Schipper, K. 1991. “Analysts’ Forecasts,” *Accounting Horizon* (5:4), pp.105-121.
43. Sun, W., Price, J., and Ding, Y. 2019. “The Longitudinal Effects of Internationalization on Firm Performance: The Moderating Role of Market Capability,” *Journal of Business Research* (95), pp.326-337.
44. Thomas, W. B. 1999. “A Test of the Market’s Mispricing of Domestic and Foreign Earnings,” *Journal of Accounting and Economics* (28:3), pp.243-267.
45. Tihanyi, L., and Thomas, W. B. 2005. “Information-Processing Demands and the Multinational Enterprise: A Comparison of Foreign and Domestic Earnings Estimates,” *Journal of Business Research* (58:3) pp.285-292.
46. Zorn, D. M. 2004. “Here a Chief, There a Chief: The Rise of the CFO in the American Firm,” *American Sociological Review* (69:3), pp.345-364.

저 자 소 개



조 혜 진 (Hyejin Cho)

현재 고려대학교 경영대학 연구교수로 재직 중이다. 고려대학교에서 경영학 박사 학위를 국제금융 전공으로 취득하였다. 국제경영전략 및 국제금융에 관련한 다양한 연구(e.g., 해외투자 및 자금조달, 국제화 전략, 인수합병 및 매각, 주식시장 정보분석)를 진행하고 있다. 주요 논문들을 *Corporate Governance: International Review*, *International Business Review*에 발표하였으며 국내논문으로 산업경제연구, 전자무역연구, 국제지역연구, 경영사학 등 다양한 학술지에 논문을 게재하였다.



안 혜 성 (He Soung Ahn)

현재 세종대학교 경영대학 조교수로 재직 중이다. 고려대학교에서 경영학 박사 학위를 경영관리 전공으로 취득하였고, 주요 관심분야는 경영전략, 국제전략, 기업가정신 등이다. 지금까지 *International Business Review*, *Review of Managerial Science*, 벤처창업연구, *Korea Business Review*, 무역학회지, 경영과 정보연구 등 주요 학술지에 논문을 발표하였다.