

OPINION

연구위원
이하윤

전망공시의 현황과 활성화를 위한 과제*

영업실적 전망공시(earnings guidance)는 기업의 미래 성과에 대한 예측 정보를 경영진이 자발적으로 투자자에게 제공하는 제도로, 정보 비대칭 완화, 가격발견 기능 개선, 자본비용 절감 등 자본시장의 효율성 제고에 기여할 수 있는 수단으로 알려져 있다. 우리나라는 2002년 공정공시 제도 도입을 통해 이러한 공시의 제도적 기반을 마련하였으나, 이후 자본시장법과 거래소 공시규정을 중심으로 한 규제 환경 변화 속에서 기업들의 자발적 공시 유인이 약화되어 전망공시 빈도는 크게 감소한 것으로 나타난다. 향후 전망공시의 활성화를 위해서는 면책 요건의 명확화, 정정공시 제재 범위의 정비, 공시 형식의 다양화 등 제도적 환경의 보완과 함께, 경영진 보상 구조에서 주가 연동 요소를 점진적으로 확대하고, 기관투자자의 적극적인 정보 요구 활동을 강화하는 방안을 함께 고려할 수 있다. 제도적 환경과 시장 요인이 함께 작용할 경우, 자발적 전망공시의 유인이 확대되고 자본시장의 정보 환경 개선에 기여할 수 있으며, 이는 투자자의 정보 접근성을 높이고 시장의 예측 가능성과 신뢰도를 제고하는 데 도움이 될 수 있다.

영업실적 전망공시(earnings guidance)란 기업의 향후 경영 성과에 대한 예측 정보를 자발적으로 투자자에게 제공하는 공시 제도다. 기업의 미래 실적에 관한 정보는 주가 형성과 투자 의사결정에 직접적인 영향을 미치기 때문에, 해당 정보의 공개와 활용 방식은 자본시장의 정보 효율성과 공정성 측면에서 중요한 의미가 있다. 우리나라에서는 2002년 한국거래소가 도입한 공정공시 제도를 통해 전망공시의 제도적 기반이 마련되었다. 공정공시는 기업 정보가 기관투자자나 애널리스트 등 특정 투자자에게 먼저 제공되는 관행을 방지하고 정보 비대칭을 해소하기 위해 도입된 제도로, 미래 경영성과에 대한 중요한 전망 정보는 시장 전체에 동시에 공개되어야 한다는 원칙에 따라 제도화되었다.

전망공시에 대한 제도 개요 및 현황

현행 제도상 전망공시는 향후 3년 이내의 주요 재무성과(매출액·영업이익·법인세비용차감전계속사업이익·당기순이익 등)에 대한 예측 정보를 대상으로 한다. 미래 정보는 본질적으로 불확실성을 수반하기 때문에, 기업은 예측 수치와 함께 그 산정 근거와 전제 가정, 그리고 관련된 불확실성을 함께 공시하게 되어 있다. 또한 공시 이후에는 분기별로 달성 가능성을 점검할 필요가 있으며, 실제 실적이

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

예측치와 일정 수준 이상 차이를 보일 경우 정정공시를 이행하지 않으면 거래소의 제재 대상이 될 수 있다. 이러한 제도적 장치는 공시 정보의 신뢰성을 제고하고 투자자를 보호하기 위한 취지에서 마련된 것이다.

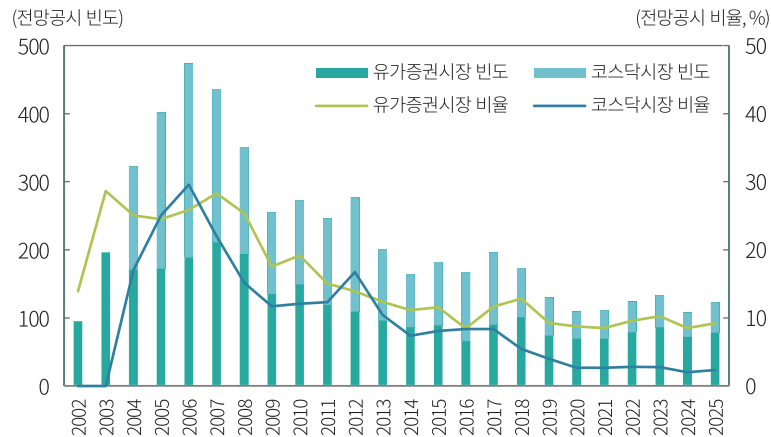
한편, 전망공시 이후 실적이 예측치와 크게 달라질 경우, 경영진의 법적 책임은 공시 당시 정보에 기반한 합리성과 사후 대응 여부 등을 종합적으로 고려하여 판단된다. 경영진이 합리적 근거에 기반해 예측 정보를 제공한 경우, 즉 고의적 허위가 아닌 경우에는 실제 실적이 예측치와 다르더라도 법적 책임이 제한될 수 있다. 이러한 면책이 작동하려면 전망공시에 해당하는 수치가 예측 정보라는 사실을 명시하고, 가정과 판단의 근거를 제공하며, 합리적인 가정에 기초해 성실하게 작성되었다는 점과 실제 성과가 달라질 수 있다는 주의문구를 포함해야 한다. 그러나 이러한 요건의 충족이 면책을 자동으로 보장하는 것은 아니다. 공시 당시의 가정과 정보의 타당성, 이후 발생한 환경 변화의 성격, 그리고 관련 위험에 대한 충분한 공시 여부 등이 사후적으로 검토될 수 있다. 또한 예측치의 달성 가능성이 현저히 낮아진 경우, 이를 적시에 시장에 알리는 정정공시의 여부는 책임 판단에 영향을 미칠 수 있다.

전망공시 위반에 대한 행정 제재는 한국거래소의 불성실공시법인 지정 제도를 통해 이루어지며, 공정공시 사항을 부정확하게 공시하거나 중요 사항을 누락한 경우 제재 대상이 될 수 있다. 이러한 환경에서 경영진은 공시 이후의 책임 부담을 고려하게 되며, 이는 자발적 전망공시에 관한 판단에 일정 부분 영향을 미칠 수 있다.

우리나라의 전망공시 환경은 2000년대 후반 이후 제도적 변화를 거치며 형성되어 왔다. 2009년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법) 시행으로 공시 관련 법적 책임 체계가 정비되고 그 범위가 확대되었으며, 이러한 변화는 불확실성을 수반하는 전망공시에 대한 기업의 인식에도 영향을 미쳤을 가능성이 있다. 이어 2011년 국제회계기준(IFRS) 도입으로 재무 정보 작성 체계가 전환되었으며, 이 시기를 전후로 전망공시 빈도는 감소하는 양상이 관찰된다. 회계기준 전환에 따른 실무 부담과 예측 불확실성 증가는 기업의 전망 제공에 영향을 미쳤을 수 있다.

이러한 변화가 누적되면서 전망공시를 제공하는 기업 수는 전반적으로 감소하는 추세를 보인다. 2025년 기준 유가증권시장의 전망공시는 78건, 코스닥시장은 45건으로 나타난다. 이는 2006년 유가증권시장 189건, 코스닥시장 285건에 비해서 각각 58%, 84% 이상 감소한 수준이다. 지난 20년간 상장기업 수가 증가한 점을 고려하면, 비중 면에서의 감소는 더 두드러진다(〈그림 1〉).

〈그림 1〉 우리나라 상장기업의 전망공시 비율 추이



주 : 전망공시 비율=전망공시 빈도÷전체 상장기업 수
 자료: 한국거래소 KIND 공시시스템, 한국거래소 e-나라지표

전망공시의 효과: 장점 및 유의점

전망공시는 자본시장의 정보 환경을 개선하는 수단으로 널리 논의되어 왔다. 경영자가 미래 성과에 대한 예측 정보를 자발적으로 제공할 경우, 내부자와 외부 투자자 사이의 정보 비대칭이 완화되고, 시장 유동성이 개선되는 것으로 나타난다.¹⁾ 또한 사전적으로 기대 형성이 이루어지면서 가격발견 기능이 강화되고²⁾, 실적 발표 시점의 어닝 서프라이즈(earnings surprise)와 주가 변동성도 완화되는 경향이 보고된다.³⁾ 이와 함께 미래 성과에 대한 불확실성 감소는 자본비용을 낮추는 데 기여할 수 있으며⁴⁾, 애널리스트의 예측 오차 감소를 통해 시장 전반의 정보 품질 개선으로 이어질 가능성도 제시된다.⁵⁾ 나아가 이러한 정보 환경의 개선은 기업의 투명성에 대한 시장 인식을 높이는 데에도 기여할 수 있다.

한편, 전망공시는 잠재적인 부작용을 수반할 수 있다는 점도 지적된다. 특히 분기별 목표 달성 압박이 높아질 경우, 경영진이 장기 투자보다 단기 실적 관리에 집중하거나 이익조정을 시도할 유인이 증

1) Coller, M., Yohn, T.L., 1997, Management forecasts and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads, *Journal of Accounting Research* 35(2), 181-191.
 2) Choi, J.H., Myers, L.A., Zang, Y., Ziebart, D.A., 2011, Do management EPS forecasts allow returns to reflect future earnings? Implications for the continuation of management’s quarterly earnings guidance, *Review of Accounting Studies* 16(1), 143-182.
 3) Kasznik, R., Lev, B., 1995, To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise, *The Accounting review*, 113-134.
 4) Baginski, S.P., Rakow Jr, K.C., 2012, Management earnings forecast disclosure policy and the cost of equity capital, *Review of Accounting Studies*, 17(2), 279-321.
 5) Kross, W.J., Ro, B.T., Suk, I., 2011, Consistency in meeting or beating earnings expectations and management earnings forecasts, *Journal of Accounting and Economics* 51(1-2), 37-57.

가할 수 있다.⁶⁾ 또한 낙관적인 전망 제시나 선택적 정보 제공과 같은 전략적 공시 행태가 나타날 가능성도 배제하기 어렵다. 따라서 전망공시의 활성화는 이러한 부작용을 완화할 수 있는 제도적 장치와 함께 균형적인 접근으로 논의될 필요가 있다.

해외 제도와의 비교 분석

미국에서는 2000년 공정공시 규제(Regulation Fair Disclosure) 시행 이후 전망공시가 시장에서 널리 활용되는 관행으로 자리 잡은 것으로 평가된다. 정량적 형태의 전망공시를 기준으로 할 때 전체 상장기업의 약 40%가 정기적으로 예측치를 제공하는 것으로 나타나며⁷⁾, 상장기업 담당자를 대상으로 한 설문에서는 80% 이상의 응답 기업이 전망이나 목표치 등을 포함한 정보를 제공하는 것으로 보고된다.⁸⁾ 또한 미국 기업들은 8-K 보고서(미국의 수시공시), 분기 실적 발표, 어닝 콜(earnings call) 등 다양한 채널을 통해 부정적인 전망을 포함한 미래 성과 정보를 선제적으로 제공하는 것으로 관찰된다.

이러한 공시 관행의 제도적 배경으로는 Private Securities Litigation Reform Act(PSLRA)의 면책(Safe Harbor) 조항이 중요한 역할을 하는 것으로 논의된다. 기업이 예측 정보임을 명시하고, 기업 고유의 구체적인 위험 요인을 충분히 기재하는 등 일정 요건을 충족하는 경우, 경영자의 예측 정보에 대한 법적 책임이 제한될 수 있다는 점은 공시 유인에 영향을 미칠 수 있다. 미국에서는 주가 하락 이후 증권집단소송이 제기되는 사례가 빈번하게 관찰되며, 전망공시와 관련된 정보가 쟁점으로 포함되기도 한다. 이러한 환경에서 Safe Harbor는 일정 요건을 충족하는 경우 경영자의 예측 정보에 대한 법적 책임을 제한하는 장치로 기능한다.

이러한 환경은 전망공시가 기업의 법적·규제적 위험과 어떻게 연결되는지에 대한 인식과 관련될 수 있다. 미국에서는 PSLRA의 Safe Harbor 조항이 일정 요건을 충족하는 경우 예측 정보에 대한 법적 책임을 제한하는 장치로 기능함으로써, 기업이 전망공시와 관련된 소송 위험을 사전에 관리할 수 있는 환경을 제공한다. 반면 한국에서는 증권집단소송이 상대적으로 제한적이고 행정 규제가 주요한 규율 수단으로 작용하는 구조에서, 예측 정보임을 명시하는 주의문구를 포함하더라도 공시 내용의 합리성—예측의 근거나 추정 방식의 적정성—이 사후적으로 검토될 수 있어, 주의문구가 행정 제재에 대한 일률적인 면책 요건으로 기능한다고 보기 어렵다. 이러한 제도적 환경의 차이는 전망공시에 대한 기업의 인식과 활용 방식에 영향을 미치는 요인 중 하나로 이해될 수 있다.

-
- 6) Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S., 2005, The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of accounting and economics* 40(1-3), 3-73.
- 7) Dechow, P., Ge, W., Loh, W.T., McVay, S. E., 2025, Beyond Earnings Quality: Evaluating the Quality of Voluntary Corporate Financial Reporting Practices. Working Paper.
- 8) Call, A.C., Hribar, P., Skinner, D.J., Volant, D., 2024, Corporate managers' perspectives on forward-looking guidance: Survey evidence, *Journal of Accounting and Economics* 78(2-3), 101731.

법·제도적 차이 외에 경영진의 보상 구조와 지배구조는 전망공시 활용에 영향을 미칠 수 있는 중요한 요소로 논의된다. 미국에서는 스톡옵션이나 양도제한조건부주식 등 주가 연동형 보수의 비중이 상대적으로 높은 편이며, 이에 따라 경영진이 시장의 기대를 선제적으로 관리하고 투자자와의 커뮤니케이션에 더욱 적극적으로 대응할 유인을 가질 수 있다. 이러한 맥락에서 전망공시는 애널리스트 컨센서스(consensus)와의 차이를 조정하고 시장 기대를 관리하는 수단으로 활용될 가능성이 있다.

반면 한국에서는 성과보수 중 주가 연동 비중이 상대적으로 낮고, 고정급이나 단기 현금 인센티브 중심의 보상 구조가 여전히 중요한 비중을 차지하는 것으로 나타난다. 또한 대주주 및 특수관계인 지분이 높은 경우, 주가 변동이 경영진 개인의 보상에 미치는 영향이 상대적으로 제한적일 수 있으며, 지분 희석이나 경영권 안정과 같은 요소가 공시 전략에 영향을 미칠 가능성이 있다. 이러한 요인들은 전망공시를 통한 시장 커뮤니케이션의 유인을 상대적으로 낮추는 방향으로 작용할 수 있다.

종합하면, 우리나라에서의 전망공시 활용은 제도적 환경뿐 아니라 보상 구조와 지배구조의 특성과도 연관되어 나타날 수 있으며, 이러한 요소들이 개선될 때 공시 행태에 더욱 의미 있는 변화가 나타날 가능성이 있다.

일본 역시 참고할 만한 사례로 논의된다. 일본은 미국과 달리 명시적인 Safe Harbor 조항이 없고, 금융상품거래법상 허위 기재에 대한 민사·형사 책임이 존재함에도 불구하고, 전망공시가 비교적 널리 활용되는 시장으로 평가된다. 도쿄증권거래소(TSE)는 상장 규정을 통해 기업에 주요 재무 항목에 대한 연간 전망공시를 요구하고 있으며, 실제로도 프라임 시장 상장기업의 대다수가 연간 실적 전망치를 제공하는 것으로 알려져 있다.

이러한 공시 관행에는 거래소 규정과 시장 요인이 함께 작용하는 것으로 이해된다. 거래소의 요청(comply-or-explain 방식)은 기업의 공시 참여를 유도하는 역할을 하며, 2014년 스텈어드십 코드와 2015년 기업지배구조 코드 도입 이후 기관투자자의 정보 요구가 강화되면서 추가적인 시장 압력이 형성된 것으로 평가된다. 또한 일본 기업들은 전망치가 실제 실적에서 크게 벗어날 것으로 예상되는 경우 수정 예상치를 공시하는 사례가 비교적 빈번하게 관찰되며, 이러한 관행은 사후 정정에 대한 시장의 수용성과도 관련이 있는 것으로 보인다. 종합하면 일본은 명시적 Safe Harbor 제도 없이도 거래소 규정과 시장 관행이 결합된 환경 속에서 전망공시가 활발히 이루어지고 있으며, 이러한 점은 한국의 전망공시 활성화에도 시사점을 제공할 수 있다.

향후 과제 및 개선 방향

전망공시의 활성화를 위해서는 기업이 공시 여부를 결정할 때 인식하는 법적 불확실성을 완화하는 환경 조성을 고려할 수 있다. 현행 구조에서는 전망공시 이후 실적이 예측치와 차이를 보일 경우 적용

될 수 있는 제재 수준을 사전에 명확히 가늠하기 어려운 측면이 있으며, 이러한 불확실성이 공시 판단에 영향을 미칠 가능성이 있다.

이에 따라 면책 요건을 보다 명확히 제시하는 방안을 검토할 수 있다. 기업 고유의 합리적 가정과 주요 불확실성 요인(예: 특정 사업 리스크, 외부 변수, 진행 중인 위험 요인 등)을 충분히 공시하면 책임이 일정 부분 제한될 수 있다는 기준이 사전에 제시된다면, 기업의 공시 여부 판단의 예측 가능성을 높이는 데 도움이 될 수 있다. 또한 업종별 변동성, 주요 외생 변수, 정책 환경 등을 반영한 구체적인 가이드라인이 마련될 때 이러한 효과는 강화될 수 있다.

정정공시의 적용 기준 역시 점진적으로 정비될 여지가 있다. 현행 제도는 투자자 보호 중심으로 설계되어 있으나, 단순한 실적 미달과 전제 조건의 근본적 변화 간 구분 기준이 보다 명확해질 경우, 기업의 공시 관련 부담을 완화하는 데 도움이 될 수 있다. 예를 들어 급격한 환율 변동, 원자재 가격의 예상치 못한 급등, 규제 환경 변화 등 외생적 요인에 따른 예측 오차와 내부 요인에 따른 실적 변화 간 구분 기준이 마련될 경우, 공시 판단의 불확실성을 일부 완화할 수 있다.

공시 형식의 다양화도 중장기적으로 고려될 수 있다. 현재의 단일 수치 중심의 공시 외에도 범위 추정이나 시나리오 기반의 공시가 활용될 경우, 기업은 더욱 유연한 방식으로 정보를 제공할 수 있다. 예를 들어 낙관·기준·비관 시나리오를 제시하거나 주요 전제 변수별 민감도를 함께 공개하는 방식은 불확실성이 높은 환경에서 투자자에게 더욱 입체적인 정보를 제공할 수 있으며, 단일 수치에 지나치게 구속되는 기업의 부담도 줄어줄 수 있다. 변동성이 큰 산업이나 대외 의존도가 높은 기업일수록 이러한 유연한 형식이 더 적합할 수 있다.

다만 이러한 방향의 제도 환경 조성은 허위·과장 공시에 대한 실효적 규율과 함께 이루어지는 것이 중요하다. 성실한 예측 과정에서 발생한 오차와 의도적인 오도나 중요 정보의 누락은 명확히 구분될 필요가 있으며, 후자에 대해서는 투자자 보호를 위한 책임 체계가 실질적으로 작용해야 한다. 공시 환경의 신뢰성은 면책 범위의 조정만으로는 확보되기 어려우며, 자발적 공시가 늘어날수록 시장에 유통되는 정보의 질적 수준을 함께 관리하는 체계가 중요해진다.

제도적 측면의 개선과 함께, 경영진의 보상 구조와 시장 참여자의 역할도 함께 고려될 수 있다. 보상과 주가 간 연계성이 낮은 구조에서는 경영진의 자발적 공시 유인이 제한될 수 있기 때문에, 보상 구조의 변화는 전망공시에 대한 자발적 유인을 강화할 수 있다. 이는 기업 스스로 시장 친화적 공시 행태를 선택하게 만드는 구조적 기반이 된다는 점에서 제도 개선과 함께 주목할 만한 방향이다. 또한 기관 투자자가 기업의 미래 성과 정보 공개에 대해 지속적으로 관심을 확대할 경우, 기업들이 자발적으로 공시를 강화하는 방향으로 움직이고, 전망공시를 제공하는 기업에 대한 시장 평가가 긍정적으로 변화하는 선순환이 형성될 수 있다.

이와 같은 방향의 논의가 진전될 경우, 기업이 신뢰할 수 있는 예측 정보를 자발적으로 공개하는 환

경이 조성되고, 자본시장의 정보 효율성과 투명성 제고에 기여할 수 있다. 이는 개인투자자와 소수주주의 정보 접근성을 높이는 한편, 글로벌 투자자에게도 한국 자본시장의 예측 가능성과 신뢰도를 높이는 방향으로 이어질 수 있을 것이다.