

영업보고서상 軟性情報의 자발적 공시에 관한 연구  
- ‘영업의 개황’을 중심으로\*

Voluntary Disclosure of Soft Information  
in Annual Reports:

Empirical Evidence on the Overview of Operations\*

(공동저자) 안 태 식 Tae-Sik Ahn\*\*

(공동저자) 이 용 규 Yongkyu Lee\*\*\*

(공동저자) 이 정 훈 Junghun Lee\*\*\*\*

〈 개 요 〉

우리나라에서 본격적인 ‘경영진의 논의와 분석’ (Management Discussion and Analysis: MD&A)의 도입에 앞서 이미 기업들이 자발적으로 공시하고 있는 서술적 형태의 정보인 영업의 개황이 어떤 내용으로 이루어지고 있는 지에 대한 이해가 우선적으로 필요하다. 따라서 본 연구에서는 탐색적 수준에서 영업보고서의 기재항목인 영업의 경과 및 성과에 제시되어 있는 ‘영업의 개황’의 내용을 파악하고자 한다. 전반부에서는 미국을 포함한 여러 나라들의 MD&A 제도를 개관하고 우리나라의 서술적 형태의 정보인 영업보고서상 영업의 개황과 MD&A를 제도적인 측면에서 비교하였다. 그리고 후반부에서는 실제 영업의 개황 자료를 대상으로 서술적 정보의 자발적 공시 현황을 파악하고자 기초적인 분석을 실시하였다.

본 연구에서는 영업의 개황에서 제시되고 있는 주요 단어를 환경, 전략/조직, 투입/노력/프로세스, 산출/결과/성과의 네 개 단어군으로 구성된 후 해당 그룹에 속한 단어의 빈도수를 통해

논문접수: 2004. 10      게재확정: 2005. 6

\* 본 논문의 개선에 많은 도움을 주신 익명의 두 심사자에게 깊은 감사를 드립니다.

본 연구의 일부는 2004년도 서울대학교 경영연구소의 연구비지원을 받았습니다.(안태식)

본 연구는 숭실대학교 교내연구비 지원으로 이루어졌습니다.(이용규)

\*\* 서울대학교 경영대학 교수 College of Business Administration, Seoul National University  
(E-Mail: ahnts@ssu.ac.kr).

\*\*\* 숭실대학교 경영학부 부교수 School of Business Administration, Soongsil University  
(E-Mail: yklee@ssu.ac.kr).

\*\*\*\* 서울대학교 경영대학 박사과정 College of Business Administration, Seoul National University  
(E-Mail: jlee61@snu.ac.kr ).

그 내용을 파악하고자 하였다. 산업간 비교에서 서비스업의 경우 총주요단어수가 제조업에 비해 유의적으로 많았으며 특히 전략단어군과 투입단어군에서 이런 경향이 두드러졌다. 연도별 추세분석 결과 서비스업의 경우 전체 주요 단어수와 투입단어군의 단어수가 증가하고, 제조업의 경우 산출단어군의 단어수가 증가하는 반면 전략단어군의 단어수는 감소하고 있음을 확인하였다. 단어군별 단어수와 회계적 이익과의 관련성에 대한 분석에서 당기순이익이 발생하거나 전년도 대비 당기순이익이 증가한 기업들이 당기순손실이 발생하거나 당기순이익이 감소한 기업에 비해 더 많은 주요 단어를 공시하는 경향을 보였다. 본 연구의 결과는 기업들이 구체적인 규정이 존재하지 않는 공시환경 하에서도 영업보고서상의 '영업의 개황'을 통해 자발적으로 연성정보(soft information)를 공시하고 있으며, 해당 공시의 내용이 각 기업이 처한 산업적 특성, 환경 변화, 영업성과에 따라 차이가 있음을 의미한다. 또한 이는 서술적인 정보의 공시가 단순한 요식절차의 수준을 벗어나 투자자들에게 의미있는 정보를 제공하는 수단으로서 활용되고 있음을 간접적으로 시사한다.

한글색인어: 영업보고서, 영업의 개황, MD&A, 서술적 형태, 단어의 빈도

### 〈 ABSTRACT 〉

This study examines the content of 'overview of operations' section in annual reports of Korean firms. Korean firms have disclosed narrative information through the overview of operations section under little regulation on the contents and formats. This paper will help stakeholders understand this type of soft information and public policymakers design more effective and efficient regulations on the narrative disclosure if necessary.

We review the institutional backgrounds of MD&A in foreign countries and compare the MD&A with the overview of operations in Korean annual reports. Using hand-collected data, we test whether the industry membership, the time-dependent environment change and firm performance affect the level of narrative disclosure. We select four groups (environment-related, strategy/organization-related, input/efforts-related, and output/performance-related) of keywords within the overview of operations and measure the level of narrative disclosure by the frequency of keywords in each group.

The industry comparison reveals that service firms disclose more strategy-related and input-related keywords than manufacturing firms. While manufacturing firms show the increase of output-related keywords and the decrease of strategy-related keywords, service firms show the increase of both total keywords and input-related keywords over the sample period. We also find that profit firms disclose more keywords than loss firms and that income-increasing firms disclose more keywords than income-decreasing firms. These results suggest that in the absence of regulations on narrative disclosure, Korean firms voluntarily provide soft information through the overview of operations section in annual reports and such disclosure depends on the industry membership, environment change and firm performance.

Key Words: annual report, overview of operations, MD&A, narrative form, word frequency

## I. 서론

기업에서 외부 이해관계자에게 제공하는 기업정보는 공시시기, 강제성 여부, 정보형태에 따라 여러 가지 양상을 보이고 있다. 기업은 수시로 필요한 정보를 제공하는 경우도 있고, 정기적으로 공시하는 정보도 있으며 기업의 자율적인 의사결정에 의한 자발적인 정보공시가 있는 반면, 법규에서 요구하는 내용이나 방식에 따라 공시하는 의무적인 정보공시도 있다. 또한 계량적인 형태로 제시되는 정보도 있으며 문장의 서술적인 형태로 정보가 제공되는 경우도 있다. 공시되는 기업정보가 언제, 어떤 이유로 또는 어떤 형식을 취하건 이러한 정보는 기업을 둘러싼 이해관계자의 의사결정에 결정적인 역할을 하고 있으며, 그 의사결정의 결과는 자원의 효율적인 배분에 영향을 준다는 점에서 중요하다.

기업에서 제공하는 이러한 정보 중에서 가장 대표적인 형태라고 할 수 있는 것은 회계정보로서 재무제표를 들 수 있다. 재무제표정보는 정기적이며 강제적인 정보공시의 하나로서 이해관계자들이 그 기업의 현황과 미래를 분석하는 가장 기초적인 자료가 되고 있다. 이러한 이유로 회계정보를 포함한 공시제도 전반을 관리 감독하는 규제자는 재무제표정보의 유용성을 제고하기 위한 보완책을 지속적으로 추진 또는 시행하고 있다. 이러한 맥락에서 언급할 수 있는 중요한 공시제도의 하나로 미국을 포함한 여러 나라에서 시행되고 있는 경영진의 논의와 분석(Management Discussion and Analysis, 이하 MD&A)을 들 수 있다.<sup>1)</sup> 연차보고서의 한 구성요소로서 제공되는 MD&A에서는 재무제표에서 담고 있는 회계수치를 경영자의 시각으로 논의하고 분석하는 내용과 함께 미래 경영성과에 대한 예측정보를 서술적인 문장의 형식으로 다루고 있다.<sup>2)</sup>

한편 우리나라의 많은 기업들도 영업보고서에서 이미 이와 유사한 정보를 공시하고 있다. 상법 및 관련 시행규정에서는 각각 영업보고서 및 그 구체적인 기재사항을 언급하고 있으며 일반적으로 기업들은 영업보고서의 기재사항의 하나인 '영업의 경과 및 성과'의 세부 항목에서 '영업의 개황'이라는 제목으로 지난 영업기간에 있었던 성과와 다음 기간에 대한 전망을 서술적 문장의 형태로 서술하고 있다.

최근 우리나라의 금융감독원에서는 미국이나 캐나다와 유사하게 의무적으로 MD&A 공시를 시행하고자 하는 계획을 추진하고 있는데 이를 위해서는 기존에 기업들이 영업보고서에서

1) 미국뿐만 아니라 캐나다, 호주, 영국, 뉴질랜드에서도 이와 유사한 제도가 존재한다. 캐나다는 미국의 제도와 거의 일치하며 호주와 뉴질랜드는 특정한 상황이나 실체에 대하여 강제적으로 공시를 요구하기도 하며 영국은 자발적 정보공시를 권유하고 있다. MD&A는 국내에서 성과요약보고, 재무보고에 대한 분석의견, 경영자보고서한, 경영진단분석 등으로 다양하게 번역되고 있으나, 금융감독원에서는 (재무·영업실적에 대한) '경영진의 논의와 분석'이라는 용어를 사용하고 있다(금융감독원 2003a, b).

2) 일반적인 재무제표정보와 이와 같은 서술적 문장형식의 정보를 비교할 때 객관적이고 계량적인 수치에 기초한 재무제표정보는 서술적 정보에 비해 상대적으로 硬性 정보(hard information)라고 할 수 있으며 반대로 서술적 정보는 軟性 정보(soft information)라고 할 수 있다.

자발적으로 공시하고 있는 '영업의 개황'의 내용을 충분히 파악하는 절차가 선행되어야 할 것으로 보인다. 즉, 비록 자발적인 정보라 하더라도 최소한 가이드라인을 제공할 필요가 있는지 또는 자발적인 형태의 정보를 미국이나 캐나다처럼 강제적 공시 대상으로 전환해야 하는지에 대해 정책적인 시사점을 줄 수 있기 때문이다.<sup>3)</sup>

따라서 본 연구에서는 이러한 강제적인 공시정보로서 MD&A의 도입에 앞서 이미 자발적으로 기업들이 제시하고 있는 서술적 형태의 정보로서 '영업의 개황'에 포함되어 있는 내용을 파악하는 것이 필요하다는 점을 인식하고 이에 대한 탐색적 수준의 분석을 시도하였다. 먼저 해외 각국의 서술적인 연성정보 공시제도와 우리나라의 공시제도를 구체적인 규정의 존재 여부, 서술적 정보 공시의 강제성 여부, 감사 여부, 예측정보의 권장 여부 측면에서 비교, 분석하였다. 미국을 비롯한 주요 선진국들이 강제 규정에 의해 구체적인 공시사항과 공시형식을 제시하고 있는 반면, 우리나라의 연성정보 공시는 그 내용이나 형식면에서 대부분 기업의 자발적인 의사결정에 맡겨져 있는 차이점을 발견할 수 있었다.

다음으로 본 연구에서는 서술적 연성정보의 공시현황을 파악하기 위하여 실제 공시자료를 대상으로 내용분석(content analysis)을 실시하였다. 서술적 정보의 공시매체로서 영업보고서에 포함되어 있는 '영업의 개황'을 기초로 분석하되 일부 기업에서는 그와 유사한 내용을 '경영자의 인사말씀'에 포함하고 있다는 점을 감안하여 이들 두 가지 정보형태(이하에서는 영업의 개황으로 칭함)를 주 분석대상으로 하였다. 전반적인 서술적 정보 공시의 현황을 파악하기 위하여 영업의 개황에 포함되어 있는 주요 단어의 종류와 출현빈도를 영업의 개황에 포함되어 있는 정보의 종류나 양의 대용치로 사용하였다.

구체적인 분석방법은 다음과 같다. 표본으로 선정된 모든 기업들의 영업의 개황 자료에 포함된 모든 단어에 대하여 그 빈도를 측정된 후 출현빈도가 10회 이상인 단어를 기초로 485개의 주요 단어를 선택하였다. 이 단어들은 크게 네 가지 그룹, 즉 환경단어군, 전략/조직단어군, 투입/노력/프로세스단어군, 산출/결과/성과단어군으로 분류가 가능했다. 이렇게 선정된 단어군에 대해 각 기업 및 연도별로 재검색하여 단어군별 단어수를 측정하였으며 이 수치를 통해 산업별 특성, 연도별 추세를 살펴보았다. 또한 산업을 크게 제조업과 서비스업으로 재분류하여 추가적인 분석을 시도하였다. 특히 이들 수치가 당기순이익을 통한 기업의 경영성과와 어떠한 관련성을 가지는지에 대해 기초적인 분석도 실시하였다.

논문의 진행순서는 제2절에서는 우리나라 공시제도를 검토하고 해외의 MD&A 제도에 대해 알아본다. 제3절에서는 본 연구와 관련된 기존 연구를 검토한 후 분석을 행하고 결과를 제시한다. 마지막으로 제4절에서는 논문의 결과를 요약하고 한계점 및 향후 연구방향을 제시하고자 한다.

3) 금융감독원은 2003년 12월에 서구와 유사한 의무적인 MD&A 공시를 시행할 계획을 발표하였다. 금융감독원은 MD&A의 도입 취지로서 공시의 충실성과 이해가능성을 제고하고 국제기준에 맞춰 공시제도를 재정비하는데 그 목적이 있다고 밝히고 있다(금융감독원 2003a, b). 하지만, 본 논문을 작성하는 현재까지 MD&A 도입을 위한 구체적인 일정은 아직 제시하지 않고 있다.

## II. 우리나라의 공시제도와 MD&A

### 2.1 우리나라의 공시제도

우리나라의 공시제도는 크게 상법, 증권거래법 그리고 주식회사의 외부감사에 관한 법률(이하 외감법)에 의해 확립되어 있다.

상법상의 공시규정은 일반적인 모든 주식회사에 대해 적용되는 것으로 매결산기에 재무제표 및 영업보고서를 공시하도록 하고 있으며 영업보고서에 포함될 내용은 시행규정에서 언급하고 있다.<sup>4)</sup>

외감법은 직전사업연도말의 자산총액이 70억원이상인 주식회사의 경우에 적용되는 규정으로 이에 의하면 재무제표에 관해 감사인에 의한 회계감사를 받고 경영지표를 첨부한 감사보고서를 제출하여야 한다.

한편 증권거래법에서는 상장법인을 대상으로 공시관련내용을 규정하고 있는데 발행시장공시와 유통시장공시로 구분하고 또 유통시장공시는 수시공시와 정기공시로 구분하고 있다. 특히 정기공시 내용으로 사업보고서(반기보고서, 분기보고서)를 규정하여 이를 제출하도록 하고 있다.<sup>5)</sup>

이와 같이 우리나라 공시규정은 기업의 규모나 상장여부에 따라 적용되는 법이 서로 다를 수 있으나 일반적으로 상장되어 있는 주식회사의 경우는 상법, 외감법, 증권거래법의 규정에 모두 적용된다고 할 수 있다. 따라서 대개의 상장법인의 경우에는 사업보고서, 영업보고서를 모두 공시하여야 하며 재무제표와 감사보고서도 함께 공시하게 된다. 경우에 따라서는 동일한 내용이 사업보고서와 영업보고서에 중복되어 공시될 수도 있다.

우리나라의 공시제도에 의하면 공시내용은 대부분 객관적인 사실에 기초할 수 있는 정보를 요구하도록 하고 있지만 부분적으로 경영자의 판단이나 주관적인 내용이 기재될 수 있는 항목도 있다. 예를 들어 영업보고서상의 영업의 경과 및 성과나 사업보고서상에서의 회사의 개황에서 언급되는 지난 사업연도의 영업 개황이나 향후 영업에 대한 전망이 그것이다.<sup>6)</sup>

4) 상법 제447조의 2 제2항의 규정에 근거하여 대통령령 '상법의 일부규정의 시행에 관한 규정' 제5조에서는 영업보고서 기재사항을 규정하고 있다. 영업보고서에는 첫째, 회사의 목적 및 중요한 사업내용 등, 둘째, 그 영업연도에 있어서 영업의 경과 및 성과, 셋째, 기업의 결합상황 등, 넷째, 과거 3년간 영업성적 및 재산상태의 변동상황, 다섯째, 회사가 대처할 과제, 여섯째, 결산기 후에 생긴 중요한 사실, 일곱번째, 그 밖에 영업에 관한 사항으로서 중요하다고 인정되는 사항 등을 기재하도록 하고 있다. 그 밖에도 임원, 대주주, 채권자 및 채권액 등에 대한 정보도 요구하고 있다.

5) 사업보고서에는 회사의 개황, 관계회사 등의 현황, 주주, 주식, 임원, 이해관계자와의 거래, 재무에 관한 사항 및 그 부속명세, 감사의견 등을 포함하도록 하고 있다.

6) 영업보고서의 기재내용으로 '영업에 관한 사항으로서 중요하다고 인정되는 사항' 역시 특별한 지침이 없어 경영자가 주관적으로 판단하여 공시할 내용이라고 할 수 있으나 대부분의 기업에서는 영업의 개황에서 이를 다루고 있다.

영업보고서의 기재내용으로 언급하고 있는 항목의 하나인 '그 영업연도에 있어서의 영업의 경과 및 성과'에 대해 특별히 구체적으로 포함할 것으로 규정한 내용으로는 자금조달 및 설비 투자의 상황이 있으나 이외의 내용에 대해서는 별도의 지침이나 규정은 없다. 한편 사업보고서에 포함되는 내용 중에서도 '회사의 개황'에 대해 회사의 목적, 상호 및 사업내용 등을 기재할 것으로 규정하고 있지만 이외의 내용에 대해서는 별도의 언급이 없다. 그럼에도 불구하고 대부분 기업들에 있어서 이들 항목에 구체적으로 포함되는 내용의 형식은 유사한 양상을 보이고 있다. 물론 동일한 소재목을 사용한다하더라도 이에 포함되어 있는 내용의 범위나 깊이는 기업별로 상이하다.

사업보고서나 영업보고서에 있어 대부분의 경우에 기업이 자의적으로 그 내용을 결정할 수 있는 여지가 거의 없지만 예외적으로 위에서 언급한 항목의 경우에는 기업이 주주나 채권자들에게 영업의 현황이나 성과, 또는 전망에 대해 구체적으로 전달하고자 하는 내용을 융통성 있게 포함시킬 수 있게 된다.

기업의 영업성과나 재산상태에 대해서는 그 기업의 재무제표에 그 구체적인 내용이 표시되어 있으므로 사실상 별도의 언급이 필요하지 않을 수도 있지만 정보이용자들의 입장에서는 재무제표의 수치를 재무분석가나 회계전문가의 도움으로 그 이해가 더 쉬워질 수도 있는 것처럼 기업내부에 있는 경영자가 그의 시각으로 재무제표의 수치를 서술적인 형태로 재해석해주는 정보를 요구할 수도 있다. 또한 경영자의 입장에서도 공시된 재무제표정보의 이해에 도움을 줄 수 있는 정보를 적극적으로 제시할 수도 있다. 이는 단순히 정보이용자들의 재무제표정보에 대한 이해를 도모한다는 차원에서 벗어나 보다 적극적으로 경영자의 의도대로 기업의 상황을 이해시키려는 노력이 될 수도 있다.

이러한 형태의 자발적인 정보공시는 기업이 스스로 기업의 현황과 전망에 대해 진실된 방향으로 이해관계자들을 이해시키려는 노력이 될 수도 있으며 극단적으로는 왜곡된 방향으로 이해관계자들을 유도할 수도 있다. 이러한 관점에서 볼 때 미국이나 캐나다의 MD&A와 관련된 정보공시규제는 우리나라의 상황에 시사하는 바가 있다.

미국이나 캐나다의 MD&A는 우리나라의 공시제도 하에서 제시되는 영업의 현황과 성과 내지는 기업의 개황과 유사한 정보를 보다 구체적이고 체계적으로 정보이용자들에게 전달하게 하고 해당 내용은 규정과 지침을 통해 작성케 하고 있다. MD&A에 대해서는 절을 바꿔 살펴본다.

## 2.2 MD&A(Management Discussion and Analysis)

미국의 증권거래위원회(SEC)가 투자자들이 이익의 질을 평가할 수 있도록 서술적인 형태의 설명이 필요하다는 점을 인식하고 1974년, 요약된 영업결과에 대한 경영진의 논의와 분석(management's discussion and analysis of the summarized results of operations)정

보를 공시하도록 규정하면서 처음으로 MD&A라는 형태의 정보공시가 시작되었다. 처음 이 규정에 의하면 손익계산서상의 수익항목과 비용항목에 초점을 두었으나 이후 1980년에는 이러한 규정을 수정하고 그 내용의 범위를 확장하여 현재까지 유지하고 있는 MD&A의 골격이 완성되었다.

### 2.2.1 미국 MD&A의 목적과 작성지침<sup>7)</sup>

현재 미국의 MD&A(management discussion and analysis of financial condition and results of operations)의 목적은 정보이용자에게 해당 기업의 재무상태, 재무상태의 변화, 영업의 결과를 이해하는 데 필요한 정보를 제공하는 것이다. 구체적으로는 다음의 세 가지 목표를 제시하고 있다.

- 투자자들이 경영자의 시각에서 기업을 바라 볼 수 있도록 재무제표를 서술적인 형태로 설명
- 전체적인 재무정보공시를 향상시키고 재무정보를 분석하는 데 필요한 전체적인 그림(context)을 제시
- 과거의 성과가 미래의 성과 지표로 어느 정도 활용될 수 있는 지에 대한 가능성을 확인할 수 있도록 기업의 이익 및 현금흐름의 질이나 변동가능성에 대한 정보를 제공

경영자는 일반적으로 자기가 경영하는 기업을 바라보는 고유한 시각을 가지고 있으므로 MD&A는 이러한 관점에서 그 기업의 사업내용을 논의하고 분석하는 내용이 되어야 한다. 이는 단순히 재무제표를 서술적인 형태로 풀어서 반복 설명한다거나 별로 도움이 되지 않는 기술적인 내용을 언급하는 방식이 되어서는 안된다는 것을 의미한다.

한편 중요한 작성지침으로는 다음을 언급하고 있다.

- 중요성의 관점
- 재무상태와 영업성과에 대한 주요지표에 초점
- 중요한 추세와 불확실성에 초점
- 분석에 초점

MD&A의 내용을 결정함에 있어도 중요한 정보와 그렇지 않은 정보를 구별하여 중요한 정보에 초점을 맞춰야 한다. 여기서 중요하지 않은 정보라 함은 기업의 재무상태, 유동성, 자본적 지출, 재무상태의 변동과 영업의 결과(손익 및 현금흐름의 관점)등의 이해증진에 도움을

7) 미국 MD&A는 Solomon and Boxer(1976), Walker et al.(1982), SEC(2002), SEC(2003), Moore(2004)의 내용을 기초로 정리하였다.

주지 않는 정보를 의미한다. 그리고 MD&A의 전반부에서는 전체 내용의 개관할 수 있는 개요를 제시하도록 하고 있다.<sup>8)</sup>

또한 경영자가 기업을 경영하는 과정에서 중요하게 생각하며, 투자자에게도 중요할 수 있는 경영성과지표를 식별하고 이에 대해 논의 및 분석을 해야 한다. 여기서 성과지표는 단순히 재무지표 뿐만 아니라 비재무적 지표(non-financial indicators)도 포함한다.

한편 재무상태나 경영성과에 영향을 줄 가능성이 크다고 인정되는 추세, 사건, 수요, 계획, 불확실성 등을 밝히고 이를 공시해야 한다.<sup>9)</sup> 추세나 불확실성으로 야기될 수 있는 중요한 결과를 나타낼 때는 계량적인 형태의 공시와 정성적인 형태의 공시를 동시에 고려할 것을 요구하고 있다.

그리고 MD&A에서 요구하는 정보를 공시하는 것뿐만 아니라 경영자의 입장에서 해당 정보의 시사점이나 중요성을 보여주는 분석도 제공해야 한다.

### 2.2.2 미국 MD&A의 내용

SEC에서는 적어도 다음의 세 가지 내용을 공시하도록 하고 있다.

- 영업결과
- 유동성과 재무자원
- 중요한 회계추정

영업결과에서는 손익계산서의 내용을 기초로 중요한 항목에 대해 논의하고 분석하도록 하고 있다. 그리고 유동성과 재무자원에 대해서는 다음과 같은 내용을 포함하여 공시하도록 하고 있다.

- 현금과 자본적 지출의 원천에 대한 역사적 정보
- 현금흐름액과 확실성에 대한 평가
- 자본적 지출에 대한 존재와 시기 그리고 기타 현금이 필요한 경우 이에 대한 존재와 시기
- 알려진 추세와 불확실성에 대한 논의와 분석
- 재무자원 구성 및 상대적 비용에 대한 예상되는 변화
- 유동성을 분석하는데 고려해야 하는 대차대조표, 손익계산서 또는 현금흐름표 항목
- 자본의 필요성과 조달방법에 대한 예측 정보의 논의

한편 SEC는 재무제표의 주석에 이미 기록되어 있는 회계방침에 대해 중복되지 않는 범위에서 심도 있는 논의와 분석을 행하도록 권장하고 있다. 이를 통해 재무상태와 영업성과에

---

8) MD&A의 전반부 개요는 분량이나 내용의 측면에서 우리나라의 영업의 개황과 유사하다고 할 수 있다.

9) SEC에서는 추세에 대한 공시가 MD&A의 가장 중요한 공시내용 중에 하나임을 강조하고 있다.



대한 정보의 질과 변동성을 평가하는데 도움을 줄 수 있을 것으로 보고 있다. 기업들은 특정 추정치에 이르게 된 경위, 과거에 추정치나 추정치에 대한 가정이 어느 정도 정확했는지 여부, 그 추정치와 가정이 어떻게 변화되어 왔는지, 미래에는 어떻게 바뀔 것으로 예상되는 지 등의 요소를 분석해야 한다.

예측정보(forward-looking information)에 대한 공시는 권장하고 있으나 강제적으로 요구하지는 않는다.

### 2.2.3 기타 해외사례<sup>10)</sup>

캐나다에서는 1989년에 MD&A를 처음 도입되었으며 그 내용은 미국의 경우와 유사하다. 그리고 미국과 동일하게 예측정보에 대한 공시는 권장하고 있으나 강제규정은 아니다. 그러나 미국보다는 예측정보에 대한 중요성을 강조하고 있으며 지속적으로 이에 대한 공시를 권장하고 있다. 2002년 캐나다의 공인회계사회에서는 MD&A의 작성 및 공시지침에 대한 보고서를 발간한 바 있다(CICA 2002).

1993년 영국의 회계기준심의위원회(accounting standard boards)에서는 재무보고서에 서술적 공시를 포함하도록 권장하는 OFR(Operating and Financial Review)을 발표하였다(Collins et al. 1993, ICAEW 2003). 미국이나 캐나다의 MD&A와는 달리 OFR은 자발적인 공시규정이지만 그 내용은 미국이나 캐나다의 경우와 유사하여 추세나 불확실성에 대한 정보의 중요성을 언급하고 있다.

뉴질랜드에서는 1994년 발표한 재무보고기준인 FRS2(Presentation of Financial Reports)에서 서비스성과보고서를 작성해야 하는 경제실체의 경우에는 비재무보고서(Presentation of non-financial statements)라는 서술적 형태의 정보를 공시하도록 하였으며 비재무적 성과가 중요한 기업이나 실체의 경우에도 이러한 정보의 공시를 권장하고 있다(Westwood 1999, Choon et al. 2000). 여기서는 각종 재화나 서비스의 생산에 따른 성과 그리고 해당 실체의 영업이 지역사회에 미치는 영향을 기술하도록 하고 있다. 한편 자발적인 공시내용으로 해당 실체의 과거 성과에 대한 설명과 미래 성과에 대한 예측정보를 언급하고 있다.

호주에서는 기업법(Corporations Law)에서 MD&A와 유사한 내용을 연차보고서 및 반기보고서에 포함하도록 하고 있다(Choon et al. 2000). 구체적으로는 기업의 사업내용 및 영업결과에 대한 개황, 기간 중에 있었던 경제실체의 재무상태 변화내용, 결산후에 기업에 영향을 줄 수 있는 사건의 발생 그리고 영업의 전개방향과 이에 따라 예측되는 영업결과 등을 언급하고 있어 우리나라의 상법상 영업보고서의 기재내용과 유사함을 보이고 있다. 한편 1998년에 특수한 상황에 국한된 경우이기는 하지만 재무제표에 추가하여 이해관계자의 이해를 도모할 수 있도록 논의와 분석(Discussion and Analysis)을 포함하는 규정을 회계기준

10) 여기서 제시된 해외사례는 MD&A 또는 그와 유사한 내용을 공시하는 국가를 빠짐없이 망라한 것은 아니며 접근 가능한 기존 자료에 언급된 국가만을 다룬 점에 유의하기 바란다.

에 포함하여 재무제표와 더불어 감사대상에 포함하도록 하였다.<sup>11)</sup>

### 2.3 우리나라와 해외사례의 비교

우리나라의 영업보고서상 영업의 개황에서 MD&A와 다소간 비슷한 내용을 담고 있기는 하지만 엄밀한 의미의 MD&A와는 많은 점에 있어서 차이를 보인다. 특히 그 규정이나 지침을 명확히 밝히고 있는 미국이나 캐나다에 비해서는 정보의 깊이나 양에 있어서 많은 차이를 보이고 있다. 해외사례에서 언급된 국가와 비교할 때 아래의 <표 1>과 같이 몇 가지 특징을 정리할 수 있다.

<표 1> 해외사례와의 비교

국가 항목	한국	미국	캐나다	영국	호주	뉴질랜드
구체적인 규정의 존재여부	×	○	○	○	○	○
강제성 여부	×	○	○	×	△	△
관련규정	상법 447조, 상법시행규정 5조	SEC 229.303	OSC RULE 51-501	ASB Statement on OFR	Corporations Law 304-306 AASB 1039	FRS 2
감사여부	×	×	×	×	△	△
예측정보 권장여부	×	○	○	×	×	○

첫째, 별도의 규정 및 지침이 존재하는가 여부이다. 우리나라의 경우 상법 및 시행령에서 영업보고서 및 기재내용을 언급하고 있으나 영업의 개황과 같은 구체적인 항목에 대해서는 규정된 바 없으며 기업들 간에 관행적으로 정착된 영업보고서의 항목이라고 할 수 있다. 이에 반해 미국이나 캐나다의 경우에는 증권거래관련 규제당국에서 별도의 규정과 지침을 내려서 그 내용의 폭과 깊이를 구체적으로 결정하고 있다. 영국, 호주, 뉴질랜드의 경우에도 별도의 규정을 마련하고 있다.

둘째, 정보공시의 강제성 여부이다. 우리나라의 경우에는 영업보고서의 기재사항 자체는 강제공시규정이기는 하지만 세부항목에 대한 내용에 대한 규정이 존재하지 않으므로 해당 내용

11) AASB 1039(concise financial reports)에서는 요약된 재무보고서(완전한 형태의 재무보고서 대하여)를 제출할 경우 반드시 이에 더불어 Discussion and Analysis를 포함하도록 규정하고 있다.

의 결정 및 공시여부는 전적으로 기업에서 결정해야 하는 자발적 공시정보라고 할 수 있다. 한편 미국이나 캐나다의 경우 MD&A는 강제공시규정이다. 물론 일부항목 예를 들어 예측정보의 경우에는 임의공시항목으로 분류하여 자발적으로 공시할 것을 권장하고 있기도 하다. 영국의 경우는 규정이 존재하지만 자발적인 공시정보이며 호주와 뉴질랜드의 경우에는 경제 실체 및 상황에 따라 강제규정 또는 임의규정으로 하고 있다.

셋째, 기업간 시점간 그 내용의 표준화여부이다. 이는 세부규정이 존재하는가에 달려있는 바 우리나라의 경우 그 내용의 양과 깊이가 기업간에 큰 차이를 보인다. 한편 미국이나 캐나다의 경우에는 우리나라의 경우에 비해 그 내용이 상당 수준까지 표준화되어 있다고 할 수 있다.

넷째, 규정이 어디에 존재하는가 여부이다. 우리나라는 상법에서 이에 대한 규정을 마련하고 있으며, 미국과 캐나다의 경우에는 증권거래 규제당국인 SEC, OSC(Ontario Securities Commission)에서 각각 규정을 마련하고 있다. 영국에서는 회계기준위원회 명의의 보고서에서 이를 제시하고 있으며 뉴질랜드는 회계기준으로서 존재한다. 호주의 경우에는 우리나라와 유사하게 기업법에서 이에 대한 규정이 존재하며 다른 한편으로 회계기준에서도 유사한 내용이 언급되고 있다.<sup>12)</sup> 호주나 뉴질랜드의 경우 강제적 공시의무의 대상이 되는 경우 회계감사의 대상이 된다.

다섯째, 예측정보 공시의 문제이다. 어느 국가든 강제적으로 예측정보를 공시하도록 하지는 않고 있다. 미국, 캐나다, 뉴질랜드의 경우 예측정보에 대한 자발적 공시를 권장하고 있으며 영국과 호주의 경우에는 이에 대한 명시적인 규정이 존재하지 않는다.

### Ⅲ. 우리나라의 영업보고서상 영업의 개황에 대한 현황분석

#### 3.1 기존 문헌 검토

MD&A를 통한 공시에 대한 연구들로는 1) MD&A 공시현황에 대한 연구, 2) MD&A 공시의 경제적 효과에 관한 연구, 3) MD&A 공시의 결정요인에 관한 연구가 있다. 첫째, 공시 현황에 대한 연구는 Cole(1990)처럼 기업들의 실제 MD&A 공시의 형식, 길이, 중요 내용 등을 분석하거나, Hooks and Moon(1993)처럼 의무적인 MD&A 공시제도의 도입 이후 세부 규정 준수 여부 등을 파악하였다. 둘째, 공시의 경제적 효과에 대한 연구는 Bryan(1997)처럼 MD&A에 포함된 정보와 기업의 미래성과와의 관계를 분석하거나 Barron et al.(1999)처럼 MD&A 공시의 질과 재무분석가의 이익예측치와의 관계를 살펴보았다.

12) 기업법은 Corporations Law Sections 304, 305, 306에서, 회계기준은 AASB 1039에서 언급하고 있다.

셋째, 공시의 결정요인에 대한 연구는 Clarkson et al.(1999)과 Ahn and Lee(2004)와 같이 자발적 공시에 미치는 여러 가지 경제적 요인을 통해 MD&A 공시의 양과 질을 설명하였다.

본 연구는 MD&A와 같은 서술적 형태의 정보를 연구대상으로 삼았다는 점에서는 앞서 살펴본 기존 연구와 동일하나 연구 주제나 방법론에서 차이점을 보인다. 선행연구에서 살펴본 공시현황에 대한 연구는 의무적 MD&A제도 도입에 따른 공시현황을 분석하였으나, 본 연구는 제2절에서 살펴본 바와 같이 기업의 자발적인 의사결정에 맡겨진 한국내 연성정보의 공시현황을 분석하고 향후 MD&A제도 도입에 기초 자료를 제공한다는 측면에서 그 의의를 가진다.

선행연구에서는 서술적 회계정보의 분석을 위해 다음의 세 가지 방법론을 사용하였다. 첫째, 서술적 회계정보의 분석방법론을 제시한 Frazier et al.(1984)은 컴퓨터를 이용하여 주요 단어의 빈도와 단어간의 통계적 관련성을 활용하여 서술적 공시의 내용을 파악하고자 하였다. 둘째, Cole(1990), Bryan(1997) 및 Clarkson et al.(1999)등은 주요 단어의 빈도수로 선정된 비교적 적은 수의 표본기업을 대상으로 MD&A공시를 직접 읽어서 분류하는 방법을 병행하여 사용하였다. 셋째, Clarkson et al.(1999)은 재무분석가를 대상으로 한 설문지를 통해 MD&A 정보의 질을 측정하여 공시내용 분석결과를 보완하였다.

본 연구와 직접적으로 관련성을 가지는 국내 연구로는 Ahn and Lee(2004)가 있다. 이들은 본 연구와 마찬가지로 영업보고서상 영업의 개황을 대상으로 분석했으며 선택된 단어의 빈도로 기초로 연구를 시행했다는 점이 유사하나 크게 세 가지 점에서 차이가 있다. 첫째, 이들 연구에서는 단어의 선택방법으로 BSC(Balanced Scorecard)모형에 기초해서 주요 단어를 사전에 정하고 빈도를 측정했으나, 본 연구에서는 특정모형에 기초한 단어가 아니라 표본 전체의 모든 단어를 대상으로 하여 주요 단어를 정했다는 점이다. 둘째, 선택된 단어를 네 개의 단어군(환경, 전략, 투입, 산출)으로 분류하여 공시정보의 내용을 세분화했다는 점에서도 차이가 있다. 셋째, Ahn and Lee(2004)에서는 선택된 단어의 빈도를 자발적 공시정보의 양으로 정의한 후 이를 종속변수로 하고 독립변수로는 기존문헌에서 제시된 각종 자발적 정보공시유인을 택하여 회귀식을 수립하고 각 변수의 유의성을 확인하였다. 그러나 본 연구에서는 각 단어군에 대해 산업별 차이와 연도별 추세를 분석하여 공시현황을 파악하는데 초점을 두었다.

### 3.2 표본 및 연구방법

본 연구에서는 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업의 영업보고서상에 제시되어 있는 영업의 개황을 대상으로 그 내용을 분석하였다. 영업의 개황은 영업보고서에 제시되어 있는 다른 정보와는 달리 주로 문장으로 이루어져 있는 서술적인 형태를 취하고 있다. 영업의 개황의 내용에 대한 선행연구의 부족으로 인해 본격적인 분석에 앞서 공시현황에 대한 예비조사

(pilot test)로서 무작위 추출로 선정한 100개의 기업이 공시한 영업의 개황을 직접 검토하였다. 그 결과 내용면에서 재무제표 정보에 대한 추가적인 설명과 재무제표에 포함되지 않은 비재무적 또는 예측정보를 담고 있어서 서구의 MD&A와 유사함을 확인하였다.

본 연구에서는 Frazier et al.(1984)의 방법론에 기초하여 주요 단어의 빈도수로 서술적 공시의 양과 내용을 측정하였다.<sup>13)</sup> 영업의 개황에 제시되어 있는 정보를 파악하기 위한 가장 좋은 방법은 모든 문장을 개별적으로 파악하고 각 문장의 의미를 적절한 방법으로 그룹화하여 분석하는 것이지만 현실적으로 그러한 분석을 대량의 표본을 대상으로 행하는 것은 쉽지 않은 작업이다. 따라서 본 연구에서는 각각의 자료에 포함되어 있는 단어의 빈도수를 분석하는 방법을 택하였다.<sup>14)</sup>

기업들의 영업개황은 1998년 회계연도부터 기업의 사업보고서를 온라인으로 제공하는 DART(Data Analysis, Retrieval and Transfer System)에서, 회계자료는 KIS-FAS/SMAT에서 구하였다. 표본에서 금융업에 속한 기업은 제외하였다.<sup>15)</sup> 영업개황에 대한 표본은 <표 2>에서와 같이 1998년부터 2002년까지의 기간을 대상으로 하여 총 1,943개의 기업/연도를 얻을 수 있었으며 KIS-FAS/SMAT의 자료까지도 모두 확보할 수 있는 표본은 1,600 기업/연도였다.

13) Frazier et al.(1984)은 단순히 빈도만을 파악한 것이 아니라 빈도를 기초로 주요 단어를 추출하고 단어간의 통계적 관련성이 높은 단어로 이루어진 단어군을 구성하고 이를 통해 원래 문장의 의미를 유추하는 방식으로 MD&A의 의미를 이해하고자 하였다. 이들 연구에서는 일련의 과정을 모듈화하고 컴퓨터 알고리즘을 구축하여 분석을 시도했다는 점에서 주목할 만하다.

본 연구에서도 단어의 빈도나 단어의 검색은 외부의 소프트웨어(말뭉치통합응용시스템)와 자가 제작한 프로그램을 활용하였으나 각 프로그램이 각각 모듈로서 일체화된 것은 아니다. 따라서 단어를 통해 각 기업이 이해관계자에게 어떠한 정보를 전달하고자 한다는 것을 파악한다는 것은 문맥에 따른 단어의 해석에 한계를 가진다. 최근 우리나라의 경우에도 자연어처리에 대한 연구가 활발히 이루어진다는 점을 감안한다면 향후 연구에서는 본 연구의 연구방법론보다 진일보한 형태의 서술적 회계정보 분석을 시도할 수 있을 것이다. 우리나라 자연어 연구의 대표적인 프로젝트로는 21세기 세종계획을 들 수 있다. 이에 대한 구체적인 내용은 [http://www.sejong.or.kr/sejong\\_kr/index.html](http://www.sejong.or.kr/sejong_kr/index.html)에서 확인할 수 있다.

14) 회계기준에 의해 표준화된 계량적인 재무제표 정보와 달리 영업보고서상 영업의 개황은 자발적인 공시 정보인 동시에 서술적인 형식을 가지며 기업간에 표준화되지 않은 정보이기 때문에 계량적 분석에 어려움이 있다. 본 연구에서 사용한 주요 단어의 빈도수를 이용하여 정보의 양을 측정하는 방법에 대한 대안으로 직접 서술적 공시자료의 모든 내용을 검토하여 분석하는 방법이 있다. 하지만 이 방법은 시간과 비용의 부담이 커서 기존 연구의 경우 표본의 규모를 일정 수 이하로 제한하거나 (예, Cole 1990, Hooks and Moon 1993) 연구주체에 따라 선정한 소수의 주요 단어로 1차 검색한 다음 주요 단어가 포함된 공시자료에 한해서 세부 검토를 실시하였다(예, Bryan 1997). 본 연구의 주된 목적이 우리나라 기업의 전반적인 서술적 정보 공시의 현황을 파악하는 것이므로, Frazier et al.(1984)과 같이 대량표본을 대상으로 한 분석이 가능한 주요 단어의 빈도수를 서술적 정보의 측정치로 사용하였다.

15) 금융업에 속한 기업을 표본에서 제외한 이유는 다음과 같다. 첫째, 금융산업에 속한 기업들은 정부 및 각종 감독기관에서 추가적으로 요구하는 다양한 정보들을 의무적으로 공시해야 하므로 공시환경 자체가 여타의 표본기업들과 다르다. 둘째, 금융업에 속한 기업들은 은행업, 증권업, 보험업 등과 같이 세부 업종별로 규정된 업종별 회계처리준칙에 따라 회계처리를 하므로 공시된 회계정보를 여타의 표본기업들과 비교하기 어렵다.

〈표 2〉 표본 선정 과정

표본 선정 절차	기업수
거래소에 상장되어 있는 기업중 1998년부터 2002년까지 DART로부터 영업의 개황을 얻을 수 있는 기업	2,325
차감: 금융기관(산업분류코드 6500-6700)	(350)
결산월의 변경이 있었던 기업	(32)
대상 표본 1 (영업의 개황 완비)	1,943
차감: KIS-FAS/SMAT에 회계자료가 누락되어 있는 기업	(343)
대상 표본 2 (영업의 개황, 회계자료 완비)	1,600

본 연구에서는 주요 단어 선정과 해당 주요 단어의 기업/연도별 빈도수를 측정하는 두 단계의 과정을 통해 서술적 공시의 양과 내용을 측정하였다. 즉 1단계에는 영업의 개황자료를 대상으로 모든 표본에 포함된 단어의 빈도수를 기준으로 주요 단어를 영기준(zero-base)에서 선정하고, 2단계에서 선택된 주요 단어가 각 기업/연도별 영업의 개황에 나타나는 빈도수를 측정하여 이후의 분석에 사용하였다.<sup>16)</sup>

1단계인 주요 단어 선정을 위해 기초적인 자연어처리프로그램인 '말뭉치통합응용시스템'을 통해 〈표 3〉과 같이 모든 표본에 대해 출현하는 단어를 예외없이 일일이 검토하였다. 이렇게 파악한 총단어수(중복허용)는 670,000여 개였으며 그 출현빈도를 측정하여 빈도가 10회미만인 단어는 정보의 상대적인 중요성이 낮다는 가정하에 2단계 단어 검색에서 제외하였다.<sup>17)</sup> 또한 일반명사 이외의 단어 (예, 고유명사, 숫자, 동사, 형용사 등)도 배제하였다. 이러한 과정을 통해 얻은 고유단어수(한자로 표시된 경우 별도의 단어로 간주)는 모두 1,700

- 16) 본 연구에 사용된 주요 단어 선정 방법의 대안으로 일정한 개념체계 (예, Balanced Scorecard) 하에서 사전적으로 주요 단어를 선정할 때 단어의 빈도수를 측정할 수 있다(예, Ahn and Lee 2004). 하지만 선행연구가 부족한 현실에서 우리나라 서술적 정보 공시의 현황을 분석하는 본 연구의 목적에 비추어 일정한 개념체계에 따른 주요 단어 선정은 주요 단어를 누락시키거나 저자의 자의성이 개입될 위험이 있다. 따라서, 단어의 빈도수가 높을수록 중요성이 높다는 가정하에 표본자료의 특성을 최대한 여과없이 반영하기 위하여 영기준(zero-base)에서 모든 표본을 대상으로 빈도수가 높은 단어를 주요 단어로 선정하였다.
- 17) 본 연구는 빈도수가 높은 단어일수록 상대적으로 중요한 단어라는 가정하에서 분석을 실시하였다. 모든 단어를 최종검색어에 포함시키는 것도 한 가지 방법이겠으나, 기업/연도별로 주요 단어의 빈도를 검색하는 과정에서 처리 가능한 범위내로 단어수를 줄이기 위해서 10회라는 기준을 사용하여 주요 단어를 선정하였다. 하지만, 주요 단어 선정시에 10회라는 기준을 사용하더라도 기업/연도별 자료를 대상으로 한 2단계 빈도수 검색에서 사용하는 검색어는 중복단어를 피하기 위하여 좀더 일반적인 단어를 사용하므로 1차 검색어 선정에서 10회 이상이라는 기준을 사용하더라도 최종 빈도수 계산에서 누락되는 단어는 상대적으로 적다. 예를 들어 1차 검색어 선정시에 대손과 관련하여 등장하는 대손충당금, 대손처리, 대손, 대손상각, 대손상각비, 대손상각등, 대손등, 대손발생, 대손부분, 대손설정, 대손충당금설정이라는 단어 중에서 10회 이상의 빈도를 보인 단어는 대손충당금, 대손처리, 대손, 대손상각, 대손상각비였으나 2단계인 빈도수 검색에서 보다 일반적인 '대손'으로 검색하여 10회 미만으로 제외된 단어들이 대부분 포함되는 효과를 얻었다. 또한 일반적인 단어인 '대손'으로 검색할 경우 '대손'과 '대손상각'으로 각각 검색할 경우 대손상각, 대손상각비, 대손상각등에 대하여 중복 계산되는 문제도 해결할 수 있다.

여개였다.<sup>18)</sup> 한편 선택된 단어 중에서 각 표본자료에 대해 재검색하여 그 횟수를 측정할 경우 중복 검색되는 문제를 배제하기 위해 일부 단어를 제외하여 최종적으로 485개의 검색단어를 확정하였다. 선정된 단어는 (부록 1)에 제시되어 있다.

〈표 3〉 단어 선정 과정

총단어수	674,178
빈도가 10회미만인 단어수	(110,865)
빈도가 10회이상의 단어수	563,313
일반명사이외의 단어수	(426,812)
일반명사 단어수	136,501
중복 단어수	(134,732)
고유단어수	1,769
효율적 빈도측정을 위해 제거한 단어수	(1,284)
최종단어수	485
환경 단어군	183 (38%)
전략 단어군	92 (19%)
투입 단어군	116 (24%)
산출 단어군	94 (19%)
	485(100%)

2단계에서는 '영업의 개황' 자료에서 485개의 검색어의 빈도수를 기업/연도별로 계산하고 분석의 대상으로 삼았다. 이들 단어는 그 성격에 따라 그룹화가 가능하였는데 크게 다음의 네 가지로 분류할 수 있었다. 단어군을 크게 네 가지로 구분하는 과정에서 기초로 삼은 모형은 일반적으로 경영전략이나 마케팅 영역에서 많이 언급되고 있는 기업의 전략적 계획수립과정 모형이며 이를 좀 더 단순화한 것이 본 논문의 네 가지 단어군 구성이 된다.<sup>19)</sup>

네 가지 분류는 기업 주변을 둘러싼 환경의 변화를 반영하는 **환경 단어군**, 기업의 전체적

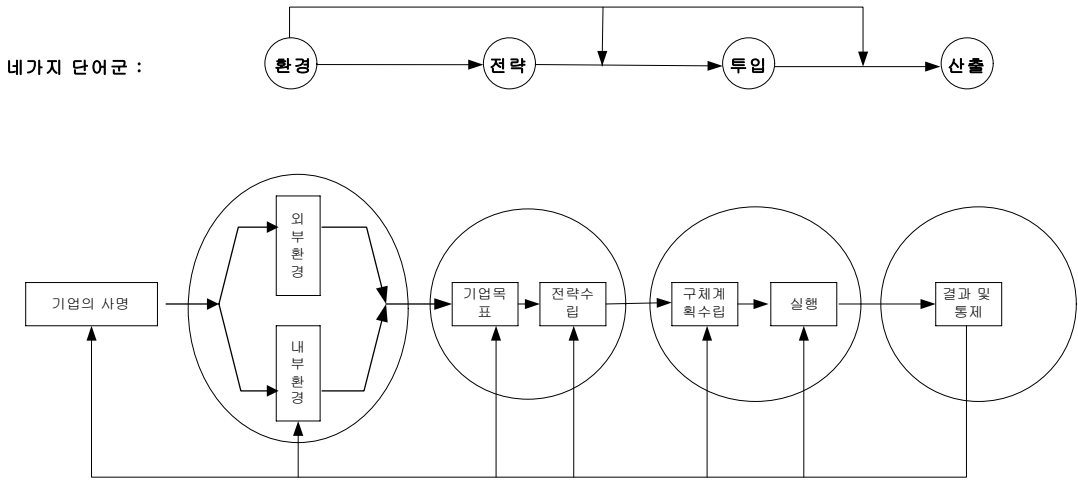
18) 언어적 형태에 따라 구분하여 단어의 빈도수를 계산하는 프로그램의 특성으로 인해 동일한 단어일지라도 한글과 한자로 표시된 경우 일단 별도의 단어로 파악하고 검색하였다. 그러나 이 단어들은 동일한 단어로서 결국 같은 단어군에 포함되어 합산 처리되었다.

19) 일반적으로 영업보고서에서 제시되는 가장 중요한 정보는 역시 재무제표라고 할 수 있으며 재무제표는 이 모형의 관점에서는 '결과'의 제시라고 할 수 있다. 그러나 기업 및 경영자의 입장에서는 결과의 제시만으로 그들의 노력을 설명하는 데에는 부족함을 느낄 수도 있다. 따라서 '환경'이나 환경에 대응하는 과정이라고 할 수 있는 '전략 및 구체적인 계획수립', 그리고 구체적인 '경영노력'에 대해 공식적인 주주총회나 매체를 통해 전달하고자 할 것이며 기왕에 영업보고서상 영업의 개황이라는 항목이 있으므로 여기에서도 이러한 사항을 언급하는 것은 자연스러운 현상이라고 이해할 수 있다.

특히 위에서 언급한 환경, 전략, 경영노력(투입) 등에 대한 사항은 정량적인 성격보다는 오히려 정성적인 성격을 가지고 있으므로 서술식으로 제시되는 '영업의 개황'은 투자자나 채권자 등의 이해관계자에게 이러한 정보를 전달하는 좋은 채널이 될 수 있다.

인 목표나 전략적인 내용을 담고 있는 **전략/조직 단어군** (이후로는 전략단어군이라 지칭함), 경영관리적 노력과 같은 **투입/노력/프로세스 단어군** (이후로는 투입단어군이라 지칭함), 그리고 마지막으로 기업의 활동의 결과로 나타내는 **산출/결과/성과 단어군** (이후로는 산출단어군이라 지칭함)으로 구성하였다.<sup>20)</sup> 단어군을 크게 네 가지로 구분하는 과정에서 기초로 삼은 모형은 일반적으로 경영전략이나 마케팅 영역에서 많이 언급되고 있는 기업의 전략적 계획수립과정 모형이며 이를 좀 더 단순화한 것이 본 논문의 네 가지 단어군 구성이 된다.

〈그림 1〉 기업의 전략적 계획수립과정<sup>21)</sup>



환경단어군은 기업이 통제하기 어려운 외적인 환경요인에 대한 단어로 구성되며 국내외의 거시경제, 상품 및 금융시장 등과 관련된다. 전략단어군은 기업의 목표, 비전 또는 슬로건, 전략 및 전술, 조직구조 관련 단어로 구성된다. 투입단어군은 기업이 생산이나 판매를 위해 투입하는 자원 및 노력, 생산이나 판매의 과정상의 효율에 대한 단어로 구성되며 인적 및 물적자원, 자본조달, 생산성, 품질, 연구개발, 고객, 마케팅 등과 관련된다. 투입단어군으로 분류된 단어는 암묵적으로 BSC(Balanced Scorecard)의 네 가지 관점 즉, 재무적 관점, 고객의 관점, 내부프로세스 관점, 학습과 성장의 관점에서 파악한 경영노력을 포함하였다. 산출

20) 본 연구에서는 이들 단어군의 분류가 연구 결과에 미칠 영향을 최소화하기 위하여 다음과 같은 절차를 거쳤다. 첫째, 공저자 중 2인이 독립적으로 4개의 단어군으로 분류를 한 다음 의견의 불일치를 보이거나 분류가 불확실한 단어에 대해 협의를 거쳐 최종 분류하여 분석에 적용하였다. 둘째, 자료분석시에 검색어의 절대적인 빈도수를 단어군간에 직접 비교하는 것은 현황과약 수준에 국한하고 대신 동일한 단어군의 비중이 산업별로 또는 연도별로 어떻게 상대적인 차이를 보이는 지에 초점을 맞추어 개별 단어의 분류가 미치는 영향을 줄였다. 셋째, 공저자간의 협의를 통해 분류한 단어를 제외한 뒤 동일한 분석을 실시한 결과도 본 연구에서 보고한 결과와 유사하여 단어군의 분류가 논문의 결과에 미치는 영향이 미미함을 확인하였다.

21) Kotler(2001) p. 46



단어군은 기업활동의 결과로서 나타나는 산출물이나 성과를 나타내는 단어로써 매출, 원가, 이익, 기업가치 등의 재무적 성과와 주로 관련된다.

이러한 과정에 의해 각 그룹별로 선정된 단어수의 비중은 환경단어군, 투입단어군, 산출단어군, 전략단어군의 순이었다. 특히 환경은 사전적으로는 기업의 목표나 전략에 영향을 주어 결국 투입요소를 결정짓게 하며, 사후적으로는 투입과 산출의 관계에 영향을 줄 수 있게 되는 점을 보여주고 있다. 기업의 입장에서 볼 때 이해관계자들에게 일정기간동안의 성과를 보여주는 재무제표를 제공하는 과정에서 그 서문이라고 할 수 있는 영업의 개황에서 지난 회계연도의 경영환경에 대한 언급은 지극히 당연하다고 할 수 있다. 실제로 선택된 단어 중에서 환경 단어군이 차지하는 비중은 38%에 이르고 있다.<sup>22)</sup>

본 연구에서는 이렇게 얻어진 각 그룹의 단어가 각 기업/연도의 영업개황에 어느 정도 출현하는 지 단어군별로 빈도(frequency)를 측정하고 그 빈도를 기초로 만들어진 변수가 연도별, 산업별로 어떠한 양상을 보이고 있는 지를 분석하였다. 그리고 이들 빈도변수가 재무제표의 회계수치나 ROA와 어떠한 관련성이 있는 지도 분석하였다.

### 3.3 분석결과

#### 3.3.1 각 단어군에 대한 기술통계량

각 단어군에 대한 기술통계량은 <표 4>에 제시되어 있다. 첫번째 표는 단순히 각 단어군별 주요 단어의 빈도수와 관련된 분포자료이며, 두번째는 영업의 개황에 있는 전체 단어수 대비 각 단어군의 단어수 비율 분포자료이며, 세번째 표는 네 가지 단어군에 속하는 총 주요 단어수 대비 각 단어군의 단어수 비율 분포자료이다.

그룹별 단어수는 환경 단어군이 가장 크게 나타났으며 그 다음으로는 투입 관련단어군이었다. 네 가지 단어군에 속하는 분석대상 단어의 평균 빈도수는 영업의 개황의 총단어수 평균의 18% 정도였다.

22) 각 단어군별 절대적인 주요 단어수를 비교할 때에는 해석에 주의를 요한다. 첫째, 네 개의 단어군은 다시 외부환경(환경단어군)과 경영관리(전략, 투입, 산출단어군)로 분류할 수 있다. 따라서 경영관리에 속하는 각각의 단어군을 외부환경에 속하는 환경단어군과 비교할 때는 분류기준을 염두에 두어야 할 것이다. 둘째, 본 연구는 영기준(zero-base)에서 모든 단어의 빈도수를 기준으로 10회 이상 등장한 단어를 주요 단어로 선정하였으므로 실제 내용면에서 중요성이 각 단어군별 주요 단어수에 비례하지 않을 수 있다. 예를 들어 환경단어군의 경우 서술적 공시의 특성상 재무제표에 비해 더 많은 정보가 공시될 수 있으나, 투입이나 산출단어군과 비교해서 주요 단어수에 비례하여 상대적 중요성이 높지 않을 수 있다. 셋째, 주요 단어 선정시에 숫자를 배제하여 계량적인 수치와 관련성이 높은 투입이나 산출단어군의 비중이 상대적으로 낮게 나타날 수 있다. 따라서, 각 단어군별 주요 단어수를 직접 비교하는 것은 기본적인 현황과약으로 이해하고, 동일한 단어군내에서 산업간 차이나 연도별 변화에 초점을 맞추어 해석하는 것이 바람직하다.

〈표 4〉 단어그룹의 분포

## (1) 그룹별 주요 단어 빈도수

변수	평균	표준편차	최소값	1사분위수	중간값	3사분위수	최대값
ENV	27.39	20.18	0	13	23	38	177
INP	14.71	12.86	0	6	12	20	152
Out	12.69	8.68	0	7	11	17	90
Str	6.20	5.64	0	2	5	9	42
Total	61.00	40.11	0	33	54	80	392
NoWord	349.34	222.36	13	179	330	468	1,858

ENV: 환경 단어군, INP: 투입 단어군, Out: 산출 단어군, Str: 전략 단어군,  
Total: 네 그룹에 포함되어 있는 총주요단어수, Noword: 영업의 개황에 있는 총단어수

## (2) 영업개황의 총단어수에 대한 비율

변수	평균	표준편차	최소값	1사분위수	중간값	3사분위수	최대값
Env/Noword	0.08	0.05	0.00	0.05	0.08	0.11	0.29
Inp/Noword	0.04	0.02	0.00	0.03	0.04	0.05	0.16
Out/Noword	0.04	0.03	0.00	0.02	0.04	0.05	0.27
Str/Noword	0.02	0.01	0.00	0.01	0.02	0.02	0.11
Total/Noword	0.18	0.06	0.00	0.14	0.18	0.22	0.44

Env/Noword: 환경단어수/총단어수, Inp/Noword: 투입단어수/총단어수,  
Out/Noword: 산출단어수/총단어수, Str/Noword: 전략단어수/총단어수,  
Total/Noword: 4개그룹총단어수/총단어수

## (3) 선택된 전체 주요 단어수에 대한 비율

변수	평균	표준편차	최소값	1사분위수	중간값	3사분위수	최대값
REnv	0.444	0.156	0.000	0.345	0.444	0.543	1.000
RInp	0.227	0.112	0.000	0.154	0.222	0.300	0.625
ROut	0.230	0.129	0.000	0.144	0.205	0.286	1.000
RStr	0.099	0.081	0.000	0.053	0.093	0.131	1.000

REnv: 환경군 단어수/4개그룹 총단어수, RInp: 투입군 단어수/4개그룹 총단어수  
ROut: 산출군 단어수/4개그룹 총단어수, RStr: 전략군 단어수/4개그룹 총단어수

## 3.3.2 연도별/산업별 분석

연도별로 파악한 단어수와 관련된 기술통계치를 요약한 〈표 5〉에 의하면 매년 일정한 증감이 두드러지지 않는 반면, 환경단어군이 1998년을 정점으로 감소한 뒤 안정세를 보이는 반면 투입 및 산출관련단어는 서서히 증가하는 양상이 보이고 있다. 이는 IMF 외환위기였던 1998년에 유난히 경영환경의 문제가 대두되었고 그 이후 상대적으로 경영환경과 관련된 중요한 이슈가 줄어들어 기인한 것으로 보이며, 이와 함께 기업들이 관리적인 노력에 집중하고 있으며 이를 이해관계자에게 전달하려는 노력으로 이해할 수 있을 것이다.

〈표 5〉 연도/그룹별 단어수

연도	표본수	ENV	INP	Out	Str	Total	NoWord
1998	347	29.91	13.59	11.62	6.59	61.71	350.67
1999	406	25.11	14.73	12.53	6.04	58.41	353.67
2000	407	27.34	15.12	13.08	6.34	61.87	352.26
2001	403	27.51	14.91	13.31	6.46	62.19	348.02
2002	380	27.48	15.08	12.76	5.60	60.92	341.76

ENV: 환경 단어군, INP: 투입 단어군, Out: 산출 단어군, Str: 전략 단어군,

Total: 네 그룹에 포함되어 있는 총주요단어수, Noword: 영업의 개황에 있는 총단어수

한편 산업별 통계치에 의하면 서비스산업의 경우 영업의 개황의 분량을 나타내는 총단어수가 기타 산업에 비해 월등히 많은 것을 알 수 있으며 특히 투입 단어군에서 이러한 경향이 두드러지고 있다. 이러한 현상은 1차산업인 어업 및 광업보다 2차 산업인 제조업에서 더 강하고 3차 산업인 도소매/운수/서비스업에서 더욱 강하게 나타난다.

### 3.3.3 제조업과 서비스업의 비교

〈표 6〉에서 살펴본 바와 같이 서비스산업과 제조업 간의 공시된 단어수 차이가 큰 점을 고려하여 전체 표본을 서비스업과 제조업으로 크게 두 그룹으로 나누어 분석을 시도하였다. 이때 서비스업은 〈표 6〉에서 도소매, 운수, 서비스업을 포함하고, 제조업은 나머지 모든 산업을 포괄하였다.

〈표 6〉 산업/그룹별 단어수

산업	표본수	ENV	INP	Out	Str	Total	NoWord
어업	18	25.78	9.44	12.94	4.11	52.28	311.83
광업	8	17.13	11.75	8.75	4.63	42.25	371.50
음식료품	157	25.38	14.27	11.04	5.81	56.50	313.87
섬유/인쇄	212	26.09	11.06	12.83	5.13	55.11	296.30
화학	517	25.04	13.09	12.16	5.43	55.73	325.71
1차금속	133	27.62	12.68	12.41	5.82	58.53	325.18
내구재	523	29.69	15.66	12.41	6.61	64.36	365.11
전기/가스	15	15.33	15.33	13.20	4.07	47.93	317.40
건설	155	25.43	15.66	14.75	7.01	62.85	359.17
도소매	121	30.51	18.83	14.81	8.25	72.40	428.57
운수	44	35.45	21.20	13.86	9.11	79.64	473.20
서비스	40	38.55	30.63	14.60	8.88	92.65	559.50

산업구분은 한국 표준산업분류코드 처음 4자리수에 따라 다음과 같이 분류하였다: 어업(0500-0599), 광업(1000-1299), 음식료품(1500-1699), 섬유/인쇄(1700-2299), 화학(2300-2699), 1차금속(2700-2799), 내구재 제조(2800-3799), 전기/가스(4000-4199), 건설(4500-4699), 도소매(5000-5299), 운송(6000-6399), 서비스(6400-8899, 6500-6799는 금융업으로 분석에서 제외).

앞서 <표 6>에서 살펴본 바와 같이 <표 7>의 (1)에서 서비스업에 속한 기업들이 제조업에 속한 기업에 비해 영업의 개황의 총단어수는 물론이고 네 가지 단어군 모두에서 각각 더 많은 내용을 공시하고 있으며 제조업과 서비스업 사이에 통계적으로 유의적인 차이를 보였다. <표 7>의 (2)와 (3)에서도 제조업과 서비스업간에는 여러 가지 측면에서 두드러지는 차이를 확인할 수 있는데 제조업의 경우에는 환경단어군과 산출단어군의 비중이 상대적으로 더 크고 서비스업의 경우에는 투입단어군과 전략단어군의 비중이 상대적으로 큰 것을 확인할 수 있다. <표 7>의 (4)는 연도별로 산업간에 공시의 양을 비교하는데 모든 연도에 있어서 일관되게 서비스업이 제조업에 비해 더 많은 정보를 공시하고 있음을 알 수 있다. 또한 연도별 분

<표 7> 제조업과 서비스업

(1) 단어 그룹별 평균단어수

산업	표본수	ENV	INP	Out	Str	Total	NoWord
제조업	1738	26.72	13.90	12.47	5.92	59.00	335.85
서비스업	205	33.14	21.64	14.57	8.56	77.91	463.70
차이		-6.42	-7.74	-2.10	-2.64	-18.91	-127.85
t통계량		-3.51***	-5.04***	-2.86***	-4.89***	-4.63***	-5.71***

\*, \*\*, \*\*\*는 10%, 5%, 1%미만에서 각각 유의함을 나타낸다.

ENV: 환경 단어군, INP: 투입 단어군, Out: 산출 단어군, Str: 전략 단어군.

Total: 네 그룹에 포함되어 있는 총주요단어수, Noword: 영업의 개황에 있는 총단어수

(2) 전체단어수 대비 각 그룹별 단어수 비율

산업	Env/Noword	Inp/Noword	Out/Noword	Str/Noword	Total/Noword
제조업	0.0852	0.0399	0.0431	0.0173	0.1855
서비스업	0.0758	0.0429	0.0348	0.0186	0.1721
차이	0.0094	-0.0030	0.0083	-0.0013	0.0134
t통계량	2.94***	-1.87*	5.02***	-1.46	3.19***

\*, \*\*, \*\*\*는 10%, 5%, 1%미만에서 각각 유의함을 나타낸다.

Env/Noword: 환경단어수/총단어수, Inp/Noword: 투입단어수/총단어수,

Out/Noword: 산출단어수/총단어수, Str/Noword: 전략단어수/총단어수

Total/Noword: 4개그룹총단어수/총단어수

(3) 네 가지 그룹의 총단어수 대비 각 그룹별 단어수 비율

	REnv	RInp	ROut	RStr
제조업	0.447	0.224	0.233	0.096
서비스업	0.421	0.252	0.201	0.125
차이	0.026	-0.028	0.032	-0.029
t통계량	2.28**	-3.29***	3.82***	-2.84***

\*, \*\*, \*\*\*는 10%, 5%, 1%미만에서 각각 유의함을 나타낸다.

REnv: 환경군 단어수/4개그룹 총단어수, RInp 투입군 단어수/4개그룹 총단어수

ROut: 산출군 단어수/4개그룹 총단어수, RStr: 전략군 단어수/4개그룹 총단어수

(4) 연도별 변화추이

요소, 업종		연도	1998	1999	2000	2001	2002
ENV	제조업		29.76	24.25	26.47	27.00	26.58
	서비스업		31.11	33.13	34.88	31.56	35.00
INP	제조업		13.26	13.87	14.19	14.03	14.05
	서비스업		16.26	22.82	23.14	21.96	23.63
Out	제조업		12.65	13.55	13.72	14.29	13.57
	서비스업		13.29	14.95	16.95	15.67	15.88
Str	제조업		6.40	5.81	6.07	6.12	5.25
	서비스업		8.16	8.13	8.74	9.18	8.46
Total	제조업		62.07	57.49	60.45	61.44	59.44
	서비스업		68.82	79.03	83.71	78.36	82.98
NoWord	제조업		342.42	337.85	337.46	335.16	326.70
	서비스업		417.74	502.59	480.88	450.36	466.34

요소, 업종		연도	1998	1999	2000	2001	2002
ENV/NoWord	제조업		0.0957	0.0770	0.0837	0.0849	0.0865
	서비스업		0.0846	0.0729	0.0755	0.0747	0.0720
INP/NoWord	제조업		0.0363	0.0398	0.0411	0.0402	0.0417
	서비스업		0.0381	0.0436	0.0446	0.0434	0.0441
Out/NoWord	제조업		0.0377	0.0424	0.0438	0.0457	0.0453
	서비스업		0.0310	0.0341	0.0375	0.0336	0.0375
Str/NoWord	제조업		0.0184	0.0166	0.0181	0.0176	0.0158
	서비스업		0.0207	0.0156	0.0200	0.0208	0.0157
Total/NoWord	제조업		0.1882	0.1758	0.1866	0.1884	0.1893
	서비스업		0.1744	0.1663	0.1777	0.1725	0.1693

요소, 업종		연도	1998	1999	2000	2001	2002
RENV	제조업		0.4942	0.4227	0.4338	0.4431	0.4489
	서비스업		0.4651	0.4258	0.4017	0.4043	0.4149
RINP	제조업		0.2025	0.2357	0.2294	0.2207	0.2288
	서비스업		0.2226	0.2709	0.2549	0.2510	0.2602
Rout	제조업		0.2036	0.2428	0.2340	0.2416	0.2386
	서비스업		0.1761	0.2058	0.2038	0.1938	0.2268
RStr	제조업		0.0997	0.0987	0.1028	0.0946	0.0838
	서비스업		0.1362	0.0976	0.1396	0.1509	0.0980

석에서도 제조업이 환경과 산출단어군의 비중이 높고 서비스업이 투입과 전략단어군의 비중이 높아서 전체 표본(pooled sample)을 대상으로 한 결과와 일관된 결과를 보였다.

〈표 7〉의 (4)에 나타난 연도별 변화에서 알 수 있듯이 산업별로 특정 단어군의 증가 또는 감소하는 추세는 두드러지지 않는다. 하지만, 위의 결과는 횡단면(cross-sectional)상의 평균을 연도별로 비교한 것이므로, 각 기업별로 연도별 추세가 존재하는지 파악하기는 어렵다. 따라서, 각 기업별 공시수준이 시계열상의 추세를 보이는 지를 검증하기 위하여 다음과 같은 시계열 회귀분석을 실시하였다. 즉, 5개년의 자료를 모두 가지고 있는 기업을 대상으로 연도별 증감 상황을 파악하기 위해 각 기업별 5개년의 자료로 (식 1)의 시계열 회귀분석을 실시하고, 그 결과로 추정된 회귀계수 ( $\beta$ )를 기초로 t-검증을 실시하여 통계적 유의성을 분석하였다.

$$\text{Words}_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot t + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{식 } 1)$$

여기에서,  $i$ 는 기업을,  $t$ 는 회계연도를 나타내는 첨자이며,

Words : 각 단어군의 단어수 또는 전체 단어군의 단어수

$t$  : 연도 변수 (1998년=1, 1999년=2, ..., 2002년=5)

$\varepsilon$  : 잔차

〈표 8〉의 연도별 추세분석에서 회귀계수 ( $\beta$ )의 평균값이 0과 같다는 귀무가설을 기각할 수 있는 경우는 다음 몇 가지 경우였다. 서비스업에 있어 전체 주요 단어수가 증가하고 있으며 특히 투입요소를 나타내는 단어가 증가하는 경향을 보이고 있다. 한편 제조업의 경우에는 전체 주요 단어수가 큰 변화를 보이지 않지만 산출요소를 나타내는 단어는 5년동안 증가하는 경향을 보였다. 또한 제조업에 있어서 전략과 관련된 단어는 감소하는 경향을 보였다.

한편 전체단어군 대비 각 단어군의 비중을 보여주는 〈표 8〉의 (2)에서는 특히 제조업 및 서비스업 공히 환경단어군의 단어수 비중이 감소하는 경향을 보이고 있음을 확인할 수 있다. 또한 제조업의 경우 전체단어군 중에서 전략단어군의 비중은 줄고 있으나 산출과 관련된 단어비중은 증가하고 있음을 알 수 있다. 반면 서비스업의 경우에는 투입단어군의 비중이 증가하고 있음을 보여주고 있다.<sup>23)</sup> 이러한 경향은 서비스업과 제조업사이에 사업보고서를 제공하는 과정에서 정보이용자에게 전달해야 할 기업정보의 상대적 중요도를 달리 보고 있는 것으로 이해할 수 있다.

23) 본 연구의 표본기간 중에서 1998년도는 IMF 금융위기의 직접적인 영향 하에 있었던 시기이므로 나머지 연도들과 다른 양상을 보일 수 있으므로 1998년도 자료를 제외한 후 1999년부터 2002년까지 4개년도의 자료로 동일한 분석을 추가로 실시하였다. 추가분석결과가 전체 표본을 대상으로 한 결과에 비해 다음의 몇 가지 차이점을 보였다.

첫째, 환경단어군의 단어가 제조업과 서비스업에서 모두 유의적으로 증가하였다. 둘째, 제조업에서 산출단어군과 전략단어군의 연도별 증감방향은 동일하지만 유의적이지 않았다. 셋째, 제조업에서 환경단어군이 전체 단어군에서 차지하는 비중이 유의적으로 증가한 반면 투입단어군의 비중은 유의적으로 감소하였다. 넷째, 제조업에서 산출단어군의 비중과 서비스업의 투입단어군의 비중은 연도별 증감방향은 동일하지만 유의적이지 않았다. 하지만 시계열자료의 기간이 비교적 짧으므로 해석에 주의를 요한다.

〈표 8〉 연도별 추세분석

(1) 각 단어군 단어수의 변화

통계치		회귀계수 β의 평균	T 통계량	P-value
요소, 업종				
ENV	제조업	-0.245	-0.85	0.3941
	서비스업	1.341	1.69	0.1036
INP	제조업	0.133	0.74	0.4586
	서비스업	1.681	2.79***	0.0097
Out	제조업	0.309	2.60***	0.0098
	서비스업	0.578	1.06	0.2984
Str	제조업	-0.175	-2.06**	0.0403
	서비스업	0.335	1.11	0.2793
Total	제조업	0.022	0.05	0.9641
	서비스업	3.922	2.59**	0.0157

\*, \*\*, \*\*\*는 10%, 5%, 1%미만에서 각각 유의함을 나타낸다.

ENV: 환경 단어군, INP: 투입 단어군, Out: 산출 단어군, Str: 전략 단어군,

Total: 네 그룹에 포함되어 있는 총주요단어수

(2) 각 단어군 비중의 변화

통계치		회귀계수 β의 평균	T 통계량	P-value
요소, 업종				
RENV	제조업	-0.0066	-2.54**	0.012
	서비스업	-0.0124	-1.72*	0.097
RINP	제조업	0.0031	1.55	0.122
	서비스업	0.0100	1.85*	0.076
ROut	제조업	0.0071	3.26***	0.001
	서비스업	0.0047	0.73	0.472
RStr	제조업	-0.0037	-3.04***	0.003
	서비스업	-0.0024	-0.85	0.403

\*, \*\*, \*\*\*는 10%, 5%, 1%미만에서 각각 유의함을 나타낸다.

REnv: 환경군 단어수/4개그룹 총단어수, RInp 투입군 단어수/4개그룹 총단어수

ROut: 산출군 단어수/4개그룹 총단어수, RStr: 전략군 단어수/4개그룹 총단어수

### 3.3.4 단어군별 단어수와 회계정보와의 관련성

본 절에서는 단어군별 단어수가 회계적 이익과 어떤 관련성을 보이는지를 파악하고자 하였다. 회계적 이익은 당기순손실 발생여부, 당기순이익의 전년도 대비 증감여부, 총자산이익률 (ROA) 高, 低 집단 여부로 각각 측정하였다. 분석방법은 각 단어군별 단어수의 중간값을 중심으로 多, 少 집단으로 구분하고 회계적 이익을 기준으로 高, 低 집단으로 구분하여 4개의 집단을 대상으로 카이 스퀘어 검정을 실시하여 회계적 이익의 차이가 공시된 단어수와 관련이 있는지를 살펴보았다.

〈표 9〉 각 단어군의 단어수와 회계이익정보와의 관련성

(1) 전체기업

구분	모든 단어군		Env		Inp		Out		Str	
	다	소	다	소	다	소	다	소	다	소
순이익	597	524	596	525	629	492	251	228	611	510
순손실	212	267	242	237	207	272	612	509	239	240
$\chi^2$ 통계량	<b>10.8679***</b>		0.9412		<b>22.3688***</b>		0.6498		2.8632	
이익증가	597	542	599	540	614	525	625	514	608	531
이익감소	212	249	239	222	222	239	238	223	242	219
$\chi^2$ 통계량	<b>5.4237**</b>		0.0733		<b>4.3501**</b>		1.3916		0.1034	
ROA 고	416	384	423	377	446	354	424	376	420	380
ROA 저	393	407	415	385	390	410	439	361	430	370
$\chi^2$ 통계량	1.3227		0.1604		<b>7.8559***</b>		0.566		0.251	

\*, \*\*, \*\*\*는 10%, 5%, 1%미만에서 각각 유의함을 나타낸다.

(2) 제조업

구분	모든 단어군		Env		Inp		Out		Str	
	다	소	다	소	다	소	다	소	다	소
순이익	530	473	518	485	547	456	537	466	532	471
순손실	188	240	213	215	182	246	221	207	208	220
$\chi^2$ 통계량	2.3713		0.4237		<b>17.3642***</b>		0.4365		2.3713	
이익증가	525	490	516	499	530	485	546	469	525	490
이익감소	193	223	215	201	199	217	212	204	215	201
$\chi^2$ 통계량	<b>3.3529*</b>		0.0844		2.2653		0.9497		0.0002	
ROA 고	371	345	365	351	387	329	377	339	365	351
ROA 저	347	368	375	340	342	373	381	334	375	340
$\chi^2$ 통계량	1.5435		0.3095		<b>5.5349**</b>		0.0576		0.3095	

\*, \*\*, \*\*\*는 10%, 5%, 1%미만에서 각각 유의함을 나타낸다.

(3) 서비스업

구분	모든 단어군		Env		Inp		Out		Str	
	다	소	다	소	다	소	다	소	다	소
순이익	62	56	60	58	67	51	67	51	63	55
순손실	23	28	25	26	20	31	30	21	22	29
$\chi^2$ 통계량	0.7894		0.0476		<b>4.398**</b>		0.0608		1.4973	
이익증가	67	57	66	58	68	56	71	53	67	57
이익감소	18	27	19	26	19	26	26	19	18	27
$\chi^2$ 통계량	2.6006		1.5992		2.1041		0.0036		2.6006	
ROA 고	38	47	36	49	45	40	44	41	44	41
ROA 저	47	37	49	35	42	42	53	31	41	43
$\chi^2$ 통계량	2.1376		<b>4.3158**</b>		0.1463		2.2181		0.1476	

\*, \*\*, \*\*\*는 10%, 5%, 1%미만에서 각각 유의함을 나타낸다.



〈표 9〉의 전체기업에 대한 분석에서 알 수 있는 것처럼 당기순이익이 발생하거나 전년도 대비 당기순이익이 증가한 기업들이 당기순손실이 발생하거나 전년도 대비 당기순이익이 감소한 기업에 비해 영업의 개황을 통해 더 많은 주요 단어를 공시하는 경향을 보였다. 특히 투입단어군의 경우는 당기순손실 여부 및 이익의 증감여부 뿐만 아니라 ROA의 수준도 공시의 수준과 유의적인 관계를 보였다. 즉, ROA가 높은 기업은 ROA가 낮은 기업에 비해 더 많은 투입관련 주요 단어를 공시하였다.<sup>24)</sup>

〈표 7〉의 기준에 따라 제조업과 서비스업을 구분하여 분석한 결과도 전체 기업에 대한 결과와 유사한 결과를 보여주고 있는 것으로 파악되었다. 이러한 결과는 기업의 경영성과가 영업의 개황에 있는 전체 주요 단어수나 특정 단어군 빈도에 대해 영향을 주는 것을 의미한다.

#### IV. 결 론

본 연구에서는 영업보고서의 기재항목인 영업의 경과 및 성과에 제시되어 있는 '영업의 개황'의 내용을 분석하였다. 영업의 개황에 제시되어 있는 정보는 일반적인 재무제표정보와는 달리 서술적인 문장형태로 되어 있는 정보라는 점에서 최근 우리나라에서도 도입이 논의되고 있는 서구의 MD&A와 유사하다고 할 수 있다. 그러나 이미 MD&A를 제도화하고 있는 미국을 포함한 여러 나라와는 달리 우리나라의 영업의 개황은 특정한 기준에 의해 작성된 것이 아닌 기업의 자발적인 공시라는 점에서 차이가 있다. 자발적인 정보이며 감사대상이 아니라는 점에서 자칫 의무적으로 공시되고 있는 재무제표정보를 자의적으로 해석하여 표현하는 방편이 될 수도 있지만 때로는 오히려 규제 대상이 아니라는 점에서 재무제표에 포함되기 어려운 기업 관련 정보를 이해관계자에게 자유스럽게 제공할 수 있는 계기가 될 수도 있다.

본 연구에서는 우리나라에서 본격적인 MD&A의 도입에 앞서 이미 기업들이 자발적으로 공시하고 있는 서술적 형태의 정보인 영업의 개황이 어떤 내용으로 이루어지고 있는 지에 대한 이해가 우선적으로 필요하다고 보고 이에 대한 분석을 시도하였다. 이를 위해 논문 서두에서는 미국을 포함한 여러 나라들의 MD&A 제도를 개관하고 우리나라의 서술적 형태의 정보인 영업보고서상 영업의 개황과 제도적인 측면에서 비교하였으며 본론에서는 실제 영업의 개황 자료에 대한 간단한 통계분석결과를 제시하였다.

본 연구에서는 영업의 개황에서 제시되고 있는 단어를 통해 그 내용을 파악하고자 하였다.

24) 이에 반해 산출단어군은 경영성과의 차이와 유의적인 관계를 보이지 않았다. 무작위 추출한 영업의 개황 자료를 직접 검토한 결과 경영성과가 상대적으로 악화된 기업들도 부실한 경영성과에 대한 해명과 미래에 대한 전망을 위해 산출단어군에 속하는 표현을 지속적으로 사용하는 것으로 나타났다. 이는 자발적 공시를 통해 부진한 성과의 원인을 설명한다는 Baginski et al.(2004)의 결과나 영업의 개황의 총단어수나 총주요단어수가 당기순손실 여부, 이익의 증감여부 및 ROA의 수준과 유의적인 관계를 보이지 않은 Ahn and Lee(2004)의 결과와 상통한다.

즉 영업의 개황에 있는 모든 단어를 망라한 후 각 단어들의 출현 빈도수를 기초로 중요한 단어를 선택하고 이를 다시 환경, 전략, 투입, 산출이라는 네 개의 단어군으로 재분류하였다. 그리고 각 기업 및 연도별로 각 단어군에 속한 단어수의 빈도를 측정하여 기업별, 연도별로 체계적인 특성이 존재하는가를 살펴보았다. 또한 이들 단어수와 재무제표상 회계수치와의 관련성이 존재하는 지도 살펴보았다.

분석 결과는 다음의 몇 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 주요 단어의 선택을 위해 모든 단어의 빈도를 확인하는 과정에서 경영환경 관련 단어가 총단어수의 8%, 선택된 주요 단어수의 44%에 이르러 기업들은 영업의 개황에서 경영환경에 대한 사항을 중요한 정보로 보고 있음을 알 수 있었다.

둘째, 산업별 분석에서는 서비스업의 경우 총단어수가 다른 업종에 비해 월등히 많았으며 특히 환경단어군과 투입단어군에서 이러한 경향이 두드러지고 있음을 확인하였다.

셋째, 연도별 추세분석에서는 환경단어군이 1998년 이후 급감한 뒤 안정세를 보이는 반면 투입단어군의 단어수는 전체 표본기간에 걸쳐 꾸준히 증가하고 있음을 확인했다. 이는 표본의 선택시기인 1998년 IMF 외환위기에 경영환경의 중요성이 정점에 이르고 이후 경영환경보다는 경영관리차원의 노력이 점차 중요해졌음을 의미하는 것으로 이해할 수 있었다.

넷째, 전체 표본을 크게 제조업과 서비스업의 두 집단으로 분류한 후 이루어진 분석에서는 제조업의 경우 서비스업에 비해 환경단어군 및 산출단어군의 비중이 컸으며 서비스업의 경우에는 투입단어군과 전략단어군의 비중이 상대적으로 높았다. 한편, 연도별 추세분석에서 서비스업의 경우 전체 주요 단어수와 투입단어군이 지속적으로 증가추세를 보였다. 제조업의 경우에는 산출단어군의 비중이 증가하는 반면 전략단어군은 감소하는 경향을 보였다.

다섯째, 단어군별 단어수와 재무제표상의 회계정보와의 관련성을 파악하기 위한 분석에서는 당기순이익이 발생하거나 전년도 대비 당기순이익이 증가한 기업들이 당기순손실이 발생하거나 전년도 대비 당기순이익이 감소한 기업에 비해 영업의 개황을 통해 더 많은 주요 단어를 공시하는 경향을 보였다. 특히 투입단어군의 빈도수는 당기순손실 여부 및 이익의 증감여부 뿐만 아니라 ROA의 수준과도 유의적인 관계를 보여 투입단어군과 관련된 정보가 기업의 성과 및 가치와 밀접한 관계가 있음을 시사하였다.

이러한 결과는 영업의 개황에서 제시되고 있는 정보가 비록 자발적이고 그 내용이 계량적인 정보에 비해 상대적으로 검증가능성이 떨어지지만 기업의 고유 특성이나 경영성과가 해당 정보의 공시에 영향을 주고 있음을 시사하고 있다. 또한 향후 우리나라에서 의무적인 MD&A 공시제도를 도입할 경우 현재 영업의 개황에 공시되는 정보와의 상호관계를 고려할 필요성을 제기한다고 할 수 있다.

한편 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가진다. 서술적인 형태의 정보를 분석하기 위해서는 제시된 각 문장을 전체적인 맥락에서 파악하여야 하나 현재의 자연어처리 기술로는 대량의 자료를 통계적으로 분석하기가 용이하지 않다. 본 연구에서는 단어의 빈도수를 통해 공시된 정보내용을 파악하고자 하였으나 같은 단어라 하더라도 문맥에 따라 그 쓰임새가 다를 수 있

다는 점을 감안할 때 단어를 통해 정보의 내용을 정확히 파악하기는 어렵다. 또한 선택된 단어를 의미에 따라 네 가지 단어군으로 분류하는 과정에서 연구자의 자의적인 판단이 개입하는 것을 최대한 배제하려고 노력하였으나 통제되지 못한 부분이 잔존할 수 있다는 점 역시 본 연구의 한계라고 할 수 있다.<sup>25)</sup>

본 연구에서 한 걸음 더 나아가 서술적인 공시에 대하여 몇 가지 추가적인 연구를 기대할 수 있다.<sup>26)</sup> 첫째, 서술적 정보에 대한 내용분석에 있어서 단어 빈도수뿐만 아니라 문맥까지 고려한 내용분석이 예상된다. 현재 우리나라에서 자연어 분석기법에 대한 연구 및 소프트웨어의 지속적인 발전을 감안하면 빠른 시일 내에 좀더 발전된 방법론이 개발될 것으로 기대한다. 둘째, 서술적 정보 공시의 경제적 효과에 대한 연구가 예상된다. 미국이나 캐나다 자본시장을 대상으로 한 기존 연구처럼 자발적인 서술적 정보 공시와 기업의 현재 및 미래의 경영성과, 재무분석가의 이익예측치, 나아가 기업의 자본비용 사이의 관계를 분석할 필요가 있다. 셋째, 금융감독원의 계획처럼 우리나라에 서구식의 MD&A 공시가 의무화된다면 제도 도입에 따른 공시환경의 변화와 자본시장의 반응에 대한 연구가 활성화 될 것으로 예상된다.

## 참 고 문 헌

- 금융감독원 보도자료. 2003a. 공시서식 종합정비방안에 대한 설명회 개최.
- 금융감독원 보도자료. 2003b. 공시서식 종합정비방안에 대한 설명회 개최 관련 참고자료.
- Ahn T. and J. Lee. 2004. Determinants of voluntary disclosure in management discussion and analysis(MD&A): Korean evidence. Working Paper. Seoul National University.
- 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 - 30.
- Barron, O., C. Kile, and T. O'Keefe. 1999. MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research* 16(Spring): 75 - 109.
- Bryan, S. H. 1997. Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. *The Accounting Review*

25) 익명의 한 심사자는 단어군의 귀속과정에서 자의성의 배제 및 객관성의 확보를 위해 설문조사기법을 활용하는 것이 필요하다는 지적을 하였다. 이러한 방법은 외적타당성을 확보하는 하나의 방법이 될 수 있으며 향후 연구의 방향이 될 수 있을 것이다.

26) 본 연구의 한 심사자는 미국의 MD&A의 포함되어야 하는 내용이 우리나라의 영업의 개황에는 얼마나 포함되어 있고 어느 부분이 취약한 지를 보여줄 수 있도록 단어를 선택하여 분석하는 연구도 유익할 것이라는 지적을 하였다. 하지만, 단어의 문맥을 파악하기 어려운 본 연구의 한계점으로 인해 이 문제는 향후 연구의 과제로 남긴다.

72(2): 285 - 301.

- Choon, H., C. Smith and S. Taylor. 2000. What do Australian annual reports say about future earnings? *Australian Accounting Review* 10: 17-25.
- CICA. 2002. Management's discussion and analysis: Guidance on preparation and disclosure. The Canadian Institute of Chartered Accountants.
- Clarkson, P., J. Kao, and G. Richardson. 1999. Evidence that management discussion and analysis(MD&A) is a part of a firm's overall disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16: 111 - 134.
- Cole, C. 1990. MD&A trends in Standard & Poor's top 100 companies. *Journal of Corporate Accounting and Finance*(Winter): 129 - 136.
- Collins, W., E. Davie and P. Weetman. 1993. Management discussion and analysis: An Evaluation of practice in UK and US companies. *Accounting and Business Research* 23: 123-148.
- Frazier, K. B., R. W. Ingram and B. M. Tennyson. 1984. A methodology for the analysis of narrative accounting disclosures. *Journal of Accounting Research* 22: 318-331.
- Hooks, K. L. and J. E. Moon. 1993. A classification scheme to examine management discussion and analysis compliance. *Accounting Horizons* 7(2): 41 - 59.
- ICAEW. 2003. Preparing an operating and financial review: Interim process guidance for UK director. <http://www.icaew.co.uk>.
- Moore J. 2004. SEC calls for a clearer view from management. *International Financial Law Review* 23: 12-22.
- Kotler P. 2001. A framework for marketing management. Prentice Hall. New Jersey
- SEC. 2002. Commission statement about management's discussion and analysis of financial conditions and results of operations. Release No. 33-8056. <http://www.sec.gov/rules/other/33-8056.htm>
- SEC. 2003. Interpretation: Commission guidance regarding management's discussion and analysis of financial condition and results of operations. Release No. 33-8350. <http://www.sec.gov/rules/interp/33-8850.htm>.
- Solomon M. and D. Boxer. 1976. SEC Commentary: ASR No. 159-Management's discussions and analysis of earnings summary. *The CPA Journal* 46: 69-72
- Walker D., A. Kent, and J. Larsen. 1982. SEC Commentary: ASR No. 299-Management's discussion and analysis. *The CPA Journal* 52: 66-67.
- Westwood. M. 1999 Current issues facing New Zealand standard setters. *Journal of Financial Reporting* 1:1-9.

<부록 1> 선택된 단어집합

환경				전략		투입			산출	
가격경쟁	대내외	需要	지구촌	가치경영	시너지	6시그마	受注	혁신	가격경쟁력	유동비용
價格競爭	對內外	수입	지역	가치창조	양산	감산	슬립화	革新	價格競爭力	流動性
가격상승	대내적	輸入	地域	가치창출	위크아웃	감자	시설	회사채	가동률	이윤
가격인상	대량실업	수지	채권금융기관	감량경영	윤리경영	개선노력	시설투자	효율	개선효과	이익
가격인하	대의	수출	채권단	건설경영	이사회	개선작업	신제품	效率	건전성	利盆
가격하락	對外	輸出	채권자	경영개선	자구	경비절감	新製品	Brand	결손	이자
개도국	독점	시장	침체	경영계획	재무건전성	경영자원	아웃소싱	Cost	경비	일반관리비
개발도상국	東南亞	市場	沈滯	經營計劃	전략	경영정보	안전	ERP	경상수지	자본금
거래선	동종업계	신인도	해외	경영관리	戰略	경영혁신	연구	IR	경영수지	자본총계
거래처	디지털	실업	海外	경영기법	정도경영	經營革新	研究	ISO	경영정상화	자산
경기	디스플레이	악재	환경변화	경영목표	조직	고객	원료	Marketing	경영지표	資産
景氣	流動性	惡材	環境變化	經營目標	組織	顧客	원자재	Needs	경영체질	재고자산
경영난	리스크	악조건	환란	경영방침	주주의의	고급화	原資材	Process	기업가치	재무구조개선
경영여건	마켓	악화	換率	經營方針	주주중시	고기능	원재료	R&D	企業價值	재무비용
경영환경	무역	惡化	환율	경영정책	주주중심	고부가가치	유상증자		내재가치	재무상태
經營環境	무한경쟁	연화	換率	경영지침	지배구조	高附加價值	유연성		당기순손실	점유율
경쟁	無限競爭	연착륙	환차손	경영합리화	차별	고용	유통		당기순이익	제조원가
競爭	물가	외국	EU	經營合理化	差別	고경비	인력감축		當期純利益	주가
경제	美國	외자	GDP	경쟁력	채무재조정	고정자산	인원감축		대손	株價
經濟	미주시장	외채	Global	競爭力	채무조정	공정	인재		利盆	주식가치
경착륙	미주지역	외화	IMF	구조개편	책임경영	광고	인적		매입	주주가치
고금리	민간부문	외환	Internet	구조개혁	투명	교육	임직원		매출	지급이자
高金利	民間部門	外換	IT경기	구조조정	투명	기술	任職員		賣出	지분법
고비용	벤처	원화	IT분야	構造調整	특화	技術	자기자본		미래가치	채산성
고성장	부도	위기	IT산업	기업개선작업	합병	企業文化	자산매각		매당	採算性
고유가	不渡	危機	Market	기업역량	合併	이미지	자산재평가		配當	판매가격
高油價	부실기업	위험	Risk	기업지배구조	합작	납기	자원관리		법인세	판매고
공급과잉	부실화	위협	SOC	기업체질	핵심사업	노사	재고관리		부가가치	판매단가
供給過剩	부양책	유가	WTO	企業體質	핵심역량	노하우	재무구조		부채	판매량
구매력	북미지역	油價	인터넷	건축경영	核心力量	디자인	財務構造		비용	販賣量
국가	北韓	日本		내실	현지공장	마케팅	전산		생산량	판매물량
國家	북핵	자금		內實	현지법인	마케팅	정보시스템		生産量	판매수량
국내	불경기	자본시장		다각화	現地法人	만족	종업원		생산실적	판매증가
國內	불확실성	저가		다변화	현지화	滿足	지급보증		생산원가	판매증대
국제	不確實性	적자		다양화	협력관계	모듈화	지식		성과	판매호조
國際	불황	赤字		다품종	협력업체	무상증자	직원		成果	판매확대
규제	不況	전세계		대량생산	협력체제	무재해	職員		세전이익	현금
글로벌	사회간접자본	전자상거래		리더쉽	환경분야	무차입	차입		손실	現金
금리	선진국	정보화		법정관리	환경사업	물류	출자전환		損失	흑자경영
金利	先進國	情報化		분사	M&A	부실자산	투자		손익	黑字經營
금융	선진기술	정부		비상경영체제	Vision	부실채권	投資		損益	흑자기조
金融	선진기업	政府		비전		브랜드	특허		수익	흑자전환
기업부도	선진업체	주변환경		비전		사원	팀제		收益	Cash
기업생존	성장	주식시장		빅딜		상여금	판로		순익	
기업환경	成長	株式市場		생존		상장	판매망		占有率	
企業環境	세계	中國		선도기업		생산성	판매비		실적	
건축재정	世界	중국		선도기업		生産性	판매활동		實積	
난국	소비	중남미		선두기업		서비스	표준화		實績	
내수	消費	중동지역		선두주자		설비	품질		업적	
內需	수급	증권시장		先頭走者		設備	品質		원가	
다국적	수요	증시		수직계열화		수주	프로세스		原價	
183(38%)				92(19%)		116(24%)			94(19%)	