

會計情報의 自發的 公示誘因에 관한 研究

—美國에 있어서의 部門報告를 중심으로—

郭 守 根

.....《목 차》.....	
I. 序	1. 표 본
II. 自發的 公示와 관련된 理論的 研究의 考察	2. 모형과 주요변수의 측정
III. 假 說	3. Probit 분석의 결과
IV. 研究設計 및 結果	V. 結論

I. 序

많은 理論的 또는 實證的 研究를 통해서 私의 情報의 自發的 公示에 대한 誘因을 설명하고 예측하려는 시도가 있어 왔다. 그러나 그들의 설명과 예측은 자기 상이한 觀點과 假定(예를 들어 정보의 가치, 정보의 역할, 그리고 정보생산비용에 대한 상이한 觀點과 經營자의 목적함수와 시장에 관한 상이한 가정) 때문에 중복적이거나 대립적이라고 할 수 있다. 본 연구에서는 다양한 이론들에서 제시되고 있는 가설들을 구별하고 통합함으로써 經營자의 자발적인 공시결정의 경제적 결정요인을 찾아보고자 하였다. 본 연구에서는 經營자는 정보이용자의 정보수요에 대한 비용-효과적인 대응으로서 최적공시정책을 선택하는 것으로 보았다. 정보의 '私的價値'와 '集團價値'를 설명하는 情報理論, 보다 구체적인 최근의 '公示理論' 그리고 契約理論들이 고찰된다. 이러한 이론들이 관찰된 기업의 공시행태를 설명하는지를 검증하기 위하여 미국 증권감독위원회(SEC)의 부문보고 공시규제 이전에 나타났던 미국기업의 자발적 공시행태자료를 이용하였다.

다음과 같은 이유로 부문회계자료의 자발적 공시행태가 본 연구에서 다루어졌다.

첫째, 회계기준수립기관은 물론이고 재무분석가, 회계 및 재무관리 연구자 그리고 독점 규제기관 등의 다양한 이해관계자 집단사이에 부문회계정보의 중요성 및 공시규제의 필요성에 관하여 논란이 있었다. 둘째로 부문자료의 자발적 공시유인에 대한 기존의 실증적 연구는 제한된 배경에서 이루어졌다(Salamon과 Dhaliwal(1980)과 Ronen과 Livnat(1981)).

筆者：서울大學校 經營大學 助教授

마지막으로 본 연구에서는 충분히 이용되지 못하였으나 부문자료의 경우 경영자는 다차원의 정보를 가지고 있으므로 경영자는 公示의 水準(비공개, 매출자료의 공개, 매출 및 이익 자료의 공개), 部門區分(segmentation scheme: 제품계열라인, 판매지역별 또는 고객별에 의한 부문구분) 그리고 공시되는 부문의 수 등을 선택할 수 있다. 따라서 部門報告의 경우가 복잡한 경영자의 公示行態를 설명하는 데 적합할 수 있다.

II. 自發的 公示와 관련된 理論的 研究的 考察

여러 理論과 假說들이 經濟·財務理論에 기초하여 會計情報의 자발적 공시에 대한 경영자의 유인을 설명하고 있다. 이러한 이론들은 고찰되는 정보의 역할에 따라 '情報理論'과 '契約理論'으로 구분하여 볼 수 있다. 즉 '정보이론'에서는 정보의 신념변화역할(belief revision role)을 강조하는 반면, '계약이론'에서는 정보의 계약적·감시적 역할(contractual and monitoring role)을 강조하고 있다고 할 수 있다.

'情報理論'은 公示가 누구에게 효익을 주느냐(예를 들어 정보의 사적가치, 집단가치, 사회적가치)에 따라서 公示行態에 관하여 상이한 설명과 예측을 제공할 수 있다. 정보의 사적가치에 초점을 둔 연구들은 일반적으로 내부정보를 갖고 있는 경영자는 그의 개인적 부의 극대화를 위해 행동한다고 가정한다. 따라서 투기적 거래가 허용되면 경영자는 정보를 갖지 못한(uninformed) 투자자를 희생시키면서 내부정보를 이용하여 이득을 취할 수 있다. 즉 경영자가 正의 情報(positive information)를 갖고 있다면 주식을 매입한 후에 내부정보를 공시할 것이며 반대로 冚의 情報(negative information)를 갖고 있다면, 주식을 매각한 후에 내부정보를 공개할 것이므로 내부정보는 기업의 가치에 미치는 정보효과의 방향에 관계없이 공시되는 것으로 예측된다.

Fama와 Laffer(1971)는 경영자는 주주의 입장에서 冚의 정보의 공시를 지연함으로써 주주에게 주식을 처분할 기회를 제공하고 주주는 정보의 공시 후에 낮은 가격으로 주식을 다시 구입할 수 있다고 제시하였다. Ronen(1977)은 경영자는 冚의 정보의 공시를 억제하거나 정보의 생산을 지연 또는 철회하는 유인을 갖는다고 설명하고 있다. 한편 Hakansson(1977, 1981)은 내부거래의 규제에도 불구하고 경영자는 거래활동에 참여하기 보다는 그의 내부정보를 다른 투자자에게 팔아 넘김으로써 자신의 개인적 부를 정보를 갖지 못한 투자자의 희생의 댓가로 극대화시킬 수 있을 것으로 제시하고 있다. 이 경우 내부정보를 경영자로부터 사들인 투자자는 정보의 적시적 공개를 반대할 강한 유인을 가질 것이다. 이러한 假說들

(‘Good News와 Bad News’가설, ‘Silent Signal’ 가설, 또는 ‘고의적 지연’ 가설)에 따르면 경영자는 공개될 정보가 주가 또는 기업의 가치에 미치는 영향을 고려하여 정보의 공시결정을 할 것이다.

이러한 가설들은 경영자가 어떠한 정보를 언제 공시할 것이냐를 설명·예측해 주는 데는 유용할 수 있다. 그러나 추가적인 정보를 미래에 규칙적으로 공시할 것인가를 결정하는 문제를 설명하는 데는 부족하다고 할 수 있다. 예를 들어 부문보고의 경우 부문보고정보는 다차원적인 정보이므로 정보내용이 正·否인지에 대한 판단이 용이치 않을 것이며 설사 판단이 가능하더라도 미래 다가간의 정보내용을 예측하는 데 어려움이 있을 것이다. 더욱이 부문자료의 공시를 결정한 후 썸의 부문자료를 공시하여야 할 때 부문자료의 공시를 철회하면 역신평가효과가 나타날 수 있을 것이다.

情報의 價値를 ‘集團價値’ 측면에서 고찰하는 이론들은 경영자는 기업가치 또는 현재 소유주의 부의 가치를 극대화하기 위하여 정보를 공시한다고 설명한다. 신호전달이론(signaling theory)에서는 경영자는 그의 기업을 질이 낮은 타기업과 차별화하기 위하여 비용이 드는 정보(costly information)를 공개하는 것으로 예측하고 있다. 구매자와 판매자 사이에 정보불균형이 존재할 때 판매자는 적합한 정보가 없는 경우에 구매자가 지불하고자 하는 평균가격보다 높은 가격으로 제품을 판매하기 위하여 모든 적합한 정보를 공개하고자 할 것이다. 신호전달이론은 기업이 외부투자자에게 주식을 팔고자 할 때 경영자는 그 기업에 유리한 정보를 공개할 것으로 예측한다. 그러나, 신호전달이론은 주로 정보공시의 매카니즘에 초점을 두고 있기 때문에 公의 情報의 투자자에 대한 효율을 명시적으로 고려하지 못하고 있다.

Holthausen과 Verrecchia(1982)의 精度模型(precision model)은 자발적 공시의 가치에 대해 한가지 설명을 제시해 준다. 그들은 어떤 정보공시의 잠재적 유용성은 정보의 精度(precision)에 의해서 결정되는 것으로 제시하고 있다. 따라서 경영자가 투자자의 효익을 위해서 행동한다면 그는 더 높은 精度를 갖는 정보를 공시할 유인을 가질 것이다. Diamond(1984)는 합리적 기대균형하에서 경영자의 최적공시수준을 공시로 인한 투자자의 사적정보생산비용의 절감과 기업의 공시비용을 균형화함으로써 모형화하였다. 그러나 그는 기업이 어떤 양의 정보라도 단위 精度당 일정한 비용으로 생산할 수 있다고 가정함으로써 정보공시의 간접적 비용을 명시적으로 고려하지 못했다.

한편 Verrecchia(1983)는 혼돈된 합리적 기대 모형(noisy rational expectation model)을 이용하여 경영자의 자의적 공시결정이 專有的 費用(proprietary cost)의 존재에 의해 결정되

는 경영자와 투자자 사이의 閾値水準에 의해 좌우된다고 분석하고 있다. 즉, 공시의 專有的 費用이 존재할 때 경영자는 정보의 가치가 공시비용을 보상할 만큼 충분히 큰 경우에만 그의 기업의 가치를 극대화하기 위하여 사적정보를 공개한다는 것이다. 합리적인 투자자는 합리적 경영자의 유인을 기대하므로 공시되지 않은 정보를 경영자가 갖고 있음을 알지만 그 정보를 반드시 나쁜 정보로 해석하지는 않는다는 것이다. 비슷한 맥락에서 Dye(1985)는 다차원적 정보를 갖고 있는 경영자의 공시형태를 분석하였다. 그는 경영자는 정보의 투자자에게의 가치(精度)와 적합하지만 非專有的인 정보와 적합하며 專有的인 정보사이의 共分散(적합하지만 비전유적 정보가 적합하며 전유적인 정보를 밝히는 정도)을 고려함으로써 공시수준을 선택하는 것으로 분석하였다. Verrecchia(1983)와 Dye(1985)의 모델들은 신호 전달이론과 달리 경영자가 기업가치결정에 유리한 정보라고 해서 반드시 공개하는 것이 아니라고 제시하고 있다.

會計情報의 계약적 또는 감시적 역할은 대리인 이론에서 강조되고 있다. (Jensen과 Meckling: 1976) 개인적 이익을 위해서 행동하는 경영자는 두가지의 잠재적 이해의 갈등에 직면한다. 즉 소유주 지분의 대리인 비용을 유발시키는 주주-경영자 갈등과 부채지분의 대리인 비용을 유발시키는 주주·경영자-채권자 갈등이다. 대리인비용을 줄이기 위해 대리인은 그들의 의사결정이 주인의 이익에 어긋나지 않는다는 것을 확실히 하기 위해 계약을 맺으며 주인이 계약이행을 감시하는 것을 용이하게 하도록 정보를 제공한다. 따라서 만약 경영자가 정보를 외부주주나 채권자들보다 더 값싸게 얻을 수 있다면 경영자는 보다 상세한 재무제표를 비용-효과적인 방법으로 제공할 유인을 갖는다고 제시하고 있다.

Ross(1977, 1979)는 유인-신호분석(incentive-signaling analysis)에서 내부거래에 대한 규제법과 공시규제가 없더라도 경영자는 그의 내부정보를 외부의 이해관계자집단에게 공시할 유인을 갖는다고 주장하고 있다.

이상의 열거된 이론들 또는 가설들은 상이한 가정과 가설에 기초를 하고 있다. 경영자의 공시행태에 대한 다양한 설명은 경영자의 목적함수(자기이익 극대화 또는 기업가치 극대화)와 투자자의 정보수요 또는 회계정보의 역할(신념변화 또는 계약 및 감시 목적)에 관한 상이한 가정에 기인할 수 있다. 또한 정보공시의 직접·간접비용이 고려되는가와 누가 그 비용을 부담하는가에 따라 상이한 설명이 나타날 수 있다.

여러 이론의 공시행태에 관한 설명들은 상이한 가정과 관점에도 불구하고 반드시 경쟁적이거나 상호 배타적인 것은 아니다. 공시행태에 관한 일관된 논리적 설명을 제공하는 하나의 이론이나 모델에 의존하는 실증적 연구가 바람직하겠지만 좀더 풍부한 틀에서 여러 설

명을 통합하고 검증하는 것은 복잡한 공시행태에 대한 우리들의 이해를 증진시키는데 기여할 수 있을 것이다.

따라서 본 연구에서는 경영자가 투자자의 정보수요에 대한 비용-효과적인 대응으로써 자발적 공시결정을 내린다는 틀에서 여러 이론들을 통합해 보고자 한다.

Ⅲ. 假 說

강제적인 공시규제가 없는 상태에서도 경영자들은 보다 상세한 영업성과를 외부이해관계자의 정보수요에 따라 제공하는 계약을 명시적으로 또는 암묵적으로 맺으려는 유인을 갖는 것으로 주장되고 있다. 외부의 정보수요는 미래의 불확실성에 대한 신념변화목적 또는 계약 감시적 목적으로부터 나타날 수 있다. 그러나 경영자가 정보를 공개하려는 유인의 강도는 기업의 특성과 정보의 특성에 따라 기업간에 상이할 것이다.

본 연구에서는 합리적인 경영자는 일차적으로 그의 개인적 이익을 위하여 행동하나 보상 계획의 존재나 다기간에 있어서의 경영자 인력시장에서의 사후적 결정(ex-post settling up)의 맥락에서 기업가치의 극대화에 반하지 않는다고 본다.

또한 법적책임과 '진실은 궁극적으로 밝혀진다'는 관념 때문에 거짓정보는 공개되지 못하며 계약적 협정과 규제적 법규 때문에 내부거래활동은 자발적공시에 영향을 미치지 않는다고 가정한다. 아울러 경영자는 그들의 개인적 부에 대한 비용-효익상쇄관계를 고려함으로써 공시규제가 없는 상태에서도 부문회계자료의 공시결정을 내리는 것으로 가정하며 이때 경영자가 근거하는 특정의 균형적 역치(threshold point)가 존재한다고 가정한다.

몇몇 이론들은 경영자는 그의 기업가치를 극대화하고 궁극적으로 그의 개인적 부를 극대화하기 위하여 투자자에게 보다 가치있는 정보를 공시할 유인을 갖는다고 제시하고 있다. Verrecchia(1983)와 Dye(1985)는 만약 專有的 費用(proprietary cost)이 일정하다면 경영자는 기업의 가치를 극대화하기 위하여 좀더 정밀한 정보를 공시할 것으로 예측하고 있다. 또한 Diamond(1984)는 특정 기준치를 초과하는 정보의 精度로서 정의되는 사적정보비용의 한계절감과 단위 精度에 대해 일정한 것으로 가정된 공시비용이 일치될 때까지 정보를 공시하려는 유인을 갖는다고 제시한다. 따라서 이들 이론에 따르면 다른 조건이 동일하다면 경영자는 부문자료가 높은 精度를 갖는다면 그 부문자료를 공시하려고 할 것이다. 精度를 어떻게 실증적 관점에서 조작화할 것인가에는 많은 논란이 있을 수 있다. 본 연구에서는 부문자료가 이익의 예측가능성을 높이는데 유용하다는 주장에 따라 Pincus(1983)과 같이

이익의 예측가능성을 부문자료의 精度에 대한 대응물로 이용하고자 한다. 이익의 예측가능성은 이익의 변동성(earnings variability)으로 측정하고자 한다.

가설 1. 이익의 변동이 심한 기업이 부문회계자료를 보다 자발적으로 공시한다.

미국 증권감독위원회의 강제적 부문보고조치에 대한 경영자들의 주요한 우려중의 하나는 부문보고로 경쟁자가 새로운 제품계열에 진입여부를 결정하는 데 부문들의 상세한 영업성에 관한 정보를 이용할 수 있다는 것이다. 따라서 부문자료의 공시는 공시하는 기업가치의 하락을 가져올 수 있다. 이러한 맥락에서 Verrecchia(1983)는 경영자들은 專有的 정보가 기업가치에 관한 적합하고 유리한 정보라고 할지라도 공시비용 또는 전유적 비용이 높은 경우에는 공시하지 않을 것으로 예측하였다.

부문보고를 하게 되는 기업들은 다변화된 기업들로서 단일부문을 갖는 기업보다 상대적으로 오래되었으며 규모가 큰 기업들이나 이때 다변화된 기업이 어떠한 방법으로 성장을 했는지에 따라 부문회계자료의 전유적 비용이 차이가 날 수 있다. 즉, 기업이 타기업의 합병이나 취득을 통해서 성장하는 경우에는 합병이나 취득이전에 별개의 기업으로 재무보고가 있었으므로 부문보고에 따른 전유적 비용이 자체적으로 성장을 이룩한 기업에 비해 상대적으로 낮을 것이다.

따라서 전유적 비용의 크기가 기업성장의 합병 및 취득활동에의 의존도에 따라 달라질 것으로 보았다.

가설 2. 합병 및 취득활동이 활발한 기업이 부문회계자료를 보다 자발적으로 공시한다.

대리인 이론은 대리인은 주인에게 좀 더 상세한 정보를 제공함으로써 주인의 감시비용을 줄이려는 유인을 갖는 것으로 제시하고 있다. 잠재적 주주와 채권자는 그들의 부를 이전하려는 경영자의 유인을 감시하는 것과 관련된 비용을 추정할 것이며 주식이나 채권이 발행될 때에 그들이 지불하고자 하는 가격에 반영시키려 할 것이다. 따라서 경영자는 잠재적 주주나 채권자가 추정하는 감시비용을 줄이기 위하여, 그리고 궁극적으로는 기업의 외부자금조달에 대한 자본비용을 줄이기 위하여 부문보고를 자발적으로 제공하는 유인을 가질 것이다. 채권자는 재무제표외에 부의 이전을 막는 더 중요하고 효과적인 감시수단으로 부채계약(debt covenants)을 갖는다.

만약 대리인 비용이 높을 것으로 예상되면 좀더 엄격한 부채계약을 부과함으로써 경영자의 행동을 제약할 것이다. 그러나 부채계약의 엄격성은 자금조달이 公募(public placement)

이나 또는 私募(private placement)이냐에 따라 차이가 있을 수 있다. Smith와 Warner(1979)가 제시하였듯이 공모의 경우는 위탁자(trustee)를 통해 제약적인 계약을 마련하는 것이 어렵기 때문에 私募의 경우보다 기업활동에 대한 상세한 제약사항들이 계약에 적게 포함될 수 있다. 따라서 公募債權의 소유자가 私募債權의 소유자보다도 재무제표에 추가적으로 공시되는 부문보고에 의존할 가능성이 높다고 볼 수 있다.

이러한 관점에서 경영자는 외부의 자금조달에 대한 자본비용을 줄이기 위해서 부문자료를 공개할 유인을 가질 것이다.

가설 3. 부채에 의한 자금조달을 공모에 의존하는 기업이 부문 자료를 더 자발적으로 공시한다.

주주-경영자 갈등으로부터 발생하는 대리인 비용은 소유와 경영이 분리된 기업과 소유주가 지배하는 기업사이에 차이가 있다. 경영자가 지배하는 기업은 기존 주주의 감시비용을 줄이고 주식의 발생을 통한 자금조달에 대한 자본비용을 줄이기 위하여 추가적인 감시수단을 제공하려는 유인을 가질 것이다.

가설 4. 경영자가 지배하는 기업이 부문자료를 더 자발적으로 공시한다.

많은 다변화된 기업들이 그들의 내부의사결정을 위해 부문성과의 기록을 유지하고 있다고 하더라도 부문자료의 생산·공시비용은 하찮은 것은 아닐 것이다. SEC의 자문위원회의 보고에 따르면 기업의 규모에 따라 매출액에 대한 회계비용(bookkeeping cost)의 비율은 매우 크게 차이가 난다. 즉 규모가 작은 기업의 회계비용의 부담은 규모가 큰 기업에 비해 상대적으로 크다고 할 수 있다.

그러나 다변화된 기업은 비교적 규모가 크기 때문에 다변화된 기업들 사이에 부문자료의 회계비용의 차이가 크게 나지 않고 금액의 중요성도 크지 않을지도 모른다. 보다 중요한 것은 소규모 기업이 부문별로 보고하는 경우에 나타나는 경쟁적 불이익이 대규모 기업에 비해 높을 수 있다는 것이다. 같은 수의 부문으로 나누어 부문보고를 한다고 할 때 대규모 기업의 부문자료는 소규모 기업의 부문자료에 비해 더 집합(aggregate)되어 있을 것이므로 대규모 기업은 부문자료의 공시로 인한 경쟁적 불이익을 상대적으로 적게 받을 것이다.

규모는 또한 정보의 공시 이전에 시장에 존재하는 기업에 관한 정보와 관련될 수 있다. 대규모 기업의 경우 회계정보 이외의 정보원천에 의해 각 부문의 영업성과에 관한 정보가 시장에 알려질 수 있으므로 부문보고로부터 나타날 경쟁적 불이익(또는 전유적 비용)이 소규모 기업에 비해 상대적으로 작을 수 있다. 이외에도 규모는 규제비용과도 관련이 있을

수 있다. 1970년대의 미국 FTC(Federal Trade Commission)의 영업 계열계획(Line of Business Program)에서 보듯이 다변화된 대기업들의 부문자료는 FTC의 독과점 규제에 매우 중요한 것으로 인식되었다. 규제비용이 높은 대기업이 부문보고로 인하여 보다 많은 감시의 대상이 될 수도 있을 것이다. 그러나 독과점 규제에 해당되지 않는 대기업은 이를 선호하기 위하여 적극적으로 공시하려고 할 수도 있다. 이와같이 규모는 여러 요인들을 대표한다고 할 수 있다.

따라서 규모는 앞의 가설에서 명시적으로 고려되지 않은 자발적 공시의 관련요인들을 통제하기 위하여 포함되었다. 부문자료의 자발적 공시에 대한 규모의 전반적인 영향은 陽의 방향으로 나타난다고 보았다.

가설 5. 규모가 큰 기업이 부문자료를 더 자발적으로 공시한다.

마지막으로 다변화의 정도를 나타내는 공시된 부문의 수가 고려되었다. 자발적 공시에서 부문의 수가 경영자에 의해 선택되는 것이므로 SEC의 강제규정에 의해 공시된 부문의 수를 이용하였다. 보다 다변화된 기업의 부문보고는 보다 정교한(finier) 정보를 포함하고 있어 정보가치가 높을 것이므로 연결 재무제표만을 이용하는 정보이용자의 부문자료에 대한 정보수요도 높을 것이다. 반면 보다 다변화된 기업이 부문보고로 부담하게 될 경쟁적 불이익과 같은 전유적 비용은 높아질 것이다.

따라서 부문의 수가 자발적 공시에 미치는 영향의 방향은 예측하기 어렵다.

가설 6. 부문의 수가 많은 기업과 부문의 수가 적은 기업은 부문자료의 자발적 공시에 차이가 있다.

IV. 研究設計 및 結果

1. 표 본

표본기업의 자료원은 Twombly(1980)가 이용한 772개의 다변화된 기업이다. Twombly는 1967, 1968, 1969 3년간의 연차회계보고서와 10-K 자료를 조사하여 표본기업을 선택하고 이들을 부문보고 내용에 따라 분류하였다. 부문보고를 자발적으로 할 수 있는 위치에 있는 대부분의 기업들이 조사되었다고 할 수 있다. 이들 기업중 SEC의 강제적인 공시규정에 의해 1970년과 1971년에 10-K에 한개 이상의 부문에 대한 영업성과를 공시한 기업들이 이용되었다. 컴퓨스태트(Compustat) 테이프가 이들 기업의 회계자료를 얻기 위하여 이용되었으

〈표 1〉 1967년과 1968년의 공시행태별 빈도
1968년

		비 공 개	매 출 액	매출액 및 이익	계
1967년	비 공 개	115	57	15	187
	매 출 액	19	88	28	135
	매출액 및 이익	4	25	21	50
계		138	170	64	372

므로 컴퓨스태트에 누락되어 있는 기업은 제외되었다. 이러한 조건을 만족시키는 372개 기업들의 1967년과 1968년의 공시행태를 분석한 결과 〈표 1〉에서 보듯이 부문자료의 공시행태는 비공개, 매출자료만 공개, 매출 및 이익자료의 공개로 구분할 수 있었으며, 이들의 공시정책이 양기간에 일관되게 유지되는 기업들과 변화가 있는 기업들로 구분할 수 있었다. SEC의 부문보고 규제에 관한 일련의 준비활동이 경영자의 공시정책에 미친 영향을 제거하고 또한 공시기업과 비공시기업간의 차이를 극대화시키기 위하여 공시수준을 변화시킨 기업들은 제거하였다.

1967년도의 proxy 보고서를 구할 수 없는 기업을 제외한 186개 기업이 최종적으로 標本으로 이용되었다. (자발적 공시기업 89개와 비공시기업 97개)

2. 모형과 주요변수의 측정

앞에서 논의된 가설들은 다음과 같이 회귀모형으로 표시할 수 있다.

$$DISC_i = \beta_0 + \beta_1 EVAR_i + \beta_2 MERG_i + \beta_3 PFIN_i + \beta_4 MSHR_i + \beta_5 SIZE_i + \beta_6 NSEG_i + \epsilon_i$$

DISC : 1967년과 1968년의 안정된 공시행태
(자발적 공시=1, 자발적 비공시=0)

EVAR : 이익의 변동성

MERG : 합병과 취득활동의 빈도

PFIN : 공적부채조달의 빈도

MSHR : 경영자의 지배정도

SIZE : 규모

NSEG : 부문의 수

정보의 精度의 대용치로서 이용된 이익의 변동성은 1959년~1966년의 8년간 주당이익 (EPS)의 변화의 표준편차로 측정하였다. 즉,

$$EVAR = \left[\sum_{i=1}^T \left\{ \left(\frac{EPS_i}{EPS_{i-1}} \right) - \left(\frac{EPS}{EPS} \right) \right\}^2 / T \right]^{\frac{1}{2}}$$

標本企業들의 합병 및 취득활동에 관한 자료는 FTC의 통계보고서를 이용하였다. FTC의 통계보고서에는 취득된 자산가치가 백만불이 넘는 1947년 이후의 모든 대규모 합병 또는 취득에 대해 그 발생시기, 합병 또는 취득기업과 피취득기업의 이름 및 장부가치에 관한 정보가 포함되어 있다. 합병 또는 취득활동이 각 기업의 성장에서 차지하는 상대적 중요성을 측정하는 하나의 방법은 검증 시점인 1967년의 기업의 장부가치중에서 대규모 합병 및 취득을 통해서 취득된 자산의 장부가치의 합이 차지하는 비율을 이용하는 것일 것이다. 그러나 시간의 경과에 따른 화폐가치의 변동과 취득된 자산의 장부가치와 지불된 가치의 불일치, 그리고 합병, 취득 이후의 투자 또는 처분활동의 영향 때문에 이러한 비율의 해석은 용이치 않을 것이다. 따라서 1957년부터 1966년까지의 10년 동안의 백만불을 상회하는 대규모 합병과 취득의 발생빈도를 표본기업의 성장에 있어서의 합병 및 취득활동의 의존도로서 이용하였다.

標本企業의 公的 부채조달상태에 관한 자료는 Investment Dealers Digest의 Corporate Financing Directory를 이용하여 수집하였다. 언제 표본기업이 처음으로 부문자료를 공시하였는지를 알기가 어렵기 때문에 기업의 재무정책이 비교적 안정적이라고 보아 1962년~1966년의 5년간의 공적 부채조달 빈도수를 측정하여 이용하였다.

標本企業의 경영자의 지배정도는 1967년도 proxy 보고서를 이용하여 전체 주식중에서 경영자가 소유하는 주식의 비율을 찾아내었다. 경영자 소유비율이 5%를 넘는 기업은 소유자 지배기업으로 5%에 미달하는 기업은 경영자 지배기업으로 분류하여 이용하였다.

규모는 1967년 회계년도말의 주가에 발행주식수를 곱한 지분가치로 측정하였고, 부문의 수는 1970년도 SEC의 강제규정에 의해 공시된 부문보고에 나타난 부문의 수를 이용하였다.

3. Probit 분석의 결과

공시행태가 0과 1의 값을 갖는 제한된 종속변수이며 0과 1의 값을 갖는 독립변수들이

〈표 2〉 Probit 분석으로부터 추정된 모수(標本數=186)

	CONST 예측된 부호	EVAR (+)	MERG (+)	PFIN (+)	MSHR (-)	NSEG (?)	SIZE (+)	LR (Max.L.)	pseudo R ²
PANEL A	-0.94 (-2.82)	-7.02 (-1.78)	0.27 (2.21)	0.22 (1.65)	-0.48 (-2.12)	0.23 (2.50)	0.0006 (2.27)	54.12 (-97.43)	0.217
PANEL B	-1.05 (3.06)	-6.68 (-1.70)	0.26 (2.06)	0.52 (2.09)	-0.47 (-2.10)	0.25 (2.70)	0.0006 (2.20)	55.68 (-96.65)	0.224

* ()안의 값은 t값임. LR은 우도비(likelihood ratio) 값임.

포함되어 있으므로 판별분석보다는 Probit 분석을 이용하였다. Probit분석은 관찰된 제한된 종속변수의 값을 오차항이 정규분포를 따른다는 가정하에 연속확률로서 변환한다. 최우추정법에 의하여 추정된 모수의 값과 유의성은 <표 2>와 같이 나타났다.

<표 2>의 panel A에서 보듯이 전체적으로 고려된 독립변수는 공시행태를 유의적으로 설명하고 있다. 일반 회귀모델의 R²에 해당될 수 있는 pseudo-R² 값은 0.217로 나타났으며 모델의 χ^2 값은 0.001 수준에서 유의적이다.

합병 및 취득활동의 빈도, 공적 부채조달, 경영자지배여부, 규모의 독립변수들은 모두 예측된 방향으로 유의적으로 공시행태를 설명하고 있다. 그러나 부문자료의 精度를 나타내는 것으로 이용한 이익의 변동성은 예측된 방향과는 반대로 부문보고의 공시행태를 설명하고 있다. 이익의 변동성을 이익예측의 용이성으로 이용하는 것에 문제가 있거나 이익예측이 어려운 기업의 부문자료가 정보가치가 높을 것이므로 경영자가 투자자에게 도움을 주는 부문자료를 자발적으로 공시할 것이라는 논리적 연결에 문제가 있는 것으로 믿어진다.

이익의 변동성은 위험을 나타내는 것으로 볼 수도 있는데 이 경우에는 추정된 결과는 위험이 낮은 기업이 자발적 공시를 하는 것을 보여준다. 부문자료가 기업의 위험을 추정하는데 도움이 된다는 기존의 분석적 또는 실증적 연구결과를 고려할 때 경영자가 투자자의 미래불확실성을 줄이는데 도움을 주기 위하여 부문자료를 자발적으로 공시한다는 가설은 지지되지 않는다. 오히려 위험이 높은 기업의 경영자는 부문보고에 의해 그 기업의 위험상태가 정확히 알려지는 것을 기피하는 것으로 해석될 수 있다.

한편 다변화 정도를 나타내는 SEC의 강제규정에 의해 보고된 부문의 수는 유의적으로 공시행태를 설명하는 것으로 나타났다. 즉 보다 다변화된 기업이 자발적으로 부문자료를 공시하는 것으로 나타났다. 이익의 변동성의 경우와 달리 보다 정보가치가 많은 부문자료를 갖고 있는 기업이 자발적으로 공시하는 것으로 나타났다. 그러나 SEC의 강제규정에 의해 보고된 부문의 수가 자발적으로 보고한 부문의 수와 반드시 일치하지 않을 수 있다는 점에서 정보가치가 높은 부문자료가 자발적으로 공시된다는 것에 대한 충분한 증거는 될 수 없다고 할 수 있다.

<표 2>의 panel B는 공적 부채조달변수를 과거 5년간 공적 부채조달이 있는 경우와 없는 경우의 두가지 값으로 측정한 결과이다. panel A에서 공적부채조달 변수를 빈도수로서 측정하는 것보다 개선된 것을 알 수 있다. 이는 빈도수로서 측정된 공적 부채 조달 변수가 많은 측정오차를 갖고 있음을 간접적으로 보여준다고 할 수 있다.

V. 結 論

본 연구의 결과는 대리인 변수와 전유적 비용과 같은 기업의 특성 변수들이 부문자료의 공시행태를 유의적으로 설명해 주는 것으로 보여주고 있다. 또한 규모와 부문의 수도 경영자의 공시결정에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 부문자료의 정보가치를 나타내는 것으로 간주된 이익의 변동성은 예상과 반대방향으로 공시결정에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 기업의 부문보고 공시결정이 투자자의 정보효익을 위해서 이루어진다는 가설과 상반된 결과를 보여주고 있다.

본 연구는 보다 신뢰성이 높은 결과를 얻기 위해서 개선될 수 있을 것이다. 추가적인 연구에 의해 개선되어야 할 것으로 믿어지는 본 연구의 몇가지 문제점을 열거해 보면 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서는 경영자의 공시결정을 단순화하여 자발적 공시와 비자발적 공시로 양분하였는데 비공시·매출액공시(부분공시)·매출액 및 이익공시(완전공시)로 공시행태를 삼분하여 추가적으로 설명할 수 있을 것이다. 아울러 왜 어떤 기업들은 완전공시에서 부분공시로 또는 부분공시에서 완전공시로 공시정책을 변경하는지를 설명할 필요가 있을 것이다. 둘째, 본 연구에서는 보고된 부문자료는 활용되지 않았는데 이를 활용할 수 있을 것이다. 예를 들어 개별 부문의 영업성과와 기업전체의 영업성과와의 차이를 추정하여 부문보고의 정보가치 또는 투자자에게의 'good news' 또는 'bad news'로 이용할 수도 있을 것이다. 또한 주요 부문이 전체기업의 이익 또는 매출액에 기여하는 비중으로 다변화 정도를 측정할 수도 있을 것이다. 셋째, 보다 다양한 자료원을 활용하여 빈도나 분류에 의한 측정을 개선시킬 수 있을 것이다. 마지막으로, 전체 모델을 이끌어낼 수 있는 단일의 이론이 없는 상태이므로 추가적으로 설명이 가능한 변수들을 찾아야 할 것이다.

참 고 문 헌

- Ajinkia, B., "Line of Business Reporting," *Journal of Accounting Research*, (Autumn 1980).
- Allen, S., Accounting Regulation and Insider Trading, Chapter 8, Unpublished Ph. D. Thesis, State University of New York at Buffalo.

- Diamond, D.W., "Optimal Release of Information by Firms," Unpublished Working Paper, (August 1983).
- Dye, R.A., "Disclosure of Nonproprietary Information," *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, No. 1, (Spring 1985).
- Fama, E.F., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, (1980).
- Fama, E. and A. Laffer, "Information and Capital Markets," *Journal of Business*, (July 1971).
- Grant, E., "Market Implications of Differential Amounts of Interim Information," *Journal of Accounting Research*, (Spring 1980).
- Hakansson, N., "On the Politics of Accounting Disclosure and Measurement; An Analysis of Economic Incentives," Supplement to *Journal of Accounting Research*, 1981.
- Hakansson, N., "Interim Disclosure and Public Forecasts; An Economic Analysis and a Framework for Choice," *The Accounting Review*, (April 1977).
- Hirshleifer, J., "The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity," *American Economic Review*, (September 1971).
- Hobgood, G., "Voluntary Disclosure in 1968 Annual Reports," *Financial Executive*, (August 1969).
- Holthausen, R. W., "Evidence on the Effects of Bond Covenants and Management Compensation Contracts on the Choice of Accounting Technique; The Case of Depreciation Switchback," *Journal of Accounting and Economics*, (March 1981).
- Holthausen, R.W., and R. Verrecchia, "The Change in Price Resulting from a Sequence of Information Releases," Unpublished Working Paper, (January 1982).
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, "Theory of Firms; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, (Oct. 1976).
- Leftwich, R.W., "Market Failure Fallacies and Accounting Information," *Journal of Accounting and Economics*, (March 1980).
- Leftwich, R.W., Evidence on the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements," *Journal of Accounting and Economics*, (March 1981).
- Leftwich, R.W., R. Watts and J. Zimmerman, "Voluntary Corporate Disclosure; The Case

- of Interim Reporting," *Journal of Accounting Research*, (Supplement 1981).
- Marshall, J., "Private Incentives and Public Information," *American Economic Review*, (June 1974).
- Pastena, V. and J. Ronen, "Some Hypotheses on the Pattern of Management's Informal Disclosures," *Journal of Accounting Research*, (Autumn 1979).
- Pincus, M., "Information Characteristics of Earnings Announcements and Stock Price Behavior," *Journal of Accounting Research*, (Spring 1983).
- Rappaport, A., *SEC Accounting Practice and Procedure*, 3rd ed., The Ronald Press Company, New York, 1972.
- Rappaport, A. and E.M. Lerner, *Segment Reporting for Managers and Investors*, National Association of Accountants, NY, 1972.
- Ronen, J. and J. Livnat, "Incentives for Segment Reporting," *Journal of Accounting Research*, (March 1981).
- Ross, S., "The Determination of Financial Structure; The Incentive Signaling Approach," *The Bell Journal of Economics*, (Spring 1977).
- Ross, S., "Disclosure Regulation in Financial Markets; Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory," in *Issues in Financial Regulations*, McGraw-Hill, 1979.
- Salamon, G. L. and D. S. Dhaliwal, "Company Size and Financial Disclosure Requirements with Evidence from the Segmental Reporting Issue," *Journal of Business Finance & Accounting*, 7. 4. (1980).
- Smith, C. W. and J. B. Warner, "On Financial Contracting; An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, (June 1979).
- Spence, A.M., *Market Signaling; Information Transfer in Hiring and Related Screening Processes*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1974.
- Stone, A., *Economic Regulation and the Public Interest; The Federal Trade Commission in Theory and Practice*, Cornell University Press, 1977.
- Twombly, J., "The Information Content of Segment Profits," Unpublished Ph. D., Dissertation, University of Chicago, 1980.
- Verrecchia, R., "Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 5, (1983).