

會計情報公示制度和 資本市場會計研究

李昌雨,* Byung T. Ro,** Frederick D.S. Choi***

《目 次》

- | | |
|--------------------------|-----------------|
| I. 序 言 | 3. 회계정보와 할인율 |
| II. 資本市場과 株價資料의 重要性 | V. 公示規制와 會計學研究 |
| III. 株式價格의 決定過程 | 1. 이익예측정보와 공시규제 |
| IV. 會計情報과 株式價格 | 2. 물가수준변동과 공시제도 |
| 1. 회계정보의 관련성 | 3. 이연법인세와 공시규제 |
| 2. 이익, 배당금, 그리고 주식가격의 關係 | VI. 結 論 |

I. 序 言

회계학 연구는 세계 여러나라에서 활발하게 진행되고 있는 바 이는 회계학을 단순히 記帳活動으로만 보지 않고 하나의 積極的인 科學의 形態로 인식하게 됨에 따라 체계적인 연구가 필요하게 된 것에 기인한다. 현재까지의 회계학 연구는 여러가지 형태로 이루어져 왔다. 흔히 선호되는 연구방법으로는 代理理論, 行動科學的 研究, 現場調査, 事實描寫, 歷史的 研究, 資本市場理論 등을 들 수 있다. 이와 같은 여러 형태의 회계학 연구를 통하여 회계정보가 이용자의 意思決定 또는 行動에 미치는 영향에 대한 理解度가 무척 높아졌다.

본 논문의 목적은 과거 20여년에 걸친 자본시장회계연구를 選擇的으로 考察하고 이와 같은 부류의 회계학 연구가 어떠한 役割을 수행하였으며 또한 앞으로의 가능성은 어떠한가에 대하여 논의하고자 하는 것이다. 특히 이 논문에서는 회계학 연구가 상대적으로 활발하게 진행되어 온 미국에서의 회계학 연구의 흐름을 검토함으로써 최근에 활발해진 우리나라의 회계학 연구의 방향과 공헌가능성에 대하여 고찰해보고자 한다.

이 논문을 통하여 본 저자들이 내릴 수 있었던 전체적인 결론은 첫째, 회계정보는 사용

* 서울대학교 經營大學 教授

** 퍼듀대학교 經營大學 博士課程

*** 뉴욕대학교 經營大學 教授

자들을 위하여 제공되고 있으며 회계정보의 생산은 財務情報公示의 過程을 통하여 정보가 용자와 연결되고 있다는 것과 둘째, 회계학에 있어서 理論과 實際는 서로 밀접한 관련이 있으며, 양자의 관계를 분석하는 데에는 실증적 연구가 무척 중요한 역할을 담당하고 있다는 것이다.

이 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 회계학 연구에서의 자본시장과 주가자료의 중요성을 논의하고, 3장에서는 주식가격의 결정과정을 검토하고자 한다. 4장에서는 회계정보와 주식가격의 관계를 보며, 5장에서는 실제로 회계보고와 관련된 규제사항에 대하여 많은 학자들이 연구한 자본시장회계연구의 실제 예를 선택적으로 분석·고찰하고, 6장에서 결론을 정리하고자 한다.

Ⅱ. 資本市場과 株價資料의 重要性

과거 20년간 회계학 연구는 자본시장과 주식가격에 집중적으로 관심을 가지고 행하여졌으며 이와같은 추세는 계속되고 있는 중이다. 자본시장과 주식가격이 연구의 대상이 되는 이유는, 그것들이 갖는 經濟學的 意味때문이라고 볼 수 있다. Beaver(1972)는 자본시장의 역할에 두가지가 있다고 하였다. 첫째, 자본시장을 통하여 所有와 經營의 分離가 이루어진다. 둘째, 자본시장을 통하여 投資者 相互間에 交換이 이루어지며, 現在와 未來의 交換이 이루어지고 있다. 또 하나 중요한 역할로 들 수 있는 것은 자본시장을 통하여 자본이 사용자에게 공급되고 있다는 것이다. 따라서 주식가격은 투자자와 기업들간의 연결고리로서 그리고 자본의 공급과 수요의 관계를 결정한다는 점에서 중요하다고 볼 수 있다. 또한 주식가격은 情報의 集合體의 성격을 가지므로 중요하다고 볼 수 있다⁽¹⁾. 무엇보다도, 주식가격은 투자자(또는 경영자)가 극대화하고자 하는 효용의 크기를 결정한다. 투자자의사결정의 궁극적 목적은 기대 효용의 극대화라고 볼 수 있다. 효용이란 실물재화의 소비 또는 현금의 사용으로부터 창출되는 것이다. 소비의 양은 부의 함수이며 투자자들의 부는 궁극적으로 주식의 가격에 의해 결정되는 것이다. 따라서 투자자들의 기대효용은 주식가격에 달려 있는 것이다.

(1) 情報集合體라는 용어는 rational expectation 이론에서 사용되고 있는 용어이다. 이 이론에 의하면 株式價格은 情報變數로서 주식거래자들이 주식시장에 반영하는 모든 情報를 반영하고 있다는 것이다. 따라서 사적인 정보나 공적인 정보 등 모든 것이 주식의 거래를 통하여 주식가격에 반영되므로 株式의 價格은 株式市場의 관점에서 볼 때 情報의 集合體가 되는 것이다.

만약 어느 개인의 효용이 實物財貨의 消費로부터 직접 얻어질 수 있다면, 주식가격 대신에 실물재화의 소비를 직접 다루지 않는 이유는 무엇인가? 여기에는 몇 가지 이유가 있다. 첫째, 주식가격은 실물시장보다 더욱 效率的이며 安定的인 資本市場에서 결정된다. 그러므로 주식가격은 보다 더 신뢰성이 있다고 볼 수 있다. 둘째, 주식가격은 실물재화의 소비보다는 손쉽게 관찰된다. 따라서 실증연구를 통한 방대한 자료를 축적하여 사용할 수 있으며, 이 점이 자본시장 연구의 특이한 면이라고 보여진다. 본 저자들의 견해로는 경제학이나 통계학 분야 외에는 이와같은 방대한 자료의 축적이 가능한 과학분야가 그리 많지 않을 것이라고 생각된다. 셋째, 주식가격의 형성에 대한 이론들이 풍부하다는 것을 들 수 있다. 이와 같은 원인들과 확립된 자본시장, 그리고 방대한 자료들을 기초로 하여 이론에 대한 실증적 연구가 가능하게 되는 것이다. Beaver(1972)는 주식가격을 사용한 연구가 “회계학 연구의 완전성을 추구하는데에 필요한 요소”라고 주장하며 위의 원인들과 비슷한 근거를 제시하고 있다. 그는 또한 주식가격에 관심을 갖는 연구는 회계학의 목적, 즉 情報利用者에게 經濟的 意思決定에 有用한 財務情報를 제공한다는 것과 일관된다는 주장을 하고 있다.

Ⅲ. 株式價格의 決定過程

투자의사결정과 회계학 연구에 있어서의 주식가격의 중요성을 고려할 때 우선적으로 파악해야 하는 것은 주식가격이 어떻게 결정되는가에 대한 이해이다. 그와 같은 이해를 통하여 어떻게 회계정보가 주식가격에 관련되는가를 생각해 볼 수 있을 것이다.

재무이론에서는 주식의 현재가격이 그 주식의 미래현금흐름의 現價와 일치하는 것으로 이해한다. 투자자들의 관점에서 볼 때 이 현금흐름은 배당금과 투자기간 종료시의 그 주식의 판매가격을 나타내는 것이 된다. 確實性下에서는 現價計算에 필요한 미래의 配當金과 割引率을 알고 있다고 가정한다. 그러므로 확실성하의 현가 계산은 간단한 작업이 된다. 그러나 확실성의 가정은 매우 비현실적이다. 불확실성하의 세계에서는 주식의 현재가격(P_0)은 다음과 같이 결정된다.⁽²⁾

(2) 불확실성하의 가정에서 이루어진 다른 형태의 평가모형들에 대한 검토를 위하여 Ohlson (1990)의 연구를 참조하기 바람

$$P_0 = \frac{E(D_1)}{[1+E(r_1)]^1} + \frac{E(D_2)}{[1+E(r_2)]^2} + \dots + \frac{E(D_n)}{[1+E(r_n)]^n} + \frac{E(P_n)}{[1+E(r_n)]^n} \quad (1)$$

여기서 $E(D^*)$ 는 *기간의 期待配當金, $E(P)$ 는 투자기간 종료시의 주식의 豫想價格, 그리고 $E(r)$ 은 推定割引率이다. (1)식은 配當金資本化模型으로 알려져 있다. 만약, $E(D)$ 가 매기간 같고, $E(r)$ 이 시간에 관계없이 같으며 n 이 無限大로 이어진다면(계속기업의 가정), (1)식은 다음과 같이 기대배당금의 추정할인률에 의한 자본화모형이 된다.

$$P_0 = \frac{E(D)}{E(r)} \quad (2)$$

古典的인 財務理論에서는 $E(r)$ 을 危險要素를 포함한 資本費用 또는 투자가에 의하여 요구되는 收益率로 간주한다. 전형적인 CAPM의 관점에서는 Expected equilibrium rate of return으로 볼 수 있다.⁽³⁾ (2)식에 의하면 현재의 주식가격은 $E(D)$ 와 $E(r)$ 에 의하여 결정되며 기대배당금의 陽의 函數이며 할인률의 陰의 函數이다. (2)식은 주식평가에 있어서 배당금의 역할이 얼마나 중요한가를 보여준다.

Ohlson(1983, 1990)은 배당금이 주식가치의 "窮極的인 決定要因"이며 "배당금만이 주식의 평가에 一般性을 갖는 要因"인 바, 이는 "얼마의 현금흐름이 있는가하는 것만이 궁극적인 관심의 대상이며," "배당금만이 소비될 수 있기" 때문이라고 주장한다.⁽⁴⁾

위와 같이 결정된 주식의 가격은 理論的인 價格이다. 실제의 가격은 市場의 不均衡등의 문제때문에 이론적인 가격과 일치하지 않을 수도 있다. 거래비용, 세금, 그리고 주식투자자들사이의 정보불균형 등이 市場不均衡을 야기하는 요소들로 볼 수 있다. 만약 실제가격이 이론적인 가격보다 더 높다면(낮다면), 주식이 과대(과소)평가되고 있다고 말하게 되는 것이다.

(3) Rubinstein(1973)은 이 두가지 收益率이 서로 어떻게 관련이 되는가 하는 것을 보이고 있다.

(4) Ohlson(1990)은 현금흐름은 배당금과는 달리 株式의 屬性으로 보기에는 적절하지 않다고 주장한다. 왜냐하면, 현금흐름은 未來의 投資가 收益을 創造하지 않는다는 假定을 필요로 하기 때문이다.

Ⅳ. 會計情報와 株式價格

1. 회계정보의 관련성

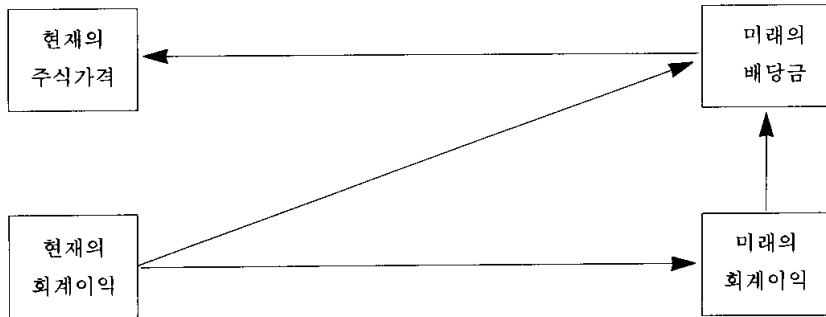
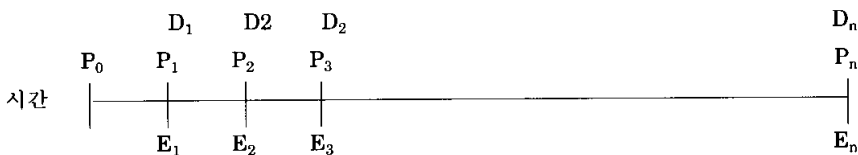
주식가격의 결정요인인 E(D)와 E(r)을 추정하는데 유용한 정보가 회계과정을 통하여 어떻게 제공되는가?

이에 답하기 위해 <그림 1>에 나타난 것과 같이 시간, 배당금, 그리고 관련 주식가격이 표시된 한 계속기업을 가정하기로 한다.

시간을 나타내는 선을 따라서 E₁, E₂ 등으로 표시된 期間利益(회계상)을 표시하였다. 회계이익과 주식가격을 간단히 이해하기 위하여 각 기간의 배당금은 일정하며 100%의 배당률(즉, E(E)=E(D))을 가정하기로 한다면, (1)식과 (2)식은 다음과 같이 이익자본화모형으로 표시된다.

$$P_0 = \frac{E(E_1)}{[1+E(r_1)]^1} + \frac{E(E_2)}{[1+E(r_2)]^2} + \dots + \frac{E(E_n)}{[1+E(r_n)]^n} + \frac{E(P_n)}{[1+E(r_n)]^n} \quad (3)$$

$$P_0 = \frac{E(E)}{E(r)} \quad (4)$$



<그림 1> 이익, 배당금, 주식가격의 관계

이 모형에 의하면 현재주식의 가치는 期待利益의 增加函數이며 割引率에 대한 減少函數로 표현되어, 회계정보가 주식의 가격에 어떻게 관련되는가를 볼 수가 있다. 회계이익과 주식의 가격의 관계를 정립하는 또 하나의 방법은 회계이익을 情報變數로서 간주하는 것이다. 따라서 현재의 회계이익이 미래의 배당금에 대한 충분한 정보를 제공한다고 보는 것이다. [Ohlson (1983, 1990) 참조]. 바꾸어 말하면, 회계이익은 미래의 배당금 또는 未來의 配當金 支給能力의 尺度가 된다. 이와 관련된 회계이익의 중요성에 대하여 Ohlson (1983)은 “회계이익은 價値決定의 궁극적 요소-즉, 미래의 배당금-에 대한 情報를 포함하기 때문에 현재의 가치에 영향을 미친다”고 주장한다. 그는 또 1990년의 논문에서 가치평가의 요소인 (순수한) 회계이익은 자본화된 배당금과 같은 값을 갖는다고 주장하고 있다. 또한 情報變數로서의 회계이익은 주식의 가치를 결정하기에 충분하다는 것이다. 실제로 배당금의 지급에 대한 정보의 공시는 일반적으로 회계이익정보의 공시에 뒤따르고 있으며 배당금 금액의 크기는 회계이익을 고려하여 결정된다. 따라서, 회계이익이 앞으로 지급될 배당금에 대한 정보로서 사용될 수 있으며, 주가가격의 평가와 관련되는 것이다.

(4)식은 다음과 같이 ex ante E/P비율로 바꾸어

$$E(r) = \frac{E(E)}{P_0} \quad (5)$$

로 쓸 수 있다. (5)식은 주식의 기대수익률은 기대이익을 주식의 현재가격으로 나눈 것이라는 것을 뜻한다. Ex post의 관점에서의 비율은 $r = E/P_0$ 가 된다. P/E(또는 E/P)비율은 회계정보와 주가가격을 연결시키는 가장 중요한 변수이다. 더욱 일반적으로 말해서, 會計情報가 資本市場에 도달되는 가장 중요한 통로가, 바로 이 비율이 된다는 것이다. 이와 같은 이유에서 P/E비율은 투자가들에 의해 면밀히 관찰되고 있는 것이다.

2. 利益, 配當金, 그리고 株式價格의 關係

이익, 배당금, 그리고 주가가격의 相關關係에 대한 논의는 Beaver(1989)의 연구에 자세히 전제되고 있다. 현재의 주가가격은 미래의 배당금(현금흐름)에 의하여 결정되고, 미래의 배당금은 현재와 미래의 이익에 의하여 결정된다. 미래의 배당금을 추정하고 현재의 주가가격을 측정하기 위하여는 현재의 이익을 알아야 할 뿐만 아니라 미래의 이익을 예측해야 할 필요가 있다. 미래의 이익은 미래의 배당금과 관련된다. 재무관리에서의 연구는 株價와 配當金의 관계에 집중되고, 회계학의 연구에서는 직접적으로 또는 배당금을

통한 간접적인 방법으로 이익과 株式價格의 관계에 집중되고 있다. 이상의 논점들은 <그림 1>에 요약되어 있다.

現在와 未來의 利益

현재의 이익은 同一한 時系列過程에 있다는 관점에서 미래의 이익과 관련된다. 그러나, 미래의 이익을 알기 위해서는 현재와 과거의 이익을 알아야 하며, 매출액 전망 또는 소속 산업들의 전망 등과 같은 다른 정보도 중요한 변수들이다. 현재의 이익은 알 수 있지만, 미래의 이익은 그렇지 않다. 그러므로, 미래의 배당금을 측정하기 위해서는 미래의 이익을 예측해야 할 필요가 있다. 이익예측에 대한 연구는 회계학 분야에서 가장 활발하게 연구가 이루어진 분야이다. 이와 관련된 연구주제들로서 單純模型豫測, 投資分析家의 豫測, 經營者의 豫測 등을 들 수 있다. 이익의 自動相關문제, 이익의 持續性여부, 그리고, 永久利益(permanent earnings)과 一時的 利益(transitory earnings)요소로 분류하는 연구들도 이익의 예측과 관련된 것들이다.

財務分析家들은 이익을 예측하는데 있어서 전문가들이다. 대기업들은 재무분석가에 의하여 면밀한 관찰 분석의 대상이 되고 있는 바(보통 한 기업당 20명 내지 30명), 재무분석가들은 이들 기업의 이익을 예측하는데에 유용한 정보를 얻고자 노력한다. Nelson's Directory of Investment Research(1988)에 의하면, 1987년 매출액이 \$34.09 billion인 AT&T사가 67명의 분석가에 의하여 관찰 분석이 되고 있다고 한다. 같은 해에 매출액 규모가 \$51.25 billion인 IBM도 69명의 분석가가 뒤쫓고 있다고 한다. 이익예측의 중요성 때문에 몇몇 기관들은 많은 상장회사들에 대한 이익예측정보를 발간하고 있다. 예를 들어, Lynch, Jones, & Ryan 회사는 IBES자료 테이프에 약 7,600개 회사에 대한 이익예측정보를 신고 있으며(1991년 4월기준), 매월 개정되고 있다. Value Line Investment Survey도 약 1,500개 회사의 年間 및 分期別 利益豫測을 발간하여 분기마다 개정하고 있다.

Bernard와 Thomas(1990)는 현재이익과 미래이익의 관계를 조사연구하였다. 이들의 연구결과에 의하면 현재이익이 미래이익과 높은 상관관계를 갖는 것으로 나타나고 있다.

未來利益과 未來配當金

미래이익과 미래배당금의 관계는 <그림 1>에서 보는 바와 같이 회계정보가 배당금 또는 주식가격과 연결되는 고리가 되므로 주식가격을 측정하기 위해서는 중요한 문제이다. 그러나, 이 분야에 관한 연구는 많지 않다. 한가지 이유는, 많은 기업들이 비록 이익수치의 변동폭이 심하다고 할지라도 기간별로 안정된 배당금 금액을 유지하고자 하므로 이익과

배당의 관계는 매우 일정하게 되기 때문이다.

그러므로, 일단 미래이익을 알게 되면 미래 배당금을 예측하는 것은 그리 어렵지 않다. Ohlson(1983, 1990)의 연구들은 미래이익과 미래배당의 관계에 대하여 어느 정도 다루고 있으나, 情報工學的 次元에서 間接的으로만 이루어지고 있다. Beaver(1989, 4장)는 미래이익이 미래의 배당금과 統計的으로 關聯이 있다면, 미래이익이 중요한 정보라고 주장한다. 또한 그와 같은 통계적 관계는 이익이 미래의 배당금 지급능력을 나타내는 指標라는 주장을 뒷받침한다고 하고 있다.

現在利益과 未來配當

현재이익은 미래의 배당금 또는 미래의 배당금 지급능력을 나타내는 지표라는 것을 위에서 언급하였다. 현재이익과 미래의 배당금과의 관계에 대하여는 Ohlson(1983, 1990)과 Beaver(1989) 등에 의하여 연구되었다. Ohlson(1983)은 현재의 배당금이 미래의 배당금에 대한 정보를 갖지 않을 수 있으나 현재이익은 미래의 배당금에 대한 예측, 따라서 株式評價의 目的으로서는 충분한 정보를 갖고 있다고 주장한다.

現在의 株式價格과 未來利益

현재의 주식가격과 미래이익의 관계에 대하여는 최근 활발한 연구가 진행되어 왔다. 이곳에서는 주식가격이 rational expectation 이론에서 말하는 情報變數(情報集合體)로서 모든 투자관계자들이 주식시장에 쏟아 넣는 정보를 나타내고 있는 것으로 본다. 따라서, 주식가격은 이와 같은 정보의 전부 또는 일부분을 나타내고 있는 것으로 믿어지며 미래이익의 예측에 대하여 관련성을 갖는 바, 이는 미래이익이 주식가격에 영향을 미치는 동일한 요소에 의하여 영향을 받기 때문이다. 바꾸어 말하면, 주식가격은 미래이익에 대한 unbiased predictor라는 것이다. Beaver, Lambert, Morse(1980)의 연구는 이러한 관점에서 이익과 주가와의 관계를 조사한 첫번째 연구이다. 그들의 연구결과에 의하면 價格情報를 사용한 이익예측이 Random Walk with a drift 모형에 근거한 예측보다 더 정확한 것으로 나타났다. Collins, Kothari, Rayburn(1987)도 이와 비슷한 연구결과를 발표한 바 있다.

Bernard와 Thomas(1990)는 주식의 현재가격과 미래이익의 관계를 조금 다른 관점에서 분석하고 있다. 그들은 이익의 時系列形態가 單純期待值(a seasonal random walk)와 차이가 나는 것을 주식가격이 반영하지 못한다는 가정을 검증하고 있다. 검증결과에 따르면, 시장가격이 이익에 대한 기대치를 반영하며 따라서 미래이익에 대한 주식가격의 반응이 예측가능한 것으로 나타났다.

會計利益과 現在の 株式價格

회계학에서 가장 집중적으로 연구되어 온 분야는 아마도 이익과 주식가격 또는 이익과 수익률과의 관계일 것이다. 이 분야의 연구는 전형적으로 利益公示의 情報性과 단기간 동안에 걸친 利益反應係數에 대하여 이루어지고 있다. 비교적 긴 기간에 걸친 상관관계에 대해서도 연구가 행해졌다. 이 분야의 연구들로서는 Ball과 Brown(1968), Beaver(1968), Beaver, Clarke, 그리고 Wright(1979), 또한 Collins와 Kothari(1989)를 들 수 있다. 최근에는 이 분야의 연구에서 檢證方法上的 進歩를 가져오고 있으며 연구대상주체가 더욱 세밀하게 되어 가고 있음을 볼 수 있다.

이 분야에 관련된 실증연구의 결과는 세가지로 요약할 수 있다. 첫째, 현재이익과 주식가격의 관계는 企業의 規模[Atiase(1985), Freeman(1987) Ro(1988) 등], 利益公示時期[Chambers and Penman(1984), Kross and Schroeder(1984)], 利益持續性[Kormendi and Lipe(1987), Easton(1985), Easton and Zimijewski(1989)]에 따라 달라진다. 둘째, 현재이익에 내포된 정보는 이익이 공시될 때 주식가격에 완전히 반영되는 것이 아니고 이익공시후에도 주식가격이 조정되고 있다. 이같은 현상을 이익공시의 '公示後 效果(post announcement effect)' 라고 한다. [Bernard and Thomas(1989)] 셋째, 이익과 수익율의 관계는 非線形的(nonlinear)이다. Das and Lev(1991), Freeman and Tse(1991), 그리고 Beneish and Harvey(1991) 등 많은 연구들이 양자의 관계가 'S자형' 이라고 발표하고 있다.

3. 會計情報과 割引率

지금까지는 이익과 주가의 관계를 (2)식에서의 기대배당금 $E(D)$ 와 (4)식에서의 기대이익 $E(E)$ 과 관련하여 분석해 보았다. 앞에서 언급한 관계식들에 의하면 현재의 주식가격은 $E(D)$ 뿐만 아니라 할인율 $E(r)$ 의 함수라는 것을 뜻하고 있다. 이 할인율은 미래의 배당금의 크기 (현금흐름)뿐만 아니라 이 현금흐름의 유동성을 반영한다. 더욱 일반적으로 표현한다면, 株式의 危險과 收益率에 대한 特性들을 반영하고 있는 것으로써, 전형적 CAPM하의 expected equilibrium rate of return과 같은 것으로 볼 수 있다. CAPM에 의하면 주식의 수익율은 無危險收益率과 주식의 危險프리미엄의 합계가 되는데, 주식의 위험프리미엄은 그 주식의 베타위험의 직접함수인 것이다. CAPM에서는 베타위험이 주식의

기대수익율을 결정하는, 분석대상기업과 관련된 유일한 요소이다. 그렇다면 회계정보는 이 베타위험을 측정하는데 유용한가?

많은 연구들이 회계정보가 베타위험을 측정하는데에 유용하다고 보이고 있다. [Beaver, Kettler, Scholes(1970), Beaver and Manegold(1975), Bowman(1979) 등] 예를 들어, Beaver, Kettler, Scholes는 회계정보를 근거로 한 危險測定值, 특히 配當率, 負債比率, 利益의 流動性, 그리고 회계베타(Accounting beta)가 베타위험과 높은 상관관계를 갖는다고 발표하고 있다. 최근에는 Chandra and Ro(1991)가 이연법인세정보가 베타위험과 높은 상관관계가 있으며 따라서, 베타위험을 측정하는데에 유용하다고 발표하였다.⁽⁵⁾ 이와 같이 볼 때, 회계정보는 CAPM하의 베타위험측정을 통하여 E(r)을 측정하는데에 유용한 것으로 볼 수 있다.

V. 公示規制와 會計學研究

이 장에서는 會計情報公示에 關한 規制가 회계학분야에서의 연구와 어떠한 관계가 있는가를 보고자 한다. 즉, 회계학의 연구가 公示制度가 투자활동과 주식가격에 미치는 영향에 대하여 어떠한 결과를 보이고 있는가하는 문제를 검토하고자 한다. 과거 20년간의 공시규제의 양은 무척 방대하므로 그들 모두를 이 논문에서 검토하기란 불가능하다. 그러므로, 미국의 경우에 한하여 세가지 분야를 선택하여 논의하고자 한다. 첫째, 利益豫測情報의 公示, 둘째, 物價水準變動會計, 그리고 셋째, 移延法人稅 會計處理分野이다.

1. 利益豫測情報와 公示規制

앞에서 투자자들에게는 이익예측정보가 중요하다는 것을 보았다. 기업들로 하여금 어떠한 형태의 이익예측정보라도 제공하도록 하기 위하여 1973년 SEC는 상장기업이 SEC에 제출해야 하는 등록서류 중 利益豫測情報를 포함하도록 하였다. 이와 같은 정보를 경영자의 이익예측정보라고 부르고 있다. 이같은 이익예측정보의 공시가 자발적인 것에 그쳤지만, 1975년에는 強制規定으로 바뀌었다. 그러나, 다시 1976년 4월에는 예측의 어려움과 질적인 문제에 관한 우려때문에 예측정보의 공시가 비강제규정으로 다시 바뀌도록 건의되

(5) 移延法人稅의 성격에 관하여는 많은 논쟁이 있어왔다. 이연법인세가 負債의 한 形態라는 說과 단순한 移延項目으로 보는 說, 그리고 評價計定이라는 說 등이 그것이다. FASB 96에서는 負債라는 개념을 도입하고 있으나 그이전의 APB意見書 II에서는 移延項目으로보고 있다.

었고, 1978년 11월에 Securities Act Release No. 5992에서 自發的 規定이 되었다. 또한 충분치 못한 예측정보와 관련하여 발생할 수 있는 責任(즉, 주주집단에 의한 소송제기)으로부터 보호하기 위하여 1979년에는 Safe Harbor Rule이 SEC에 의하여 제정되었다.

그러면, 경영자들은 왜 利益豫測情報를 자발적으로 公示하고자 하는가? 이에 대한 이유들에 대해서는 Ajinkya and Gift(1984), 그리고 Han and Wild(1991)의 연구가 있다. 첫째, 경영자들은 재무분석가의 부정확한 이익예측이 그들의 기업에 惡影響을 미칠 가능성을 줄이고자 한다. 둘째, 경영자들은 일반적으로 투자가집단과 좋은 관계를 맺고자 하며 그렇게 하기 위한 방법중의 하나로서 그들 자신의 예측정보를 公示한다. 셋째, 경영자들은 私人的 情報를 소유한 투자자들의 상대적 유리함과 그와 같은 정보를 소유하지 못한 투자자들의 상대적 불리함을 줄이기를 원한다는 것이다.

많은 연구가 경영자의 이익예측, 재무분석가의 이익예측, 그리고 단순모형에 의한 이익예측과 관련되어 행해졌다. 이 분야의 연구주제들은 (1)자본시장이 경영자의 이익예측정보를 통하여 재무분석가의 이익예측정보의 잘못된 부분을 수정하며, 評價對象 企業에 대한 예측을 再調整하는가?[Ajinkya and Gift(1984)] (2) 經營者의 이익예측정보가 利益과 賣出額豫測에 대한 정보의 公示보다 가격에 대한 情報效果가 더 클 것인가?[Han and Wild(1991)] (3) 이익예측정보를 公示하는 기업의 경우에 주식의 가격이 더 오를 것인가? (4) 경영자의 이익예측정보가 재무분석가의 예측보다 더 正確한가?[Lev and Penman(1990)] (5) 투자자들은 경영자의 이익예측정보를 더 신뢰하며 실제의 利益公示때보다 주식의 價格變動이 크게 되는가? [Pownall and Waymire(1989)]등과 같은 것이다. 위의 연구결과에 의하면 위의 문제에 대하여 모두 긍정적으로 결과가 나타나고 있다. 전체적으로 판단하여 본다면, 利益豫測에 관한 公示規制는 그 근본취지와 부합되고 있다고 보여진다. 실제로, 많은 기업들이 일년에 한번씩 이익예측정보를 자발적으로 公示하고 있다. 이중 計量的인 豫測情報도 있고 또한 敘述形의 豫測情報도 있다.

2. 物價水準變動과 公示制度

물가수준변동에 관한 회계처리에 대하여는 1970년대 이전에도 조금씩 되어 왔다⁽⁶⁾. 그러나, 당시의 주된 관심사는 歷史的 原價基準 등과 같이 資產評價와 관련된 문제에 대한 것이었다. SEC가 1976년에 ASR 190을 발표하면서부터 물가수준변동회계의 초점은 개

(6) APB 意見書 3번 참조.

별적인 물가변동과 일반물가변동, 그리고 자본시장에의 영향 등을 포함하는 것으로 모아졌다. ASR 190에 의하여 10-K보고서에 일반물가수준과 개별물가수준의 변동사항이 반영된 資産價値등에 대한 情報의 公示가 要求되었다. 자세히 말하자면, 10-K보고서의 주석사항으로서 다음의 내용들을 공시할 것을 규정하였다.

(1)매 회계년도말 재고자산과 생산관련 자산의 現行代替原價推定額, (2)현행대체원가에 의한 減價償却費와 賣出原價, (3)현행대체원가의 決定方法이다. 이같은 강제규정은 회계학역사에서 가히 획기적인 계기가 되었다.

SEC는 현행대체원가자료를 통하여 투자자들이 인플레이션하의 기업의 경제상태에 관련된 정보를 얻을 수 있으며 따라서 투자자에게 유용한 정보라고 주장한다. 현행대체원가자료의 작성 및 공시에는 많은 비용이 든다. Bastable(1977)의 연구에 의하면, 1976 회계년도에 ASR 190의 규정을 준수하기 위한 비용은 기업당 \$5,000에서 \$800,000에 이르는 것으로 나타났다. SEC의 주장처럼 ASR 190의 규정에 의하여 공시되는 현행대체원가자료가 투자자들에게 새로운 유용한 정보를 제공하는가에 관하여 많은 연구가 행해졌다. 대표적인 연구들인 Beaver, Christie, and Griffin(1980), Gheyara and Boatsman(1980), 그리고 Ro(1980)등은 현행대체원가가 그와 같은 새로운 情報를 제공하지 못하였다고 결론짓고 있다. 이 같은 결론은 첫째, 현행대체원가자료가 주식의 위험성 및 수익율분석에 관련성이 없어서 투자자들에게 새로운 정보를 제공하지 않았거나 둘째, 현행대체원가에 의해 제공되는 정보가 非會計情報를 통하여 투자자들에게 이미 알려졌다는 것을 의미한다.

ASR 190은 1979년에 FASB Statement No. 33에 의하여 대체되었으며, 測定과 公示에 관한 規制內容은 그후 여러 Statement에서 개정되었다. [FASB Statement 39(1980), 40(1980), 41(1980), 46(1981), 54(1982), 70(1982), 그리고 82(1984)참조] 이 기간동안 Statement No.33자료가 株式價格에 대한 情報性이 있는가에 관해 많은 연구가 이루어졌으나, 몇몇 소수의 연구들을 제외하고는 이 정보가 주식가격을 설명·예측 하는데 유용한 새로운 정보를 제공하지 않은 것으로 결과가 나타났다. 이와 같은 일관된 연구결과에 의하여 FASB는 物價水準變動과 관련된 會計情報公示規制를 再檢討하게 되었으며, 1986년에 발행된 Statement No. 89에서는 물가수준변동의 영향을 반영한 회계정보의 繼續的인 公示를 選好하고 있으나 이는 自發的인 公示로 바뀌게 되었다. 이와 같이, 물가수준변동에 대한 회계학연구의 경우는 학자, 실무자, 그리고 규제기관들이 자본시장을 위한

공시제도의 목적을 성취하기 위하여 서로 협력하여 이루어낸 좋은 예라고 볼 수 있다.

3. 移延法人稅와 公示規制

이연법인세에 관한 회계는 학자와 실무자들 모두에게 중요한 관심사이다. 1987년에 발행된 FASB Statement 96은 1988년부터 유효하도록 되어 있었으나, 公示規制의 複雜性과 그 공시제도가 재무제표에 미칠 否定的인 影響에 대한 기업의 반발때문에 1993년부터 유효하도록 바뀌었다.

1944년에 발행된 ARB No.23에서 美國公認會計士會는 기업의 법인세의 회계처리지침을 규정하고 있다. 이 같은 회계처리지침은 1952년 ARB 42, 1953년 ARB 43에서 개정되었다. APB OPINION 11(1967)에서 또 다시 改定되었으며 關聯資料의 公示擴大가 規定되었다. APB OPINION 11에 의하면, 이연법인세는 재무회계와 세무회계간의 收益의 認識時期가 다르기 때문에 발생하게 된다. 이같은 인식시기의 차이는 재무회계하에서는 수익으로 인식되는 매출액이 과세대상이 되지 않거나 또는 그 반대의 경우, 또한 비용의 인식의 경우에서의 비슷한 상황등에 의하여 발생하게 된다. OPINION 11에 의하면 인식시기의 차이는 미래의 회계기간으로 移延되며 償却되게 된다. 비록 OPINION 11에서 이연법인세를 移延計定으로 규정하고 있으나 많은 기업들은 貸借對照表上의 負債로 보고하고 있다. 이같은 이연법인세의 금액은 많은 기업의 경우 점점 증가하고 있다.

移延法人稅의 性格에 관하여는 많은 상반된 견해들이 있다. FASB Statement 96에 의하여 채택된 견해에 의하면, 이연 법인세는 負債의 性格을 갖으나, OPINION 11에 의할 경우에는 評價計定이 된다. 移延法人稅의 性格規定問題를 떠나, SEC는 ASR 149(1973)에서 이 항목이 미래의 현금흐름에 영향을 주기 때문에 유용한 정보로 간주하여 10-K 보고서에 公示하도록 규정하고 있다.

최근의 연구로서 Chandra and Ro(1991)는 OPINION 11의 규정에 의하여 공시된 이연법인세가 普通株式의 베타危險을 測定하는데에 有用한가하는 것을 실증분석하였다. 이에 따르면, 이연법인세와 베타위험과는 음의 상관관계를 갖는다. 즉, 이연법인세가 클수록 베타위험이 작다는 것이다. 이 연구의 결과가 뜻하는 것은 이연법인세가 보통주식의 위험을 감소시키는데, 이것은 자본시장이 이연법인세는 영구적인 세금절약으로 간주하기 때문일 것이라는 것이다.

VI. 結 論

앞에서 자본시장의 중요성, 주식자료의 중요성을 살펴보고 자본시장에서의 주식가격의 결정과정을 검토하였으며, 뒤이어 회계정보와 주식가격의 상관관계에 대한 연구들을 검토하고 회계정보공시제도와 관련된 자본시장회계연구의 몇 분야를 검토하였다. 이 과정을 통하여, 회계정보는 사용자들과 재무정보공시의 과정을 통하여 연결되고 있으며, 회계학 연구에서의 이론과 실제적인 사회현상은 서로 밀접한 관련이 있다고 판단되었다. 즉, 회계정보의 유용성이 자본시장에 바탕을 둔 회계학의 실증적 연구에 의하여 검증이 되며, 이는 다시 공시제도에 영향을 미치는 관계가 있다는 것을 보았다.

이와 같이 자본시장회계연구는 공시제도와 관련하여 많은 공헌을 해 오고 있다. 그러나, 아직도 계속 연구되어야 할 분야는 적지 않은 것으로 보인다. 또한 최근에는 자본시장의 국제화등을 통하여 회계공시제도가 국제적 차원에서 어떠한 의미를 갖는가에 대한 연구가 필요한 시점이라고 보아진다. 물론 회계학연구를 국제적 자본시장의 수준으로 끌어올린다는 것은 쉬운 일은 아니다. 하지만, 국제적인 차원에서의 자본시장회계연구는 앞으로 많은 관심을 가져야 할 중요한 분야가 될 것이라고 믿어 의심하지 않는 바이다.

참 고 문 헌

- Abel, R.A Comparative simulation of German and U.S accounting principles. *Journal of Accounting Research* 7(Spring,1969). pp.1-11.
- Ajinkya, B.B., and M.J. Gift, "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations," *Journal of Accounting Research* (Autumn 1984), pp.425-444.
- Atiase, R.K., "Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research* (Spring 1985), pp. 21-36.
- Ball, R., and P.Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research* (Autumn 1968), pp.159-178.

- Beaver, W.H., "The Information Content of Annual Earnings Announcements," Empirical Research in Accounting: Selected Studies, Supplement to Journal of Accounting Research, 1968, pp.67-92.
- Beaver, W.H., "The Behavior of Security Prices and Its Implications for Accounting Research(Method)," in *Report of the Committee on Research Methodology in Accounting*, Supplement to Accounting Review, 1972, pp.407-437.
- Beaver, W.H., *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Second Edition, Prentice Hall, 1989.
- Beaver, W.H., A.A. Christie, and P.A. Griffin, "The Information Content of SEC Accounting Series Release No.190," Journal of Accounting and Economics (August 1980), pp.127-157.
- Beaver, W.H., R.Clarke, and W.F.Wright, "The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors," Journal of Accounting Research (Autumn 1979), pp.316-340.
- Beaver, W.H., P. Kettler, and M.Scholes, "The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures," Accounting Review (October 1970), pp. 654-682.
- Beaver, W.H., R. Lambert, and D.Morse, "The Information Content of Security Prices," Journal of Accounting and Economics (March 1980), pp.3-28.
- Beaver, W.H., and J. Manegold, "The Association Between Market-Determined and Accounting-Determined Measures of Systematic Risk:Some Further Evidence," Journal of Financial and Quantitative Analysis (June 1975), pp.231-276.
- Beneish, M.D., and C.R.Harvey, "The Specification of the Earnings>Returns Relation," Working Paper, Duke University, 1991.
- Bernard, V.L., and J.K. Thomas, "Post-Earnings-Announcement Drift:Delayed Price Response of Risk Premium?" Supplement to Journal of Accounting Research,1989, pp.1-36.
- Bernard, V.L., "Evidence That Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings," Journal of Accounting and Economics (December 1990), pp.305-340.

- Bowman, R.G., "The Theoretical Relationship Between Systematic Risk and Financial (Accounting) Variables," *Journal of Finance* (June 1979), pp.617-630.
- Chambers, A.E., and S.H. Penman, "Timeliness of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research* (Spring 1984), pp.1-20.
- Handra, U., and B.T. Ro, "Deferred Income Tax Information and Common Stock Risk Assessment," Working Paper, Purdue University, 1991.
- Collins, D.W., and S.P. Kothari, "An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients," *Journal of Accounting and Economics* (July 1989), pp.143-181.
- Collins, D.W., S.P. Kothari, and J.D. Rayburn, "Firm Size and the Information Content of Prices with respect to Earnings," *Journal of Accounting and Economics* (July 1987), pp.139-157.
- Das, S., and B. Lev, "The Return-Earnings Relation is Nonlinear and Asymmetric," Working Paper, University of California at Berkeley, 1991.
- Davidson, S. and J. M.Kohlmeier. "A measure of the impact of some foreign accounting principles". *Journal of Accounting Research* 4 (Autumn,1966). pp.183-212.
- Easton, P., "Accounting Earnings and Security Valuation, Empirical Evidence of the Fundamental Links," *Supplement to Journal of Accounting and Economics* (July 1989), pp.117-141.
- Easton, P., and M.E. Zmijewski, "Cross-Sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcement," *Journal of Accounting and Economics* (July 1989), pp.117-141.
- Fitzerald, R.D., A.D. Sticker and T.R. Watts, "International Survey of Accounting Principles and Reporting Practices." Ontario, Canada:Price Waterhouse International. 1979.
- Freeman, R.N., "The Association Between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms," *Journal of Accounting and Economics* (July 1987), pp. 195-228.
- Freeman, R.N., and S.Y. Tse, "A Nonlinear Model of Security Price Response to Unexpected Earnings," Working Paper, University of Texas at Austin, 1991.

- Gheyara, K., and J. Boatsman, "Market Reaction to the 1976 Replacement Cost Disclosures," *Journal of Accounting and Economics* (August 1980), pp.107-125.
- Han, J.C.Y., and J.J. Wild, "Stock Price Behavior Associated with Managers' Earnings and Revenues," *Journal of Accounting Research* (Spring 1991), pp.79-95.
- Kormendi, R., and R. Lipe, "Earnings Innovation, Earnings persistence, and Stock Returns," *Journal of Business* (July 1987), pp.323-345.
- Kross, W., and D.A. Schroeder, "An Empirical Investigation of the Effect of Quaterly Earnings Announcement Timing on Stock Returns," *Journal of Accounting Research* (Spring 1984), pp.153-176.
- Lafferty, M. *World Accounting Survey*. London: Financial Times, 1980.
- Lev, B., and S.H. Penman, "Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock-Prices," *Journal of Accounting Research* (Spring 1990), pp.49-76.
- Ohlson, J.A., "A Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flow, and Earnings," *Contemporary Accounting Research* (Spring 1990), pp.648-676.
- Ohlson, J.A., "Price Earnings Ratios and Earnings Capitalization Under Uncertainty," *Journal of Accounting Research* (Spring 1983), pp.141-154.
- Pownall, G., and G.Waymire, "Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts, 1967-73," *Journal of Accounting Research* (Autumn 1989), pp.227-245.
- Ro, B.T., "Firm Size and the Information Content of Annual Earnings Announcements," *Contemporary Accounting Research* (Spring 1988), pp.438-449.
- Ro, B.T., "The Adjustment of Security Returns to the Disclosure of Replacement Cost Accounting Information," *Journal of Accounting and Economics* (August 1980), pp.127-157.
- Rubinstein, M., "A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory" *Journal of Finance* (March 1973), pp.167-181.
- Waymire, G., "Additional Evidence in the Accuracy of Analyst Forecasts Before and After Voluntary Management Earnings Forecasts," *Accounting Review* (January 1986), pp. 129-142.