

투자회사-피투자회사의 정보포함과 정보이전

Investor-Investee Information Content and Transfers

최 초 논문접수일 : 94. 4

수정본 접수 일 : 94. 7

논 문 게재확정일 : 94. 8

권 수 영*

초 록

이 연구는 피투자회사의 이익보고와 관련하여 투자회사-피투자회사간에 정보포함/이전이 있는지를 분석하였다. 피투자회사에 의한 이익보고는 피투자회사의 주가의 변화를 통하여 투자회사의 투자자산을 재평가하는 정보를 전달할 뿐만 아니라, 투자회사의 미래현금흐름에 영향을 미칠수 있는 투자회사의 경제적 상태에 관한 정보를 전달하는 것으로 나타나고 있다. 또한 투자회사가 피투자회사를 지배할 수 있을 때 정보이전이 강력하게 관찰되고 있다. 이러한 결과는 특정 이익예측모형이나 선형성가정, 정보이전계수의 추정시점 또는 집중과 혼란효과 등에 의해 초래되지 않은 것으로 보인다.

* 고려대학교 경영대학 조교수

I. 서론

이 논문에서는 피투자회사의 이익보고가 투자회사의 주가에 미치는 영향을 조사한다. 기업 i 와 기업 j 가 동종업종에 있거나, 어떤 경제적 공존관계에 있을 때, 기업 j 의 이익보고는 기업 i 의 주가에 영향을 미칠 수 있으며 이를 정보이전이라고 한다. 이러한 점에서 이 연구의 상황은 전형적인 정보이전의 유형으로 보인다. 그러나 피투자회사의 이익발표시 투자회사의 주식 수익률의 변동은 정보의 이전이 일어났다고 볼 수 있지만 피투자회사의 주가변화로 인하여 투자회사의 지분을 만큼 투자회사의 투자자산가치가 변했기 때문일 수도 있다.

효율적 시장하에서 피투자회사의 이익보고시 피투자회사의 주가에 반영되는 가치변동은 투자회사의 투자자산의 가치변동을 통하여 투자회사의 가치변동을 초래한다. 결국 피투자회사의 이익보고시 투자회사의 주가는 반응을 보일 것으로 예상된다. 이러한 경우에는 정보의 이전이 일어난 것이 아니라 투자회사의 대차대조표상에 자산가치의 변동에 대한 정보를 반영하는 것일 뿐이다.

반면에 피투자회사의 이익보고가 투자회사의 경제적 상황에 대하여 시장참여자가 그들의 기대치를 수정할 수 있는 정보를 제공한다면 정보이전이 일어난다고 할 수 있다. 예를 들어, 투자회사의 고객기업인 피투자회사의 이익보고는 공급업체인 투자회사의 원가나 판매량 또는 시장의 총수요를 예측할 수 있는 정보를 전달할 수 있다. 투자회사-피투자회사의 경제적 관계에 따라 피투자회사의 이익이 전달하는 정보도 다를 것으로 예상되기 때문에 정보이전도 두 실체간의 경제적 관계를 고려하여 측정하여야 할 것이다.

투자회사-피투자회사 관계에서 과연 정보포함(information content) 이외에도 정보이전의 요소가 있는지를 조사하기 위하여, 첫째 지분법사용 투자회사가 피투자회사보다 이익보고일이 빠른 경우를 고려하여 정보포함의 요소를 통제 한 후에 정보이전을 검정하였다. 지분법사용 투자회사는 피투자회사의 보고된 이익의 지분을만큼 투자회사의 이익에 포함시키므로, 투자자산의 시장가치의 변화는 이미 투자회사의 이익보고시에 지분법사용 투자회사의 이익에 반영되어 있다.¹⁾ 따라서, 정보이전이 없고 시장이 효율적이라고 가정할 경우 투자자산 관

1) 반면에, 원가법은 피투자회사에 의해 배당이 선언된 경우에만 이익을 인식한다. FASB는 투자회사의 지대한 영향력을 행사할 수 있으나에 따라 장기투자자산에 대한 회계처리방법을 선택하도록 하고 있다.

런 정보는 이미 반영되었기 때문에, 피투자회사의 이익보고시 지분법사용 투자회사의 주가변화는 없어야 한다. 만약 유의한 주가변동이 관찰되면 피투자회사의 이익보고시 투자자산의 가치변동 이외의 정보이전이 일어남을 나타낸다고 볼 수 있다.

둘째, 효율적 시장하에서 정보이전이 없다고 가정할 때 피투자회사 이익보고시 투자회사의 주식반응이 투자자산의 가치변동만을 나타내는 것이라면 투자회사-피투자회사의 경제적 관계와는 상관없이 일어나야 한다. 투자회사의 주식반응정도가 투자회사-피투자회사의 경제적 관계에 따라 달라진다면 이러한 경제적 관계가 투자회사의 미래현금흐름에 미치는 정보를 전달한다고 볼 수 있으며 이는 곧 정보이전이 일어난 것이다.

투자회사-피투자회사의 경제적 관계를 파악하기 위해 상호의존관계, 부의 이전, 그리고 분산투자효과 등의 투자자산의 보유목적에 고려한다. 상호의존효과는 피투자회사의 이익보고가 투자회사를 둘러싸고 있는 경제적인 제반여건을 시사하는 정보를 전달하는 것을 일컫는다. 부의 이전효과는 투자회사가 피투자회사에 대한 지배력이 있을 때 투자회사가 피투자회사의 다른 주주들을 희생시키더라도 부를 피투자회사에서 투자회사로 옮길 수 있음을 나타낸다. 분산투자효과는 투자회사가 관련이 없는 사업에 투자함으로써 위험을 분산시키려는 동기를 나타낸다.²⁾

정보이전은 실제이익(Foster [1981]와 Clinch와 Sinclair [1987]), 매출보고(Olsen과 Dietrich [1985]) 그리고 경영자의 이익예측발표(Baginsky [1987], Han, Wild 및 Ramesh [1989]와 Pownall 과 Waymire [1989])의 상황에서 연구되었다. 이 논문에서는 투자회사-피투자회사 정보이전에 초점을 맞추어 다음 세가지 면에서 정보이전에 대한 이해를 한층 높일 수 있다고 본다.

첫째, 이러한 투자회사-피투자회사에 대한 연구는 정보포함과 정보이전의 요소를 지니고 있는 회계정보를 조사할 수 있는 특별한 상황이다. 투자회사-피투자회사 관계에서 정보포함/이전이 발생하는 원천은 투자회사가 피투자회사의 주식을 보유한 지분이다. 피투자회사의 이익보고는 피투자회사의 주가변화로 인한 투자회사의 투자자산가치의 변동 뿐만 아니라, 투자회사의 경제적 제반여건에 대한 정보를 전달하여 투자회사의 주가반응을 초래한다. 과거의 연구에서는 산업전반에 미치는 여건, 산업내 경쟁구조의 변경, 제품 및 판매수준의 변화 또는

2) 이러한 분산투자효과는 투자회사가 피투자회사의 이익의 변화로 인한 현금흐름과는 반대의 현금흐름을 가지는 주식을 투자자산으로 보유하는 경우를 의미한다.

상호간의 계약에서 정보이전이 일어나는 것을 보여주었으나 여기서는 지분에 의한 투자-피투자회사의 경제적 관계에 의해 정보이전이 일어날 수 있음을 보여준다.³⁾

둘째, 투자회사-피투자회사의 관계에 대한 연구는 동종업체간, 협력업체간의 수직적, 그리고 산업간의 정보이전을 한 연구에서 동시에 검정할 수 있다. 과거의 정보이전연구는 같은 산업이나 유사한 경제적 구조를 지닌 기업의 이익관련 발표에 중점을 두었다. 투자회사는 동종업종, 이종업종 또는 관련없는 기업의 주식을 보유하기 때문에 정보이전이 동일 품목, 과정 또는 동종 산업에 국한되지 않는다.

셋째, 이 연구는 정보포함과 정보이전의 요소를 구분하기 위해 먼저 정보포함이 없는 경우를 고려하여 정보이전효과를 측정하였다. 또한 기업의 투자회사-피투자회사의 경제적 관계에 따라 차별적인 정보반응이 일어나는지를 조사하였다. 즉, 이익공표시 투자자산의 보유목적에 따라 투자회사의 현금흐름에 미치는 함축적 의미가 주가에 반영이 되는지를 조사하였다.

연구결과를 요약하면, 피투자회사의 이익보고가 투자회사의 평가에 유용한 정보를 전달함을 알려준다. 이는 피투자회사의 이익발표와 관련하여 투자회사-피투자회사의 정보포함/이전이 있음을 나타낸다. 지분법사용 투자회사의 경우 피투자회사가 공시한 회계정보의 성격과 투자회사에 대한 시장의 반응이 양의 관계를 보여주고 있다. 회계처리에 따라 시장의 반응이 상이한 것은, 피투자회사의 이익보고와 관련 투자회사의 주가변동의 크기에 영향을 주는 잠재적 요인이 있음을 의미한다. 그러나, 이 검증으로는 정보포함과 정보이전요소를 구분할 수 없다.

따라서, 정보포함을 통제한 후에 정보이전을 고려한 결과, 투자회사의 투자자산의 시장가치의 변화가 이미 투자회사의 주식수익률에 반영이 된 후에도, 피투자회사의 이익보고와 투자회사의 주식수익률간에 상관성이 있어 정보이전이 일어남을 나타낸다. 더우기, 피투자회사에 영향력을 행사할 수 있는 투자회사의 경우 양의 정보이전이 강하게 나타나 부의 이전효과가 있음을 시사하고 있다. 전반적으로, 이러한 결과는 다른 이익예측모형, 사건기간, 선형성 가정, 수익률 측정방법에 관계없이 나타나고 있다.

제 2절에서는 정보포함과 정보이전에 대한 주요가설을 제시하고, 제 3절에서는 표본추출과

3) Olsen과 Dietrich [1985]은 소매상과 공급자 사이에 장기공급계약이 있을 때 소매상의 매출발표와 공급자의 주식수익과의 관계가 강해지는 것을 발견함으로써, 소매자와 공급자 사이의 계약이 정보이전의 중요한 원인이 될 수 있음을 보여주었다.

연구설계를 설명한다. 제 4절에서는 투자회사의 주가수익률 검증을 보여주고, 제 5절에서는 결과의 민감도를 진단한다. 제 6절에서는 이 논문의 주요 결과와 의미하는 바를 요약하고, 특히 이 연구에서의 접근방법을 국내자료에 적용하여 다룰 수 있는 미래연구문제를 논의한다.

II. 가설 설정

2.1 정보포함

Ball과 Brown(1968) 그리고 Beaver, Clark 및 Wright(1979)는 이익보고는 기업의 미래 현금흐름의 확률분포에 대한 투자자의 기대치를 수정하게 하여 주가변동을 초래하는 정보를 전달하기 때문에 유용하다는 연구결과를 발표하였다. 피투자회사의 이익변화가 피투자회사 가치의 변화 즉 주가의 변동을 초래하고, 따라서 투자회사의 투자자산의 재평가를 가져온다면, 피투자회사의 이익보고시의 이익변화는 투자회사의 주가의 변화를 수반하게 될 것이다. 이를 귀무가설로 표현하면 다음과 같다.

H_{01} : 피투자회사의 이익보고시 투자회사의 초과수익률이 일어나지 않는다.

이 가설이 기각되면, 피투자회사의 이익보고시 비기대이익과 투자회사의 비정상초과수익률의 부호를 고려한 가설을 세울 수 있다. 투자회사의 주식수익률의 변동을 반영함으로써 이익보고에 시장이 기대하지 못한 새로운 정보에 반응을 보인다는 귀무가설은 다음과 같다.

H_{02} : 피투자회사의 이익보고시 투자회사의 초과수익률의 부호와 크기는, 피투자회사의 비기대이익의 부호와 크기와 관련이 없다.

위의 두가지 귀무가설의 기각은 정보포함과 정보이전이 있음을 나타내 준다. 피투자회사의 이익신호가 투자회사의 투자자산의 시장가치변화에 대한 정보 뿐만 아니라 투자회사-피투자회사의 경제적 관계에 따른 투자회사의 제반여건을 나타내는 정보까지 전달할 수 있기 때문

에 추가반응을 해석하기가 쉽지 않다. 따라서 추론과정에 있어 사전적으로 피투자회사의 이익보고가 투자회사에 미치는 효과에 대한 모형설정이 반드시 필요하다.

2.2 정보이전

정보이전의 증거를 제시하기 위하여 두가지 방법이 사용되었다. 첫째, 투자회사의 투자자산의 시장가치변화가 투자회사의 주가에 이미 반영된 후에도 피투자기업의 이익보고시 지분법사용 투자회사의 주가가 반응을 보이는지를 조사하였다. 투자회사의 이익보고가 피투자회사의 이익보고를 선행하는 경우 정보이전효과가 없다고 가정하면 피투자회사의 이익보고시 투자회사의 주가반응은 거의 없어야 할 것이다. 만약 유의한 시장반응이 관찰되면 피투자회사의 이익이 투자자산의 가치변동 이외에 다른 정보를 전달하는 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 정보이전이 존재한다면 정보이전은 투자회사-피투자회사의 경제적 관계에 따라 크기와 방향이 달라질 수 있기 때문에 기업이 투자자산을 보유하는 유인을 고려하여 투자회사-피투자회사의 경제적 관계를 유추하고 이에 따라 정보이전의 크기를 예측하고자 한다.

2.2.1 상호의존

기업은 원재료의 안정적 공급과 마케팅비용의 감소를 도모하기 위해 고객이나 공급업체의 주식을 구입한다. 따라서 피투자회사의 이익보고는 투자회사의 원가구조나 투자회사의 제품의 수요에 관한 정보를 전달할 수 있다. 한가지 여기서 주목해야 할 점은 이러한 정보이전이 양 또는 음의 관계를 가질 수 있는 것이다. 예를 들어, 피투자회사의 이익감소가 고객인 투자회사의 제품의 수요가 감소한 것을 나타내면 투자회사에게는 나쁜 뉴스이지만, 수요의 감소 없이 고객인 투자회사가 공급업체인 피투자회사에게 상품매입대금을 지불하지 않았기 때문이라면 좋은 뉴스일 수 있다. 이러한 점에서 시장규모의 변동과 시장점유율의 변동 등의 상충되는 정보를 전달하는 동종산업간의 정보이전과 유사하다. 따라서, 투자회사-피투자회사의 상호의존관계를 가지고 정보이전의 방향을 예측하기는 어렵다.

2.2.2 부의 이전 효과

기업은 다른 기업의 활동에 지대한 영향력을 행사하기 위해 투자자산을 보유하기도 한다.

Schleifer와 Vishny [1985]는 투자회사가 피투자회사를 지배할 수 있을 때 투자회사의 가치를 증대시킬 수 있다고 하였다. 따라서 투자회사가 피투자회사를 지배할 수 있을 때, 투자회사는 피투자회사의 부를 피투자회사에서 투자회사로 이전할 수 있는 부의 이전효과로 인하여 정보의 이전이 일어날 수 있다. 지분법의 가정은 투자회사가 피투자회사의 영업활동에 지대한 영향력을 행사할 수 있다는 것이기 때문에 지분법사용 투자회사의 경우 정보이전이 더욱 현저하게 나타날 것으로 예상된다.

2.2.3 분산투자 효과

기업은 영업을 다각화하기 위해 비관련사업의 지분을 취득하기도 한다. 재무이론의 분산투자효과에 따르면, 자산간의 상관계수가 1이 아닌 한 자산의 포트폴리오의 위험은 개별자산의 위험보다 낮으며 분산투자는 개별자산간의 공분산이 낮을 때 더욱 효과적이다. 따라서 포트폴리오의 위험을 줄이고자 투자회사의 주식과 반대 방향으로 움직이는 기업의 주식에 투자할 유인을 갖게 된다. 이러한 경우에 피투자회사의 이익증가는 투자회사의 이익감소의 확률을 높여주며, 일반적으로 負의 정보이전을 초래할 것이다. 분산투자 효과는 투자회사와 피투자회사간의 양의 정보이전의 정도를 줄이기 때문에 정보이전을 검정하는데 어려움이 따른다.

Ⅲ. 연구설계

3.1 표본 추출

피투자회사의 발행된 주식을 보유하고 있는 상장된 투자회사를 찾아내기 위해 미국 증권감독원에 제출되는 연간 및 기간보고서의 재무정보를 수록하고 있는 Disclosure를 이용하였다. 이 데이터베이스는 또한 미국 증권감독원에 제출되는 13D와 13G에 근거하여 기업의 지분을 이 대한 정보를 제공한다.⁴⁾ 1990년 7월의 자료에 따른 4,643개의 상장기업 중에서 적어도 한

4) 13G는 회계년도말에 5% 이상의 기업의 주식을 가지고 있고, 피투자회사의 주식보유가 피투자기업의 통제를 위한 것이 아닌 투자회사에 의해 제출된 보고서이다. 13D는 피투자회사가 급속도로 주식을 5% 이상 취득한 투자회사에 의해서 제출된 보고서이다.

개의 투자회사가 상장되어 있고, 최소한 그들의 피투자회사에 2년 이상 주주권을 행사한 기업들만 표본에 포함시켰다.⁵⁾ 그 결과 137개의 상장 피투자회사와 106개의 투자회사가, 즉 139쌍의 투자회사-피투자회사가 추출되었다.⁶⁾

〈표 3-1〉은 139쌍의 투자회사-피투자회사의 표본추출과정을 보여주고 있다. 원래의 표본에서 CRSP에 충분한 일별주가자료가 없는 8개의 기업을 106개의 투자회사에서 제외하였다. 최종표본은 98개의 투자회사와 125개의 피투자회사로 이루어진 127개의 투자회사-피투자회사의 쌍이다. 이익보고자료는 COMPUSTAT에서, 투자회사의 주가자료는 CRSP에서 구하였다. 최종표본기업에 대하여 지분율자료가 분기마다 갱신되어 보고되기 때문에 1986년에서 1990년까지 발행된 1월, 4월, 7월, 10월의 발행된 자료에서 추출하였다.

〈표 3-1〉 표본추출과정

	투자회사	피투자회사	투자-피투자 ¹⁾
피투자회사의 지분을 보유한 투자회사	106	137	139
일별주가자료가 없는 투자회사	(8)	(12)	(12)
최종표본	98	125	127

1개의 기업이 하나 이상의 투자회사-피투자회사 관계를 이루고 있다.

투자회사들은 두자리 산업분류기준으로 31개의 산업집단에 고르게 분포되어 있었다. 투자회사의 45% 가량은 제조활동과 주로 관련되어 있었으며 주요 비제조산업은 증권과 보험업으로 나타났다. 피투자회사의 산업분포는 투자회사와 유사하다. 표본에서 기업의 규모, 투자분산정도, 위험도, 이익변동성 등의 기업특성 측면에서 원가법사용 투자회사와 지분법사용 투자회사간의 차이점이 〈표 3-2〉에 요약되어 있다.

지분법사용 투자회사가 원가법사용 투자회사보다 규모가 큰 반면, 지분법사용 투자회사의 피투자회사는 원가법사용 투자회사의 피투자회사보다 작으나 통계적으로 유의하지 않다.⁷⁾

5) 이 조건은 투자회사와 피투자회사간의 지속적인 경제적 관계에 있어 정보이전이 있다면 유의성효과를 찾아낼 수 있는 충분한 검정력을 갖도록하기 위해서이다.

6) 22개의 투자회사가 하나 이상의 피투자회사를 가지고 있었으며, 한개의 피투자회사만이 세개의 투자회사에 의해 소유되었다.

7) 평균과 중앙값사이의 커다란 차이는 투자회사에 극단적으로 규모가 큰 기업이 있음을 보여준다. 회사규모의 분포가 오른쪽으로 치우쳐서, 투자회사와 피투자회사의 총자산의 로그를 취하여 원가법사용 투자회사와 지분법사용 투자회사간의 총자산의 차이검증을 하였다.

피투자회사의 투자회사에 대한 총자산의 평균(중앙값)은 원가법사용 투자회사의 경우 3.51 (0.07)이었고, 지분법사용 투자회사의 경우 0.46(0.060)이었다. 지분법사용 투자회사의 피투자회사에 대한 상대적 규모는 5% 수준에서 유의적으로 크다. 만일 피투자회사의 지분율이 피투자회사의 크기와 부의 상관관계를 갖고, 피투자회사에 대한 실질적인 영향력과 양의 관계를 갖는다면, 지분법사용 투자회사가 원가법사용 회사보다 더 효과적으로 피지배회사를 지배할 수 있는 것으로 보인다. 원가법사용 투자회사와 지분법사용 투자회사의 β 의 평균은 모두 1보다 작았으며, 두 집단간 β 의 차이는 통계적으로 유의하지 않았다.

<표 3-2> 투자회사와 피투자회사의 기업특성

변 수	원 가 법	지 분 법	t-값
TA _i ¹	11439 (2756) ⁸	16740 (2658) ⁸	1.24
TA _j ²	3891 (109)	573 (78)	1.20
TA _i /TA _j ³	3.51 (0.07)	0.46 (0.06)	1.91*
beta ⁴	0.97 (1.05)	0.87 (0.91)	1.25
E _i ⁵	0.77 (0.55)	0.94 (0.42)	2.03* (1.01) ⁹
E _j ⁶	0.06 (0.06)	0.27 (0.13)	-4.55*** (2.98***)
E _i ^{as-if 7}	0.85 (0.62)	0.88 (0.48)	---

* 5% 유의수준에서 유의

** 1% 유의수준에서 유의

*** 0.1% 유의수준에서 유의

¹TA_i = 1985년에서 1990년간 투자회사의 총자산

²TA_j = 1985년에서 1990년간 피투자회사의 총자산

³TA_i/TA_j 각 년도의 투자회사의 총자산과 피투자회사의 총자산간의 로그리즘의 비율

⁴beta = 시장모형에서 추정된 체계적 위험

⁵E_i = 투자회사의 보고된 주당 순이익

⁶E_j = 피투자회사의 보고된 주당 순이익

⁷E_i^{as-if} = 원가법(지분법)사용 투자회사가 지분법(원가법)을 사용했을 경우의 이익

⁸평균(최빈값)

⁹원가법사용 투자회사와 지분법사용 투자회사간의 이익의 차이의 검증값

원가법사용과 지분법사용 투자회사의 보고이익은 각각 0.77과 0.94였으며(5%수준에서 유의), 피투자회사의 보고이익은 0.06과 0.27(1%수준에서 유의)이었다. 평균적으로 지분법사

용 투자회사의 경우 피투자회사의 이익이 피투자회사의 이익을 제외한 투자회사 이익의 8% 가량을 차지하여 피투자회사의 이익이 투자회사의 이익에 중요한 부분을 차지하고 있다. E^{as-if}는 원가법(지분법)사용 투자회사가 투자회사의 이익에 지분을에 해당하는 피투자회사의 이익을 포함(제외)시킴으로써 지분법(원가법)을 사용했을 경우의 투자회사의 평균이익을 나타낸다. 지분법사용 투자회사의 피투자회사가 원가법사용 투자회사의 피투자회사보다 높은 이익 분산이 나타나는 반면에 지분법사용 투자회사와 원가법사용 투자회사간의 이익분산의 차이는 통계적으로 유의하지 않게 나타나고 있다.

3.2 투자회사-피투자회사의 경제적 관계

〈표 3-3〉은 피투자회사의 재무 및 영업활동에 대한 실질적 영향력에 대한 대응변수들의 분포를 보여준다. 여기서는 기술, 영업, 재무, 소유권의 네가지 범주로 나누었다. 투자회사-피투자회사의 기술적 관계는 합작기업, 연구개발계약, 라이선스계약 등의 유무를 포함한다. 영업적 의존관계는 소비자-생산자관계, 제조계약, 상품계약 등을, 재무적 관계는 부채조달, 채보험, 외상매출금의 매입 등을 포함한다.

소유권범주의 예는 이사진의 임용, 경영진, 소유권선취권 등을 포함한다. 원가법사용 투자회사는 지분법사용 투자회사보다 그들의 피투자회사와 기술적인 관계가 더 많이 관찰되는 반면 지분법사용 투자회사는 원가법사용 투자회사보다 소유권계약이나 재무계약을 더 많이 체결한 것으로 나타난다. 이는 원가법사용 투자회사들이 안정적인 원료의 공급이나 피투자기업의 기술을 통한 협력관계가 투자자산의 보유목적인 반면, 지분법사용 투자회사는 정책결정차원에서 지대한 영향력을 행사하려는 경제적 유인이 있음을 시사하고 있다.

〈표 3-4〉는 투자자산의 보유목적을 나타내는 여러 변수에 대한 단일변량검정을 보여주고 있다. ECO는 원가법을 사용하는 투자회사의 지분법사용 투자회사보다 경제적 상호의존 관계가 높은지를 나타내는 변수이다. 〈표 3-3〉에서 기술, 영업, 재무 중 적어도 한가지가 있으면 모의변수를 1로, 없으면 0으로 책정한다. 원가법사용 투자회사와 지분법사용 투자회사는 ECO의 빈도수에 있어 통계적으로 차이를 보이지 않고 있다.

CNTRL1과 CNTRL2는 투자회사의 피투자회사에 대한 지배력을 나타낸다. CNTRL1은 〈표 3-3〉에서 나열된 소유관계가 하나라도 있으면 1로, 없으면 0으로 책정하였다. 지배력을

〈표 3-3〉 투자회사-피투자회사의 경제적 관계와 지배

범 위 ¹	원 가 법	지 분 법
<u>기술</u> 합작기업 연구개발계약 라이선스계약	2 4 1 <hr/> 5(7.5%)	1 2 0 <hr/> 3(5.9%)
<u>영업</u> 고객관계 공급자관계 제조계약 제품계약 비용공유계약 독점적분배	6 1 1 1 0 0 <hr/> 7(10.4%)	3 1 0 0 1 1 <hr/> 6(11.8%)
<u>재무</u> 부채의차입 재보험 로알티지급 서비스계약 외상매출금의구입	0 1 1 0 0 <hr/> 2(3.0%)	3 1 1 1 1 <hr/> 7(13.7%)
<u>소유권</u> 이사회참석 일반적경영 소유권선취권 투자계약/판매권리 의결권및소유계약	6 0 6 1 0 <hr/> 10(14.9%) ²	24 3 10 0 2 <hr/> 28(55.0%) ²

¹각각의 범주에서 피투자회사와 경제적 관계가 있는 투자회사의 수이다.

나타내는 표시가 지분법사용 투자회사의 경우 18개, 원가법사용 투자회사의 경우 4개여서, 지분법사용 투자회사가 원가법사용 투자회사보다 피투자회사를 지배할 수 있는 능력이 있다고 볼 수 있다. 투자회사가 50% 이하의 주식을 보유하고 있을 때 지배력의 정도는 다른 주주의 지분을 분산과 관련이 있기 때문에, 투자회사가 최대주주일 경우 1로 놓고, 아닌 경우 0으

로 책정하였다. 지배력을 나타내는 표시가 지분법사용 투자회사의 경우 18개, 원가법사용 투자회사의 경우 4개여서, 지분법사용 투자회사가 원가법사용 투자회사보다 피투자회사를 지배할 수 있는 능력이 있다고 볼 수 있다. 투자회사가 50% 이하의 주식을 보유하고 있을 때 지배력의 정도는 다른 주주의 지분을 분산과 관련이 있기 때문에, 투자회사가 최대주주일 경우 1로 놓고, 아닌 경우 0으로 놓는 모의변수 CNTRL2를 사용하였다.⁸⁾ 원가법사용 투자회사는 67개 중 28개가 최대주주였으며, 지분법사용 투자회사는 60개 기업중 36개가 최대주주였다. 이는 원가법사용 투자회사 (지분법사용 투자회사)는 피투자회사에 행사하는 영향력은 다른 주주들의 지분이 집중되어 있어(있지 않아) 제약을 받을(받지 않을) 것으로 보여진다.⁹⁾

〈표 3-4〉 투자보유목적과 투자회사-피투자회사 관계

변 수	경제적 관계 표시	원 가 법	지 분 법	수	χ^2 값
ECO ¹	상호의존적	52	42	127	.954
	상호독립적	15	18		
CNTRL1 ²	지배력 무	63	42	127	12.762***
	지배력 유	4	18		
CNTRL2 ³	지배력 무	39	24	127	4.198*
	지배력 유	28	36		
DIV ⁴	유사업종	28	31	127	1.241
	이종업종	39	29		

* 5% 유의수준에서 유의

** 1% 유의수준에서 유의

*** 0.1% 유의수준에서 유의

¹ECO = 〈표 3-3〉에서 투자회사-피투자회사 관계가 적어도 하나 이상 있으면 1, 없으면 0

²CNTRL1 = 〈표 3-3〉에서 소유관계 중 하나 이상 있으면 1, 없으면 0

³CNTRL2 = 투자회사가 최대주주이면 1, 아니면 0

⁴DIV = 투자회사의 두자리 산업코드가 피투자회사와 동일하지 않으면 1, 동일하면 0

χ^2 은 2×2 상황표를 사용하여 두 집단간의 상대적 빈도를 검증

8) 피투자회사의 주식을 5% 이상 소유한 다른 대주주들의 존재여부에 따라 지배력을 측정하였을 때 결과는 크게 변하지 않았다.

9) 만일 소유권이 다른 집단들에 의해 널리 분산되어 있으면, 투자회사는 피투자회사에게 지대한 영향력을 행사할 가능성이 커진다.

DIV는 투자회사가 그들의 투자분산효과를 위하여 관련없는 사업에 투자하는지 여부를 보여준다. 피투자회사의 산업분류기준이 투자회사와 같으면 수평적 투자로 처리하고, 다른 경우에는 합성적 투자로 분류한다. 투자분산정도와 투자자산에 대한 회계처리방법과는 유의적이 아니어서 지분법사용 투자회사는 원가법사용 투자회사만큼 빈번히 관련된 사업에 투자하는 것으로 보여진다. 요약하면, 지분법사용 투자회사는 다른 주주들의 지분이 분산되어 있기 때문에 보다 효율적으로 피투자회사를 지배할 수 있다. 지분율기준에 의한 회계처리방법이 투자회사와 피투자회사를 지배할 수 있는지 여부를 어느 정도 나타낸다고 보여진다.

3.3 비기대이익정보와 초과수익률

정보이전을 검정하는 데 있어 피투자회사의 이익보고시 발표된 정보의 크기를 측정하기 위하여 피투자회사의 초과수익률이 아닌 비기대이익을 사용하였다. 비기대이익을 사용하는 이유는 투자회사와 피투자회사의 주가수익률의 상관관계가 아니라 회계정보에 의해 정보이전이 발생되었는지 여부를 확실히 하기 위해서이다.

이익보고시의 비기대이익은 실제이익과 사전적으로 예측된 이익과의 차이로 정의된다. 투자회사 i 와 피투자회사 j 의 이익의 비기대부분은 다음과 같이 나타낼 수 있다:

$$UE_{iq} = \frac{AE_{iq} - EE_{iq}}{P_{it}}$$

$$UE_{jq} = \frac{AE_{jq} - EE_{jq}}{P_{it}}$$

t 는 q 분기의 이익보고일이며, AE_{iq} (AE_{jq})는 이익보고일 t 시점 q 분기에서의 투자회사 i (피투자회사 j)의 실제이익이며, EE_{iq} (EE_{jq})는 이익보고일 t 시점 q 분기에서의 투자회사 i (피투자회사 j)의 기대이익이다. Christie [1987]가 제시한대로 실제이익과 기대이익과의 차이는 투자회사와 피투자회사의 이익보고일 t 하루 전의 투자회사의 주가에 의해 표준화된다.¹⁰⁾

이익예측에 두가지 다른 모형이 사용되었다. 첫째 모형은 문헌에서 많이 사용되는 계절간

10) Christie [1987]는 지분의 시장가치 이외의 다른 디플레이터의 사용은 일반적으로 관련된 독립변수가 모형에서 제외될 수 있어 편의되고 일관적이지 못한 회귀계수 추정치를 초래한다고 하였다.

랜덤워크 (SRW)로¹¹⁾ 1984년 3월 1일에서 1990년 12월 31일까지의 투자회사와 피투자회사의 분기별 주당순이익을 구하였다. 둘째 모형은 이익보고 직전에 발표되는 IBES 데이터베이스에서 추출한 재무분석가의 분기별 예측이다. 분석가예측이 없는 기업들로 인하여 표본기업의 수는 투자회사가 112개로 피투자회사가 100개로 줄었다.¹²⁾ 투자회사에 대하여, SRW 모형과 IBES예측에 기초한 평균(중앙값)이익예측오차는 각각 $-.0024(.0001)$, $-.2146(.0000)$ 이었으며, 이는 0과 유의하게 다르지 않았다. 피투자회사의 경우도 SRW 모형과 IBES예측에 기초한 평균(중앙값)이익예측오차는 0과 유의하게 다르지 않았다. 전반적으로, SRW 모형과 IBES의 이익예측에 기초한 투자회사와 피투자회사의 비기대이익은 편익된 예측을 가져오지 않는 것으로 보인다.

피투자회사 분기이익의 비기대부분과 관련하여 투자기업의 일별주가수익률의 움직임을 조사하기 위하여 투자회사의 일별주가와 가중시장지수를 CRSP 데이터베이스에서 추출하였으며, 이익정보의 검증기간은 이익발표일을 0으로 볼 때 $(-1, 0)$ 이틀간을 측정하였다. 사건기간에 따라 결과가 민감한지를 보기위해 검증기간을 $(-1, +1)$ 까지의 경우도 고려하였다.¹³⁾ 시장모형인 $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$ 를 사용하여 시장전반에 걸친 정보가 개별기업에 미치는 영향을 측정하였다.

R_{it} 와 R_{mt} 는 t 시점에서의 개별주식 i 와 가중평균시장지수의 수익률이다. 시장모형은 이익보고일을 0일로 볼 때, 추정기간은 $(-121, -10)$ 과 $(+10, +120)$ 으로 총 220일의 기간에 걸쳐 추정되었다. β_i 는 기업고유의 체계적 위험계수이다. α_i 와 β_i 의 추정치인 a_i 와 b_i 는 투자회사와 피투자회사의 이익보고일에 투자회사의 초과수익률을 추정하는데 사용된다: $u_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$. u_{it} 는 실제 잔차가 아닌 예측오차이기 때문에, Patell [1976]의 방법을 사용하여 $(-1, 0)$ 과 $(-1, +1)$ 기간 동안의 누적예측오차를 구했다.

11) 여기에서는 비기대이익을 측정하기 위해 SRW모형을 사용하였다. 왜냐하면, 사용가능한 자료기간이 한정되어 있어 보다 정교한 이익예측모형의 사용이 어렵기 때문이다.

12) Han과 Wild [1990]는 정보이전의 증거가 분석가의 예측을 사용할 때 보다 강하게 나타남을 발견하였다.

13) 이 짧은 검증기간은 과거의 시장연구에서 널리 사용되었다. 더우기, Han과 Wild [1990]는 이익보고일 주변의 짧은 기간의 수익율을 누적할 때 검증결과가 보다 강력하게 나온다고 하였다.

IV. 가설검정과 결과

4.1 투자자-피투자자 정보포함/ 이전의 검증

첫번째 귀무가설은 피투자회사의 이익공시시 유의한 추가움직임을 조사하여 정보포함의 존재여부를 검증한다. 이 가설은 다음과 같이 설정할 수 있다.

$$H_{1a} : E(U_i | \phi_j) = 0 \tag{1}$$

U_i 는 u_{it} 를 사용한 초과수익률의 양 또는 측정치이다. ϕ_j 는 피투자회사 j 에 의해 보고된 이익이다. 정보포함의 부호와 크기를 고려하지 않은 가설은 Patell [1976]에 의해 도입된 Z 통계에 의해 검증한다. UE_{iq} (UE_{jq})를 이익보고일의 투자회사 i (피투자기업 j)의 비기대이익으로, α_{iq} 는 q 기간에서 투자회사 i 가 보유하고 있는 피투자회사 주식의 지분율로 표시한다. 비기대이익의 부호를 고려한 가설검정은 시장이 기대하지 못한 정보를 측정할 때 투자자산의 회계처리방법에 따라 비기대이익의 측정치가 달라진다. 그러면, 정보의 이전이 없는 효율적 시장에서 각각의 회계방법하에 시장이 기대하지 못한 정보를 아래와 같이 나타낼 수 있다.

투자 자산의 회계처리방법	보고 실체	이익의 비기대부분	
		BEF_{jq}	AFT_{jq}
원가법	투자회사 피투자회사	UE_{jq} $\alpha_{iq} UE_{jq}$	UE_{jq} $\alpha_{iq} UE_{jq}$
지분법	투자회사 피투자회사	$UE_{iq} - \alpha_{iq} UE_{jq}$ $\alpha_{iq} UE_{jq}$	UE_{iq} 0

BEF_{jq} (AFT_{jq})는 q 기간에 피투자회사 j 의 이익보고가 투자회사 i 의 이익보고전(후)에 발표되었는지를 나타낸다. 위에서 보는 바와 같이, 원가법에서는 피투자회사 j 의 이익이 투자회사 i 의 이익보다 전 또는 후에 발표되는 것에 상관없이 시장이 기대하지 못한 정보가 측정된다. 그러나, 지분법에서 피투자회사 j 의 이익보고가 투자회사 i 의 이익보고를 선행하는 경우 투자회사 i 의 비기대이익은 회계등식에 의거하여 피투자회사의 비기대이익에 투자회사의 지분율만큼의 몫을 차감해야한다.

정보공시에 있어 부호와 크기를 고려한 검정은 투자회사의 2일과 3일간의 누적초과수익률을 투자회사와 피투자회사의 비기대이익에 대하여 회귀하여 수행한다. $DUMR_{it}$ ($DUME_{it}$)는 모의변수로서 t 가 투자회사 (피투자회사)의 이익보고일이면 1, 아니면 0의 값을 취한다.¹⁴⁾ 원가법사용 투자회사의 경우, 피투자회사의 이익보고와 투자회사의 관계를 결정하는 요소는 비기대이익, 피투자회사의 이익반응계수, 그리고 투자회사에 의해 소유된 피투자회사의 지분율 등이다.

$$CAR_{it} = DUMR_{it} \times UE_{iq} + DUME_{it} \times \delta_1 \alpha_{iq} UE_{iq} + \eta_{it} \quad (2)$$

CAR_{it} 는 투자회사의 t 시점에서의 2일과 3일 누적초과수익률이며, t 는 투자회사의 이익보고일 또는 피투자회사의 이익보고일이다. γ 는 투자회사의 이익보고시 투자회사의 이익반응계수이다. δ_1 은 피투자회사의 비기대이익에 대한 추가반응을 측정하는 투자회사 i 의 이익반응계수이다. η_{it} 는 무작위 교란항으로 평균과 일정한 분산을 가진 정규분포로부터 추출된 것으로 가정한다. 지분법사용 투자회사의 경우, 회귀식에 모의변수인 BEF_{jq} 와 AFR_{jq} 가 추가된다. 그러면, 피투자회사 j 의 이익보고와 투자회사 i 의 누적초과수익률은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$CAR_{it} = DUMR_{it} \times \gamma [BEF_{jq}(UE_{iq} - \alpha_{iq}UE_{iq}) + AFT_{jq}UE_{iq}] + DUME_{it} \times [BEF_{jq} \delta_2 + AFT_{jq} \delta_3] \alpha_{iq}UE_{iq} + \eta_{it} \quad (3)$$

이 모형에서 시장이 효율적이고 정보이전효과가 없다는 가정하에 투자자산의 가치변동을 객관적으로 관찰할 수 있는 자료에 근거하여 추정계수가 예측한 바와 일치하는지 여부를 조사할 수 있다. 여기서의 귀무가설은 투자회사의 피투자회사 이익의 지분율만큼 시장참여자들에 의해 그 기간동안의 투자회사의 이익으로 간주되지 않는다는 것이다. 이것은 정보이전이 없을 때 피투자회사의 비기대이익과 투자회사의 비정상수익간의 양의 관계에 초점을 맞춘 정보포함의 부호와 크기를 고려한 정보내용의 방향검증이다. 피투자회사의 이익보고가 미치는 영향에 대한 귀무가설은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

14) 이러한 모형설정의 동기는 특정년도의 동일 분기에 UE_{iq} 또는 UE_{iq} 둘 중 어느 하나의 관측치가 존재하지 않는 경우 그 분기의 모든 관측치를 제외시켜야 하는 가능성을 배제시키기 위해서이다.

$$\begin{aligned}
 H_{2a} : \gamma > 0, \delta_1 = 0, \text{원가법사용 투자회사} \\
 \gamma > 0, \delta_2 = 0, \text{지분법사용 투자회사}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

과거의 이익반응계수의 연구에 근거하여 원가법사용 투자회사와 지분법사용 투자회사 모두의 추정치가 통계적으로 유의하고 양일 것으로 기대된다. 또한 정보이전에 관한 귀무가설에서는 원가법사용 투자회사의 δ_1 과 지분법사용 투자회사의 δ_2 가 0과 다르지 않다는 것이고 대립가설은 δ_1 과 δ_2 가 양이라는 단측검정이다. 이 검정은 자본시장이 보고이익의 포함여부에 관계없이 투자회사의 피투자회사 지분율만큼 투자회사의 이익으로 간주하여 피투자회사의 이익과 관련된 현금흐름의 변동을 투자회사의 주가에 반영하는지를 조사한다.

비기대이익의 부호와 크기를 고려하지 않은 검정결과는 <표 4-1>에 나타나 있다. 귀무가설은 투자회사가 피투자회사의 이익보고시 초과수익률이 0과 다르지 않다는 것이다. 투자회사와 피투자회사 모두 이익보고일(-1에서 +1일까지)에서 1% 수준에서 통계적으로 유의한 Z값을 보이고 있다. 이는 투자회사와 피투자회사의 이익보고는 주식의 평가와 관련된 정보를 포함하고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 정보포함의 결과를 지지할 뿐만 아니라 과거 정보이전의 존재를 입증한 연구결과와도 일치한다 (Foster [1981], Clinch와 Sinclair [1987]).

<표 4-1> 투자회사 이익공시와 정보내용과 정보이전
정보의 부호와 크기를 고려하지 않은 점검(Non-directional Test)

사 건 일	투자회사(2,615)		피투자회사(2,303)	
	U_i	Z값	U_i	Z값
-1	1.63	22.45	1.28	9.31
0	1.98	35.15	1.28	9.47
+1	1.66	23.65	1.18	6.12

Z 값은 Pate11 [1976]의 방법을 사용하여 표준화하였다.

<표 4-2>는 원가법사용 투자회사와 지분법사용 투자회사에 대한 투자회사와 피투자회사의 비기대이익과 투자회사의 누적초과수익률의 상관관계를 보여주고 있다. 이익반응계수의 추정치는 과거 정보포함연구의 결과에서 처럼 1% 수준에서 유의하다. 이러한 비기대이익에 대한 주가의 반응은 여기서 사용한 추정과정이 이익보고의 주가에 미치는 영향을 측정하

는데 충분한 검정력이 있음을 보여준다. 원가법사용 투자회사의 정보반응계수의 추정치인 δ_1 은 통상적인 수준에서 유의하지 않은 반면 피투자회사의 정보반응계수의 추정치인 δ_2 는 1% 수준에서 유의하여, 피투자회사의 이익과 관련하여 투자회사-피투자회사의 정보포함을 지지해 준다. 이 결과는 검증기간을 3일로 잡은 경우에도 유사하게 나타난다.

이러한 결과는 피투자회사의 이익보고와 관련하여 구성된 정보이전의 존재를 지지하여, 피투자기업의 이익투자회사에 대한 평가에 유용한 정보를 전달함을 보여주고 있다. 그러나, 이러한 검증은 피투자회사의 이익보고가 투자회사의 미래현금흐름에 대한 정보를 전달할 것인지, 아니면 단순히 투자자산의 시장가의 변동을 반영하는 것인지를 구분할 수가 없다. 원가법

<표 4-2> 정보의 부호와 크기를 고려한 검정(Directional Test)

원가법 : $CAR_{it} = DUMR_{it} \times \gamma UE_{iq} + DUME_{it} \times \delta_1 \alpha_{iq} UE_{iq} UE_{jq} + \eta_{it}$					
지분법 : $CAR_{it} = DUMR_{it} \times \gamma [BEF_{jq}(UE_{i1} - \alpha_{i1} UE_{iq}) + AFT_{jq} UE_{jq}] + DUME_{it} \times [BEF_{jq} \delta_2 + AFT_{jq} \delta_3] \alpha_{iq} UE_{iq} + \eta_{it}$					
사 건 일	γ	δ_1	δ_2	δ_3	수정된 R ² (%)
원 가 법					
CAR (-1,0)	.00796 (.00215) 3.71	.11727 (.10764) 1.09			.59
CAR (-1,+1)	.01141 (.00256) 4.47	.12484 (.12815) .97			.86
지 분 법					
CAR (-1, 0)	.09960 (.01661) 6.00		.5357 (.02647) 2.02	.14165 (.09323) 1.52	2.37
CAR (-1, +1)	.10873 (.01800) 6.04		.08739 (.02868) 3.05	.23936 (.10101) 2.37	2.90

¹CAR_{it}는 투자회사의 2일 또는 3일간의 누적초과수익을

²DUMR_{it}(DUME_{it})는 t가 투자회사 (피투자회사)의 이익보고일이면 1, 아니면 0

³BEF_{jq}(AFT_{jq})는 피투자회사 (투자회사)의 이익보고가 투자회사 (피투자회사)의 이익보고를 선행하면 1, 아니면 0

사용 투자회사의 경우 투자자-피투자자 정보이전이 관찰되지 않는 것은 시장이 원가법사용 투자회사의 이익보고수치를 꿰뚫어 보지 못하는 것인지 아니면 정보이전의 크기에 영향을 주는 다른 요소를 고려하지 못한 연구계획에 의한 것인지 좀더 자세한 분석이 필요하다.

4. 2 정보포함을 통제한 후의 정보이전 검증

효율적 시장하에서 회귀시에 정보이전이 어떻게 일어날지에 대한 예측을 도출하기 위해서 정보포함을 통제한 후 정보이전을 검증한다. 첫번째 방법으로, δ_3 에 선형제한 조건을 부과하여 귀무가설을 다음과 같이 설정한다.

$$H_{3a} : \delta_3 = 0, \text{ 지분법사용 투자회사의 경우} \quad (5)$$

투자회사 i의 이익이 피투자회사 j의 이익보다 선행할 경우 피투자회사 j의 이익보고로 인한 영향은 이미 투자회사 i의 이익보고일에 반영되어 투자회사 i의 자산가치에 변화를 주었기 때문에 피투자회사 j의 이익공표시 투자회사 i의 주가변동이 없어야 한다. 그러나, 만일 피투자회사 j의 이익보고가 단순히 투자회사의 투자자산의 시장가치의 변화뿐만 아니라 투자회사의 경제적 상황에 대한 정보를 전달한다면, 투자회사 i의 주가변화는 여전히 있을 것이다. <표 4-2>는 δ_3 이 양이고 통계적으로 유의한 결과를 보여주고 있다. 이러한 귀무가설의 기각은 정보이전이 존재함을 나타낸다. 피투자회사의 이익보고는 투자회사의 투자자산의 시장가치가 변화된 후에도 정보가치가 있으며, 투자회사의 주가에 영향을 준다고 볼 수 있다.

두번째 방법으로, 정보이전에 대한 보다 강력한 검증을 하기 위하여, 2절에서 논의된 경제적 효과를 고려한 횡단면 회귀모형을 선정한다. 투자자산의 회계처리방법의 차이로 비기대이익에 대해 다른 대응치를 사용하여 원가법사용 투자회사와 지분법사용 투자회사에 대한 회귀식은 각각 다음과 같이 설정된다.

$$\begin{aligned} CAR_{it} &= DUMR_{it} \times \gamma UE_{iq} + DUME_{it} \times (\delta_1 \alpha_{iq} UE_{jq} + \theta REL_t) + \eta_{it} \\ CAR_{it} &= DUMR_{it} \times \gamma [BEF_{jq}(UE_{iq} - \delta_{iq} UE_{iq}) + AFT_{jq} UE_{jq}] \\ &\quad + DUME_{it} \times [(BEF_{jq} \delta_2 + AFT_{jq} \delta_3) \alpha_{jq} UE_{jq} + \theta REL_t] + \eta_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

REL_t는 상호의존관계, 부의 이전, 그리고 분산투자효과 등을 나타낸다. REL_t는 투자회사

- 피투자회사의 경제적 관계에 따라 표본을 나누기 위해 회귀모형에 도입한 모의변수이다. θ 가 통계적으로 유의한 것은 피투자회사의 이익보고가 투자회사의 투자자산가치의 변화 이상의 투자회사의 미래현금흐름에 대한 정보를 주고 있음을 나타낸다. 이러한 모형은 누적초과 수익률이 투자회사-피투자회사 관계의 함수인지를 검증하는 것이다. 정보이전이 없는 효율적

〈표 4-3〉 투자회사-피투자회사의 경제적 관계와 정보이전 원가법

$$CAR_{it} = DUMR_{it} \times \gamma UE_{it} + DUME_{it} \times \delta_1 \alpha_{it} UE_{it} + \eta_{it}$$

REL ^{1,2}	γ	δ_1	θ	수정된 R ² (%)
CAR(-1,0)				
ECO	.00780 (.00215) 3.71	.11437 (.10790) 1.06	-.00094 (.00234) -.40	.56
CNTRL1	.00796 (.00215) 3.71	.11659 (.10769) 1.08	-.00158 (.00558) -.28	.55
CNTRL2	.00796 (.00215) 3.71	.11725 (.10765) 1.09	.00200 (.00242) .083	.58
DIV	.00796 (.00215) 3.71	.11825 (.10764) 1.10	-.00166 (.00155) -1.06	.60
CAR(-1, +1)				
ECO	.01141 (.00256) 4.46	.12530 (.12846) .98	.00015 (.00279) .05	.82
CNTRL1	.01141 (.00256) 4.46	.12359 (.12820) .96	-.00286 (.00665) -.43	.83
CNTRL2	.01141 (.00256) 4.47	.12478 (.12809) .97	.00488 (.00288) 1.70	.95
DIV	.01141 (.00256) 4.47	.12601 (.12815) .98	-.00199 (.00185) -1.08	.87

¹REL는 기업간 투자, 경제적 종속, 통제, 다각화에 대한 경제적 동기로 구성된 모수의 다양한 반응을 보여준다.

²ECO, CNTRL1, CNTRL2, 그리고 DIV에 대한 정의와 변수의 표기는 〈표 3-4〉의 주석 1-4에 주어 져 있다.

지분법

$$CAR_{i,t} = DUMR_{i,t} \times \gamma [BEF_{j,q}(UE_{i,t} - \alpha_{i1} UE_{j,q}) + AFT_{j,q} UE_{j,q}] + DUME_{i,t} \times [BEF_{j,q} \delta_2 + AFT_{j,q} \delta_3] \alpha_{i,q} UE_{j,q} + \eta_{i,t}$$

REL 1,2	γ	δ_2	δ_3	θ	수정된 R ² (%)
CAR(-1,0)					
ECO	.099602 (.01661)2 6.002	.05356 (.02647) 2.02	.14078 (.09325) 1.51	-.00239 (.00276) -.87	2.36
CNTRL1	.09960 (.01661) 6.00	.05099 (.02649) 1.93	.14252 (.09317) 1.53	.00415 (.00234) 1.77	2.50
CNTRL2	.09960 (.01660) 6.00	.05528 (.02647) 2.09	.14338 (.09318) 1.54	.00313 (.00180) 1.74	2.49
DIV	.09960 (.01660) 6.00	.05472 (.02650) 2.07	.14199 (.09324) 1.52	.00187 (.00212) .88	2.36
CAR(-1,+1)					
ECO	.10873 (.01800) 6.00	.0738 (.02869) 2.02	.23905 (.10105) 2.37	-.00086 (.00297) -.29	2.84
CNTRL1	.10873 (.01798) 6.05	.08434 (.02870) 2.94	.24039 (.10093) 2.38	.00491 (.00254) 1.94	3.09
CNTRL2	.10873 (.01799) 6.05	.08911 (.02868) 3.11	.24111 (.10097) 2.39	.00316 (.00195) 1.62	3.00
DIV	.10873 (.01799) 6.04	.08917 (.02871) 3.11	.23990 (.10100) 2.38	.00291 (.00230) 1.26	2.94

¹ECO, CNTRL1, CNTRL2, 그리고 DIV에 대한 정의와 변수의 표기는 <표 3-4>의 주석 1-4에 주어져 있다.

²각각의 셀은 모수추정치의 평균, 표준편차, 그리고 t값으로 구성되어 있다.

시장하에서, REL_i에 대한 계수가 유의해야 하는지에 대해 명백히 예측할 수 없는 반면, 정보이전을 가진 효율적 시장하에서는 계수가 0과 통계적으로 유의하게 다르다고 예측한다. 귀무가설은 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$H_{4a} : \theta = 0 \text{ 원가법과 지분법 모두} \quad (7)$$

〈표 4-3〉에서 모수 γ 와 δ 의 크기와 유의성은 〈표 4-2〉과 비슷하다. δ_1 는 CAR_{it} 가 3일간 누적되고 REL이 CNTRL2인 경우를 제외하고는 유의하지 않다. 〈표 4-3〉에서 γ 와 δ_2 는 모두 양의 값을 갖고 1% 수준에서 유의하여, 정보내용이 있음을 나타낸다. δ_3 는 양의 값을 갖으나 통상적인 수준에서 약하게 유의했다. δ_3 의 유의성은 검증기간을 3일간의 비정상초과수익률에서는 증가하고 있다. θ 는 REL이 ECO나 DIV일 때는 유의하지 않아 경제적 상호의존과 분산 투자효과는 관찰되지 않고 있다. 반면에 REL이 CNTRL1이나 CNTRL2인 경우에는 유의하여 부의 이전효과와 일치되고 있다.

부의 이전효과는 정보이전의 크기에 영향을 주는 것으로 보인다. 원가법사용 투자회사는 전형적으로 그들의 피투자회사에 지배력을 갖고 있지 않기 때문에, 원가법사용 투자회사는 강한 부의 이전효과가 없을 것으로 보인다. 그러나, θ 는 REL이 CNTRL2일 때 심지어 원가법사용 투자회사에게도 유의한 것으로 나타나고 있다. 이는 원가법사용 투자회사라도 다른 주요 주주가 없는 경우 영향력을 행사할 수 있어 부의 이전이 일어남을 제시하고 있다. 5절에서는 잔차분포, 선형성, 수익추정방법 등의 가정을 완화할 때 이 논문의 결과가 민감하게 바뀌는지를 조사한다.

V. 진단검증

5.1 분포의 가정

추론의 목적으로 모수통계검정의 사용은 방법론상 논란이 될 수 있다. 만일 정보이전의 부호가 양이나 음으로 사전적으로 명시될 수 있다면 회귀잔차가 정규분포에서 약간 벗어나더라도 통계적 추론에는 그렇게 큰 영향을 미치지 못한다. 그러나 정보이전의 부호가 사전에 명시될 수 없는 경우 분산부호와 크기를 고려하지 않은 검정은 정규성이 위반될 경우 결과가 판이하게 달라질 수 있다. 따라서 잔차분포의 정규성을 가정하지 않은 비모수 재추출검증이 필요하다.

Marais[1984]와 Olsen과 Dietrich [1985]의 연구방법과 유사하게 정규성의 가정을 완화하여 유의수준을 추정하는 재추출방법 (resampling method)에 의한 Bootstrap기법을 사용한다. 재추출과정은 검정통계량의 표본분포를 도출한다. 횡단면회귀에서 잔차 η_{it} 의 실증적으로 관찰된 분포가 원래의 분포라는 가정하에, 잔차의 집합으로부터 2,166개의 관측치를 대체해 가며 표본을 무작위로 추출하였다. 이렇게 추출된 잔차와 횡단면회귀모형의 추정치를 가지고

<표 5-1> 투자회사-피투자회사의 경제적 관계와 정보이전(Bootstrap Resampling Method) 원가법

REL ¹	γ	δ_1	θ
CAR(-1,0)			
ECO	.00802 ² (.00245)	.11463 (.12550)	-.00024 (.00220)
	3.28	.91	-.11
CNTRL1	.00802 (.00245)	.11502 (.14160)	-.00074 (.00437)
	2.74	.81	.16
CNTRL2	.00799 (.00301)	.11454 (.15500)	.00315 (.00224)
	2.65	.74	1.40
DIV	.00804 (.00263)	.11649 (.12704)	-.00101 (.00171)
	3.05	.92	-.59
CAR(-1, +1)			
ECO	.01144 (.00350)	.12563 (.17845)	.00048 (.00241)
	3.28	.70	.20
CNTRL1	.01145 (.00317)	.12329 (.18724)	-.00252 (.00597)
	3.62	.66	-.42
CNTRL2	.01140 (.00372)	.11291 (.15597)	-.00252 (.00271)
	3.08	.70	2.06
DIV	.01148 (.00388)	.12657 (.17597)	-.00213 (.00188)
	2.96	.68	-1.14

¹ECO, CNTRL1, CNTRL2, 그리고 DIV에 대한 정의와 변수의 표기는 <표 3-4>의 주석 1-4에 주어져 있다.

²각각의 셀은 모수추정치의 평균, 표준편차, 그리고 t값으로 구성되어 있다.

2일과 3일간의 비정상초과수익률의 가표본(pseudo-sample)을 추출하였다. 정규화된 모수추정치를 계산하여 귀무가설하에서 발생될 확률을 실증적으로 추정하기 위해 실제 잔차의 재추출을 200번 반복하였다.

결과로 나온 검정통계량은 정규화된 모수추정치의 실증분포를 보여준다. 실증적으로 추출된 표준편차에 의해 실제 모수추정치의 통계치를 계산하였다. <표 5-1>은 원가법사용 투자

지분법

REL ¹	γ	δ_2	δ_3	θ
CAR(-1,0)				
ECO	.116742	.05216	.14243	-.00490
	(.02371)	(.06191)	(.11952)	(.00291)
	4.92	.84	1.19	-1.69
CNTRL1	.11724	.04942	.14417	.00475
	(.02272)	(.06483)	(.15976)	(.00252)
	5.16	.76	.91	1.88
CNTRL2	.00708	.05496	.14261	.00390
	(.02071)	(.07217)	(.13303)	(.00442)
	5.85	.76	1.07	.88
DIV	.11708	.05342	.14381	.00180
	(.02135)	(.05717)	(.14475)	(.00258)
	5.50	.93	.99	.70
CAR(-1,+1)				
ECO	.09487	.08925	.24124	-.00460
	(.02635)	(.04807)	(.15101)	(.00332)
	3.60	1.86	1.60	-1.39
CNTRL1	.09538	.08630	.24292	.00510
	(.02772)	(.05244)	(.12231)	(.00280)
	3.44	1.65	1.99	1.89
CNTRL2	.09529	.09057	.24319	.00215
	(.02418)	(.05384)	(.12620)	(.00220)
	3.94	1.68	1.93	.95
DIV	.09532	.09151	.24253	.00337
	(.02804)	(.05482)	(.14503)	(.00260)
	3.40	1.67	1.67	1.30

¹ECO, CNTRL1, CNTRL2, 그리고 DIV에 대한 정의와 변수의 표기는 <표 3-4>의 주식 1-4에 주어졌다.

²각각의 셀은 모수추정치의 평균, 표준편차, 그리고 t값으로 구성되어 있다.

회사와 지분법사용 투자회사의 정보이전에 대해 재추출방법을 사용하여 검증한 결과를 보여 주고 있다. 전반적으로, 검정의 통계치는 <표 4-3>보다 작으나, 정보포함/이전은 지분법사용 투자회사에서 강하게 나타나고 있고, 부의 이전 효과는 지분법사용 투자회사와 원가법사용 투자회사에서 모두 나타났다. 이는 이 논문의 주요결과가 횡단회귀모형에서의 잔차의 정규성가정에 의한것이 아님을 보여준다.

5.2 선형성의 가정

방법론상의 또 한가지 쟁점은 초과수익률과 비기대이익간의 선형성 가정이다. Freeman과 Tse [1992]는 최근 연구에서 이익과 주가수익률과의 관계는 비기대이익가치의 모든 범위내에서 항상 선형은 아니라는 것을 보여주었다. 비선형으로 추정을 할 때 이익과 주가수익률의 관계는 S 모양을 가지기 때문에 피투자회사의 이익과 투자회사의 수익간의 관계도 이러한 함수형태와 유사할 수 있다. 이러한 가능성을 검증하기 위하여, Freeman과 Tse [1992]에 의해 제안된 모형을 다음과 같이 수정 설정하였다 : $CAR_{it} = a_0 + a_1 \times \arctan(a_2 \times UE_{jqt}) + \xi_{it}$ 이 모형은 비기대이익이 크고 일시적인 경우보다 작고 영구적인 경우에 많은 가중치를 둔다.

<표 5-2> 선형 및 비선형 회귀분석의 비교

원가법 : $CAR_{it} = a_0 + a_1 \times \arctan(a_2 \times UE_{jqt}) + \xi_{it}$						
회계원칙	모형설정 ¹	a_0	a_1	a_2	$a_1 \times a_2$	수정된 R ² (%)
원가법	비선형	.0002	.0119	229.99	2.937	0.1
	선형	-.0014	.1137			0.1
지분법 ² (BEF _{jqt})	비선형	.0000	.0067**	267.01	1.762	1.2
	선형	.0029	.0522*			0.5
지분법 _{jqt} (AFT _{jqt})	비선형	.0000	.0074**	266.94	1.975	1.9
	선형	.0000	.1433*			0.6

* 5% 유의수준에서 유의

** 1% 유의수준에서 유의

*** 0.1% 유의수준에서 유의

¹원가법사용 회사와 지분법사용 회사의 선형 및 비선형회귀분석의 결과를 제시한다

²여기서는 피투자회사의 이익발표가 투자회사의 이익발표를 선행하는 경우

³여기서는 투자회사의 이익발표가 피투자회사의 이익발표를 선행하는 경우

비선형모형에 대한 회귀분석의 결과는 <표 5-2>에 요약되어 있다. 비선형모형에 대한 계수는 Gauss-Newton iterative 기법을 사용하여 추정되었다. Freeman과 Tse [1992]의 결과와 유사하게, 비선형모형에 대한 수정된 R^2 가 선형모형의 수정된 R^2 보다 지분법사용 투자회사와 원가법사용 투자회사 모두 높았다. 비선형모형에서, 추정된 한계반응은 지분법사용 투자회사와 원가법사용 투자회사 모두 양이었으며, 지분법사용 투자회사의 경우에만 유의하였다. 이 결과는 선형모형의 경우와 유사하다. 모수추정은 모수의 시작값에 대하여 민감하지 않았다. 이는 투자회사의 초과수익률과 피투자회사의 비기대이익간의 선형성가정에 의하여 이 연구의 주요 결과가 도출된 것이 아님을 보여준다.

5.3 혼란효과와 기업고유의 계수

이 연구에서 검정결과에 영향을 주는 다른 사건들을 통제하지 않았기 때문에 다른 정보의 공시에 따른 혼란효과(confounding effect)가 일어날 수 있다. 이러한 사건들이 피투자회사의 비기대이익과 관련되어 있다면, 피투자회사의 비기대이익항에 대한 계수를 편의시킬 측정오차(measurement error) 문제가 발생할 수 있다. 회계이익 공시일이 몰려있거나, 이익보고일에 배당과 같은 다른 유형의 공시가 일어날 가능성이 크면 클수록 이러한 편의는 심각할 수 있다.

이 연구의 결과가 이러한 관측치의 부분집합 때문인 것인지를 조사하기 위하여, 피투자회사의 이익보고가 투자회사의 이익보고의 (-3, +3)사이에 있는 표본의 17%에 이르는 이익보고일을 제외하고 다시 주요 검증을 하였다. 이 결과에 의하면, 정보반응모수의 추정치는 유사하게 나타나 정보이전효과가 실질적으로 변동이 없음을 보여주고 있다. 또한 사건일인 -1, 0, +1에 이익과 배당이 동시에 발표된 기업은 제외를 시켰다. 표본의 18%만이 이익보고와 배당선언이 동시에 있었다. 그러나, 투자회사의 주가수익률의 움직임은 주요 검증의 결과와 유사하였다.

합동횡단면(pooled cross-sectional) 회귀모형에서의 하나의 가정은 정보반응모수가 기업간에 일정하다는 것이다. 만일 이 가정이 위반된다면, 검정통계량은 귀무가설쪽으로 편의가 된다. 표면상 무관회귀(SUR) 모형을 사용하여 기업고유의 이익반응계수를 추정하여 실증분석을 하였다. 그 결과 원가법사용 투자회사가 아닌 지분법사용 투자회사에서 직접적인 정

보이전이 있음을 보여준다. 주요 검정의 결과와 유사하게, 두 기업집단 모두 지분율이 분산되어 있을 경우 정보이전효과가 강하게 나타나고 있다.

VI. 結 論

6.1 결과의 요약

이 연구는 피투자회사의 이익보고와 관련하여 투자회사-피투자회사간에 정보포함/이전이 있는지를 분석하였다. 피투자회사에 의한 이익보고는 투자회사의 주가에 두가지 측면에서 영향을 줄 수 있다. 첫째, 피투자회사의 자산에 대한 이익보고는 피투자회사의 주가의 변화에 따라 투자회사의 투자자산을 재평가하는 정보를 전달한다. 둘째, 피투자회사의 이익보고는 투자회사의 미래현금흐름에 영향을 미칠수 있는 투자회사의 경제적 상태에 관한 정보를 전달한다. 우선 효율적 시장하에서 정보내용을 통제할 경우와 투자회사의 투자자산에 대한 보유 목적을 고려한 경우에 정보이전이 발생하는지를 조사하였다.

요약하면, 피투자회사의 이익보고는 투자회사에 대한 유용한 정보를 전달하여 피투자회사의 이익보고시 정보포함/이전이 일어남을 시사하고 있다. 또한 지분법사용 투자회사의 경우 양의 정보이전이 있음을 보여준다. 회계처리원칙에 따라 시장의 반응이 다르게 나타나는 것은 피투자회사의 이익보고로 이루어진 투자회사의 주식변화의 크기에 영향을 주는 잠재적 요소가 있음을 나타낸다. 투자회사가 피투자회사를 지배력을 가지고 있는 경우 원가법사용 투자회사나 지분법사용 투자회사 모두 정보이전의 증가가 관찰되었다. 이러한 정보이전의 효과는 특정 이익예측모형이나 선형성가정, 정보이전계수의 추정시점 또는 집중과 혼란효과 등에 의해 초래되지 않은 것으로 보인다.

평균적으로 피투자회사의 비기대이익과 투자회사의 비정상수익간의 양의 상관성이 관찰되지 않는 것은, 시장이 꿰뚫어 보지 못했거나, 또는 정보이전효과의 크기가 각 투자자-피투자자관계에 따라 경제적 환경에 영향을 받기 때문인 것으로 보인다. 그러나 첫번째 설명은 이 연구에서 투자회사가 피투자회사를 효율적으로 통제를 할 때 정보이전이 나타난다는 점에서

설득력이 없다. 투자자-피투자자간의 경제적 관계에 따라 효과가 다르게 나타나는 것으로 볼 때 피투자회사에서 투자회사으로의 부의 이전에 따른 현금흐름의 의미가 주가에 반영되고 있는 것으로 보인다.

6.2 미래연구

본 논문은 외국자료를 이용한 연구지만 본 연구에서 사용한 접근방법과 회계적인 문제에 대한 의의는 다음과 같은 측면에서 국내 연구에 시사하는 바가 크다고 하겠다. 첫째, 투자회사가 그의 피투자회사의 지분을 보유할 때 적용하는 지분법은 개별재무제표 작성시 아직 우리나라에서 채택되지 않은 회계처리방법으로 이 논문의 결과는 지분법을 도입할 경우 고려해야 할 사항들을 제시하고 있다. 본 논문에서는 투자회사가 피투자회사에게 지대한 영향력을 행사할 수 있는지 여부는 소유지분을 이외에도 상호간의 실질적 관계와 피투자회사의 소유구조가 중요함을 나타내고 있다.

둘째, 이 논문에서 조사된 투자회사와 피투자회사의 경제적 의존관계를 적용하여 현행 연결범위기준이 우리나라의 독특한 소유구조를 반영하지 못하기 때문에 기업집단체무제표를 도입하여야 한다는 견해를 검증할 수 있다고 보여진다. 기업집단체무제표의 작성은 기업집단의 계열회사들이 하나의 단일실체로 간주될 수 있다는 기본적 가정이 입증될 때 그 필요성이 인정된다고 볼 수 있다. 이 논문과 유사하게 기업집단의 계열회사간의 경제적 상호의존관계를 실증조사하여 계열회사간의 단일실체여부를 검증할 수 있다.

셋째, 국내자료를 이용하여 정보이전이 국내시장에서도 관찰되는지 여부를 검증할 필요가 있다. 자본시장하에서의 정보이전연구는 미국, 영국 및 호주 등지에서 이미 많은 연구가 이루어졌으나 우리나라 자본시장에서의 연구는 아직 수행되지 않은 상태이다. 정보이전연구는 정보의 유용성 이외에도 시장의 효율성과 회계적인 문제의 타당성 등에 대한 검증에 있어 유용한 분석도구라고 보여진다. 따라서 공시기업의 회계정보와 경제적으로 밀접한 관계에 있는 기업 (예를 들면, 동종산업내의 기업 또는 기업 및 공급업체)의 주가변동의 상관관계를 국내 자료를 이용하여 단순히 재검증하는 것도 의의가 있다고 보겠다.

넷째, 본 논문에서 사용된 접근방법은 국내에서의 회계적인 문제를 분석하는 데 적용될 수 있다. 본 연구는 과거 정보이전연구가 한 실체의 회계정보와 다른 실체의 주가의 상관관계를

분석하는 데만 치중했다는 비평에 따라, 정보이전을 이용하여 구체적인 회계문제를 다루려는 시도를 하였다. 이러한 관점에서 국내적인 상황에서 유사한 회계문제를 검증할 수 있다고 보여진다. 예를 들면, 한 계열회사가 공시한 정보가 그 기업집단내의 다른 계열회사의 현금흐름의 함축적 의미를 전달함으로써 그 기업의 주가에 영향을 미치는지를 검증할 수 있다. 이러한 연구는 시장참여자들이 연결재무제표 또는 기업집단체무제표를 필요로 하고 사용하는지 여부, 따라서 이러한 회계정보의 작성에 대한 근거를 유추하는 한 가지 방법이라고 보여진다.

전반적으로, 이 연구는 소유권이 지배력에 미치는 효과를 통해서 피투자회사의 회계정보가 의미하는 신호와 그 투자회사의 시장변수간의 상호작용을 분석함으로써 국내의 회계문제를 다루는 연구에서도 흥미로운 시사점을 제시하고 있다.

참 고 문 헌

1. American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). Consolidated Financial Statements. Accounting Research Bulletin (ARB) No. 51, 1959.
2. Baginski, S. "Intra-industry Information Transfers Associated with Management Forecasts of Earnings." *Journal of Accounting Research* (Autumn 1987): 196-216.
3. Ball, R. J., and P. Brown. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of Accounting Research* (Autumn 1968): 159-178.
4. Beaver, W., R. Clarke, and W. Wright. "The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors." *Journal of Accounting Research* (Autumn 1979): 316-340.
5. Beaver, W., R. Lambert, and D. Morse. "The Information Content of Security Prices." *Journal of Accounting and Economics* (March 1980): 3-28.
6. Brown, L., G. Richardson, and S. Schwager. "Information Interpretation of Financial Analyst Superiority in Forecasting Earnings." *Journal of Accounting Research* (Spring 1987): 49-67.

7. Brown, P. "Ball and Brown 1968.." *Journal of Accounting Research* (Supplement 1989): 202-17.
8. Christie, A. "On Cross-sectional Analysis in Accounting Research," *Journal of Accounting and Economics* (December 1987): 231-58.
9. Clinch, G. and N. Sinclair. "Intra-industry Information Releases: a Recursive Systems Approach," *Journal of Accounting and Economics* (July 1987): 89-106.
10. de Jong P. and R. Thompson. "Testing Linear Hypotheses in the SUR Framework with Identical Explanatory Variables," *Research in Finance, Monograph Series*, Vol. 9., 1989.
11. Foster, G. "Intra-industry Information Transfers Associated with Earnings Releases," *Journal of Accounting and Economics* (December 1981): 201-32.
12. Freeman, R. and S. Tse. "A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings," *Journal of Accounting Research* (Autumn 1992): 185-209.
13. Han, J. and J. Wild. "Unexpected Earnings and Intraindustry Information Transfers: Further Evidence." *Journal of Accounting Research* (Spring 1990): 211-9.
14. Han, J., J. Wild, and K. Ramesh. "Managers' Earnings Forecasts and Releases." *Journal of Accounting and Economics* (February 1989): 3-33.
15. Landsman, W. and J. Magliolo. "Cross-sectional Capital Market Research and Model Specification." *The Accounting Review* (October 1988): 586-604.
16. Lloyd, B. and J. Weygandt. "Market Value Information for Nonsubsidiary Investments." *The Accounting Review* (October 1971): 756-64.
17. Olsen, C. and R. Dietrich. "Vertical Information Transfers: the Association between Retailers 'Sales Announcements and Suppliers' Security Returns." *Journal of Accounting Research* (Supplement 1985): 144-69.
18. Pownall, G. and G. Waymire. "Voluntary Disclosure Choice and Earnings Information Transfer." *Journal of Accounting Research* (Supplement 1989): 85-105
19. Schipper, K. "Information Transfers." *Accounting Horizons* (December 1990): 97-107.
20. Schipper, K. and R. Thompson. "The Impact of Merger-Related Regulations on the

- Shareholders of Acquiring Firms." *Journal of Accounting Research* (Spring 1983): 184-221.
21. _____, "The Impact of Merger-Related Regulations Using Exact Distributions of Test Statistics." *Journal of Accounting Research* (Spring 1985): 408-15.
22. Shleifer, A. and R. Vishny. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy* (1985): 461-88.



韓 國 經 營 學 會

編輯委員會 內規 305

「經營學研究」投稿要領 308



“경영학연구” 편집위원회 내규

1. 편집위원회의 목적

“경영학연구”는 한국 경영학 분야의 학술적 지식의 축적에 기여하고자 경영학 전 분야에 걸친 경험적, 개념적 연구논문 등을 게재하고 또한 한국경영학회 회원들에게 학문토론의 기회를 제공하고 그들의 교육활동에 도움이 될 학술자료를 제공하고자 경영학교육에 관한 연구, 서평, 및 경영학 연구에 실린 논문에 관한 의견 등을 게재하는 한국경영학회의 학술지이다.

이에 “경영학연구” 편집위원회(이하 편집위원회라 칭함)는 한국 경영학회의 학문적 발전을 위하여 수준높은 경영학관련 논문들을 공정하고 신속하게 심사, 편집 발간함을 그 목적으로 한다.

2. 편집위원회의 구성

- (1) 편집위원회는 한국경영학회장이 임명하는 위원장과, 위원장이 임명하는 편집간사위원과 심사분야당 1명씩의 위원으로 구성된다.
- (2) 현재의 심사분야는 경영정보, 국제경영, 마케팅, 생산관리, 인사조직, 재무관리, 전략경영 및 회계학 등의 8개분야로 한다. 심사분야의 변경이 필요할 때에는 편집위원회에서 결정한다.
- (3) 편집위원회는 실무를 담당할 약간 명의 유급조교를 둔다.

3. 편집위원의 임기

- (1) 편집위원의 임기는 2년으로 한다.
- (2) 편집업무의 연속성을 유지하기 위하여 매년 반수씩 위원을 교체한다.
- (3) 편집위원장의 유고시 새로 임명된 편집위원장과 편집간사위원의 임기는 임명받은 날로부터 2년으로 한다. 분야별 편집위원의 유고시 새로 임명된 편집위원의 임기는 전 편집위원의 잔여 임기기간으로 한다.

4. 편집위원의 임무

- (1) 편집위원회는 투고된 논문을 접수 심사하여 게재여부를 결정한다. 또한 편집위원회는 경영학연구의 편집업무를 원활히 수행하기 위하여 편집방침, 발간횟수 및 시기, 논문의 형식, 특별주제, 논문심사의 절차 등을 포함하여 학회지 발행과 관련된 사항을 결정한다.
- (2) 편집위원회는 학회지의 인쇄과정에서의 모든 교정을 책임지며, 인쇄와 발송은 경영학회 사무국에서 관장한다.
- (3) 편집위원회는 매년 첫 발행 학회지에 전년도의 활동을 보고한다.

- (4) 편집위원회는 경영학회 상임이사회에 활동사항과 재정상황을 보고한다.
- (5) “경영학연구”의 발행과 관련된 기타의 사항은 편집위원장이 결정한다.

5. 편집방침

- (1) 경영학 분야에 관심이 있는 사람은 누구나 본 학회지에 투고할 수 있다.
- (2) 연구논문은 다른 간행물에 발표되지 아니한 것이어야 한다.
- (3) 논문의 내용에 대한 책임은 집필자가 진다.
- (4) 논문의 판권은 달리 명시되지 않는 한 한국경영학회가 갖는다.
- (5) 투고된 논문은 반환하지 아니 한다.
- (6) 논문의 심사과정
 - ① “경영학연구” 투고요령에 맞게 제출된 원고만 심사의 대상이 된다. 따라서 편집위원장은 투고요령에 맞지 않는 원고에 대해서는 투고자에게 보완을 요청할 수 있다.
 - ② 논문이 접수되면 편집위원장은 즉시 논문접수일자를 저자에게 서면으로 통지하며 이와 동시에 분야별 편집위원에게 2인의 심사위원 선정을 의뢰한다.
 - ③ 편집위원이 자신의 논문을 투고할 경우 편집위원장이 임시편집위원을 선정하여 심사위원을 위촉하도록 한다.
 - ④ 투고된 논문은 2인의 심사위원에 의해 비밀심사(심사위원에게는 논문저자의 이름을 비밀로 하고 논문저자에게는 심사위원의 이름을 비밀로 하는 심사방법)를 받는다. 심사의 결과가 제재가와 게재불가로 양분되는 경우 제3심사는 편집위원이 행한다. 단 논문의 내용상 제3자의 심사가 필요하다고 판단될 경우 편집위원장이 제3의 심사위원을 선정할 수 있다.
 - ⑤ 편집위원장으로부터 논문심사를 의뢰받은 심사위원은 의뢰를 받은 날로부터 한달이내에 심사를 끝내고 그 결과를 편집위원회의 소정양식에 의거하여 서면으로 편집위원장에게 통지하여야 한다. 선정된 심사위원이 불가피한 사정으로 논문심사를 할 수 없을 때에는 즉시 편집위원장에게 통보하여야 한다.
 - ⑥ 편집위원장은 제3심사까지를 포함한 1차심사가 완료된 후 집필자에게 그 결과를 통지하며 심사의 결과에 따라 논문의 수정을 요구할 수 있다.
 - ⑦ 편집위원장으로부터 논문의 수정을 요청받은 집필자는 수정을 요청받은 날 다음에 오는 첫 방학 마지막 날까지 논문을 수정하여 편집위원회에 다시 제출하여야 한다. 집필자는 수정논문과 함께 수정요지를 제출하여야 한다. 집필자가 사유를 통보하지 않고 그때까지 수정된 논문을 제출하지 않을 경우 자신의 논문을 논문심사과정으로부터 철회한 것으로 간주한다.

-
- ⑧ 논문 집필자가 수정하여 다시 제출한 논문은 1차 심사자가 다시 심사하도록 한다.
 - ⑨ 편집위원회는 위의 과정을 통과한 논문만을 게재한다.
 - ⑩ 특별기고로 초청받은 논문의 경우도 위와 같은 심사과정을 경유하여 필요한 수정을 필한 후 게재한다.
- (7) 논문 게재결정의 기준은 다음과 같다.
- 1. 연구주제의 중요도(이론적 실무적 및 교육적 기여도)
 - 2. 연구방법의 타당성
 - 3. 내용의 창의성
 - 4. 논문 내용의 효과적인 의사전달
 - 5. 기타 편집기술상의 요건에 부합되는 정도
- (8) 논문의 게재순서는 편집위원회가 논문을 접수한 날이 빠른 순서를 원칙으로 하고 편집위원장이 논문의 중요성과 독창성을 감안하여 이를 조정할 수 있다.
- (9) 논문게재예정증명은 게재가 확정된 후에야 발행할 수 있다.
- (10) “경영학연구”는 매년 4회(2월, 5월, 8월, 11월) 발간한다.

경영학연구 투고요령

1. 투고자는 원고 3부를 본 학회 편집위원회로 제출하여야 한다.
2. 원고의 접수일은 원고가 본 편집위원회에 도착한 날로 한다.
3. 원고는 국문 혹은 국한문 혼용으로 쓰여져야 한다.
4. 원고는 글로 작성하는 것을 원칙으로 하며 그 길이는 도표를 포함하여 21×28cm(A4용지)에 한줄 건너 타자하여 20매 내외로 한다. 게재가 확정되면 집필자는 최종본 2부와 논문을 담은 3.5" Diskette을 편집위원회에 제출하여야 한다.
5. 원고 제1면에는 국문으로 원고제목, 투고자의 성명 및 소속기관, 연락처주소 및 전화번호 등을 명기하고 원고 매수를 표시한다.
6. 원고 제2면부터 본문에 들어 가기 앞서 국문 및 영문초록과 목차를 표시한다. 국문초록과 영문초록의 길이는 1매 이내로 한다.
7. 학술용어는 될 수 있는 한 국문으로 쓰되 번역이 곤란한 경우에 한해 영문으로 쓸 수 있으며 번역된 용어의 이해를 돕기 위하여 영문을 괄호안에 넣어 덧붙일 수 있다.
8. 모든 표 및 그림은 선명하게 그리며 해당번호(예 <표 1-1>, <그림 3-2>)와 제목 또는 설명을 붙여야 한다.
9. 각주(Footnote)는 최소화하되 꼭 필요한 경우에만 작성한다.
10. 각주(Footnote)는 어구의 오른쪽 상단에 일련번호를 붙여 표시하고 그 내용은 각면 아래 부분에 작성한다.
11. 참고문헌은 본문의 마지막에 장을 달리하여 기재한다. 참고문헌의 기재순서는 국문문헌, 외국어문헌의 순서로 하며, 국문문헌의 경우 가나다순으로, 영문문헌은 알파벳순으로 기재한다.
12. 본문 중 문헌인용의 경우 이름과 발표년도를 표기한다. 또한 특정 부분을 인용한 경우에는 페이지도 함께 기재한다.
(보기)
(김수곤, 1978) (Trice & Beyer, 1991 : p.150)
13. 참고문헌의 표시방법은 아래와 같다. 정기간행물의 경우 저자명, 연도, 논문제목, 간행물이름(국내문헌의 경우 고딕체로, 외국문헌의 경우 이탤릭체로 표시), 권(Vol), 페이지 순으로 한다. 정기간행물이 아닌 경우는 저자이름, 연도, 도서이름(국내문헌의 경우 고딕체로, 외국문헌의 경우 이탤릭체로 표시), 출판회수(2판 이상), 권(2권 이상), 출판지, 출판사 이름의 순으로 기재한다.
(보기)
김수곤(1978), 임금과 노사관계, 서울 : 한국개발연구원.

- 이필상(1994), "통화신용정책이 증권시장에 미치는 영향에 관한 연구", *경영학연구*, 23, 189-215.
- 손태원(1992), "공정보상에 대한 인식과 태도", 황일청(편), *한국사회의 불평등과 형평*, 서울 : 나남(209-250)
- O'Reilly, C. A., Chatman, J., and Caldwell, D. F. (1991), "People and Organizational Culture : A Profile Comparison Approach to Assessing Person-Organization Fit", *Academy of Management Journal*, 34, 487-516.
- Organ, D. W. (1988), *Organizational Citizenship Behavior : The "Good Soldier" Syndrome*. Lexington, MA : Lexington Books.
- Rousseau, D. M., and Parks, J. M. (1993), "The contracts of Individuals and Organizations", in L. L. Cummings & B. M. Staw(Eds.), *Research in Organizational Behavior*, Vol 15, Greenwich, CT : JAI Press(1-43).

「經營學研究」投稿要領

「經營學研究」에의 논문제출은 별도의 原稿마감일이 없습니다. 따라서 경영학분야에 관심을 가지고 계신분이라면 언제든지 논문을 제출하실 수 있습니다. 심사과정을 거쳐 게재확정된 논문은 게재결정 이후 가장 가까운 시기에 발간되는 「경영학연구」에 게재됩니다.

논문을 제출하실 때는 총 3부를 등기우편으로 아래의 주소로 제출하여 주시기 바라며, 제출되는 논문의 해당분야(국제경영, 인사조직, 재무론, 마케팅, 생산관리, 경영정보, 회계학, 전략경영) 및 연락가능한 주소와 전화번호를 명시하여 주시기 바랍니다.

내년 2월에 발간되는 「경영학연구」에는 경영학전분야에 걸친 가설도출적 논문과 기업윤리, 경영철학, 경영학교육 등에 대한 개념적 논문, 그리고 「경영학연구」에 실린 논문에 대한 논쟁, 서평 등이 주로 게재될 예정이오니 이러한 분야에 대해 많은 투고를 부탁드립니다. 감사합니다.

보내실 곳 : 136-701 서울특별시 성북구 안암동 5가 1번지 고려대학교 경영학과
김인수 교수연구실

※ 우편 이용시 반드시 등기로 보내주시요.

編輯委員

김 경 규(인하대학교)	문 형 구(고려대학교)
김 대 식(한양대학교)	이 창 우(서울대학교)
김 선 식(숙명여자대학교)	조 태 훈(건국대학교)
김 인 수(고려대학교) 위원장	추 휘 석(연세대학교)
김 효 석(중앙대학교)	한 민 희(한국과학기술원)

(가나다 순)

經營學研究

(通卷 37號)

1994年 11月 20日 印刷

1994年 11月 25日 發行

발행인 황 일 청

편집인 김 인 수

발행처 한국경영학회

서울특별시 성동구 행당동 17

한양대학교 경영대학

영신인쇄사 : 전화(275-8375, 272-2019)