

연결재무제표의 공시의무화에 따른 회계정보의 공시확대 효과와 정부규제의 상징적 의미 효과 비교*

박창래

강릉대학교 회계학과 조교수
(pccr@knusun.kangnung.ac.kr.)

기업회계규정의 개정과 재정권을 정부가 가지고 있는 경우, 기업회계기준의 변경은 회계제도의 변경을 의미할 뿐 아니라 정부가 회계규제의 변경을 통하여 시행하려는 정책에 대한 상징적 의미를 전달하는 수단이 될 수 있다. 본 연구는 연결재무제표의 공시의무화에 내포된 이 두 가지 측면이 미치는 정보효과를 파악하고 비교하였다. 우선, 연결재무제표를 공시해야 하는 지배기업과 공시의무가 없는 기업의 연결재무제표 공시의무화에 따른 정보효과를 비교하여 연결재무제표의 공시의무화가 지배기업에 미치는 영향을 살펴보았다. 다음으로, 대규모기업집단의 계열기업과 그렇지 않은 기업의 연결재무제표 공시의무화에 따른 정보효과를 비교하여 연결재무제표 공시의무화가 대규모 기업집단에 대한 정부규제의 상징적 의미로 인식되고 있는지를 살펴보았다.

연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 연결대상기업과 비대상기업 그리고 연결재무제표를 공시하던 기업과 공시하지 않던 지배기업사이에는 연결재무제표의 공시의무화에 의한 정보효과에 차이가 나타나지 않았다. 이것은 공시확대효과가 존재하지 않음을 의미한다. 둘째, 연결대상기업의 경우를 제외하고, 연구대상 기업전체와 연결대상이 아닌 기업의 경우 연결재무제표의 공시의무화는 계열기업과 비계열기업사이에 정보효과에 차이를 나타냈다. 이것은 정부규제의 상징적 의미 효과가 제한적으로나마 존재함을 보여주는 것이다.

I. 서 론

연결재무제표의 공시의무화는 연결재무제표의 작성여부를 기업이 선택할 수 있는 권한을 박탈하여 기업이 회계정책결정에서 선택할 수 있는 대안의 수를 감소시키는 결과를 가져왔다. 따라서 지금까지 연결재무제표를 공시하지 않던 기업에게는 불리한 결과가 나타날 것으로 기대된다.¹⁾ 즉, 연결재무제표 작성의무화는 연결재무제표 작성대상기업중 연결재무제표를 공시하지 않던 기업(이하 비공시기업)이 연결재무제표를 작성하여 공시하던 기업(공시기업)에 비하여 불리한 방향으로의 영향을 미쳤

을 것으로 생각할 수 있다.

그런데 연결재무제표의 공시의무화가 논의되고 의무화가 확정된 시점에서 연결재무제표의 유용성과 이용도에 대한 문제점이 제기되었으며(주인기, 1992), 연결재무제표보다는 기업집단 재무제표의 도입에 대한 주장이 꾸준히 제기되었다(남상오, 1992). 그뿐 아니라 연결재무제표의 공시의무화가 확정된 1992년 초에는 정부가 대규모기업집단의 경제력 집중을 억제하려는 정책이 포함된 "신산업정책"을 추진하려는 의지가 있는 것으로 알려졌다(매일경제신문, 1992.1.29). 따라서 우리나라에서의 연결재무제표 공시의무화는 연결재무제표 기준상의 지배기업보다는 대규모기업집단에 대한 정부

논문 접수일 : 97. 2 게재확정일 : 97. 10

* 이논문은 1995년도 학술진흥재단의 공모과제 연구비 지원에 의하여 수행되었음

1) 회계정책 대안의 선택에 대하여는 정혜영외 공동연구(1993) 9장과 Watts and Zimmerman(1986)의 12장에 잘 요약되어 있다.

의 규제라는 상징적 의미(symbolic meaning)를 갖는 사건이 될 수 있다.

이러한 측면에서 볼때 연결재무제표 공시 의무화는 그 내용면에서는 경제적 실질의 관점에서 지배 회사의 회계정보공시의 확대를 요구하고 있으나, 기업이해관계자(주로 투자자)들에게는 대규모기업 집단(재벌)에 대한 정부의 규제라는 상징적 의미를 갖는 것으로 해석될 수도 있다. 결국 연결재무제표의 공시 의무화는 우리나라의 경우 회계정보의 공시량을 확대할 것을 강제하는 측면과 정부의 대규모기업집단에 대한 규제라는 상징적 의미를 동시에 내포한다고 할 수 있다. 따라서 연결재무제표의 공시 의무화에 따른 연구도 이러한 두가지 측면을 고려하여 이루어질 필요가 있다.

본 연구는 이 두가지 측면을 고려하여 연결재무제표의 공시 의무화의 정보효과를 연구한다. 본 연구는 연결재무제표 공시 의무화에 따른 정보효과를 "공시확대효과"²⁾와 대규모기업집단에 대한 "정부규제의 상징효과"³⁾로 나누어 각각의 효과를 살펴본다. 본 연구의 목적은 연결재무제표의 공시 의무화를 공시확대효과와 정부규제의 상징효과로 나누어 살펴보고 이 두 효과를 비교하는데 있다. 구체적으로 본 연구는 다음과 같이 나누어 진다. 첫째, 공시확대효과에 대한 연구로 연결재무제표 공시의 의무화에 따른 정보효과가 연결대상여부 및 연결재무제표 공시여부에 따라 차이가 있는가를 살펴본다. 둘째, 정부규제의 상징효과에 대한 연구로 연결재무제표 공시의 의무화에 따른 효과가 대규모 기업 집단의 계열기업과 비계열기업사이에 차이가 있는

가를 살펴본다.

본 연구는 기업회계에 대한 규제의 변경이 규정에 내포된 의미 그 자체로서만 인식되는지 아니면 당시의 상황을 고려하여 규정뿐 아니라 다른 상징적 의미가 내포된 것으로 인식되고 있는지를 살펴볼 수 있게 한다. 따라서 본 연구의 결과는 회계규제의 변경시 규제변경이 미칠 수 있는 다른 상징적 요인을 고려할 필요가 있는지를 알아보는데 도움을 줄 수 있다.

II. 연구의 배경

2.1 연결재무제표 공시 의무화 과정

1980년대이후 연결재무제표의 작성회사비율은 꾸준히 증가하였지만 연결재무제표의 작성과 공시는 경영자가 선택할 수 있었으며 연결재무제표에 대하여 외부감사를 실시하지 않았었다. 따라서 연결재무제표에 대한 신뢰성이 떨어지고 정보가 직접금융시장에 공개되지 않는 문제점이 나타나게 되었다. 이러한 문제점에 따라 회계정보 이용자에게 유용한 정보를 제공하고 자본시장 개방에 대비하기 위하여 1992년에 연결회계제도의 개선이 이루어지게 된다.

1992년의 연결회계제도 개정은 1991년 9월 이후 몇차례 과정을 거치며 진행된다. 1991년 9월 30일에 연결재무제표의 의무화와 관련한 보도가 있은후 동년 10월 4일에 이에 관한 심포지움⁴⁾이

2) 연구에서 "공시확대효과"는 연결재무제표 공시의 의무화에 의하여 정보공시량을 증가시킴으로 나타나는 효과로 정의한다.

3) 연구에서 "정부규제의 상징효과"는 연결재무제표 공시의 의무화를 정부가 대규모기업집단에 대한 규제를 시작하는 상징적 의미(symbolic meaning)를 가지고 있는 것으로 인식하여 나타나는 효과로 정의한다.

4) 이러한 과정에 대하여는 이광재(1993) p. 51을 보라.

개최되었다. 1991년 12월 23일 증권감독원에서 연결회계제도의 개선방안을 제시하였다. 1992년 2월 28일 재무부장관에 의하여 연결재무제표의 작성의무화가 불가피하다는 장관간담회내용이 보도되어 연결재무제표의 공시의무화가 사실상 확정된다. 그후 1992년 4월 28일 「증권거래법시행규칙」이 개정되어 상장법인에 대한 연결재무제표의 작성·공시 및 외부감사가 의무화되었으며 동년 6월 27일 연결재무제표의 종류확대 및 관계회사간 내부거래의 공시강화 등을 포함하는 연결재무제표기준 및 준칙이 발표(개정)되었다.

그런데 연결재무제표의 공시의무화가 논의되고 진행되고 있던 1992년 1월에는 정부가 「신산업정책」을 추진할 것이며 그내용으로 부실기업의 도태와 재벌비주력기업의 상호지급보증 역제가 우선적으로 추진될 것이라는 내용의 보도가 있게 된다(매일경제신문, 1992.1.27). 그후 연결재무제표의 작성의무화는 그룹내 자금흐름을 한눈에 알 수 있다는 해설기사(중앙경제신문, 1992.2.27)가 보도된다. 그리고 연결재무제표의 의무화에 대하여 그룹사들이 대응책 마련에 부심하고 있다는 내용의 기사(한국경제신문, 1992.2.29)가 보도된다. 그런데 연결재무제표가 그룹기업의 정보를 파악하기 어렵다는 반론(내외경제신문, 1992.2.29; 중앙경제신문, 1992.3.11~12)에도 불구하고 대부분의 기사들은 연결재무제표의 의무화가 그룹기업의 내부 자금흐름을 알 수 있는 계기가 마련된 것 처럼 보도하고 있으며 그룹기업들은 연결재무제표의 공시의무화를 그룹기업을 염두에 둔 정부의 정책으로 인식한다. 이러한 일련의 보도와 그룹기업들의 반응을 볼 때 대부분의 사람들은 연결재무제표의 공시의무화를 대규모 기업집단을 대상으로 한 규제라는 의미로 해석하고 있음을 알 수 있다. 즉, 투자자들

은 정부의 연결재무제표 공시 의무화에 대한 의지 표명을 정부가 대규모 기업집단에 대한 규제를 시작하는 하나의 상징으로 해석하고 있음을 보여주는 것이다.

2.2 연결회계제도에 관한 연구

연결회계제도에 관한 연구는 연결재무제표를 의무화하기 이전부터 연구되었다. 연결재무제표에 대한 연구분야는 크게 세 분야로 나눌 수 있다. 첫째로 연결재무제표가 의무화되지 않았음에도 기업들이 자발적으로 연결재무제표를 작성하여 공시하려는 이유가 무엇인지에 대하여 연구한 분야이다. 두 번째는 연결재무제표의 유용성에 관한 것으로 연결재무제표의 의무화 이전부터 연결재무제표의 공시 필요성이 있는가를 연구하는 분야이다. 세 번째는 연결회계제도와 관련된 것으로 우리나라에서 연결재무제표의 정책 및 연결재무제표를 어떠한 방향으로 바꾸어나갈 것인가에 대한 방향을 제시하는 것과 연결회계제도의 변화에 따른 회계변경을 연구한 것이다.

2.2.1 연결재무제표의 자발적 공시에 대한 연구

연결재무제표의 자발적 공시에 대한 연구는 기업의 입장에서 정보창출비용이 발생함에도 불구하고 기업들이 연결재무제표를 자발적으로 공시한 이유가 무엇인가를 파악하려는 것이다. 이에 관련된 주된 연구는 주인-대리인이론, 지배회사와 종속회사의 의존성 등에 초점을 두어 진행되었다.

Whittred(1987)는 주인-대리인이론의 관점에서 주인(principal)의 감시요구 정도가 연결재무제표의 공시의 요인이 됨을 보여주었다. Mian과 Smith

(1990)는 지배회사와 종속회사의 상호의존성이 높을수록, 지배회사와 종속회사의 영업 재무 및 정보상의 의존성이 클수록 금융업소속 종속회사를 연결 재무제표에 포함시켜 보고한다는 것을 보여주었다. 이택수(1993)는 실증적 회계이론의 관점에서 연결 재무제표의 자발적 공시 유인을 추출하고자 하였다.

2.2.2 연결재무제표의 유용성에 관한 연구

우리나라에서 연결재무제표의 유용성과 관련된 초기논문은 연결재무제표의 유용성에 대한 설문조사와 재무비율분석에서 출발되었다. 김동희(1985)는 설문조사를 통하여 우리나라에서 투자자와 채권자는 연결재무제표의 중요성을 인정하면서도 자주 이용하지는 않는 것을 보여주었으며, 연결재무제표를 이용했던 사람들의 70%가량이 연결재무제표의 유용성을 기업집단이라는 측면에서 인정하고 있음을 보여주었다. 고정섭(1985)은 개별재무제표와 연결재무제표간에 재무비율상 차이를 조사하였다. 정종암과 김지홍(1991)은 100개의 개별기업 회계담당자에게 설문조사를 통하여 연결재무제표와 개별재무제표에 대한 인식의 차이를 조사한 후 우리나라의 30대재벌그룹을 대상으로 연결재무제표와 개별재무제표의 재무비율에 차이가 있는지를 조사하였다. 정규연과 김정원(1994)은 연결재무제표의 공시시점에서의 추가반응을 통하여 연결재무제표가 개별재무제표에 대한 추가정보효과를 갖는지를 살펴보았다.

연결재무제표의 공시의무화이후에는 감사받은 연결재무제표의 유용성에 대한 연구가 진행되었다. 전성빈(1994)은 연결회계제도의 변화에 의하여 감사받은 연결재무제표의 공시에 대한 정보효과를 비

정상수익률을 이용하여 검증하였다. 황인태(1995)는 연결재무제표의 공시로 인하여 거래량이 통계적으로 유의하게 증가하며, 비기대이익이 클수록 거래량이 증가하는 것을 보여주었다. 박성환(1995)은 정보이용자의 측면에서 연결재무제표의 공시와 감사의무화의 효익에 대한 분석을 하였다.

2.2.3 연결회계제도에 관한 연구

연결회계제도에 관한 연구는 크게 두가지로 나누어 볼 수 있다. 하나는 연결회계제도의 개선(혹은 정착)방안에 대한 것으로 기업집단 재무제표의 도입 필요성에 관련된 논의와 현행의 연결회계제도의 개선(혹은 정착)과 관련된 것이다. 다른 하나는 연결재무제표의 공시의무화에 따른 강제적 회계변경의 효과를 검증하는 연구로 주로 1992년의 연결재무제표의 공시의무화에 따른 효과를 살펴보는 것이다.

Benis(1979)는 이종업종의 종속회사를 연결재무제표에서 제외할 수 있는 선택권에 대해 문제를 제기하였다. 그는 금융업종의 종속회사가 연결재무제표에 포함되었을 때와 제외되었을 때의 차이를 비교한후 금융업 종속회사를 연결재무제표에 포함시킬 것을 주장하였다. 남상오(1992)는 현행 연결재무제표기준은 우리나라의 경제환경에는 맞지 않으므로 한국형 연결재무제표인 "기업집단연결재무제표"가 작성될 필요가 있음을 주장하였다. 이에 대하여 주인기(1992)는 기업집단연결재무제표의 유용성에 의문을 제기하면서 기업집단연결재무제표의 유용성에 대한 많은 연구가 있어야함을 주장하였다. 채규학과 최창순(1992)은 연결재무제표의 이해관계자집단을 대상으로 연결회계제도의 개선방안을 모색하기 위한 설문조사를 실시하였다. 김권중과 남상오(1994)는 단일기업집단내의 한 계열기

업의 현금흐름평가시 동일기업집단의 타계열기업의 정보를 이용한다는 가정을 검증함으로써 기업집단에 대한 정보의 필요성을 연구하였다. 권수영과 송창준(1994)도 계열사간의 상호의존성정도를 측정하여 기업집단체무제표의 도입여부에 대한 실증연구를 실시하였다. 이만우 등(1996)은 회계의 고유목적에 근거하여 어떠한 연결재무제표가 연결회계정보이용자의 의사결정에 유용한 재무정보가 될 것인가를 중심으로 우리나라의 연결회계제도의 개선방안을 제시하였다.

Main과 Smith(1990)는 기업은 회계보고정책을 선정함에 있어서 자신들에게 유리한 최적의 의사결정을 한다고 가정하고, 연결회계제도의 변화에 따라 의사결정선택대안에 변화가 발생하였을 경우 그 변화가 어떻게 영향을 미치는가를 분석하였다. 송자(1992)는 연결재무제표 작성의 의무화 조치에 따른 효과를 기업의 자본조달측면에서 살펴보았다. 이광재(1993)는 연결재무제표의 공시의무화라는 연결회계제도의 변화는 연결대상기업의 계약비용을 증가시킬 것으로 보고, 연결회계제도의 변화가 연결대상기업의 경제적 가치에 미치는 영향을 지배회사의 추가분석을 통하여 연구하였다. 윤태화(1994)는 연결재무제표의 공시의무화에 따른 관련기업의 추가변화와 신용평점 및 내부거래의 변화를 검증하여 연결재무제표의 공시의무화로 인하여 연결이익의 정보효과가 증대되고 연결의 의무화는 관련기업의 추가와 신용평가에 영향을 미칠 수 있음을 보여주었다.

III. 연구의 가설 및 연구의 설계

3.1 연구의 가설

연결재무제표의 공시의무화는 기업에게 주어졌던 연결재무제표 공시여부의 선택권을 박탈하여 경제실체로 하여금 회계정책 결정에 있어서 고려할 수 있는 대안의 수를 감소시켰다. 선택대안의 감소는 해당기업들의 최적회계정책결정에 영향을 미친다. 따라서 연결재무제표의 공시의무화는 연결대상기업에게 불리한 영향을 미칠 것으로 생각된다. 그런데 상당수의 회계전문가들이 연결재무제표의 이용분야를 투자자의 투자목적과 기업집단관리분야로 지적하고 있어 연결회계제도를 의사결정 유용성제고와 같은 회계고유의 기능과 함께 법규와 같은 규제적 성격으로 인식하고 있다(이만우의 공동연구, 1996). 이러한 상황으로 볼 때 연결재무제표의 공시의무화는 연결대상기업 혹은 전체기업에 대한 규제강화로 인식될 수도 있다. 연결재무제표의 공시의무화는 투자자들에게 기업에 대한 정부의 규제로 인식될 수도 있다. 이 경우 연결규제의 변경은 연결대상기업 뿐 아니라 비대상기업도 영향을 미칠 것으로 생각된다.

연결재무제표의 공시의무화는 연결재무제표를 이미 공시하고 있던 기업보다 공시하지 않던 기업에게 더욱 불리한 영향을 미칠 것으로 기대된다. 연결재무제표의 공시여부에 대한 결정이 기업실체에 있을 때 연결재무제표를 공시하지 않기로 결정하였던 기업들은 연결재무제표의 공시의무화에 따라 회계정책 결정시 최선의 해를 포기해야만 하는 결과를 초래하여 연결재무제표를 공시하고 있던 기업들보다 불리한 상황에 처하게 되었다. 따라서 연결대

상기업중 연결재무제표를 공시한 기업보다는 공시하지 않은 기업이 연결회계제도의 변경에 의하여 더 많은 영향을 받을 것으로 생각한다. 이러한 관점에서 다음의 [가설 I]과 [가설 II]를 설정한다.

[가설 I] 연결재무제표의 공시의무화의 정보효과는 연결대상기업과 비대상기업간에 차이가 없다.

[가설 II] 연결재무제표의 공시의무화의 정보효과는 연결재무제표의 자발적 공시기업과 비공시기업 사이에 차이가 없다.

기업회계기준의 제정과 개정권이 정부에 있는 우리나라의 경우, 회계기준의 변경은 단순한 규정변경 이상의 상징적 의미가 부여될 수 있다.⁵⁾ 연결재무제표의 공시의무화라는 회계규제의 변경도 같은 맥락에서 이해될 수 있다. 우리나라에서 연결재무제표의 공시의무화가 논의되는 시점에서 기업집단에 대한 결합재무제표가 필요하다는 주장(남상오, 1991)이 제기된 이후 꾸준히 기업집단연결재무제표의 필요성이 제기되었다. 그뿐 아니라 연결재무제표의 의무화를 “연결회계처리기준”에서 제시한 지배종속관계에 있는 기업에 대한 회계규제의 변경으로 인식하지 않고 기업집단에 대한 정보의 공시를 규정한 것처럼 인식하는 경우가 발생하기도 하였으며(중앙경제신문 1992.2.27), 연결재무제표가 그룹사들의 종합경영성적표로 인식되기도 하였다(한국경제신문, 1992.2.29). 이것은 연결재무제

표의 공시의무화를 대규모기업집단에 대한 회계규제의 상징으로 인식하고 있음을 보여주는 것이다. 이러한 인식에는 연결재무제표에 대한 논의가 진행되던 1992년 1월에 「신산업정책」을 본격적으로 추진한다는 정부의 방침 발표(매일경제신문 1992.1.27)가 환경적 요인으로 작용하였을 것이다. 신산업정책은 부실기업의 도태, 기업경영의 효율화, 기술개발력제고 등을 3대축으로 하고 있으며 이의 발표당시에는 1992년 상반기 중에 정책이 구체화되고 하반기부터 본격 실행될 예정이었다. 신산업정책의 발표시점에서는 그 정책의 구체적 내용이 알려지지 않았었다. 따라서 1992년 2월의 연결재무제표 의무화에 대한 정부당국자(재무부장관)의 의지표명은 정부가 재벌기업에 대한 규제를 시작한다는 상징적 의미를 전달하는 사건이 될 수 있다. 즉, 연결재무제표의 공시의무화 추진은 연결대상기업에 대한 규제라는 회계규정상의 의미외에 정부가 대규모 기업집단에 대한 규제를 시작한다는 상징적 의미를 전달하는 사건으로 인식될 수 있다.

이러한 관점에서 볼 때 연결재무제표의 공시의무화는 그 내용면에서는 지배-종속관계에 있는 기업들의 경제활동 결과를 공시한다는 의미를 내포하고 있으나, 투자자들에게는 대규모기업 집단에 대한 정부규제의 상징적 사건으로 인식될 수도 있다. 이러한 측면에서 연결재무제표의 공시의무화가 정부규제의 상징적 의미를 지닌 사건으로 받아들여지고 있는지를 검토하기 위하여 다음의 [가설 III]을 설정한다.

5) 상징적 상호작용론(symbolic interactionism)자들은 사회적 행동의 상황적 특성을 강조하여, 사람들은 사회적 지시의 원칙(blueprint of social instruction)에 의하여 행동하지 않고 다른 사람(기관)의 행동을 계속적으로 평가하여 반응해 나간다고 주장한다(Light and Keller, p. 69). 이에 의하면 투자자들은 연결재무제표의 공시의무화 방침에 대하여 연결재무제표 규정자체의 의미로 해석하기 보다는 공시화 방침이 발표된 상황과 그 상황에 깔려있는 정부의 의지가 무엇인가를 파악하여 행동한다고 할 수 있다. 즉, 투자자들은 연결재무제표 공시의무화를 정부 정책에 대한 의미를 전달하는 하나의 상징으로 보고 그 상징의 내면적 의미를 파악하여 행동한다고 생각할 수 있다.

[가설Ⅲ] 연결재무제표의 공시의무화의 정보효과는 대규모기업집단에 속하는 기업과 그렇지 않은 기업사이에 차이가 없다.

3.2 연구의 설계

3.2.1 정보효과의 검증방법

(1) 사건일의 선정

본 연구에서 연결회계 규제와 관련하여 고려될 수 있는 사건일은 1991년 10월 4일, 1992년 1월 27일, 2월 28일, 그리고 4월 28일 등이다. 1991년 10월 4일은 "기업건전화를 위한 회계제도 개선 심포지움"이 개최된 날로 연결, 특별상각 등 회계제도와 관련된 전반적인 문제들이 다루어진 날이다. 이당시 연결제도에 대한 논의로는 연결재무제표만을 공시할 것인가, 기업집단 재무제표를 공시할 것인가, 아니면 둘다를 공시할 것인가에 대한 논의가 있었던 때로 연결회계규제에 대하여 구체적인 방향이 설정된 시점이 아니다.

1992년 1월 27일은 신산업정책의 추진과 관련된 내용이 보도된 시점이다. 이날은 신산업정책의 대략적인 방향이 발표된 시점으로 구체적 정책의 내용이 발표되지 않았으며, 이 정책이 연결회계제도와는 직접 관련이 있지 않다. 다만 신산업정책은 다음의 연결재무제표의 의무화에 대한 상징적 의미를 해석하는 중요한 상황요인으로 작용하였을 것이다. 1992년 2월 28일은 재무부장관의 상공회의소 간담회 발표내용(연결재무제표의 작성의무화가 불가피)이 보도된 날로, 연결재무제표 공시의무화에 대한 정부의 입장을 공식적으로 표명한 날이다. 연

결재무제표의 공시의무화가 규정에 의하여 확정된 날은 4월 28일이다. 그러나 이것은 제도가 정비된 시점으로 투자자들에게 연결재무제표의 공시가 의무화될 것이라고 받아들여지는 날은 정부의 의지가 표명된 2월 28일로 보는 것이 타당하며, 이날은 또한 본 연구에서 살펴보려는 정부정책의 상징적 효과가 나타나는 날이다.

본 연구는 연결재무제표의 공시 의무화가 내포하는 회계정보 공시량의 증가와 정부규제가 갖는 상징적 의미가 미치는 영향을 파악하고 비교하는 것이다. 그런데 이러한 두가지 의미의 효과가 나타나는 최초의 사건은 1992년 2월 28일로 볼 수 있다. 따라서 본 연구에서는 사건일을 1992년 2월 28일로 한다.

(2) 검증모형

본 연구는 연결재무제표의 공시의무화라는 규정의 변경에 따른 효과를 연결대상기업의 정보확대효과와 회계규정의 변경을 통한 정부규제의 상징적 의미가 갖는 정보효과를 살펴보는 것이다. 정보효과는 사건일 전후의 비정상수익률을 이용하여 검증한다. 그런데 사건일은 12월 결산법인이 전년도 영업성과를 보고하는 기간에 속하고 있으므로 사건일에서의 정보효과에는 이익공시의 효과가 포함될 수 있다. 그리고 규모가 큰 기업은 이익공시시점에서 규모가 작은 기업에 비하여 정보효과가 작아질 수 있으며(Freeman, 1987), 규모가 커지면 규제의 대상이 될 가능성이 커지므로(Lefwich, 1981) 정보효과에는 기업규모도 영향을 미칠 수 있다. 그 뿐 아니라 연결재무제표는 개별재무제표보다 부채비율이 더욱 높아지는 속성이 있으므로⁶⁾ 부채비율

6) 연결재무제표에서 부채에는 종속회사의 부채가 합산되지만 종속회사의 자본은 지배회사의 투자계정과 상계되어 연결재무제표의 부채비율이 증가한다.

이 높은 기업은 연결재무제표의 공시의무화에 영향을 더 많이 받을 가능성이 있다. 이러한 요인들을 고려하여 본 연구에서는 연결재무제표의 정보효과를 분석하는데 있어서 비기대이익, 기업규모, 부채비율을 통제변수로 사용한다. 이어따라 본연구에서는 다음과 같은 회귀모형(Model I)을 설정하였다.

$$CAR_i = b_0 + b_1CON_i + b_2GROUP_i + b_3UE_i + b_4SIZE_i + b_5LEVER_i + e_i$$

- 여기에서 CAR_i : i 기업의 검증기간의 누적비정상수익률
- CON_i : i 기업의 연결대상여부에 대한 더미변수로
연결대상기업 = 1,
비대상기업 = 0
- $GROUP_i$: i 기업의 계열사여부에 대한 더미변수로
계열사 = 1,
비계열사 = 0
- UE_i : i 기업의 비기대이익
- $SIZE_i$: i 기업의 규모
- $LEVER_i$: i 기업의 부채비율

또한 연결재무제표의 의무화는 연결대상기업만을 규제대상으로 하므로 연결대상기업들만을 대상으로 공시여부에 따른 정보효과 차이를 보기위하여 다음의 회귀모형(Model II)을 설정하였다.

$$CAR_i = b_0 + b_1GROUP_i + b_2REPORT_i + b_3UE_i + b_4SIZE_i + b_5LEVER_i + e_i$$

- 여기에서 CAR_i : i 기업의 검증기간의 누적비정상수익률
- $GROUP_i$: 기업의 계열사 여부에 대한 더미변수로
계열사 = 1,

- 비계열사 = 0
- $REPORT_i$: 연결재무제표를 자발적으로 공시하는가에 대한 더미변수로
공시 = 1,
비공시 = 0
- UE_i : i 기업의 비기대이익
- $SIZE_i$: i 기업의 규모
- $LEVER_i$: i 기업의 부채비율

3.2.2 변수의 정의

(1) 설명변수의 정의

본 연구에서는 연결재무제표 공시의무화에 따른 정보효과가 연결대상여부, 연결대상기업중 연결재무제표의 자발적 공시여부, 그리고 계열기업여부에 따라 차이가 있는가를 살펴본다. 따라서 본 연구에서의 독립변수는 연결대상여부, 연결재무제표의 자발적 공시여부, 그리고 계열기업여부이다.

연결대상여부는 '연결재무제표규칙'에 의하여 연결재무제표를 작성해야 하는 의무가 있는 지배회사를 연결대상기업으로 하고 종속회사를 소유하고 있지 않거나 소유하고 있어도 연결대상범위에 속하지 않는 기업을 비대상기업으로 한다. 연결재무제표의 자발적 공시여부는 연결재무제표의 공시가 의무화된 1992년 4월 이전에 연결대상기업중 연결재무제표를 작성하여 공시하였는가 여부에 의하여 구분한다. 구체적으로 본 연구에서는 12월 결산상장법인중 1990년 회계년도말에 연결재무제표를 작성해야 하는 연결대상기업중 연결재무제표를 작성하여 공시한 기업을 (자발적)공시기업으로 하고 연결대상기업중 연결재무제표를 공시하지 않은 기업을 비공시기업으로 구분한다⁷⁾.

7) 12월결산법인들은 대부분 연결재무제표를 3-4월중 공시한다. 그런데 본 연구에서의 사건일인 1992년 2월에는 1991년도의 연결재무제표를 공시하는 3-4월 이전이므로 가장 최근의 재무제표를 근거로 자발적 공시기업여부를 구분하였다.

우리나라에서는 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률”과 “여신운용기준”에서 각각 대규모기업집단을 지정하고 있다. 본 연구에서 대규모기업집단의 분류는 여신운용기준에 의한 대규모기업집단분류방법에 따라 결정된 기업그룹의 순위중 상위 30대 기업집단에 속하는 회사를 계열사로하고 그외의 기업을 비계열사로 구분한다.

비기대이익은 1991년도말 개별재무제표의 주당순이익에서 전년도말 주당순이익을 차감하여 계산하였다. 규모변수와 부채비율은 총자산과 부채비율에 자연대수값을 취하여 계산하였다. 총자산과 부채비율은 정규분포를 하지 않는 경향이 있으므로 이를 조정하기 위하여 자연대수를 취하여 사용하였다.

(2) 정보효과의 측정

본 연구에서는 연결재무제표의 공시의무화에 방침의 발표에 따른 정보효과를 누적비정상수익률(CAR)로 측정한다. 초과수익률은 실제수익률과 예상정상수익률과의 차이로 정의된다. 따라서 정상수익률을 무엇으로 하느냐에 따라 초과수익률은 달라지며 정상수익률 계산방법도 여러가지가 있다(Strong, 1992). 본 연구에서는 시장모형과 시장조정수익률모형을 이용하여 정상수익률을 추정한다.

시장모형에 의한 수익률 추정은 일별수익률을 사용하였으며 사건일이전의 기간중 100일간을 추정기간으로 하였다. 그리고 시장수익률은 종합주가지수수익률을 이용하였다. 종합주가지수는 상장기업

들의 주가의 가중평균치로서 증권의 상대적 중요성을 반영하는 장점이었으나 소수대규모기업의 수익률변동에 크게 좌우될 수 있다는 문제점이 있다. 그러나 종합주가지수를 이용한 수익률이 이용간편하고 시장포트폴리오수익률에 접근한 개념으로 인식되므로(전성빈, 1994) 본 연구에서 종합주가지수를 시장수익률의 계산에 사용하였다.⁸⁾

단순회귀분석을 이용한 시장모형에 의한 정보효과와 시장조정모형에 의한 정보효과는 다음의 식으로 구한다.

$$\begin{aligned} \text{시장모형} & : AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt}) \\ \text{시장조정모형} & : AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \end{aligned}$$

단, AR_{it} : i 기업의 t 시점에서의 초과수익률
 R_{it} : i 기업의 t 시점에서의 주식수익률
 R_{mt} : t 시점에서의 시장수익률

이렇게 구한 초과수익률을 이용하여 다음의 식을 이용하여 CAR를 구한다.

$$CAR_{it} = \sum_{k=1}^t AR_{ik}$$

단, CAR_{it} : i 기업의 t 시점에서의 누적초과수익률
 AR_{it} : i 기업의 t 시점에서의 초과수익률

8) 일별수익률을 사용할 경우 일별수익률의 분포에서 시계열적 상관성이 발견될 수 있다(정혜영의 4인공저, 1993). 이러한 문제점 때문에 Scholes와 Williams(1978)는 시계열적 상관성이 있는 경우의 시장모형 추정방법을 제시하였다. 이를 고려하여 Scholes와 Williams의 모델을 이용하여 시장모형을 추정한 후 초과수익률을 계산하여 본 연구에서 제시하는 단순 회귀분석에 의한 추정치와 그 결과를 비교한 결과 기본적으로 그 결과가 동일하였다. 따라서 본 연구에서는 단순회귀분석에 의한 초과수익률을 계산하여 검증한 결과만을 보고한다. 시장모형에서 또하나의 문제는 횡단면적 상관관계(cross-sectional correlation)의 문제이다(Collins and Dent, 1984). 그러나 일별 혹은 주별 자료에서는 이것이 문제가 적을 것이며 다양한 산업에 걸쳐 다양화된 표본(well-diversified sample)의 경우 전통적인 t-test를 사용가능하다는 연구들도 있다(Malatesta, 1986 ; McDonald, 1987 ; Bernard, 1987 ; Chandra 등, 1990). 따라서 본 연구에서는 단순회귀분석에 의한 추정치를 사용한다.

3.2.3 표본의 선정

본 연구에서의 표본기업은 1991년말 현재 한국 증권거래소에 상장된 기업중에서 연구에 필요한 다음의 조건을 만족하는 기업을 선정하였다.

- ① 1991년말 현재 2년이상 증권거래소에 1부종목으로 상장된 기업
- ② 지난 3년간의 감사보고서상 감사의견이 적정인 기업
- ③ 1991년말 이전 3년간 재무제표에서 자본잠식이 없던 기업
- ④ 연결범위 등에 영향을 미칠 수 있는 증권보험 등 금융업에 속하지 않는 기업
- ⑤ 12월 결산법인으로 지난 3년간 결산시점변동이 없었던 기업
- ⑥ 연구대상기간중 자본변동이나 이에 대한 공시

가 없었던 기업

위의 조건에 만족하는 기업으로 237개 기업을 표본으로 선정하였다. 237개 표본을 기업집단 여부와 연결대상여부등에 의하여 구분하면 다음의 <표 1>과 같다. 전체표본중에서 계열사가 차지하는 비율이 상대적으로 적은 것으로 나타나고 있다.

IV. 실증분석의 결과

4.1 관련변수의 기술 통계

<표 2>는 전체 표본기업에 대한 각 변수의 기술 통계량을 나타내고 있다. CAR값은 전체적으로 양수다. 시장모형에 의한 CAR값이 시장조정모형에

<표 1> 표본집단의 분포

구 분	연 결 대 상			비 대 상	계
	자 발 적 공 시	비 공 시	소 계		
계 열 사	19	15	34	17	51
비 계 열 사	54	24	78	108	186
계	73	39	112	125	237

<표 2> 변수의 기술 통계량

변 수 명		평 균	표준편차	최소값	최대값
시장모형의 CAR	±10	0.010	0.090	-0.208	0.307
	± 5	0.045	0.089	-0.129	0.388
시장조정모형의 CAR	±10	0.029	0.095	-0.205	0.338
	± 5	0.054	0.089	-0.128	0.401
자산규모(억원)		3,295	9,488	47	106,462
부채비율(%)		212.93	147.96	15.7	1,156.8
주당비대이익		-95.67	1,087.40	-3,207	6,080

의한 CAR값보다 작으며 표준편차도 약간 작은 것으로 나타났다. 비기대이익의 평균은 음수(-)이며 전체적으로 표준편차가 상당히 크다. 총자산의 평균은 3,295억을 나타냈으며 범위도 47억에서 10조6,462억으로 범위가 매우 넓다. 부채비율은 평균 212.93%이며 범위도 넓다. 이러한 이유로 자산, 부채비율의 경우 정규분포를 하지 않을 가능성이 높아 분석에 사용하기 위하여 변수의 변환을 하

였다.

〈표 3〉은 통제변수가 집단별로 차이가 있는가를 t-tset를 통하여 살펴본 결과이다. 전체적으로 연결대상기업과 계열기업의 규모가 크다. 이것은 집단의 분류상 당연한 것으로 보인다. 그리고 비기대이익은 집단간의 차이가 없는 것으로 나타나고 있다. 이것은 집단간 성과의 차이가 크게 나타나지 않고 있음을 의미한다. 그리고 전반적인 성과가 전

〈표 3〉 집단간 통제변수의 차이

()는 표본의 수

구 분		변 수		
		자산(억원)	부채비율(%)	주당비대이익
전체기업	연결대상(112)	5,953	236.54	- 72.18
	비 대상(125)	914	191.78	-116.70
	t 값	4.00	2.35	0.13
	p 값	0.000	0.020	0.898
	계열기업(51)	9,218	321.67	-318.39
	비계열기업(186)	1,671	185.59	- 34.60
	t 값	4.15	4.73	0.68
	p 값	0.000	0.000	0.500
연결대상기업	계열기업(34)	13,305	301.26	-341.41
	비계열기업(78)	3,184	208.34	41.22
	t 값	3.31	2.85	- 0.73
	p 값	0.002	0.007	0.466
	자발적공시(73)	6,610	228.43	-182.20
	비자발적공시(39)	4,724	251.73	-133.74
	t 값	0.72	-0.86	- 0.60
	p 값	0.74	0.56	0.84
연결비대상기업	계열기업(17)	3,043	335.50	-258.35
	비계열기업(108)	579	169.15	- 94.41
	t 값	3.50	3.49	- 0.23
	p 값	0.003	0.002	0.816

년에 비하여 감소한 것으로 나타나고 있다. 연결대상기업의 자발적 공시기업과 비자발적 공시기업사이에는 다른 집단과는 달리 규모와 부채비율에서 차이를 보이지 않고 있다.

4.2 표본기업 전체의 연결재무제표 공시의무화 효과

연결재무제표 공시의무화가 표본기업 전체에 미치는 영향을 분석하기 위하여 [모델 I]에 의한 회귀분석을 실시하였다. 실증분석은 시장모형과 시장조정모형 각각에 대하여 사건일 전후 10일(± 10)과 사건일 전후 5일(± 5)간의 CAR값을 종속변수로 하여 설명변수에 대하여 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석에서는 우선 연결대상여부와 통제변수(비기대이익, 규모, 부채비율)를 설명변수로 하여 분석하였으며 다음으로 계열사여부와 통제변수를 설명변수로 하여 분석하였다. 마지막으로 연결대상여부와 계열사여부 및 통제변수를 모두 설명변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. 여기에서 연결대상여부와 계열사여부는 더미변수이다.

전체기업을 대상으로 시장모형과 시장조정모형별 CAR값에 대한 각변수의 회귀계수와 회귀계수의 유의성은 <표 4>에 제시되어 있다. 연결대상여부에 따른 연결재무제표의 공시의무화의 정보효과는 측정기간에 관계없이 유의적인 결과를 나타내고 있지 않다. 회귀계수의 부호가 음(-)수인 것은 연결대상기업이 비대상기업에 비하여 연결재무제표의 공시의무화에 의하여 불리한 영향을 받고 있음을 의미하지만 통계적으로 유의한 영향을 받고 있지는 않다.

계열사여부에 따른 연결재무제표의 공시의무화의 영향은 그 계수가 음수이고 측정기간동안 정보효과 측정모형에 관계없이 $\alpha = 0.05$ 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이것은 연결재무제

표의 공시의무화가 계열기업에게 불리한 정보로 작용하고 있음을 보여주는 것이다. 연결대상여부와 계열사여부를 동시에 고려하여 회귀분석을 행한 결과에서보면 연결대상여부는 CAR값에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 반면 계열사여부는 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이것은 연결재무제표의 공시의무화가 연결대상기업보다는 계열사여부에 더 큰 영향을 미치고 있음을 보여주는 것이다. 즉, 연결재무제표의 공시의무화는 공시확대효과보다는 정부규제의 상징적 의미(symbolic meaning) 효과가 더 크다는 것을 보여주는 것이다.

<표 4>에서는 또한 통제변수들의 영향을 살펴볼 수 있는데 비기대이익의 효과는 측정기간에 관계없이 유의적인 것으로 나타나고 있으며 그 계수는 양수이다. 이는 사건일이 이익공시시점이라는 것을 감안하면 당연한 결과로 볼 수 있다. 그리고 ± 10 일의 경우 규모변수가 미약하지만 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며 그 계수는 양(+)수이다. 이는 규모가 큰 기업이 규제변화에 대하여 대처능력이 크기 때문으로 생각할 수 있다. 규제의 변화에 의한 새로운 회계환경에 대하여 규모가 큰 기업은 대처능력이 큰 반면 규모가 작은 기업은 대처능력이 떨어지기 때문에 규모변수의 계수가 양수인 것으로 생각된다. 그리고 ± 5 일의 경우 계수가 음수인 경우가 있으나 통계적으로 유의한 것은 아니다. ± 5 일에서는 계수가 유의적이지 않으며 대규모 기업은 이익의 공시에 대하여 소규모 기업에 비하여 일찍 반응하여 일찍 반응이 끝난다는 이전의 연구(Freeman, 1987)를 고려할 때, 본 연구의 ± 10 에서의 규모변수가 미약하나마 유의적인 결과를 나타낸 것에 대하여는 향후 좀더 깊이 있는 연구를 통하여 그 원인을 밝힐 필요가 있다.

〈표 4〉 전체기업의 연결재무제표 공시의무화 효과

(* : $\alpha=0.01$, # : $\alpha=0.05$, & : $\alpha=0.1$ 에서 유의적)

정보효과 측정모형	기간	변 수					R ²
		연결대상여부	계열사여부	비기대이익	규 모	부채비율	
시장모형	±10	-0.0104		2.97E-05 *	0.0090 &	-0.0152	0.12238
			-0.0413 #	2.80E-05 *	0.0115 &	-0.0127	0.14203
		-0.0160	-0.0448 #	2.82E-05 *	0.0153 &	-0.0127	0.14803
	±5	-0.0039		2.14E-05 *	-0.0069	-0.0045	0.09422
			-0.0375 #	2.00E-05 *	-9.45E-04	-0.0024	0.09808
	-0.0088	-0.0394 #	2.01E-05 *	0.0011	-0.0024	0.09963	
시장조정모형	±10	-0.0104		2.94E-05 *	0.0050	-0.0146	0.11636
			-0.0421 #	2.77E-05 *	0.0105 &	-0.0121	0.12650
		-0.0161	-0.0457 #	2.78E-05 *	0.0143 &	-0.0121	0.13188
	±5	-0.0039		2.13E-05 *	-0.0074	-0.0043	0.08014
			-0.0379 #	1.98E-05 *	-0.0014	-0.0021	0.09397
	-0.0089	-0.0398 #	1.99E-05 *	6.85E-04	-0.0021	0.09542	

4.3 연결대상기업의 연결재무제표 공시의무화 효과

연결재무제표의 공시의무화는 그 규정의 영향이 연결대상기업에 한정된다. 따라서 연결재무제표의 공시의무화에 의하여 규제를 받는 기업들과 그렇지 않은 기업들을 구분하여 영향을 분석할 필요가 있다. 여기에서는 연결재무제표의 공시의무화에 의하여 규제의 대상이 되는 기업을 대상으로 연결재무제표의 공시의무화의 효과를 분석한다. 연결대상기업에 대한 연결재무제표 공시의무화의 효과는 [모델II]에 의하여 분석한다. 즉, 연결재무제표를 새롭게 만들어 보고하여야 하는 기업과 그렇지 않은 기업들 사이에 정보효과에 차이가 있는가를 분석하여보고, 계열사여부가 연결대상기업들만의 분석에

서도 영향을 미치고 있는 지를 살펴본다.

연결대상기업에 대한 연결재무제표의 공시의무화 효과를 분석한 결과는 〈표 5〉에 제시되어 있다. 〈표 5〉에서 보면 보고여부 변수의 회귀계수는 양수로 나타나 연결재무제표를 이미 작성하여 공시하던 기업이 비공시기업에 비하여 유리한 것으로 나타났다으나 통계적으로 유의한 것은 아니다. 즉, 연결재무제표의 공시의무화라는 강제적 회계변경에 의하여 연결재무제표를 추가로 작성하여 보고하여야 하는 비공시기업과 이미 연결재무제표를 공시하고 있어 규제의 변경에도 불구하고 정보의 양에는 영향이 없는 공시기업사이에는 정보효과에 차이가 나타나고 있지 않다. 연결재무제표의 공시의무화에 의하여 연결재무제표를 추가로 작성·공시하여야 하

는 비공시기업과 연결재무제표를 이미 공시하여 오던 기업사이에 정보효과에 차이가 없음을 의미한다. 이것과 앞에서의 결과를 고려해 볼 때 연결재무제표의 공시의무화는 연결대상기업과 연결대상기업중 강제적 회계변경의 상황에 처한 비공시 기업에게 커다란 영향을 미치지 못한다는 것을 알 수 있다. 즉, 연결재무제표의 공시의무화의 정보효과는 연결대상여부 및 공시여부에 따라 차이가 없다. 따라서 [가설 I]과 [가설 II]는 기각되지 않는다.

연결대상기업의 계열사여부에 따른 정보효과는 그 계수가 음수로 나타나 비계열사에 비하여 계열사가 불리한 영향을 받고 있는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의한 것은 아니다. 연결대상기업의 경우, 전체기업을 대상으로한 분석과는 달리 계열사여부에 따라 연결재무제표의 공시의무화에 영향

을 받지 않는다. 이러한 결과는 연결재무제표의 공시의무화에 대하여 계열기업여부에 관련없이 연결대상기업 모두가 비슷한 불리한 영향을 받는 것으로 생각할 수 있다. 그러나 <표 4>에서 연결대상여부에 의한 영향이 없는 것으로 볼 때 연결대상기업 모두가 같은 정도의 불리한 영향을 받는 것으로 보기는 어렵다. 다른 가능성은 연결대상기업이 비대상기업에 비하여 그 규모가 크기때문으로 생각할 수 있다. 규모가 큰 기업들은 규제의 변경에 대하여 대처능력이 크기 때문에 규제의 변경에 대하여 불리한 영향을 받을 지라도 그 영향의 정도가 크지 않을 수 있다. 연결대상기업의 총자산규모(평균 3,184억)는 비대상기업의 총자산규모(평균 914억)에 비하여 매우 크다. 이는 어느정도 이상의 규모를 갖는 기업들은 연결재무제표의 공시의무화에

<표 5> 연결대상기업의 연결재무제표 공시의무화 효과

(* : $\alpha=0.01$, # : $\alpha=0.05$, & : $\alpha=0.1$ 에서 유의적)

정보효과 측정모형	측정기간	변 수					R ²
		보고여부	계열사여부	비기대이익	규 모	부채비율	
시장모형	±10	0.0072		2.54E-05 *	0.0024	-0.0239 &	0.15716
			-0.0036	2.42E-05 *	0.0101	-0.0222	0.16061
		8.11E-04	-0.0363	2.42E-05 *	0.0101	-0.0222	0.16067
	±5	0.0152		1.86E-05 *	-0.0082	-0.0198	0.14035
			-0.0296	1.77E-05 *	-0.0016	-0.0191	0.13834
	0.0106	-0.0263	1.78E-05 *	-0.0027	-0.0186	0.14215	
시장조정모형	±10	0.0068		2.46E-05 *	3.32E-04	-0.0232	0.13223
			-0.0367	2.34E-05 *	0.0080	-0.0215	0.13560
		4.45E-04	-0.0365	2.34E-05 *	0.0079	-0.0125	0.13562
	±5	0.0151		1.82E-05 *	-0.0092	-0.0195	0.13206
			-0.0296	2.34E-05 *	-0.0026	-0.0188	0.13043
	0.0104	-0.0264	1.74E-05 *	-0.0037	-0.0183	0.13384	

따른 규제에 대하여 대처능력이 있으며, 대규모 기업에 있어서는 회계환경 변화에 따른 영향의 차이가 크지 않은 것으로 생각할 수 있다. 즉, 기업의 규모가 일정규모이상일 경우 연결규제의 강화에 의하여 나타나는 영향의 정도에는 차이가 없는 것으로 생각할 수 있다. 이러한 이유로 연결재무제표 공시의무화에 따른 효과가 보고여부나 계열사여부에 따라 차이가 나타나지 않을 수 있다.

통제변수에 있어서 비기대이익의 효과는 앞의 전체기업에 대한 분석에서와 같은 결과를 내타내고 있으나 규모에 대한 영향은 없는 것으로 나타나고 있다. 그리고 부채비율의 효과는 시장모형에 의한 ± 10 일의 경우에만 미약하게 나타나고 대부분 영향이 없는 것으로 나타났다.

4.4 연결대상이 아닌 기업의 연결재무제표 공시의무화 효과

연결재무제표의 공시의무화에 따른 정부규제 강화의 상징효과를 추가적으로 분석하기 위하여 연결재무제표규칙에서 규제대상이 되지 않는 연결대상이 아닌 기업들만으로 연결재무제표의 공시의무화 효과를 분석한다. 연결대상이 아닌 기업은 연결재무제표의 공시의무화에 의하여 규제상의 영향을 받지 않는 기업들로, 정보공시량의 확대라는 측면에서는 연결재무제표의 공시의무화에 의하여 영향을 받지 않을 것이다. 그러나 규제가 계열사에 대한 규제의 상징적 의미로 파악된다면 계열사여부 변수는 CAR값에 영향을 미칠 것이다. 이러한 영향을 살펴보기 위하여 여기에서는 연결대상이 아닌 기업을 대상으로 [모델 I]에서 연결여부 변수를 제외한 설명변수를 이용하여 분석을 실시한다.

연결대상이 아닌 기업들을 대상으로 연결재무제

표의 공시의무화효과를 분석한 결과는 <표 6>에 제시되어있다. <표 6>을 보면 계열사여부에 대한 회귀계수가 음수이며 $\alpha = 0.10$ 수준에서 유의한 것으로 나타나고 있다. 이것은 연결재무제표의 공시의무화에 의하여 계열기업이 불리한 영향을 받고 있음을 보여주는 것이다. 연결대상기업이 아니어서 연결재무제표의 의무화라는 회계규제에 의하여 직접적인 영향을 받지 않는 기업들만을 대상으로 실시한 분석에서 연결대상여부가 영향을 미치고 있다는 것은 연결회계규제의 변경효과가 연결대상기업이나 연결재무제표의 공시여부 보다는 계열기업여부에 더 많이 나타나고 있다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 그러나 회귀계수의 t값이 $\alpha = 0.10$ 수준에서 유의적이어서 계열기업여부의 효과가 명확하게 나타난다고는 할 수 없다.

규모변수에 대한 회귀계수가 양수이고 ± 10 일 구간에서 $\alpha = 0.05$ 수준에서 유의적인 것을 볼 때 회계규정의 변화에 대하여 규모변수가 어느정도의 영향을 미친다고 할 수 있다. 이것은 회계규정의 변경에 대하여 상대적으로 대처능력이 큰 기업들은 연결재무제표의 공시의무화에 대하여 소규모 기업들과 비교하여 덜 영향을 받고 있다는 것을 보여준다고 할 수 있다. 이 결과와 <표 4>와 <표 5>에서의 결과를 비교하여 볼 때 연결재무제표의 공시의무화의 정보효과는 전반적으로 계열기업에게 불리한 것으로 나타나고 있으나 일정규모 이상이 되는 연결대상 기업들에게서는 계열사에게 불리한 결과를 보이지는 않고 있다. 이러한 결과로 볼 때 연결재무제표의 공시의무화의 정보효과가 계열기업과 비계열기업사이에 차이가 없을 것이라는 [가설 III]은 제한적으로 기각된다.

그리고 연결대상이 아닌 기업에 있어서도 통제변수의 하나인 비기대이익의 효과는 유의적인 효과를

〈표 6〉 연결대상기업의 연결재무제표 공시의무화 효과

(* : $\alpha=0.01$, # : $\alpha=0.05$, & : $\alpha=0.1$ 에서 유의적)

정보효과 측정모형	측정기간	변 수				R ²
		계열사여부	비기대이익	규 모	부채비율	
시장모형	±10	-0.0577 &	3.39E-05 *	0.0271 #	-0.0094	0.15748
	±5	-0.0524 &	2.35E-05 *	0.0077	0.0067	0.07052
시장조정모형	±10	-0.0597 &	2.34E-05 *	0.0290 #	-0.0104	0.15282
	±5	-0.0533 &	1.74E-05 *	0.0086	0.0062	0.07769

나타내고 있어 이익공시의 정보효과가 존재함을 보여준다. 그리고 부채비율의 경우는 검증기관에 관계없이, 규모변수는 ±5일의 경우에 정보효과와 영향이 없는 것으로 나타났다.

V. 요약 및 결론

연결재무제표의 공시의무화는 연결대상기업, 특히 연결재무제표를 공시하지 않던 기업에 대하여 강제적 회계변경이 이루어지게 하여 회계정보의 공시확대라는 결과를 초래하였다. 그리고 연결재무제표의 공시의무화는 대규모 기업집단(계열기업)에 대한 정부규제의 강화라는 상징적 의미를 가진 것으로 인식될 수 있다. 이러한 측면에서 본 연구는 연결재무제표의 공시의무화의 영향을 공시확대효과와 정부규제의 상징적 의미 효과라는 측면으로 나누어서 살펴 보았다. 그런데 분석의 시점이 이익이 공시되는 기간이고 연결재무제표에 의한 영향이 기업규모나 재무구조에 의하여 영향을 받을 수 있으므로 비기대이익, 규모 및 부채비율을 통제변수로

사용하여 실증분석을 실시하였다.

공시확대효과와 정부규제의 상징효과를 살펴보기 위하여 우선 전체기업을 대상으로 연결대상여부, 계열사여부 및 통제변수를 설명변수로하고 연구대상기간의 CAR값을 종속변수로하는 회귀분석을 실시하였다. 다음으로 연결재무제표기준에 의하여 연결대상이 되는 기업을 대상으로 자발적공시여부, 계열사여부 및 통제변수를 설명변수로하는 회귀분석을 실시하였다. 마지막으로 연결재무제표규칙에 영향을 받지 않는 기업을 대상으로 계열사여부와 통제변수를 설명변수로 하는 회귀분석을 실시하였다.

전체기업을 대상으로한 검증에서 연결대상여부의 회귀계수는 음(-)수로 연결대상기업의 CAR값이 비대상기업의 CAR값에 비하여 작은 것으로 나타났으나 통계적으로 유의한 것은 아니었다. 이것은 연결재무제표의 공시의무화의 정보효과는 연결대상기업과 비대상기업사이에 차이가 없다는 [가설 I]을 기각하지 못한다. 즉, 연결재무제표의 공시의무화는 연결대상기업에게 통계적으로 유의하게 불리한 영향을 미치지 못했다.

연결대상기업만을 대상으로 연결재무제표의 자발적 공시기업과 그렇지 않은 기업사이에 연결재무제

표의 공시의무화에 따른 정보효과에 차이가 있는가를 살펴본 결과 자발적공시기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 CAR값이 더큰 경향(회귀계수가 양수)이 있으나 통계적으로 유의한 것은 아니다. 이것은 연결재무제표의 공시의무화의 정보효과가 자발적공시기업과 그렇지 않은 기업사이에 차이가 없다는 [가설 II]를 기각하지 못하는 것이다. 즉, 강제적 회계변경을 해야하는 비공시기업이 연결재무제표의 공시의무화에 의하여 통계적으로 유의한 정도의 불리한 영향을 받지 않았다는 것을 의미한다. 이러한 결과를 볼 때 연결재무제표의 공시의무화에 의한 공시확대효과의 영향은 크지 않다고 할 수 있다.

전체기업을 대상으로한 분석과 연결대상이 아닌 기업을 대상으로 한 분석에서 계열사여부 변수의 계수는 음수이며 통계적인 유의성을 갖는 것으로 나타났다. 그러나 연결대상기업만을 대상으로 한 분석에서는 계열사여부의 계수가 음수로 나타나고 있지만 통계적으로 유의한 것은 아니다. 이것은 연결재무제표의 공시의무화는 계열기업에 불리한 영향을 미치지 않지만 연결대상기업들에서는 커다란 영향을 미치지 못한다는 것을 보여주는 것이다. 이것은 연결재무제표의 공시의무화는 대규모기업집단의 계열사와 그렇지않은 기업사이에 차이가 없다는 [가설 III]을 제한적으로 기각하는 것이다. 즉, 연결재무제표의 공시의무화는 계열기업에게 불리한 영향을 미치고 있으나 상대적으로 규모가 큰 연결대상기업들에서는 계열기업에게 크게 불리한 영향을 미치지 못하였다. 이러한 결과는 일정규모 이상의 기업은 연결규제에 의하여 대처능력이 커다란 차이가 없으므로 규제의 변경에 의해 차이가 나타날 정도로 영향을 받고 있지는 않다는 것을 의미하한다고 생각할 수 있으나 그 이유가 명확한 것은 아니다. 이러한 결과를 살펴볼 때 연결재무제표의 공시의무

화에 대한 정부의 방침발표가 갖는 정부규제의 상징효과는 제한적으로나마 존재하고 있다고 할 수 있다.

연결재무제표의 공시의무화에 대한 정보효과를 공시확대효과와 정부규제의 상징효과로 나누어 살펴본 결과 공시확대 효과의 영향은 별로 없는 반면 정부규제의 상징효과는 어느정도 존재하고 있는 것으로 나타났다. 이것은 회계규정의 제정이 정부의 권한하에 있는 우리나라의 경우 회계규정의 변경은 규정 그 자체에 내포된 의미보다 규정의 변경을 통하여 정부가 의도하고 있는 상징적 의미가 더큰 영향을 미칠 수 있음을 제한적으로나마 보여주는 것이다. 따라서 회계규정의 변경은 원래 규정에 내포된 본래의 의미와는 달리 해석될 수 있으며 이것은 규정변경의 본래의도를 왜곡시킬 가능성이 있다고 할 수 있다.

본 연구의 한계와 차후의 연구방향을 제시하면 다음과 같다. 첫째, 초과수익률의 측정에 있어서 단순회귀분석을 사용하였는데 이 경우 발생하는 횡단면적 의존성(cross-sectional correlation)의 문제가 발생될 수 있다. 둘째, 연결재무제표 공시의무화 이외의 회계규정변경에 있어서 정부규제의 상징효과가 나타나고 있는가에 대한 추가적인 연구를 통하여 우리나라상황에서 강제적 회계변경이 갖는 효과에 대한 심도있는 연구가 요구된다. 셋째, 회계규제의 변경으로 인한 강제적 회계변경이 발생할 경우, 이에 대하여 대처능력이 큰 대규모 기업들과 그렇지 않은 기업들에게 미치는 영향에 대하여 추가적인 연구가 요구 된다

참 고 문 헌

- 고정섭 (1985), "연결회계의 실태와 개선," **회계**, 21, 공인회계사회, 143-59
- 권수영·송창준 (1994), "계열회사간의 내부거래 및 채무보중에 기초한 경제실체에 대한 검증," **회계학연구**, 19, 23- 49
- 김권중·남상오 (1994), "연결회계정책정립을 위한 실증적 연구 : 정보이용자 관점에서의 분석," **회계학연구**, 18, 19-45
- 김동희 (1985), "연결채무제표의 유용성에 관한 연구," 이화여자대학교 대학원 석사학위논문
- 남상오 (1991), "연결채무제표 개선방안," **기업경영건전화를 위한 회계제도 개선 심포지움 발표논문집**
- 남상오 (1992), "기업집단연결채무제표의 도입의 타당성과 기대효과," **기업집단연결채무제표 도입방안에 대한 심포지움발표 논문집**
- 박성환 (1995), "연결회계자료의 정보효과," **경영학연구**, 24, 4, 119-51
- 송 자 (1992), "연결채무제표 작성의무화가 기업에 미칠 영향," **서강 Harvard Business**, 44, 61-73
- 윤태화 (1994), "연결채무제표공시의무화가 기업의 주식가격, 신용평점 및 내부거래의 변화에 미친 영향," 연세대학교 대학원 박사학위논문
- 이광재 (1993), "연결회계규제의 경제적 효과," 고려대학교 대학원 박사학위논문
- 이만우·김양호·노준화 (1996), "우리나라 연결회계제도의 개선방안 연구," **상장협연구보고서**, 상장회사협의회, 96-1
- 이택수 (1993), "연결채무제표의 자발적 공시유인에 관한 실증적 연구," 서울대학교 대학원 박사학위논문
- 전성빈 (1994), "감사받은 연결채무제표의 정보효과," **회계학연구**, 17, 51-71
- 정규연·김정원 (1994), "연결채무제표의 추가적인 정보가치에 관한 연구," **경영학연구**, 23, 80-108
- 정종암·김지홍 (1991), "연결채무제표의 유용성에 관한 연구," **경영학연구**, 20, 2, 127-55
- 정혜영의 4인공저 (1993), **자본시장과 회계정보**, 서울, 양영각
- 주인기 (1992), "기업집단연결채무제표의 도입방안," **기업집단연결채무제표 도입방안에 대한 심포지움 발표논문집**, 한국회계학회.
- 채규학·최창순 (1992), "연결회계제도의 정착을 위한 개선방안 연구," **상장협연구보고서**, 상장회사협의회, 92-2.
- 황인태 (1995), "연결채무제표의 유용성에 관한 실증적 연구 : 거래량 정보를 이용하여," **회계학연구**, 20, 2, 59-75
- Benis, M. (1979), "The Non-Consolidated Finance Company Subsidiary," *The Accounting Review*, October, 808-14
- Bernard, L. Victor (1987), "Cross-Sectional Dependence and Problems in Inference in Market-Based Accounting Research," *Journal of Accounting Research*, 25, 1(Spring), 1-48
- Chandra, Ramesh, Share Moriarity, and G. L. Willinger (1990), "A Reexamination of the Power of Alternative Return - Generating Models and the Effect of Accounting for Cross - Sectional Dependences in Event Study," *Journal of Accounting Research*, 28, 2(Autumn), 393-40
- Collins, D. W and W. T. Dent (1984), "A Comparison of Alternative Testing Methodologies Used in Capital Market Research," *Journal of Accounting Research*, Spring, 48-84
- Freeman, Robert N. (1987), "The Association Between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms," *Journal of Accounting and Economics*, 9, 195-228
- Leftwich, R. (1981), "Evidence of the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements," *Journal of Accounting and Economics*, 3, 3-36
- Light, Donald, Jr., and Suzanne Keller (1979),

Sociology 2nd ed., New York : Alfred A. Knopf.

- Main, S. L and C. W. Smith (1990), "Incentives Associated with Changes in Consolidated Reporting Requirements," *Journal of Accounting and Economics*, 13(October), 240-266
- Malatesta, M. Paul (1986), "Measuring Abnormal Performance : The Event Parameter Approach Using Joint Generalized Least Squares," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 1(March), 27-38
- McDonald, Bill (1987), "Event Study and Systems Methods : Some Additional Evidence," *Journal of Quantitative Analysis*, 22, 4(December), 495-504
- Scholes, Myrch and Joseph, Williams (1977), "Estimating Beta From Nonsynchronous Data," *Journal of Financial Economics*, 309-327
- Strong, Norman (1992), Modeling Abnormal Returns : A Review Article, *Journal of Business Finance and Accounting*, 19, 4(June), 533-553
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory*, Eaglewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall
- Whittred, Greg (1987), "The Derived Demand for Consolidated Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, December, 259-285

The Comparision of Disclosure Expansion Effect with Symbolic Meaning Effect of Governmental Regulation by Mandated Disclosure of Consolidated Financial Statements

Chang-Rae Park*

Abstract

When the financial accounting regulations are established by government agency, the accounting regulation change may have two aspects of effect. The one is the effect of regulation itself. The other is symbolic meaning effect of governmental regulation. This study is to investigate the information content of the mandated disclosure of consolidated financial statements in these two aspects. First, I investigated "the disclosure expansion effect" by the comparision of the information content of parent companies with control companies which had no disclosure duty. Second, I investigated "the symbolic meaning effect of governmental regulation" by the comparision of the information content of members in Big Group Companies with non-members.

The emperical test results are as fellows. First, there is no significiant difference in information content between parent companies and non-disclosure duty companies. And there is no significiant difference between already disclosure firms and non-disclosure firms. This results show that the disclosure expansion effect doesn't exist. Second, except the case of disclosure duty companies, there is significiant difference in information content between members in Big Group Companies and non-members. And the members are lower in CAR than non-members. This shows that symbolic meaning effect of governmental regulation change exists.

* Assitant Professor, Dept. of Accounting, Kangnung National University