

# 외부주주지분에 대한 정보이용자의 주가반응차이

이장형, 최현돌\*

\* 대구대학교 회계정보학과 교수

## I. 서론

법적으로는 독립한 회사들이 지배와 종속관계를 형성하여 경제적으로는 단일실체와 같을 때 이들을 단일집단으로 보고 연결재무제표를 작성한다. 이 재무제표는 지배·종속회사의 정보이용자들에게 개별재무제표가 제공할 수 없는 정보를 제공해 준다. 즉, 경제적 실체를 구성하는 기업집단의 정보를 제공하며, 연결회사 간에 이루어지는 내부거래, 상호출자 등이 제거되어 재무정보의 왜곡현상을 방지할 수 있는 유용성을 가지고 있다. 우리나라는 2002년 11월 7일에 발표된 회계제도개혁안 중 하나가 현행 개별재무제표 중심의 공시방식을 연결재무제표 위주로 바꾼다는 것이다(금융감독원, 2002). 연결재무제표의 주재무제표화에 관한 연구도 행해지고 있는 실정이다(정규언, 2005).

현행 증권거래법은 사업보고를 주재무제표로 공시하고, 연결재무제표는 보충적 재무제표로 공시하도록 규정하고 있다.

회계주체이론과 관련되어 지배회사이론과 실체이론이 우리나라 연결재무제표 준칙에 혼재되어 있다. 이는 종속회사 외부주주를 보는 관점의 차이에서 비롯되어 연결회계의 전반적인 체계에 영향을 준다. 연결재무제표는 기본적으로 지배회사의 투자자를 위하여 작성되고 발전되어 왔으므로 아직까지 지배회사이론이 상당부분 남아 있다. 구체적인 예를 보면 연결손익계산서에서 보면 연결실체이익에서 외부주주지분순이익을 차감하여 연결당기순이익을 구하는 것이다. 따라서 연결주체이론이 완전히 실체이론으로 전환된 것은 아니다. 하지만 국제회계의 흐름은 지배회사이론에서 실체이론으로 이행되고 있다.

우리나라 연결재무제표 준칙에 의하면 대차대조표에서 표시되는 외부주주지분과 손익계산서에서 표시되는 외부주주지분순이익이 각기 다른 회계주체이론을 따르고 있어 이해관계자들에게 과연 달리 인식하고 있는지 아니면 외부주주지분도 연결

주주지분에서 제외하여 부채로 계상하거나, 부채와 자본사이에 준부채로 인식하는지, 현행 준칙처럼 자본으로 인식하는지를 알아보기 위해 연구를 시작하게 되었다.

본 연구의 목적은 우리나라 연결회사 정보이용자들은 외부주주지분이 자본으로 인식하는지 부채로 인식하는지, 현행처럼 외부주주지분으로 별도로 인식하는지를 규명하고자 하는 것이다. 이를 위해 1993년부터 2004년까지 연결재무제표를 공시한 외부감사대상 제조업을 대상으로 재무정보와 주가반응<sup>1)</sup>을 살펴보고자 한다.

본 연구는 크게 5개장으로 구성된다. 제1장은 연구의 필요성과 문제제기인 서론이다. 제2장은 이론적 배경 및 선행연구이고, 제3장은 연구설계이다. 제4장은 연구결과분석, 제5장은 결론이다.

## II. 이론적 배경 및 선행연구의 고찰

### 1. 연결회계정보에 대한 이론적 배경

#### (1) 외부주주지분의 개념

외부(소수)주주지분(Minority interest)은 통제가 능한 주주가 소수 투표 지분을 가질 때 통제할 수 없거나 제3의 집단 주주를 위한 적절한 명칭이다. 우리나라 연결재무제표준칙 제1장 제3조에 의하면 “외부주주지분”이라 함은 종속회사의 경영성과와 순자산 중에서 지배회사지분 이외의 지분을 말한다 고 언급하고 있다. 이에 반해 통제불능지분(Noncontrolling interest)은 외부주주지분보다 더 광범위한 개념으로, 통제가능한 주주가 소수투표 지분을 가지던 가지지 않던 통제할 수 없거나 제3의 집단 주주들의 지분을 포함하는 명칭이다. FASB는 통제불능지분의 보다 광범위한 명칭을 선호한다.

지분에 있어서 외부주주(통제불능)지분은 제3자 투자자 또는 연결 자회사 밖의 투자자에 의해 소유한 주주지분의 몫을 반영한다. 이는 연결자회사

1) 연결재무제표는 사업연도 종료 후 90일이 경과한 날로부터 30일 이내 공시를 하도록 규정하고 있다(증권거래법시행령 제83조)

의 주주지분에 관한 외부자들의 타당한 요구를 나타낸다.

### (2) 외부주주지분의 계산

연결재무제표준칙 제2장 제13조에 의하면 외부주주지분은 지배권획득일 이후의 종속회사 자본계정이 감자, 증자 등에 의하여 변동한 경우에는 변동 후의 자본계정을 기준으로 하여 계산한다. 만약에 종속회사의 손실 중 당해 종속회사의 외부주주지분에 속하는 부분이 당해 외부주주지분액을 초과하는 경우에는 그 초과액을 지배회사의 지분에 가산시킨다. 이 경우 지배회사의 지분에 부담된 손실이 회복될 때까지는 차후 발생하는 당해 종속회사의 이익전부를 지배회사의 지분에 가산한다. 그리고 이 때 지배회사의 지분에 부담시키는 외부주주지분초과손실은 “외부주주지분초과손실액”으로 연결이익잉여금에 주기고, 연결자본변동표에서 이를 기말연결이익잉여금의 산정에 반영하며, 그 내역을 주석으로 기재한다.

연결실체의 총당기순이익(또는 총당기순손실)중 외부주주지분에 해당하는 금액은 “외부주주지분순이익”(또는 “외부주주지분순손실”)의 과목으로 구분하여 표시하고, 연결당기순이익(또는 연결단기순손실)계산시 외부주주지분순이익은 차감하고, 외부주주지분순손실은 가산한다.

외부주주지분 계산시 지배회사와 회계처리방법이 다른 경우 이를 조정한 후의 종속회사 자본계정을 기준으로 하여 외부주주지분을 계산한다.

### (3) 외부주주지분의 보고

지분에 있어서 외부주주지분은 전형적으로 대차대조표에서 부채와 자본사이에 보고하여 왔다. 그러한 보고는 요구를 나타내는 것에 관한 일반적인 불일치를 반영한다. 채권자들과 재무분석가들에게 외부주주지분이 부채인지 자본인지에 관해 조사한 결과 2개 사이에 골고루 분리하게 하는 경향이 있었다. 만약 동의하는 관점이 있다면 계속기업을 위해 지분에 있어서 외부주주지분은 자본청구권 쪽일 것이다. 이는 비록 자회사의 지분 청구권이라 할지라도 주주 청구권을 나타낸다는 것이다. 부채로서 지분의 발생을 요구하지 않는 계획된 만기를 가지지 않는다. 그리고 이자도 가지지 않는다. 하지만 재무적으로 곤란한 자회사가 청산에 직면하게 되면 외부주주지분은 부채의 특성을 보다 더 띠게 될 것이다. 그것은 자회사의 순자산에 대한 타당한 청구권이고 그 실체의 청산에서 해결되어야만 한다. 하지만 부채로서 본다면 모든 다른 부채의 청

구권에 대한 하위 청구권임이 틀림없다.

연결재무제표준칙 제 10조에 의하면 매수법 적용시 외부주주지분은 종속회사의 자산, 부채의 공정가액에 대하여 외부주주지분율에 해당하는 금액만큼 인식한다. 하지만 지분통합법 적용시 종속회사의 자산, 부채는 장부가액으로 인식하고, 외부주주지분은 종속회사의 자산, 부채의 장부가액에 대하여 외부주주지분율에 해당하는 금액만큼 인식한다.

### (4) 회계 주체 이론 관점에서 본 외부주주지분

연결주체와 연결재무제표 작성 목적은 실체이론에 따르고 있다. 즉, 연결실체 그 자체를 회계주체로 파악하고 지배회사 및 종속회사의 모든 이해관계자를 연결재무정보의 주된 이용자로 보고 있다. 오늘날 국제회계의 흐름은 지배회사이론에서 실체이론으로 그 중심이 이행되고 있으며 우리나라 연결재무제표 준칙도 이와 같다(박호근외 2003). 그래서 외부주주지분을 연결주주지분의 일부를 구성하며, 지배적 주주지분과 같이 자본으로 계상한다.

### (5) 연결당기순이익의 표시

이익에 있어서 외부주주지분은 연결 자회사의 순이익 지분의 제3자 주주를 위한 기여이다. 연결손익계산서에서는 비용처럼 이익에 차감하는 것으로 보고한다. 연결손익계산서에서는 총당기순이익(순손실) 다음에 외부주주지분 순이익(순손실)을 차감하여 연결당기순이익(순손실)으로 표시한다.

### (6) 회계 주체 이론 관점에서 본 외부주주지분순이익

외부주주지분순이익을 (준)비용으로 간주하고 연결실체이익에서 이를 차감한 잔여분을 지배회사의 주주에게 귀속되는 연결당기순이익으로 계상하도록 하여 지배회사이론을 따르고 있다(박호근외 2003).

연결재무제표준칙 제18조에 의하면 연결자본변동표는 자본금, 연결자본잉여금, 연결이익잉여금, 연결자본조정, 외부주주지분의 변동사항을 구분하여 표시한다. 그 중 연결이익잉여금에서는 연결손익계산서상의 외부주주지분순손실액에서 기초외부주주지분잔액을 차감한 금액을 “외부주주지분초과손실액”으로 하여 차감 표시하고, 추후 외부주주지분이익의 한도내에서 기초외부주주지분초과손실잔액에 해당하는 금액을 “외부주주지분초과손실액환입”으로 하여 가산 표시한다. 그리고 외부주주지분 변동액을 전기와 당기에 구분하여 표시한다.

연결현금흐름표에도 외부주주지분순이익은 현금

의 유출이 없는 비용에 포함하고, 외부주주지분 손실은 현금의 유입이 없는 수익에 포함한다.

연결재무제표의 특성은 종속회사의 경영성과가 반영되고, 종속회사의 자산 및 부채가 결합된다는 것이다. 따라서 연결경영성과에 대한 정보뿐만 아니라 Walker(1991)에 의하면 상호지급보증이 존재하는 경우에 지배회사 개별재무상태보다 연결재무상태에 대한 정보들이 투자자들에게 보다 더 유용한 정보를 제공할 수 있다고 했다.

외부주주지분을 부채로 볼 것인가 또는 자본으로 볼 것인가의 연결실체이론의 적용에 따라 달라지게 된다. 외부주주지분은 원금 상환의무가 존재하지 않고, 배당금 지급의무도 강제적이지 않기 때문이다.

## 2. 선행연구의 고찰

### (1) 연결회계정보에 관한 선행연구

정종암·김지홍(1991)은 개별재무제표 정보와 연결재무제표 정보의 질적인 차이를 연구하였다. 30대 기업집단의 대표기업만을 대상으로 하여 재무비율의 차이분석에서 연결재무비율이 개별재무비율에 비해 전반적으로 악화되고, 신용등급판정에서도 연결재무제표를 이용하는 경우가 개별재무제표를 이용하는 경우보다 더 비판적인 정보를 제공하는 것으로 나타났다. 그리고 정규언·김정원(1994)은 연결재무제표 정보가 개별이익정보에 추가되는 정보효과를 갖는지를 연구하였다. 종속변수를 누적 비정상수익률, 독립변수로 개별이익, 연결이익, 연결매출액으로 하는 회귀분석을 한 결과 연결재무제표 정보는 추가정보효과가 관찰되지 않은 것으로 나타났다. 하지만 김권중·남상오(1994)는 연결재무제표의 이익정보가 주가변동에 대해 개별재무제표의 이익정보에 추가되는 설명력이 있는지를 검증하였다. 검증결과 개별이익과 연결이익 모두가 연차수익률과 유의적인 관련성이 있다는 것을 관찰하였다. 그리고 전성빈(1994)은 감사받은 연결재무제표의 정보효과를 검증하였다. 검증결과 비기대이익(개별이익과 연결이익의 차이)이 양인 기업에 비해 유의적으로 높은 초과수익률을 나타냈고, 회귀분석에서 비기대연결이익 정보가 유의적인 것으로 나타났다.

박성환(1995)은 연결재무제표의 정보효과검증을 연결이익과 비이익연결회계자료(연결유동비율, 연결부채비율, 연결매출액)에 대해 행하였다. 연결이익의 정보효과는 유의적으로 나타났고, 비이익연결회계자료는 연결유동비율이 연결이익에 추가되는

정보효과를 갖는 것으로 나타났다.

김권중외(2001)은 연결회계정보의 유용성을 분석하였다. 주식의 가치는 현재의 연결자기자본과 미래 연결순이익 등의 함수로 표현될 수 있고, 현재의 연결당기순이익은 미래의 연결순이익을 예측하는데 도움이 된다고 주장하였다. 그리고 주식가격에 대해 연결자기자본과 연결순이익이 유의한 설명력을 가지고, 연결순이익은 주가수익률에 대해서도 유의한 관련성을 가지고 있다는 것을 밝혀냈다.

정규언(2005)은 개별재무제표 중심의 현행공시제도를 연결재무제표 중심의 공시제도로 전환하는 문제를 연구하였다. 연구결과, 연결재무제표의 재무제표화에 대해 교수집단은 찬성하나, 기업임직원은 반대하였고, 공인회계사 집단은 중간의견이었다. 또 현재상황에서 모든 공개기검을 대상으로 하는 것은 적절하지 않고, 기업이 자발적으로 도입하도록 유도하는 것이 바람직하다고 주장하였다.

### (2) 부채와 자본의 인식에 관한 선행연구

Botosan et al.(2005)는 부채의 정의, 인식, 분류, 측정에 관한 연구를 수행하였다. 이들은 회계기준 설정자들이 재무보고에서 부채의 중요성은 오랫동안 인식해왔지만, 부채에 관한 회계는 자본과 부채를 구분하는 것을 포함한 근본적인 문제를 해결하지 못하고 있다고 주장하였다. 또 부채에 관한 회계에서의 문제점과 관련된 연구 증거들은 GAAP를 개선하려는 기준 설정자들과 구성원들에게 도움을 주며, 부채에 관한 회계에 미래 연구를 자극할 것이라고 주장했다.

또 이들은 부채와 자본을 구분하는 원칙에 관한 연구가 거의 없고, 이러한 분류가 다양한 주주들에게 영향을 미친다고 했다. 특히 위험의 자본시장 평가와 지분자본의 비용은 레버리지를 증가시킨다는 것을 보여주어 부채와 자본의 구분은 보통 주주들에게는 중요한 의사결정 정보를 제공한다는 것이 명확하다고 하였다.

## III. 연구설계

### 1. 연구모형

본 연구는 기업의 연결회계 정보이용자들이 과연 외부주주지분을 부채로 인식하는지, 아니면 자본으로 인식하는지, 둘다 아닌 별개의 것으로 인식하는지를 규명해 보고자 한다. 이를 위해 과거 연결회계정보 공시된 기업체를 대상으로 외부주주

지분을 구하여 이를 부채에 가산한 모형1과 자본에 가산한 모형2와 부채 및 자본이 아닌 별개로 인식하는 모형3을 구축하여 어느 모형이 연결기업의 주가와 가장 연관성이 높으며 주가를 가장 잘 설명하는지를 고찰하고자 한다. 더 나아가 거래량에 대해서도 고찰하고자 한다.

본 연구는 외부주주지분의 주가관련성을 검토하기 위한 것이다. 이를 위해 최근 연구에서 많이 사용되고 있는 Ohlson(1995)모형을 사용하고자 한다. Ohlson(1995)은 기업가치를 회계이익, 장부가치, 배당의 3가지 요인간의 관계에 의해 결정한다. 우선 순수잉여관계(clean surplus relation; CSR)의 가정을 적용한다. CSR은 (식 1)과 같다.

$$CSR : BV_t = BV_{t-1} + E_t - D_t \quad (\text{식 1})$$

여기에서  $BV_t$  : t시점의 자기자본 주당장부가치

$$= \frac{\text{총자본}}{\text{발행주식수}} = t\text{시점의 순자산}$$

$BV_{t-1}$  : t-1시점의 자기자본 주당장부가치

$E_t$  : 기간(t-1, t)의 주당회계이익

$D_t$  : t시점의 주당 순배당(유상증자 등을 조정 한 현금배당)

위 CSR은 자기자본 장부가치( $BV_t$ )가 영업활동의 성과인 이익( $E_t$ )과 소유주와의 거래인 순배당( $D_t$ )에 의해 변동된다는 것을 등식화한 것이다. 이는 장부가치의 변동은 이익에서 배당을 차감한 것으로 나타난다. 즉 t시점의 장부가치는 전기장부가치에서 당기순이익만큼 증가하고 주주에게 배당으로 지급한 만큼 줄어들므로써 결정된다<sup>2)</sup>. 순수잉여관계에 할인배당모형(discounted dividend model)을 적용하면 기업(주식)가치는 자기자본 장부가치와 미래초과이익의 현재가치이다. 이는 다음 (식 2)와 같이 정의된다.

$$MV_t = (1-k)BV_t + k[\theta X_t - D_t] \quad (\text{식 2})$$

여기에서  $MV_t$  : t 시점의 기업가치 또는 주식의 기본적인 내재가치(t+1)기의 4월말 주가

r : 할인율 또는 자기자본비용

k :  $\omega r / (1+r-\omega)$

$X_t$  = t기의 주당당기순이익

$\theta = (1+r)/r$

$\omega$  = 초과이익의 지속계수( $0 < \omega < 1$ )

Ohlson 모형은 (식 2)에서 보는 바와 같이 주식가치는 자기자본 장부가치( $BV_t$ )와 미래비정상이익의 합으로 결정된다는 것이다. 그리고 본 논문은 외부주주지분을 자본으로 인식하느냐, 부채로 인식하느냐, 아니면 외부주주지분으로 인식하느냐를 주가관련성으로 분석하고자 한다.

$$BV_t = A_t - (P_t + M_t) \quad (\text{식 3})$$

$A_t$  = t기의 주당자산

$P_t$  = t기의 주당부채

$M_t$  = t기의 주당의외주주지분

(식3)을 (식2)에 대입하여 정리하면 (식 4)와 같고, 이를 기초로 회귀식을 설정하면 (모형1)이 된다.

$$MV_t = (1-k)(A_t - (P_t + M_t)) + k[\theta X_t - D_t]$$

(식 4)

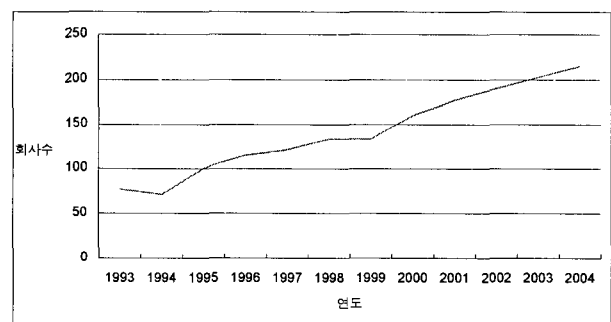
$$MV_t = a_0 + a_1 A_t + a_2 P_t + a_3 M_t + a_4 X_t + e_{1t}$$

(모형 1)

$e_{1t}$  = 오차항

실증분석에서 사용되는 모든 변수는 주당가액으로 표준화한다. 이는 기업간 규모의 차이를 조정하는 역할을 수행하고, 재무자료에서 관찰되는 이분산성(heteroscedasticity)의 문제를 감소시킬 수 있다. 그리고 종속변수인  $MV$ 는 t+1기의 4월말 주가를 사용하였다.

(모형 1)에서 외부주주지분의 주가관련성이 적다고 하면 정보이용자들은 외부주주지분을 부채로 인식하던지, 아니면 부채에서 제외하여 자본으로 인식한다고 볼 수 있다. 따라서 (모형1)의  $a_3 M_t$ 항을 부채에서 더한 것이 (모형 2)이고, 제



<그림 1> 연도별 자료집단수의 변화추이

2) t기의 배당은 기업의 장부가치에 직접적으로 영향을 미쳐 장부가치를 감소시키지만( $\delta BV_t / \delta D_t = -1$ ), t기의 이익에는 아무런 영향을 미치지 못한다는( $\delta X_t / \delta D_t = 0$ )가정이다.

<표 1> 연도별 표본자료 분포현황

연도	회사수	연도	회사수
1993	77	1999	134
1994	71	2000	159
1995	100	2001	177
1996	115	2002	190
1997	121	2003	202
1998	134	2004	214
소계	618	소계	1,076
합계		1694	

외한 것이 (모형 3)이라고 한다.

$$MV_t = a_0 + a_1A_t + a_2PI_t + a_3X_t + e_{1t} \quad (\text{모형 2})$$

$a_2PI_t$  = 주당 외부주주지분 포함 부채

$$MV_t = a_0 + a_1A_t + a_2PE_t + a_3X_t + e_{1t} \quad (\text{모형 3})$$

$a_2PE_t$  = 주당 외부주주지분 제외 부채

위의 모형 3가지의 설명력을 비교하여 설명력이 큰 모형이 작은 모형보다 외부주주지분과 주가관련성이 크다고 판단한다.

## 2. 연구자료 수집

본 연구를 위하여 1993년부터 2004년까지 한국상장회사협의회가 제공하는 기업정보 TS2000을 통하여 외부주주지분이 계정에 나타난 12월 결산법인(유가증권시장) 중 제조업을 대상으로 자료를 수집하였다. 본 연구에서의 실증분석은 연결재무제표 감사실시가 된 1993년부터 2004년까지 12년간 자료이다. 수집한 각 자료집단을 다음과 같다.

<표 1>과 <그림 1>에서 보는바와 같이 외부주주지분의 공시회사수가 1993년 77개사에서 1995년

에는 100개사, 2003년에는 202개사, 2004년에는 214개사로 증가한 것을 확인할 수 있다. 이 자료로 외부주주지분이라는 계정이 점점 정보이용자들에게 중요한 정보라는 것이다. 그래서 이렇게 중요성이 더해가는 외부주주지분이 과연 정보이용자들이 어떻게 인식하는지를 연결재무제표가 공시된 시점인 익년 4월말일자 증가와 거래량<sup>3)</sup>을 중심으로 분석하였다.

## 3. 연구자료의 기초통계량

본 연구를 위한 12년간(1993년에서 2004년까지)의 기초 통계량을 조사하였다. 최소값, 최대값, 평균 및 표준편차는 <표 2>와 같았다. 해당기간 중 평균자산은 2,738,274,463천원이었고, 평균 외부주주지분은 93,963,273천원이었다. 그리고 평균 매출액은 2,481,240,165천원이었고, 평균 당기순이익은 59,057,089천원이었다. 그리고 익년 4월말 평균 주가는 20,850원이었으며 익년 4월말 평균거래량은 12,435,210주이었다.

## VI. 결과분석

### 1. 상관관계분석

외부주주지분은 종속회사의 경영성과와 순자산 중에서 지배회사 지분 이외의 지분을 말한다. 이는 부채적인 성격을 지니는 동시에, 자본의 성격을 가지고 있다. 따라서 본 연구에서는 우선 외부주주지분에 부채를 가산한 것(모형2)과 외부주주지분을 자본에 가산한 것(모형3), 외부주주지분(모형1)이 익년 4월말 증가와 거래량에 대하여 상관관계를 조사하였다.

<표 2> 주가에 대한 모형3의 회귀분석 결과

모형	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.407	33,698.283	290.962	.000
모형	B	t	유의확률	VIF
(상수)	7,368.042	6.860	.000	
주당자산	.227	19.902	.000	3.843
주당부채	-.184	-9.617	.000	3.839
주당외부주주지분	4.460E-06	2.355	.019	1.058
주당순이익	1.396	16.497	.000	1.097

3) 개별재무제표의 제출기한이 t+1년 3월말이고, 연결재무제표의 제출기한은 t+1년 4월말이므로, 연결재무제표는 대략적으로 4월중에 발표되는 것으로 추정할 수 있으나, 본 연구에서는 4월말의 주가와 거래량을 사용하였다.

<표 3> 기초 통계량

항목	최소값	최대값	평균	표준편차
자산	11,832,342	73,653,685,000	2,738,274,463	7,624,616,784
부채	4,764,578	41,236,727,000	1,857,555,886	4,884,953,105
자본	-3,417,354,180	40,602,282,000	880,718,576	3,105,812,373
외부주주지분	-18,134,942	7,403,544,901	93,963,273	444,732,969
매출액	5,628,525	81,963,009,000	2,481,240,165	6,679,839,612
영업이익	-2,181,586,273	11,760,746,000	181,041,890	698,758,147
당기순이익	-4,962,554,947	10,789,535,000	59,057,089	520,125,634
주가(익년 4월말)	120	642,000	20,850	43,744
거래량(익년4월말)	0	2,914,896,534	12,435,210	97,370,492

자산, 부채, 자본, 외부주주지분, 매출액, 영업이익, 당기순이익은 단위가 1,000원이고, 주가는 원이며 거래량은 주이다.

<표 4> 주가에 대한 모형3의 회귀분석 결과

모형	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.396	34.004.625	370.559	.000
모형	B	t	유의확률	VIF
(상수)	6,881.176	6.357	.000	
주당자산	.205	18.882	.000	3.410
주당외부채외부채	-.146	-7.759	.000	3.329
주당순이익	1,440	16.879	.000	1.094

상관분석결과는 다음 <표 3>과 같다.

<표 3>의 상관관계표를 보면 익년 4월말 증가와 가장 상관관계가 높은 것은 외부주주지분과 자본을 가산한 것으로 .351의 상관계수를 나타내었으며, 그 다음이 외부주주지분과 부채를 가산한 것이 .248이었고, 외부주주지분은 .109의 상관계수를 나타내었다. 그리고 익년 4월말 거래량과의 상관계수를 살펴보면 오히려 외부주주지분에 부채를 가산한 모형1이 .107의 상관계수를 가졌고, 외부주주지분에 자본을 가산한 모형2가 .068의 상관계수가 유의적이었다. 하지만 외부주주지분은 거래량과는 상관관계가 유의적이지 못하였다. 이로서 주가와 거래량은 외부주주지분에 부채를 가산하던지, 자본을 가산하는 것이 단독의 외부주주지분보다 더 상관관계가 높은 것으로 나타났다.

## 2. 전체표본의 주가에 대한 회귀분석

전체표본(n=1,694)의 주가에 대해 외부주주지분, 자산, 부채, 자본, 당기순이익이 얼마나 잘 설명하는지를 분석하였다.

### (1) 주가에 대한 모형1의 회귀분석

주가에 오직 부채와 자본 및 외부주주지분이 어떻게 영향을 미치는지를 회귀분석을 하였다. 주가를 독립변수로 하고 주당자산, 주당외부주주지분, 주당부채, 주당순이익을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

<표 4>에서 살펴보는 바와 같이 익년 4월 증가에 영향을 미치는 변수로는 주당자산, 주당외부주주지분과 주당순이익이 정의 방향으로 유의적인 영향을 미치고, 주당부채는 부의 방향으로 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 회귀식의 설명력은 40.7%이었고, 회귀식은 F값이 290.962로 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

### (2) 주가에 대한 모형2의 회귀분석

주가를 독립변수로 하고 주당자산, 주당 외부주주지분 포함부채, 주당당기순이익을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

회귀분석결과를 살펴보면 연결재무정보가 공시된 익년 4월말 주가는 부채에 외부주주지분을 포함한 값은 부의 방향으로 유의적인 영향을 미친 반면에, 주당자산과 주당순이익은 정의 방향으로

<표 5> 변수들간의 상관관계분석표

	외부주주지분+부채	외부주주지분+자본	외부주주지분	익년4월말 증가	익년4월말 거래량
외부주주지분+부채	1				
외부주주지분+자본	.843***	1			
외부주주지분	.687***	.508***	1		
익년4월말증가	.248***	.351***	.109***	1	
익년4월말거래량	.107***	.068***	.033	-.034	1

<표 6> 주가에 대한 모형1의 회귀분석 결과(자산대비외부주주지분율)

모형(25%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.520	31,188.23	115.491	.000
모형(n=424)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	2,514.885	1.190	.235	
주당자산	.573	17.411	.000	4.889
주당부채	-.551	-12.260	.000	5.736
주당외부주주지분	7.385	1.105	.270	2.136
주당순이익	.409	2.793	.005	1.308
모형(50%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.485	36,048.91	100.433	.000
모형(n=424)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	10,398.593	4.289	.000	
주당자산	.184	3.606	.000	22.481
주당부채	-.128	-3.102	.002	3.523
주당외부주주지분	1.750	.458	.648	17.811
주당순이익	1.537	11.893	.000	1.029
모형(75%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.576	32,444.86	144.347	.000
모형(n=423)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	2,100.518	1.033	.302	
주당자산	.003	.069	.945	16.544
주당부채	-.001	-.020	.984	3.522
주당외부주주지분	3.381	3.162	.002	10.619
주당순이익	4.041	15.476	.000	1.405
모형(모형100%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.144	22,651.15	18.796	.000
모형(n=423)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	10,088.338	6.500	.000	
주당자산	.091	2.001	.046	23.938
주당부채	-.087	-1.778	.076	16.530
주당외부주주지분	.058	.594	.553	3.000
주당순이익	1.170	4.676	.000	1.465

유의하게 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 회귀식의 설명력은 41.2%이었고, 회귀식은 F값이 396.744로 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

(3) 주가에 대한 모형 3의 회귀분석

주가를 독립변수로 하고 주당자산, 주당 외부주주지분 제외부채, 주당당기순이익을 종속변수로 하

여 회귀분석을 실시하였다.

회귀분석결과를 살펴보면 연결재무정보가 공시된 익년 4월말 주가는 주당자산, 주당당기순이익은 정의 방향으로, 주당외부주주지분제외부채,는 부의 방향으로 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 회귀식의 설명력은 39.6%이었고, 회귀식은 F값이 370.559로 통계적으로 유의한 것으로

나타났다.

(4) 주가에 대한 3가지 모형의 비교

모형2(부채로 인식하는 외부주주지분), 모형3(자본으로 인식하는 외부주주지분), 모형1(독단적인 외부주주지분)을 비교해 보면 설명력은 모형2가 가장 높고, 주당자산, 주당순이익 및 주당외부주주지분은 정의 방향으로, 주당외부주주지분포함부채, 주당외부주주지분제외부채, 주당부채는 통계적으로 주가에 부의 방향으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그래서 모형2와 모형3을 비교해 보면 모형2가 모형3보다는 설명력이 1.8%정도 높은 것으로 나타나, 외부주주지분을 자본보다는 부채로 인식하는 경향이 약간 높다고 할 수 있다.

3. 외부주주지분 비율에 따른 주가에 대한 회귀분석

외부주주지분이 자산중에서 차지하는 비중에 따라 주가가 주당자산, 주당부채, 주당외부주주지분,

주당당기순이익이 얼마나 잘 설명하는지를 분석하였다. 이를 위해 외부주주지분을 4분위수로 나누어 회귀분석을 실시해 보았다.

(1) 외부주주지분 비율에 따른 모형1의 회귀분석  
외부주주지분이 자산에서 차지하는 비율을 사분위수로 나누어 주가를 독립변수로 하고 주당자산, 주당외부주주지분, 주당부채, 주당당기순이익을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

<표 7>에서 살펴보는 바와 같이 익년 4월 증가에 영향을 미치는 변수로는 주당순이익은 4분위수 모두 정의 방향으로 유의하게 영향을 미치고, 주당외부주주지분은 75%일때만 정의방향으로 유의하고, 나머지(25%, 50%, 100%)에서는 유의하지 않았다. 이와 반대로 주당자산과 부채는 75%일 때만 각각 정의방향과 부의 방향으로 유의하지 않았다. 그리고 회귀식의 설명력은 자산대비 외부주주지분 비율이 75%일때가 57.6%로 가장 높고, 100%일 때 14.4%로 가장 낮았다. 이는 자산대비 외부주주지분의 비율의 차이에 따라 주가의 설명력이 유의적으

<표 7> 주가에 대한 모형2의 회귀분석 결과(자산대비외부주주지분율)

모형(25%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.519	31,203.26	153.372	.000
모형(n=424)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	2,350.129	1.114	.266	
주당자산	.581	18.076	.000	4.665
주당외부포함부채주당순이익	-.536	-12.415	.000	4.989
	.453	3.185	.002	1.228
모형(50%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.486	36,016.36	134.072	.000
모형(n=424)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	10,246.439	4.265	.000	
주당자산	.207	10.119	.000	3.619
주당외부포함부채주당순이익	-.131	-3.214	.001	3.580
	1.531	11.907	.000	1.021
모형(75%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.567	32,796.82	185.046	.000
모형(n=423)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	2,270.977	1.105	.270	
주당자산	.108	5.484	.000	4.260
주당외부포함부채주당순이익	-.022	-.651	.515	3.681
	3.839	14.994	.000	1.322
모형(모형100%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.141	22,701.37	24.001	.000
모형(n=423)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	9,839.617	6.354	.000	
주당자산	.107	2.411	.016	22.856
주당외부포함부채주당순이익	-.086	-1.736	.083	21.684
	1.172	4.671	.000	1.465



<표 8> 주가에 대한 모형3의 회귀분석 결과(자산대비외부주주지분율)

모형(25%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.520	31,190.07	153.621	.000
모형(n=424)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	2,376.372	1.127	.261	
주당자산	.580	18.107	.000	4.641
주당외부채외부채주당	-.539	-12.434	.000	4.969
순이익	.446	3.135	.002	1.231
모형(50%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.486	36,013.67	134.113	.000
모형(n=424)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	10,277.789	4.273	.000	
주당자산	.204	10.397	.000	3.328
주당외부채외부채주당	-.131	-3.224	.001	3.291
순이익	1.532	11.915	.000	1.021
모형(75%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.567	32,785.28	185.274	.000
모형(n=423)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	2,423.024	1.181	.238	
주당자산	.110	6.111	.000	3.528
주당외부채외부채주당	-.029	-.848	.397	3.023
순이익	3.827	15.026	.000	1.309
모형(모형100%)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.146	22,625.47	25.101	.000
모형(n=423)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	10,178.296	6.795	.000	
주당자산	.082	3.588	.000	6.086
주당외부채외부채주당	-.079	-2.418	.016	5.716
순이익	1.193	5.187	.000	1.239

로 차이가 있다는 것을 나타낸다.

(2) 외부주주지분 비율에 따른 주가에 대한 모형 2의 회귀분석

주가를 독립변수로 하고 주당자산, 주당외부주주지분포함부채, 주당당기순이익을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

회귀분석결과를 살펴보면 연결재무정보가 공시된 익년 4월말 주가는 부채에 외부주주지분을 포함한 값은 부의 방향으로 75%와 100%인 경우를 제외하고 유의적인 영향을 미친 반면에, 주당자산과 주당순이익은 정의 방향으로 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 회귀식의 설명력은 75%일 경우가 56.7%로 가장 높았고, 100%인 경우가 가장 낮았다.

(3) 외부주주지분비율에 따른 주가에 대한 모형3

의 회귀분석

주가에 오직 부채와 자본 및 외부주주지분이 어떻게 영향을 미치는지를 회귀분석을 하였다. 주가를 독립변수로 하고 주당자산, 주당외부주주지분제외부채, 주당순이익을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

회귀분석결과를 살펴보면 연결재무정보가 공시된 익년 4월말 주가는 주당자산, 주당당기순이익은 정의 방향으로, 주당외부주주지분제외부채는 75%인 경우를 제외하고 부의 방향으로 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 회귀식의 설명력은 75%일 경우가 56.7%로 가장 높았고, 100%인 경우가 14.6%로 가장 낮았다.

(4) 외부주주지분 비율에 따른 주가에 대한 3가지 모형의 비교

모형1(외부주주지분 단독), 모형2(부채로 인식하

<표 9> 주가에 대한 모형1의 회귀분석 결과(IMF전후)

모형(1993-1998)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.442	18,652.833	123.106	.000
모형(n=618)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	11,053.192	8.979	.000	
주당자산	.228	7.050	.000	18.674
주당부채	-.179	-4.743	.000	15.648
주당외부주주지분	-.764	-5.947	.000	1.501
주당순이익	1.169	7.464	.000	2.465
모형(1999-2004)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.418	39,330.079	193.658	.000
모형(n=1,076)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	5,772.817	3.913	.000	
주당자산	.237	16.465	.000	3.636
주당부채	-.151	-5.675	.000	3.525
주당외부주주지분	-.454	-4.230	.000	1.272
주당순이익	1.525	14.040	.000	1.055

<표 10> 주가에 대한 모형2의 회귀분석 결과(IMF전후)

모형(1993-1998)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.424	18,942.365	152.630	.000
모형(n=618)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	12,117.872	9.878	.000	
주당자산	.231	7.014	.000	18.670
주당외부포함부채주당	-.211	-5.599	.000	16.658
순이익	1.105	6.973	.000	2.444
모형(1999-2004)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.414	39,442.813	254.365	.000
모형(n=1,076)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	5,892.731	3.984	.000	
주당자산	.238	16.497	.000	3.634
주당외부포함부채주당	-.175	-6.980	.000	3.583
순이익	1.497	13.808	.000	1.045

는 외부주주지분), 모형3(자본으로 인식하는 외부주주지분)을 비교해 보면 설명력은 모형3이 가장 높고, 주당자산, 주당순이익은 정의 방향으로, 주당외부주주지분포함부채와 주당외부주주지분제외부채는 75%인 경우를 제외하고 통계적으로 주가에 부의 방향으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 외부주주지분이 자산에 대한 비중이 50%에서 75%사이 있을 경우에는 주당외부주주지분을 부채에서 제외하지도 않고 포함시키지도 않으며 독단적으로 인식한다는 것이 밝혀졌다.

#### 4. IMF전후기간의 주가에 대한 회귀분석

외부주주지분이 IMF시기를 전후하여 정보이용

자들에게 다르게 인식되는지를 고찰하였다. 이를 위해 1993년에서 1998년까지 6개년과 1999년부터 2004년까지 6개년으로 분할하여 주가가 주당자산, 주당부채, 주당외부주주지분, 주당자본, 주당당기순이익이 얼마나 잘 설명하는지를 분석하였다.

##### (1) IMF전후기간에 따른 모형1의 회귀분석

외부주주지분이 IMF전후기간에 따라 정보이용자들의 인식이 다른지를 검증하기 위하여 주가를 독립변수로 하고 주당자산, 주당외부주주지분, 주당부채, 주당당기순이익을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

<표 10>에서 살펴보는 바와 같이 익년 4월 중가에 영향을 미치는 변수로는 주당자산과 주당순

<표 11> 주가에 대한 모형3의 회귀분석 결과(IMF전후)

모형(1993-1998)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.400	19,338.379	138.146	.000
모형(n=618)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	13,217.500	10.715	.000	
주당자산	.115	3.989	.000	13.827
주당외부채외부채주당	-.083	-2.279	.023	12.312
순이익	1.510	9.804	.000	2.217
모형(1999-2004)	수정된 R제곱	추정값의 표준오차	F	유의확률
선형회귀분석	.401	39,886.577	240.830	.000
모형(n=1,076)	B	t	유의확률	VIF
(상수)	4,907.439	3.298	.001	
주당자산	.207	15.269	.000	3.140
주당외부채외부채주당	-.130	-4.890	.000	3.097
순이익	1.522	13.812	.000	1.055

이익은 정의 방향으로 유의하게 영향을 미치고, 주당외부주주지분과 주당부채는 부의 방향으로 유의하였다. 그리고 IMF전에는 회귀식이 주당자산과 주당부채는 다중공선성(VIF값이 5이상임)이 높았다. 주가의 설명력은 IMF이전이 이후보다 2.4% 높았다.

(2) IMF전후기간에 따른 모형 2의 회귀분석

IMF전후기간으로 나누어 주가를 독립변수로 하고 주당자산, 주당외부주주지분포함부채, 주당당기순이익을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석결과를 살펴보면 연결재무정보가 공시된 익년 4월말 주가는 주당외부주주지분 포함부채는 부의 방향으로 유의적인 영향을 미친 반면에, 주당자산과 주당순이익은 정의 방향으로 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 회귀식의 설명력은 IMF전이 후보다 1.0% 높았으나, 회귀식은 IMF전의 주당자산과 주당외부주주지분포함부채는 다중공선성이 존재하였다.

(3) IMF전후기간에 따른 모형3의 회귀분석

IMF를 전후하여 주가를 독립변수로 하고 주당자산, 주당외부주주지분제외부채, 주당순이익을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

회귀분석결과를 살펴보면 연결재무정보가 공시된 익년 4월말 주가는 주당자산, 주당당기순이익은 정의 방향으로, 주당외부주주지분제외부채는 부의 방향으로 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 회귀식의 설명력은 IMF이후가 0.1%정도 높았고, 회귀식은 IMF전의 주당자산과 주당외부주주지분제외부채가 다중공선성이 높은 것으로

나타났다.

(4) IMF전후기간에 따른 3가지 모형의 비교

모형1(독단적인 외부주주지분), 모형2(부채로 인식하는 외부주주지분), 모형3(자본으로 인식하는 외부주주지분) 을 비교해 보면 설명력은 모형1이 가장 높고, 주당자산과 주당순이익은 정의 방향으로, 주당외부주주지분포함부채, 주당외부주주지분제외부채, 주당부채는 통계적으로 주가에 부의 방향으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그래서 모형2와 모형3을 비교해 보면 모형2가 모형3보다는 설명력이 IMF전에는 2.4%, 이후에는 1.3%정도 높은 것으로 나타났다.

V. 결론

본 연구는 우리나라 연결회사 정보이용자들은 외부주주지분이 자본으로 인식하는지 부채로 인식하는지, 현행처럼 외부주주지분으로 별도로 인식하는지를 규명하고자 하는 것이다. 이를 위해 1993년부터 2004년까지 연결재무제표를 공시한 외부감사대상 제조업을 대상으로 재무정보와 주가반응을 살펴보았다.

연구모형으로는 독단적인 외부주주지분(모형1), 부채로 인식하는 외부주주지분(모형2), 자본으로 인식하는 외부주주지분(모형3)으로 하여 3가지 방법으로 분석하였다. 첫 번째 방법은 전체 집단을 대상으로 모형3가지를 비교하였다. 분석결과는 모형2(부채로 인식하는 외부주주지분), 모형3(자본으로 인식하는 외부주주지분), 모형1(독단적인 외부

주주지분)을 비교해 보면 설명력은 모형2가 가장 높고, 주당자산, 주당순이익 및 주당외부주주지분은 정의 방향으로, 주당외부주주지분포함부채, 주당외부주주지분제외부채, 주당부채는 통계적으로 주가에 부의 방향으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그래서 모형2와 모형3을 비교해 보면 모형2가 모형3보다는 설명력이 1.8%정도 높은 것으로 나타나, 외부주주지분을 자본보다는 부채로 인식하는 경향이 약간 높다고 할 수 있다.

두 번째 방법은 외부주주지분이 자산에 새 차지하는 비중에 따라 4분위수로 나눈 후 3가지 모형을 비교하였다. 분석결과는 모형1(외부주주지분 단독), 모형2(부채로 인식하는 외부주주지분), 모형3(자본으로 인식하는 외부주주지분)을 비교해 보면 설명력은 모형3이 가장 높고, 주당자산, 주당순이익은 정의 방향으로, 주당외부주주지분포함부채와 주당외부주주지분제외부채는 75%인 경우를 제외하고 통계적으로 주가에 부의 방향으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 외부주주지분이 자산에 대한 비중이 50%에서 75%사이에 있을 경우에는 주당외부주주지분을 부채에서 제외하지도 않고 포함시키지도 않으며 독단적으로 인식한다는 것이 밝혀졌다.

세 번째 방법은 IMF를 전후하여 6개년씩 3가지 모형에 차이가 있는지를 비교하였다. 분석결과는 모형1(독단적인 외부주주지분), 모형2(부채로 인식하는 외부주주지분), 모형3(자본으로 인식하는 외부주주지분)을 비교해 보면 설명력은 모형1이 가장 높고, 주당자산과 주당순이익은 정의 방향으로, 주당외부주주지분포함부채, 주당외부주주지분제외부채, 주당부채는 통계적으로 주가에 부의 방향으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그래서 모형2와 모형3을 비교해 보면 모형2가 모형3보다는 설명력이 IMF전에는 2.4%, 이후에는 1.3%정도 높은 것으로 나타났다.

본 연구의 공헌점은 다음 3가지로 요약할 수 있다. 첫째, 본 연구는 외부주주지분에 대한 주가관련성에 대한 포괄적인 실증분석결과를 제시하였다. 부채와 자본의 명확한 구분이 애매한 외부주주지분을 정보이용자들이 다르게 인식하고 있음을 실증적으로 분석하여 미래연구의 기초가 될 것이다. 둘째, 본 연구는 외부주주지분이 자산에서 차지하는 비율에 따라 정보이용자들이 다르게 인식한다는 사실을 밝혀냈다. 이는 외부주주지분이 자산에서 차지하는 비율에 따라 정보이용자들의 의사결정이 달라질 수 있기 때문에 외부주주지분의 자산에 대한 비율을 고려하여야 할 것이다. 셋째, 본 연구 결과는 회계기준제정기구에게 향후 연결재무

제표에 관한 기준을 제정할 때 참고자료로 활용할 수 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

- 금융감독원, 2002, "회계제도개혁방안".
- 김권중·남상오, 1994, "연결회계정책 정립을 위한 실증적 연구", 회계학연구 제18호, pp. 19-46.
- 김권중·나인철·권해숙, "연결회계이익의 정보유용성 분석", 회계학연구 제26권, 제4호, pp. 157-187.
- 박성환, 1995, "연결회계자료의 정보효과", 경영학연구 제24권 제4호, pp. 119-151.
- 박호근·이배식·임명호, 2003, "Final (객)회계학" 제5판, pp.560-562.
- 전성빈, 1994, "감사받은 연결재무제표의 정보효과", 회계학 연구 제19호, pp. 51-71.
- 정규언, 2005, "연결재무제표의 주재무제표화에 관한 연구", 회계정보연구 제23권 제1호, pp. 1-29.
- 정규언·김정원, 1994, "연결재무제표의 추가적인 정보가치에 관한 연구", 경영학연구 제23권 제3호, pp. 83-108.
- 정종암·김지홍, 1991, "연결재무제표의 유용성에 관한 연구", 경영학연구 제20권 제2호, pp. 127-155.
- 회계기준위원회, 2004.6.16, 연결재무제표준칙.
- Beaver, W. H., R. Lambert, and D. Morse, 1980, "The information content of security price", *Journal of Accounting and Economics*, 2(March) pp. 3-28.
- Bhandari, L., 1988, "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence", *The Journal of Finance*, Vol. XLIII, No. 2, pp.507-528.
- Botosan C. A., L. Koonce, S. G. Ryan, M. S. Stone, J. M. Wahlen, 2005, "Accounting for Liabilities: Conceptual Issues, Standard Setting, and Evidence from Academic Research", *Accounting Horizons* Vol. 19, No. 3, September, pp. 159-186.
- Comiskey E. E. and C. W. Mulford, 1997, "Financial Reporting and Analysis", John Wiley & Sons, Inc.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), 1983, *Extinguishment of Debt*, Statement of

- Financial Accounting Standards No. 76, Norwalk, CT: FASB.
- \_\_\_\_\_, 2003, Consolidation of Variable Interest Entities—a modification of FASB Interpretation No. 46(Proposed Interpretation).
- \_\_\_\_\_, 2005, FASB Project Update: Liabilities and Equity. Available at: <http://www.fasb.org>.
- IASC, 1994, International Accounting Standard IAS 27: Consolidated Financial Statements and Accounting for Investments in Subsidiaries.
- Ijiri, Y., 1975, "Theory of Accounting Measurement", Studies in Accounting Research No. 10, Sarasota, FL: American Accounting Association.
- Ohlson, J., 1995, "Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation", *Contemporary Accounting Research* (Spring): pp. 661-687.
- Sweeney R. J., A. D. Warga and D. Winters, 1997, "The Market Value of Debt, Market Versus Book Value of Debt, and Returns to Assets", *Financial Management* (Spring) Vol. 26, No. 1, pp. 5-21.
- Vuong, Q. H., 1989, "Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses", *Econometrica* 57 (March), pp. 307-333.
- Walker, R., 1976, "An Evaluation of Information Conveyed by Consolidated Statements", *Abacus* December, pp. 77-115.