

機關投資家를 위한 會計情報理論의 考察

張 永 旭*

1. 序 言
2. A.A.A. 外部報告委員會의 Model
3. Portfolio Model과 會計情報(1)
4. Portfolio Model과 會計情報(2)
5. 結 言

1. 序 言

會計의 目的이 利用者의 意思決定을 促進시키는 데 있다는 思考方式은 오래전부터 찾아 볼 수 있다. Paton은 「會計의 目的은 經營者, 投資家 및 그밖의 利害關係者集團들의 行動에 健全한 指針을 주기 위해 財務資料를 蒐集하고 解釋하는 데 있다고 말할 수 있겠다.」¹⁾라고 했다. Staubus는 「會計는 하나의 情報活動이다. 그것은 經濟的 意思決定을 해야할 사람들에게 도움을 주기 위해서 情報를 提供한다. 이러한 意思決定에는 여러가지가 있는데, 投資에 關係되는 意思決定, 商品, 서비스의 購入, 販賣에 關한 意思決定, 生産, 支拂, 請求, 保險에 關係되는 意思決定, 課稅에 關한 意思決定 등 모두 會計情報가 利用可能하면, 行動하기가 容易해진다」²⁾라고 말하고, 意思決定者에 對한 情報活動인 點을 強調하고 있다. 이와 같이 會計의 目的이 意思決定者에 對한 情報活動이라는 見解는 美國會計學會의 意見書 「基礎的會計理論(ASOBAT)」의 發表에 依하여 한층 強調되었다고 하겠다. ASOBAT는 「本委員會는 會計를, 情報利用者가 事情에 精通하여, 判斷이나 意思決定을 할 수 있도록 經濟的情報를 識別하고, 測定하며, 傳達하는 過程이다」³⁾라고 定義하고 있다.

이와 같이 會計를 意思決定을 위해 必要한 情報의 提供이라고 把握하는 見解는 傳統的見解와는 相異한 것이다.

* 二部大學(大田)經營學科 助教授

1) William A. Paton, Essentials of Accounting, 1949, p. 2

2) George J. Staubus, A Theory of Accounting to Investors, 1961, p. 11

3) American Accounting Association, A Statement of Basic Accounting Theory, 1966, p. 1

傳統的見解는 財務諸表는 다른 目的을 갖는 利害關係者集團에게 程度의 差異는 있어도 다 같이 有益하도록 作成되어야 한다는 立場에 있었다. 즉 會計의 任務를 配當可能利益을 中心으로 하는 利益測定에 두며, 이 利益에다 各種利害關係者集團의 利害調整이란 任務를 띠게 하며, 이것을 社會制度로 떠받기 위해 會計原則 等を 制定하고 있다. 武田隆二 教授는 이와 같은 傳統的立場을 制度會計, ASOBAT를 中心으로 하는 立場을 情報會計라 命名하고 兩者의 相異點을 主로 다음 4가지에 두고 있다.⁴⁾

(1) 情報會計는 意思決定者의 도움됨을 重視한 利用者指向의 會計(User-oriented Accounting)인데 對하여, 制度會計는 單一性原則下에서의 情報의 多目的利用可能性을 重視한다.

(2) 會計를 Mass Communication Process로 볼 경우, 情報會計가 相互的·間接的 커뮤니케이션의 形態를 取하는데 對해, 制度會計는 一方的·間接的 커뮤니케이션形態를 取한다.

(3) 總合的情報 System 으로서의 情報會計시스템에서는 財務會計와 管理會計가 on line 으로 接續되어, 他의 非財務的 Information Subsystem과도 統合되어 있지 않다.

傳統的情報 System 에 있어서는 管理會計 System 가 財務會計 System에 對하여 on line 에 있고, 또 다른 非財務的인 Information Subsystem 과도 統合되고 있지 않다.

(4) 制度會計에 있어서 產出되는 情報는 財務指向의인데 對하여, 情報會計에 있어서의 그것은 財務的 情報일뿐 아니라 非財務的情報 및 物量的情報를 포함한다는 點이 다르다.

本稿는 會計를 意思決定에 必要한 情報의 提供이라고 把握하는 情報會計의 立場에서 전개해 가고져 한다.

意思決定者의 意思決定에 必要한 情報를 檢討함에 있어서는 먼저 情報의 利用者인 意思決定者를 確定해야 한다. 會計情報의 利用者로 株主, 潛在的株主, 債權者, 從業員, 단체, 政府, 大衆 等を 들 수 있으나 本稿에서는 利用者로는 主로 機關投資家(Institutional Investors)를 들어 投資家의 意思決定에 必要한 情報를 밝히고져 한다. 그것은 곧 傳統的會計가 投資家의 意思決定에 必要한 情報를 提供하고 있는가 아닌가를 檢討하는 일도 된다.

本稿에서 取扱하는 投資家에는 이미 株式을 갖고 있는 株主, 앞으로 株式을 가질 것인가 아닌가를 檢討하고 있는 潛在的株主, 또는 株主의 立場에 서서 이런 이들에게 助言해야 하는 Investor Advisors까지 包含된다.

2. A.A.A 外部報告委員會의 Model

投資意思決定에 必要한 情報, 또는 投資家의 意思決定에 關係있는 情報란 무엇인가 하는 것

4) 武田隆二著, 『情報會計』中央經濟社, pp. 3-15

을 明白히 하기 위해서는 우선 投資家의 意思決定 Model 이 밝혀져야 한다.⁵⁾

投資家의 意思決定에 있어서의 決定變數가 무엇인가 하는 것이 明確해지지 않는 限, 意思決定에 必要한 情報가 무엇인가 하는 것도 解明되지 않기 때문에, 여기에서 우선 A.A.A.의 外部報告委員會가 제시한 Model 을 檢討하는 일부터 始作한다.⁶⁾

A.A.A.의 外部報告委員會는 投資家を 주로 長期投資家로 限定한다. 그 理由는 短期投資家は 企業에 依한 現金의 分配額보다 오히려 證券價格變動에 한층 더 關心을 갖는다. 短期證券價格의 變動은 個個의 企業에 關한 期待보다도 經濟의 外的要因에 한층 더 密接하게 關連되기 때문에 長期的으로 企業의 證券을 保有하고자 하는 사람과 比較하여 會計情報는 短期投資家에게는 그다지 도움이 되지 않는다고 말할 수 있다.⁷⁾

A.A.A.의 外部報告委員會는 우선 基本的投資評價 Model 을 밝히고, 다음으로 投資家の 評價 Model 을 展開하고 있다.

基本的投資評價 Model 은 다음과 같다.⁸⁾

$$V_{ok} = \left(\sum_{i=1}^{nk} \frac{(\infty_{ik})(CF_{ik})(m_{ik})}{\prod_{j=1} [1 + \beta_j(m_{jk})]} \right) - I_0 \quad 2-1$$

V_{ok} : 投資家(k)가 時點 0에서 特定の 投資를 함으로써 얻어지는 利得 또는 損失의 純主觀 價値

nk : 投資家(k)가 必要하다고 생각하는 任意的 期間

CF_{ik} : 最終賣出總額을 포함한 年度 i에서의 세금 공제 前의 現金分配額의 期待值

∞_{ik} : 어느 特定投資家(k)가 CF_{ik} 로 確實히 支拂되는 現金流入額과의 差가 없도록 할만한 額에 期待現金流入額을 修正하는 確實性等價要因

$m_{ik}(m_{jk})$: 投資家(k)의 各期間(i) 또는 (j)에 있어서의 現金流入額에 對한(1-期待限界稅率)

B_j : 危險없는 投資에 대한 税金控除前의 期待收益率

I_0 : 意思決定時點에서의 거래價格

이 基本 Model 이 意味하는 것은 投資에서 얻어지는 投資家の 利益의 現在價値는 投資에서의 期待現金流入額을 效用과 所得稅效果로 修正하여 確實性等價現金流入額을 求하여 이것을 危險이 따르지 않는 安全한 投資로부터의 收益率을 租稅를 고려하여 修正한 率(%)로 割引하여 얻는 現在價値에서 證券을 取得하는데 必要한 支出額을 差引한 것과 같다는 것이다.

A.A.A. 外部報告委員會는 이 基本 Model 에서 株主의 評價 Model 을 誘導한다.

5) Russel L.Ackoff, "Management Misinformation Systems," Management Science, XIV, No. 4, Dec. 1967

6) Committee on External Reportings, "An Evaluation of External Reporting Practices, A Report of the 1966-68 Committee on External Reporting," Supplement to Vol.XLIV, The Accounting Review, 1969.

7) Ibid., p. 80

8) Ibid., p. 81

基本 Model 에 있어서의 投資로부터의 期待現金流入額은 株主의 경우, 2개의 構成要素— 즉 株式保有期間의 期待配當額과 保有期間末에 있어서의 株式의 純賣買額—으로 成立한다.⁹⁾

따라서 이들 2要素를 期待現金流入額에 置換함으로써 株主의 評價 Model은 誘導된다. 式으로 나타내면 다음과 같다.¹⁰⁾

$$V_{ok} = \left(\sum_{i=1}^n \frac{(\infty_{ik}) (D_{ik}) (m_{ik})}{\prod_{j=1}^i [1 + \beta_j (m_{jk})]} \right) + \left(\frac{I_{nk} - CG_{nk} (\infty_{nk})}{\prod_{j=1}^n [1 + \beta_j (m_{jk})]} \right) - I_0 \quad 2-2$$

V_{ok} : 投資家(k)가 期間(0)에 있어서 1株를 市場價格 I_0 에 買入함으로써 얻어지는 利益의 主觀的 純現在價值

D_{ik} : 期間(i)에서의 期待現金流入額,

즉 一株當配當額의 期待值

I_{nk} : 投資家(k)가 期間 n으로 株式를 賣却코져 생각하고 있을 때의 期待거래 價格에서 手數料 기타 直接支出額을 控除한 額

CG_{nk} : 株式賣却時點(n)에서 投資家が 支拂할 資本利得稅의 豫想額

따라서 投資決定에 있어서 위에서 말한 바 評價 Model을 使用할 경우 株主는 다음 事項을 見積할 必要가 있다.¹¹⁾

(1) 企業의 存續期間中 各年度에 따라서 株主에게 支拂될 1株當 現金流入額의 見積, 이 見積은 期待值와 同時에 主觀的 確率分布도 包含되어야 한다.

(2) 株式의 保有期間各年度에 投資家에게 適用되는 配當期待限界稅率, 이 率은 投資家の 다른 모든 課稅所得을 考慮해야 한다.

(3) 株式이 賣却될 時點에서 支拂해야 할 資本利益額의 豫想額

(4) 危險에 대한 하나 하나의 投資案의 效用選好에 基因하는 確實性等價係數의 定量化

(5) 株式의 期待販賣期間까지의 各年度에 관하여 危險없는 投資에 對한 세금 공제 前 期待 收益率(B_j).

A.A.A 外部報告委員會는 以上 5개의 必要한 情報中에서 外部關係者에의 報告는 一株當配當額(D_{ik})을 見積해내는 點에 最大의 援助를 할 수 있다는 見解를 갖는다.¹²⁾

一株當配當은 各株式保有者가 받을 期待現金額이므로 그것은 株主全體에게 分配된 現金總額을 株式數로 나눔으로써 얻어진다. 따라서 株主全體에게 分配될 現金總額을 豫測하는데 必要한 情報를 提供하는 일이 重要해 진다. 그러나 株主全體에 分配될 現金總額에 關한 決定은 現金의 源泉이나 用途에 關한 많은 相互關連있는 意思決定을 한 後 비로소 行해지는 것이다.

9) Ibid., p. 82

10) Ibid., p. 83

11) Ibid., p. 83

12) Ibid., p. 83

따라서 株主에 대한 現金分配額을 決定하기 위하여서는 다음의 諸要因을 考慮해야 한다.¹³⁾

- (1) 營業活動에서의 純現金流入額
- (2) 營業活動에서 除外된 常規의 事件들에서의 純現金流入額
- (3) 外部者(株主, 債權者)에 依한 投資水準의 變化에서 招來되는 純現金流入額
- (4) 總運轉資金 및 工場設備를 包含한 諸資産에 대한 投資의 變化에서 招來되는 純現金流入額.
- (5) 優先的請求權을 갖는 投資家에게 해야할 現金分配額
- (6) 突發的事件(즉 景氣)에서의 純現金流入額
- (7) 豫防的 및 流動性的 必要를 充足시키기 위해 資源인 株를 蓄積시키는데 대한 經營者의 態度
- (8) 現金配當政策

이들 諸變數의 現金配當額과의 函數關係가 明確해지면 投資家が 投資決定에 있어서 必要한 情報를 보다 明確하게 제시할 수 있다. 投資家は 各期間에 株主에게 分配되는 現金의 豫測에 關心을 갖는다. 普通株主에게 分配되는 現金 總額에 관한 決定을 함에 있어서 重要한 諸變數와 變數間의 關係를 알면 普通株主에게 分配할 現金總額의 豫測은 諸變數의 豫測을 通하여 改善할 수가 있다. 따라서 配當決定에 函數的 關連을 갖는 諸變數를 알면 現金配當額의 豫測은 이런 諸變數의 豫測改善을 通하여 한층 向上된다고 말할 수 있을 것이다.

이상의 考察에서 會計報告가 投資家の 配當豫測을 시키는 情報를 提供해야 하는 것이라고 한다면 적어도 2種類의 情報가 重要해 진다.¹⁴⁾

즉 (1) 會計報告는 經營活動의 모든 重要한 局面에서 招來되는 將來의 現金流出入을 豫測하는데 關聯있는 情報를 提示해야 할 것이다.

(2) 經營活動에서 現金流出入과 配當間의 關係에 따른 豫測을 하게끔 할만한 情報를 提示해야 한다.

이상에서 A.A.A의 外部報告委員會의 報告書를 投資家の 評價 Model과 여기에 基因되는 情報의 觀點에서 보아왔다.¹⁵⁾

A.A.A 外部報告委員會 報告書는 ASOBAT을 展開하고, 主로 投資家を 위한 會計情報를 明白히 하려고 한다. 그러기 위하여 우선 投資家の 投資決定 Model을 構築하고 거기에서 必要한 會計情報를 밝혔으나, 이와 같은 方法論을 수궁할 수 있는 것이다. 利用者指向의 會計를 肯定했을 경우 利用者의 意思決定 Model을 우선 밝힌다는 作業부터 出發해야 할 것이라 생

13) Ibid., pp. 84—87

14) Ibid., p. 113

15) AAA 外部報告委員會의 報告書는 다음의 著書에 의해서 詳細히 紹介되어 있다.

武田隆二, 『情報會計論』中央經濟社.

山形休司, 『現代會計學의 基礎』中央經濟社.

각한다.

利用者の 意思決定 Model 을 確認하는 일이 困難하다는 理由에서 오히려 data base 의 擴大를 強調하는 見解¹⁶⁾도 볼 수 있으나, ASOBAT 의 主旨를 展開할 때는 A.A.A 外部報告委員會의 報告書와 같이 利用者の 意思決定 Model 을 確認하자는 일부터 시작되어야 한다.

A.A.A 外部報告委員會가 제시한 投資家の 投資決定 Model 을 是認하면, 거기에서 當然히 一株當 配當豫測의 重要性이 대두되고 그를 위해 必要한 情報로서 經營活動으로부터의 CASH-Flow 의 豫測과 Cash-Flow 와 配當의 關係를 제시하는 情報가 重要해 진다는데 異論이 있을 수 없다.

그러나 投資家の 投資決定의 問題에는 2個의 側面이 있는데 留意하지 않으면 안된다.¹⁷⁾ 우선 第一側面은 投資對象인 證券의 分析이다. 證券에서 얻어지는 利益의 分析이다. 이것은 投資對象인 證券 모두에 對하여 행해진다. 第二側面은 投資家の 投資資金을 이들 證券에 어떻게 配分하면 좋을 것인가의 決定이다.

第一側面은 證券分析이란 이름 아래 지금까지 傳統的으로 내려온 證券의 內在的價値의 決定이며, 第二側面은 Portfolio 管理이다. 이들 2側面이 決定되어야 비로소 投資家の 資金의 最適配分이 이루어지는 것이다.

AAA 의 外部報告委員會의 投資決定 Model 은 第一側面의 Model 이다. 그것은 基本的으로 는 證券의 投資價値를 決定하고, 이것과 實際株價와를 比較하여 證券이 過大評價되고 있는가 過少評價되었는가의 分析이 된다. 證券投資價値는 윌리엄스의 古典의 著書 中에서 證券에 對하여 支拂될 모든 將來의 配當額의 現在價値¹⁸⁾이다 라고 말하고 있으나, AAA 外部報告委員會의 Model 은 이것과 同一하다.

즉, 그것은 個個의 證券에 關한 分析¹⁹⁾ (Single Security Analysis)이며, 投資資金의 最適配分이라는 側面에 關係되는 것이 아니라는 點에 留意해야 한다.²⁰⁾ 따라서 AAA 外部報告委員會가 제시한 投資家 Model 은 個個의 證券에 대한 分析 Model 로서는 妥當한 것이나, 投資資金의 最適配分 Model 을 제시하고 있지 않다는 點에서 批判을 받을 것이다. 왜냐하면 投資家の 投資資金의 最適配分 Model 에서 投資家の 새로운 情報要求가 생겨날 可能性이 存在하기 때문이다. 따라서 다음에 投資資金의 最適配分 Model 로서의 *Portfolio Model* 을 檢討한다.

16) George H. Sorter, "An "Event" Approach to Basic Accounting Theory," pp. 12-19

17) Henry A. Latané and Donald L. Tuttle, Security Analysis and Portfolio Management, 1970, p. 259.

18) John B. Williams, The Theory of Investment Value, 1938, p. 55

19) William H. Beaver, "The Behavior of Security Prices and its Implications for Accounting Research (Methods)," in the "Report of the Committee on Research Methodology in Accounting"

Supplement to Vol. XLXII, Accounting Review, 1972, p. 422

20) 예를 들면, 柴川林也 助教授는 다음과 같이 말하고 있다. "證券行動의 過程을 설명하는 理論은 그 通常적인 前提로써 어떠한 投資家도 分散投資를 수행하는 것은 아니라는 것을 의미한다. 保有證券은 다만 하나의 證券으로 이루어지면, 그것이 최대투자보수를 약속하는 것이 理論의 前提가 되지 않으면 안된다".

柴川林也, 『投資決定論』 同文館, p. 281

3. Portfolio Model 과 會計情報(1)

Portfolio Selection 의 問題는 美國에서의 機關投資家の 效果的인 分散投資의 必要性에서 생겨난 것이라고 말하고 있다. 그러나 그것은 「單純한 證券選擇의 理論일 뿐만 아니라, 株式 및 債權 또는 現金, 預金과 같은 全金融資産을 包含한 資産選擇의 理論으로 理解해야」²¹⁾ 하는 것이다. Portfolio Selection 은 本來, 危險性資産(株式이나 社債)와 非危險性資産(預金等)을 하나의 Portfolio 로 보고 거기 包含되는 各資産에의 投資웨이트(weight)와 資金의 配分을 投資家가 決定할 때의 選擇原理를 提供하는 것을 意圖한다. 金融資産 中에는 豫想利益率은 높으나, 利益率의 分散度가 높은 것으로부터 反對로 利益豫想率은 낮으나 利益率의 分散度가 낮은 것 등 여러 種類가 있다. 따라서 投資家の 一定한 資金을 어떤 特定한 資産 또는 證券에만 投資한다면 豫想利益率은 높지만, 利益率의 分散度가 크기 때문에 그 實現可能性은 적어지던가 또는 豫想利益率은 낮아도 利益率의 分散度가 또한 낮기 때문에 그 實現性은 꽤 큰 것이 되던가 그 中間이 되던가 하는 일이 혼히 있다. 그러나 一定한 資金을 어느 特定한 資金에만 投資하지 말고, 分散投資를 하면, 各資産間에 여러가지 相關關係가 있기 때문에 利益率과 不確實性의 베런스를 잡을 수 있으며 보다 效果的인 投資를 할 수가 있다. 따라서, 一定한 資金을 各資産에 어떠한 比率로 配分하면 豫想利益率이 높고, 그러면서도 不確實性이 낮은가 問題가 된다. 一定한 資金을 複數 以上の 金融資産에 割當하는 것을 Portfolio 라고 말하나, 이 Portfolio 는 無數히 생각할 수 있다. 따라서 이 많은 Portfolio 中에서 不確實性이 적고, 그러면서도 利益率이 높은 Portfolio 를 選擇하는 것이 Portfolio Selection 의 問題이다. Portfolio selection 理論의 先驅者인 Markowitz 에 의하면 Portfolio 分析은 個個의 證券에 關한 情報에서 出發하여 Portfolio 全般에 關한 結論으로 끝난다. 分析의 目的은 投資家の 目的에 가장 近似하게 一致하는 Portfolio 를 찾아내는 것이다.²²⁾

最適 Portfolio 의 選擇理論을 構築하는데 必要한 前提에는 다음과 같은 것이 있다.²³⁾

- (1) 모든 投資定는 一期間의 期待效用을 最大化하며 富에 關하여 限界效用遞減을 제시한다.
- (2) 投資家の 危險에 對한 짐작은 (見積은) 期待利益率의 變動과 比例하고 있다.
- (3) 投資家は 그들의 意思決定을 간단히 期待利益率과 危險에 의하여 하고저 한다.

즉 效用은 利益率의 期待値와 變動의 函數이다. 記號로 表示하면,

$$U=f(\sigma, E(r))^{24)}$$

21) 新澤雄一, "資産選擇理論의 解説," Operations Research 12卷 1號.

22) Harry M.Markowitz, Portfolio Selections; Efficient Diversification of investments, 1959; p. 3

23) Jack C. Francis and Stephen H.Archer, Portfolio Analysis, 1971, p. 7

24) 期待値와 標準偏差 (또는 分散)의 두 개의 Parameter에 기인하고 있다는 것은 Portfolio의 이익율의 確率分布가 正規分布 또는 Gaussian分布이든가, 또는 利益率에 關한 投資家の 效用函數가 2次 函數에 의하여 近似시킬 수 있다는 것을 의미한다.

(4) 危險의 水準이 一定하면 投資家は 低利益率보다 高利益率을 즐겨 擇한다. 記號에서는 $\partial u/\partial E(r) > 0$. 逆으로 말하면 利益率의 高低가 一定하면 危險程度가 적은 쪽을 擇한다. 즉 $\partial u/\partial \sigma < 0$.

證券(j)의 期待利益率은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$E(R_j) = \sum_{i=1}^N R_i P_i \quad 3-1$$

또한 證券의 利益率의 分散度(危險度, Risk)를 測定하는 尺度로서 分散을 들면,

$$\sigma_j^2 = \sum_{i=1}^N [R_{ij} - \Sigma(R_j)]^2 P_i \quad 3-2$$

가 된다. N 은 分散의 確率變數 j 가 취하는 數值, R_i 는 確率變數 j 가 취하는 數值, P_i 는 R_i 의 確率을 意味한다.

個個의 證券에서 構成되는 Portfolio의 利益率의 期待値는

$$\Sigma(R_p) = \sum_{j=1}^N X_j E(R_j) \quad 3-3$$

로 된다. X_j 는 Portfolio全體中에서 證券 j 에 投資될 率, N 은 Portfolio에 包含되는 證券의 數를 意味한다.

Portfolio의 利益率의 分散은,

$$\sigma_p^2 = \sum_{j=1}^N X_j^2 \sigma_j^2 + 2 \sum_{j=1}^N \sum_{k=1+j}^N X_j X_k Cov(R_j, R_k) \quad 3-4$$

로 表示할 수 있다.

$Cov(R_j, R_k)$ 는 j 證券의 利益率과 k 證券의 利益率의 共分散을 意味한다.

3-3式, 3-4式에서 明白하듯이 Portfolio의 利益率의 期待値 및 分散을 求하기 위하여는 Portfolio에 포함되는 個個의 證券의 利益率의 期待値 및 分散을 우선 求하지 않으면 안된다. 證券의 利益率은 (期末의 價格-期初의 價格+配當)/期初의 價格에 依하여 얻어진다.

證券의 利益率 期待値 및 分散을 求하려면 利益率이 確率分布로 제시되어 있어야 한다. 利益率이 確率分布로 제시되려면, 그 構成要素가 確率分布로 提示될 必要가 있다. 따라서 例를 들면, 豫想되는 配當額은 그 期待値와 함께 分散度(risk)가 豫測되어야 한다.

前項의 AAA의 Model에서도 명백했듯이 配當額의 豫測은 經營活動에서 招來되는 Cash Flow의 豫測을 통하여 行할 수 있으나, 이 Cash Flow의 豫測은 그 期待値와 함께 分散度의 程度를 나타내는 것이어야 한다.²⁵⁾

25) Clark & Elgers는 投資家를 위한 情報에 관하여, “投資家の 요청에 相當하는 豫算情報은 賣出額과 純利益의 범위의 그 確率을 表示하든가 期待賣出額 및 純利益과 그 分散을 나타내든가, 어느 쪽이어야 한다라고 하며, 특히 多品種 製造業인 경우, 豫算 정보의 방향을 제시하고 있다.

John J. Clark and Pieter Elgers, “Forecasted Income Statements: An Investor Perspective,” the Accounting Review, Oct. 1973, pp. 673-675.

Portfolio 形成에는 個個의 證券의 利益率의 期待値와 分散 以外에 3—4 式에서 보듯이 다시 한 번 證券間의 共分散을 見積해야 한다.

2 個의 證券으로 이루어진 Portfolio 의 경우, 2 個의 證券의 期待利益率과 分散 및 兩證券間의 共分散의 다섯 개를 見積해야 한다. 3 個의 證券으로 이루어진 Portfolio 에서는 3 個의 證券의 期待利益率과 分散, 3 個의 共分散 9 個를 見積할 必要가 있다.

一般的으로 N 個의 證券에서 成立되는 Portfolio 에서는 N 個의 期待利益率과 分散 및 $N(N-1)/2$ 個의 共分散을 見積해야 한다. 예를 들면, 200 個의 證券으로 成立된 Portfolio 에서는 200 個의 證券의 期待利益率과 分散 및 19,900 의 共分散을 見積해야 한다. 이와 같이 Portfolio 에 포함되는 證券數가 增加됨에 따라 見積할 必要가 있는 共分散數는 加速度的으로 增加한다.

이와 같이 Portfolio 에 포함되는 證券數가 增加됨에 따라 見積할 必要가 있는 共分散數는 加速度的으로 增加한다. 見積해야 할 共分散數를 적게 하기 위해 考案된 方法이 市場 Model (market model) 또는 指數모델 (Index Model)이다.²⁶⁾

Market Model 은 證券의 利益率의 變動이 市場要因의 變動에 따라 說明이 可能해질 部分이 많은 데에 着眼하여 利益率의 變動을 全般的인 市場要因의 變動의 函數로 포착하자는 것이며 다음과 같이 표시된다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i I_t + \mu_{it} \quad 3-5$$

但 $E(\mu_{it}) = 0$

$$C_{ov}(I_t, \mu_{it}) = 0$$

$$C_{ov}(\mu_{it}, \mu_{it}) = 0$$

R_{it} : 期間 t 에 있어서의 證券 i 의 利益率

I_t : 期間 t 에 있어서의 全般的 市場要因

μ_{it} : 證券 i 의 利益率中, I_t 와는 獨立으로 變動하는 個別的要因의 stochastic 한 部分

α_i, β_i : 線形 關係와 付된 附分과 傾向

Market Model 이 意味하는 것은 證券의 利益率이 市場要因과 같이 變動하는 部分(β_i, I_t)과 市場要因과는 別個로 變動하는 部分(μ_{it})로 成立되어 있다는 것이다. 一般的으로 어떤 證券의 利益率에 影響을 주는 事象은 3 個로 分類된다. 즉 經濟全體에 影響을 주는 事象, 어떤 特定의 産業에만 影響을 미치게 하는 事象 및 特定의 企業에만 影響을 주는 事象이다. 먼저 말한 Model 은 이 中 産業要因을 省略하고²⁷⁾ 經濟全體에 影響을 주는 事象과 어떤 特定의 企業에

26) Harry Markowitz, op. cit., p. 100

William F. Sharp, "A Simplified Model for Portfolio Analysis," Management Science, Jan, 1963, pp. 377—392.

27) 産業要因을 省略하고 있는 것은 그 생략이 Model의 中대한 결함이 되지 않는다는 King의 實證的 研究에 기인하고 있다. (Benjamin King, "Market and Industry Factors in stock price Behavior," Journal of Finance, Sept,

만 영향을 주는 事象을 고려하고, 各各 I_t 과 μ_{it} 에 反映시키고 있다. β_i 는 經濟全般에 영향을 주는 事件을 反映하는 市場要因에 對한 i 證券의 反應度(responsiveness)를 表示한다.

Market Model 을 使用하는 利點을 들면²⁸⁾

첫째 證券의 利益率에 영향을 주는 要素로서의 市場要因을 明示的으로 차여져 있다는 것이다. 어떤 證券의 利益率의 變動을 豫測하기 위하여서는 經濟全般의 變動에 依한 部分과 個別的인 部分과를 區別해야 한다.

둘째로 市場 Model 을 使用하기 때문에 다른 期間의 資料를 pool 할 수가 있기 때문에 觀察數가 심히 많아지는 것이다.

셋째는 會計上 關心事는 Market Model 中 個別的的要因에 向해질 것이나 市場要因과 個別的的要因을 分個함으로서 經濟全般에 걸친 事象에 의한 영향을 분리하기가 可能해지며, 會計情報가 갖는 情報로서의 價値를 보다 明確하게 決定할 수가 있다.

마지막으로는 個別的的要因(uit)는 事前(ex ante) 보다도 事後(ex post)로 表示되기 때문에 實證的 檢證을 받기 쉽다.

u , α 및 β 는 時系列最小二乘法에 依한 回歸分析에 의하여 見積된다.

市場 Model 을 使用하면, 個個의 證券의 利益率의 期待值 및 分散은 다음과 같이 된다.

期待值($E(R_i)$)는

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(I) \quad 29) \quad 3-6$$

分散($Var(R_i)$)는

$$Var(R_i) = \beta_i^2 Var(I) + Var(\mu_i) \quad 30) \quad 3-7$$

證券間의 共分散($Cov(R_i, R_j)$)는

$$Cov(R_i, R_j) = \beta_i \beta_j Var(I) \quad 31) \quad 3-8$$

1964, pp. 425-442)

28) William H. Beaver, op. cit., p. 411.

29) $R_i = \alpha_i + \beta_i I + \mu_i$

$$\begin{aligned} E(R_i) &= E(\alpha_i + \beta_i I + \mu_i) \\ &= \alpha_i + \beta_i E(I) + E(\mu_i) \\ &= \alpha_i + \beta_i E(I) \quad \therefore E(\mu_i) = 0 \end{aligned}$$

30) $Var(R_i) = E[R_i - E(R_i)]^2$
 $= E(\alpha_i + \beta_i I + \mu_i - \alpha_i - \beta_i E(I))^2$
 $= E[\beta_i (I - E(I) + \mu_i)]^2$
 $= E[\beta_i^2 (I - E(I))^2 + 2\mu_i \beta_i (I - E(I)) + \mu_i^2]$
 $= \beta_i^2 E(I - E(I))^2 + E(\mu_i^2) + 2\beta_i [I - E(I)] E(\mu_i)$
 $= \beta_i^2 E(I - E(I))^2 + E(\mu_i^2) \quad \therefore E(\mu_i) = 0$
 $= \beta_i^2 Var I + Var \mu_i$

31) $Cov(R_i, R_j) = E[R_i - E(R_i)] [R_j - E(R_j)]$
 $= E[\beta_i (I - E(I))] [\beta_j (I - E(I))]$
 $= E[\beta_i \beta_j (I - E(I))^2]$
 $= \beta_i \beta_j E(I - E(I))^2$
 $= \beta_i \beta_j Var I$

이 된다.

以上에서 明白하듯이 證券의 利益率의 期待值, 分散 및 證券間의 共分散은 β , u 및 I 에 의하여 表示된다.

여기에 의하면 N 個의 證券으로 이루어지는 Portfolio 에서 見積할 必要가 있는 Input 는 $3N + 2^{32}$ 이며, 200의 證券으로 이루어진 Portfolio 에서는 602의 見積이 要請되나, 이것은 市場 Model 을 쓰지 않을 때의 20, 300 과 比較하면 대단한 減少이다.

다음에 個個의 證券으로 이루어진 Portfolio 를 생각한다. Portfolio 의 利益率(R_p)의 期待值는

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i) \\ = w_1 E(R_1) + w_2 E(R_2) + \dots + W_n E(R_n) \quad 3-9$$

가 된다. w_i 는 證券 i 에 配當될 資金率을 나타낸다. 또한 Portfolio 의 利益率의 分散은 다음 式에서 表示된다.

$$Var(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i^2 Var(R_i) + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j Cov(R_i, R_j) \quad 3-10$$

지금 各證券에 對한 投資率이 同一하다고 하면 즉 $(w_i = \frac{1}{n}, i=1, 2, \dots, n)$

Portfolio 의 利益率의 分散은 다음과 같이 된다.

$$Var(R_p) = \frac{1}{n^2} \sum_{i=1}^n Var(w_i) + \frac{Var(I)}{n^2} \left(\sum_{i=1}^n \beta_i \right)^2 \quad 3-11$$

이 式에서 Portfolio 利益率의 risk 는 2個의 要素로 構成된다는 것을 알 수 있다.

第2項은 全般的의 市場要因의 risk ($Var I$)을 포함하는 고로 投資家가 Portfolio 를 構成함으로써 避할 수 없는 Risk 이며, Systematic risk 라고 한다.

여기에 對하여 第一項은 個個의 證券에 特有의 Risk 를 제시하고 있으며 Nonsystematic risk 이다. 이것은 다음과 같이 밝힐 수 있다.

$$\text{지금 } \bar{u}_i^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n Var(w_i) \quad 3-12$$

$$\bar{\beta} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \beta_i \text{로 놓으면} \quad 3-13$$

$$Var(R_p) = \frac{1}{n} \bar{u}_i^2 + (\bar{\beta})^2 Var(I) \quad 3-14$$

로 되며, Portfolio 에 포함되는 證券의 數를 增加시켜가면 그 極限值는

$$\lim_{n \rightarrow \infty} Var(R_p) = (\bar{\beta})^2 Var(I) \quad 3-15$$

32) Keith V. Smith, Portfolio Management, 1971, p. 107.

가 된다. 즉 Portfolio의 이익률 Risk는 Portfolio를構成하고 있는證券 β_i 의 平均值인 $\bar{\beta}$ 의 크기에 따라서만 달라진다. 따라서 Portfolio의 危險度(Riskiness)에의 個個의 證券의 貢獻度는 β_i 에 의하여 測定되는 것이지, 個個의 證券의 個別的 要因인 μ_i 에 의하여 測定되는 것은 아니라³³⁾ 이것은 投資家를 위한 會計情報를 考察하기 위하여, 대단히 중요한 것이다. 왜냐하면, β_i 의 豫測에 必要한 情報만이 Portfolio level 수준에서는 價値있는 情報라고 생각되기 때문이다. 따라서 投資家를 위한 會計情報는 β_i 의 豫測에 도움이 되는 情報인가 그렇지 못한가 하는 觀點에서 吟味해야 할 것이다.

4. Portfolio Model 과 會計情報(2)

몇개의 證券으로 構成된 Portfolio에 關하여 各各의 利益률과 그 分散(또는 標準偏差)를 計算해내는데 있어서 利益률이 같은 모든 Portfolio 中에서는 分散이 最小가 되는 Portfolio가 가장 바람직한 Portfolio임은 두말할 나위도 없다. 逆으로 利益률의 分散이 같은 모든 Portfolio 中에서는 最大의 豫想利益률을 갖는 Portfolio가 가장 바람직한 Portfolio이다.

이러한 Portfolio를 有效한 Portfolio(efficient portfolio)라고 한다. 따라서 Portfolio Selection에서는 우선 제일 有效한 Portfolio의 集合을 求하는 것이 첫째로 必要하다. 이것은 다음 定式化에 依하여 求해진다.

$$\text{Min } \text{Var}R_p = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \text{Cov}(R_i, R_j) \quad 4-1$$

$$\text{S.T. } \sum_{i=1}^n w_i = 1 \quad 4-2$$

$$W_i \geq 0 \quad 4-3$$

$$\sum_{i=1}^n w_i E(R_i) = \phi \quad \text{어떤 特定值} \quad 4-4$$

이 式에서 決定變數는 w_i 이며, 利益률의 期待值($E(R_i)$), 分散($\text{Cov}(R_i, R_j)$), 및 利益率間의 共分散($\text{Cov}(R_i, R_j), i \neq j$)는 見積할 수 있다.

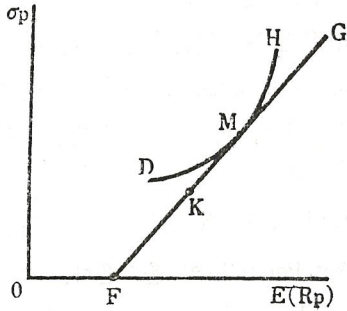
有效한 Portfolio 集合인 有效 frontier(efficient frontier)는 圖 4-1에서 DH로 나타낼 수 있다.

DH로 表示할 수 있는 有效 frontier는 投資家가 投資資金의 全額을 危險性資金에 投資한다면 投資家の 選擇可能性의 限度에 달하게 된다. 그러나 投資家は 全額을 危險性資産에 投資할 必要는 없고, 그 一部를 非危險性資産(riskless asset)에 投資할 수도 있다.

非危險性資産을 圖 4-1에서 F로 表示하고, F에서 有效 frontier DH에 接線 FG를 그

33) William H. Beaver, op. cit., pp. 422-423.

圖 4-1



고 接點을 M 라 한다.

非危險性資産(riskless asset)에의 投資를 考慮하다면 有效 frontier DMH 는 벌써 有效하지 않다는 것이 明白해진다. 왜냐하면 直線 FM 上의 點은 DM 上의 點을 支配(dominate)하기 때문이다 (즉, 同一한 risk 일지라도 FM 上의 點쪽이 DM 上의 點보다 높은 期待利益率을 갖어온다).

또한 資金을 借入함으로써 MG 上의 點도 얻을 수 있기 때문에³⁴⁾ 같은 모양으로 MH 는 MG 에 依하여 支配되게 된다.

FMG 上의 點은 F 와 M 의 차임에 따라 求해진다. 例를들면 FM 上의 點 K 는 投資家의 資金中 一部分을 F 에 投資하고 殘額을 M 에 投資함으로써 求해진다.

最適 Portfolio 는 FMG 上의 點을 選擇함으로써 求할 수 있으나³⁵⁾ 이 경우 危險性資産으로 成立된 Portfolio 는 M 이 아니면 안된다.

理論을 더 깊게 展開하여 資本市場의 均衡을 求하기 위해, 다음 假定을 한다.³⁶⁾

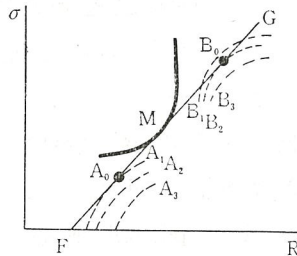
(1) 投資資産에 對한 市場은 危險을 嫌惡하는 投資家들로 이루어지고 있으며, 最終의 富(terminal wealth)의 期待效用을 最大로 하고자 하며, 最適 Portfolio 의 決定을 各種의 利用 가능한 Portfolio 에 結付된 最終의 富의 確率分布의 期待値와 標準價差에만 基因하여 行하다.

(2) 投資家は 모든 同一한 意思決定期間(Same decision horizon)을 갖으며, 이 共通期間에 걸쳐 資産 및 Portfolio 의 利益率의 確率分布의 期待値와 分散이 存在한다.

(3) 資本市場은 모든 資産이 無限히 分割可能하며 借入利率과 貸出利率은 同一하다는 意味에서 完全하다.

34) 借入利率과 貸出利率이 同一하다고 假定하고 있다.

35) FMG 上의 어느點을 選擇하는가는 期待値와 標準價差(또는分散)의 函數인 어느個人의 效用函係에 따른다.



A의 效用函數가 A_1, A_2, A_3 로 表示되며, B의 效用函數가 B_1, B_2, B_3 로 表示된다고하면, A의 最適의 Portfolio 는 A_0 이며, B의 最適 Portfolio 는 B_0 가 된다.

36) Eugene F. Fama, "Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments," Journal of Finance, Mar. 1968, pp. 29-30.

(4) 期待 및 Portfolio 의 機會는 市場을 通하여, “同質的(homogeneous)”이다.

投資家가 Portfolio 에서의 利益率과 그 Risk 에 對하여 同一한 期待를 갖으며 借入利率과 貸出利率이 同一하다면 모든 投資家는 危險性資產으로 이루어진 Portfolio 로써 M 을 選擇한다. 모든 投資家가 M 을 保有한다면, 이 Portfolio 는 市場證券을 包含하는 것이 아니면 안된다. 왜냐하면, 市場의 모든 證券은 누군가에 依하여 保有되지 않으면, 안되기 때문이다. 만일 어떤 證券이 M 에 포함되지 않는다면, 그 價格은 下落하며, 따라서 그 豫想利益率은 增大하며, 급기야는 有利한것이 되며, M 에 포함되는 것이 된다.

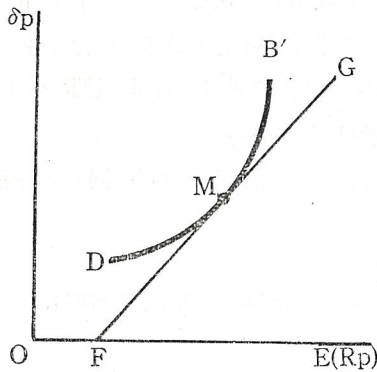
市場에 있어서의 모든 證券은 M 에 포함되기 때문에 M 에 있어서의 各證券의 比率은 市場全體에 있어서의 그 價値의 比率이어야 한다. M 은 Market Portfolio 라 불리운다.

모든 投資家는 F 와 M 을 지나는 直線上的 結合을 保有하는 것이 되지만, 이 直線은 資本市場線³⁷⁾(Capital market line)이라 부르며 다음과 같이 表示된다.

$$\sigma_j = \lambda[E(R_j) - F] \tag{4-5}$$

$E(R_j)$ 는 個人에 依하여 實際로 保有될 結合利益率의 期待值이며 σ_j 는 그 標準偏差이다. λ 은 資本市場線의 경향이다. 이것은 資本市場線이 點($E(R_M)$, OM)을 지나는 것으로 $\lambda = \frac{OM}{E(R_M) - F}$ 로 된다.

圖 4-2



資本市場線은 有效한 結合에 대한 均衡關係를 밝히지만, 個個의 株式에 關하여는 어떻다고 言及하고 있지 않다.

個個의 證券에 對하여, 資本市場이 均衡의이기 위한 條件을 찾아보자.

圖 4-2 에서 FMG 는 資本市場線이며, M 은 Market portfolio 로 한다. 圖 4-2 에 있어서 點 B 로 表示하는 證券 i 를 생각한다. 이 證券의 利益率의 期待值을 $E(R_i)$, 標準偏差를 σ_i 로 한다.

投資資金中 x_i 의 比率을 證券 i 에 投資하고, 나머지 $(1-x_i)$ 를 Market portfolio M 에 投資하는 結合을 생각한다.

點 B 에서는 모든 資金이 證券 i 로 向해 지기 때문에 $x_i=1$ 이며, 또한 Market portfolio 에서는 $x_i=0$ 이다. 그러나 資金이 모두 Market portfolio 에 投資되었다고 해도 證券 i 가 전혀 保有되지 못한 것은 아니다. 왜냐하면, Market portfolio M 은 證券 i 를 包含하고 있기 때문이다. BMB'上的 點으로 表示되는 Portfolio 의 利益率의 期待值 및 分散은 다음과 같다.

37) William F. Sharpe, Portfolio Theory and Capital Markets, 1970, p. 83.

$$E(R_p) = x_i E(R_i) + (1-x_i) E(R_M) \quad 4-6$$

$$\sigma_p^2 = x_i^2 \sigma_i^2 + (1-x_i)^2 \sigma_M^2 + 2x_i(1-x_i) \sigma_{iM} \quad 4-7$$

단, $\sigma_{iM} = \text{Cov}(R_i, R_M)$

BMB'는 點 M에 있어서 資本市場線에 接해야 한다. 38) 따라서 資本市場線의 傾向과 點 M에서의 BMB'의 傾向은 같아야 한다. 資本市場線의 傾向은 λ 이다.

BMB'의 傾向은 $d\sigma_p/dE(R_p)$ 이다.

$$\frac{d\sigma_p}{dE(R_p)} = \frac{d\sigma_p}{dx_i} \bigg/ \frac{dE(R_p)}{dx_i} \quad 4-8$$

4-6 式에서 $\frac{dE(R_p)}{dx_i} = E(R_i) - E(R_M)$ 4-9

4-7 式에서

$$\sigma_p = [x_i^2 \sigma_i^2 + (1-x_i)^2 \sigma_M^2 + 2(x_i)(1-x_i) \sigma_{iM}]^{\frac{1}{2}} \quad 4-10$$

$$\frac{d\sigma_p}{dx_i} = \frac{x_i(\sigma_i^2 + \sigma_M^2 - 2\sigma_{iM} - \sigma_M^2)}{\sigma_p} \quad 4-11$$

M點에서의 傾向을 알고져 한다.

點 M에 서는 $\sigma_p = \sigma_M$ 한편 $x_i = 0$ 이므로

$$\left(\frac{d\sigma_p}{dx_i}\right)_{x_i=0} = \frac{\sigma_{iM} - \sigma_M^2}{\sigma_M} \quad 4-12$$

따라서

$$\left(\frac{d\sigma_p}{dE(R_p)}\right)_M = \frac{\sigma_{iM} - \sigma_M^2}{\sigma_M} \bigg/ E(R_i) - E(R_M) \quad 4-13$$

4-13 式은 λ 과 同等해야 한다.

$$\lambda = \frac{\sigma_{iM} - \sigma_M^2}{\sigma_M} \bigg/ E(R_i) - E(R_M) \quad 4-14$$

4-14 式을 $E(R_i)$ 를 풀자면

$$E(R_i) = E(R_M) + \frac{1}{\lambda} \frac{\sigma_{iM} - \sigma_M^2}{\sigma_M} \quad 4-15$$

4-15 式에

$$\lambda = \frac{\sigma_M}{E(R_M) - F} \text{을 代入하면}$$

$$E(R_i) = F + [E(R_M) - F] \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} \quad 4-16$$

4-16 式은 證券市場線(Security market line)이라 한다. 이 式에서 均衡狀態에서는, 證券

38) Ibid., pp. 87-88

39) Ibid., pp. 86-91.

의 期待利益率は 非危險性資産의 利益率에 證券의 利子率과 Market portfolio의 利子率의 共分散에 依하여 測定되는 risk에 對한 Premium을 加한 것과 같다⁴⁰⁾는 것을 알 수 있다.

지금 $\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$ 로 하면, 4-16 式은

$$\begin{aligned} E(R_i) &= F + (E(R_M) - F)\beta_i \\ &= F(1 - \beta_i) + \beta_i E(R_M) \end{aligned} \quad 4-17$$

로 된다. 個個의 證券의 期待利益率は 그 Systematic risk (즉, Market portfolio와의 共分散, 또는 Market 要因에서 反應의 程度를 測定하는 β 係數)의 線形函數임을 알 수 있다.⁴¹⁾ 이 式이 갖는 意味를 會計情報과의 關聯시켜 생각해 본다.

첫째로, 個個의 株式은 固有의 要因을 期待利益率의 決定에 들어오지 않는다.

個個의 株式의 危險은 投資家에는 關聯이 없다. 그것은 分散化함으로써 除去할 수 있는고 생각되어져 있기 때문이다. 이것은 前項에서 說明한 것과 始終一貫해 있다. 4-17 式에 따르면 株式間에서 볼 수 있는 危險度의 差異를 決定하는 唯一의 變數는 Systematic risk 係數인 β 라는 變數를 見積해야 한다. 그러나 非危險性資産의 利益率도 Market Portfolio의 利益率도 經濟全般에 關한 變數이고, 모든 證券의 評價等式에 共通되는 것이다. 따라서 證券分析은 Systematic risk 係數인 β 의 값을 豫測하는데 還元할 수 있다. 이렇게 생각해가면, 會計情報의 役割은 Systematic risk 係數인 β 에 關한 豫測能力이라는 예기가 된다. 즉 어떠한 會計情報이 證券의 危險을 豫見하는데 有用한가 하는 立場에서 會計情報을 다시 보아야 한다.

이 點에 關한 論及이 있기 前에는 投資家를 위한 會計情報의 問題는 解決할 수가 없다.

5. 結 言

本稿는 會計를 ASOBAT를 中心으로 하는 情報會計의 立場에서 機關投資家(Institutional Investors)의 意思決定을 위한 會計情報을 考察하기 위한 基礎에 關해서 論及했다.

投資家の 投資決定의 問題에는 두가지의 側面이 있는데, 첫째는 證券分析, 즉 지금까지 傳統적으로 내려온 證券의 內在的價値의 결정이다. A.A.A.의 外部報告委員會가 제시한 投資家 Model은 個個의 證券에 대한 分析 Model로서는 妥當한 것이나 投資資金의 最適配分 Model을 제시하고 있지 않다는 點에서 批判을 받을 것이다. 왜냐하면, 投資家の 投資資金의 最適配分 Model에서 投資家の 새로운 情報要求가 생겨날 可能性이 存在하기 때문이다. 따라서 第二側面에는 投資資金의 最適配分 Model로서의 Portfolio Model을 檢討했다.

40) Charles W. Haley and Lawrence D. Shall, The Theory of Financial Decisions, 1973, p. 145.

41) William H. Beaver, op. cit., p. 423.

42) Ibid., pp. 423-424.

投資家を 위한 會計情報는 個個의 證券投資 Level 에서 생각할 때, 證券에서 얻어질 配當額의 豫測을 可能케 하는 情報나 아니나보다, 具體的으로 말하면, 經營活動에서 얻어지는 Cash Flow 의 크기와 Risk 를 豫測하는데 有用한 情報이나 아닌가에 따라서 判斷되어야 한다. 또한 資金의 各種證券에의 最適投資 Level 에서 생각할 때는 會計情報가 Systematic Risk 의 豫測에 有用한가 아닌가에 따라 投資家を 위한 會計情報로서의 價値가 있는가 그렇지 못한가의 判斷이 이루어져야 한다.

前述한 바와 같이 本稿는 實證的研究가 아닌 規範的研究(Normative study)라 하겠다. 理論을 理論에 머물지 않고 現實에 根據를 둔 Empirical study 를 할 적에 本稿는 더 값진 研究라 할 수 있겠다.

A Study on the Accounting Information for Institutional Investors

Chang, Young-ook

Summary

The objective of this article is to consider accounting within the scope of accounting information for institutional investors.

In order to develop framework of investment decision making, it is necessary to review decion making model for investors by ASOBAT

In general, there are two phases in the investment decision making process for investors. In its first phase, security analysis are used. They are designed to give some perception as to the risk and uncertainty involved, the calculation of intrinsic value of securities. In its second phase, portfolio model and accounting information are reviewed. We have presented model for computing mean and variance of a portfolio.

Markowitz has defined an efficient frontier of investments in terms of portfolio that with a given variance has the largest mean, or with a given mean has the smallest variance. Despite the limitations of the models presented, process in the art of investment decision making are presented. Sharpe drew the graph, demonstrating that the degree of systematic risk can be measured with β .

In conclusion, We have considered various subject produced by accounting information for institutional investors; decision making process, decision making model by A.A.A., accounting information and portfolio model.