

석사학위논문

정보 비대칭이 공정가치 평가에 따른  
주가관련성의 변화에 미치는 영향

2018년

한 성 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

취 카 이

석사학위논문  
지도교수 정균범

정보 비대칭이 공정가치 평가에 따른  
주가관련성의 변화에 미치는 영향

Influence of information asymmetry on stock price  
change according to fair value evaluation

2017년 12월 일

한 성 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과  
회 계 학 전 공  
취 카 이

석사학위논문  
지도교수 정균범

정보 비대칭이 공정가치 평가에 따른  
주가관련성의 변화에 미치는 영향

Influence of information asymmetry on stock price  
change according to fair value evaluation

위 논문을 경영학 석사학위 논문으로 제출함

2017년 12월 일

한 성 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

취 카 이

취카이의 경영학 석사학위논문을 인준함

2017년 12월 일

심사위원장 \_\_\_\_\_(인)

심 사 위 원 \_\_\_\_\_(인)

심 사 위 원 \_\_\_\_\_(인)

# 국 문 초 록

## 정보 비대칭이 공정가치 평가에 따른 주가관련성의 변화에 미치는 영향

한 성 대 학 교      대 학 원  
경            영            학            과  
회            계            학            전            공  
취                            카                            이

IFRS의 도입은 기업들에게 새로운 회계시스템의 변경으로 인한 추가적인 비용이 발생하기도 하지만 국제적으로 우리나라 기업의 회계투명성과 비교가능성을 제고시켜 기업가치를 제고하는 효익을 기대할 수 있다. 그러나 아직까지 공정가치 평가가 어떤 환경에서 더 효율적인지에 대해 실증한 연구는 아직 부족한 편이다. 이에 본 연구는 정보비대칭이 암묵적으로 존재하는 주식시장에서 이러한 회계시스템의 도입 전 후의 주가 관련성의 변화를 실증하였다.

본 연구를 위해 2007년부터 2015년까지 증권거래소에 상장된 유가증권상장법인을 대상으로 데이터를 수집하였다. 이 기간 중 2011년은 공정가치의 도입 전후가 혼재해 있기 때문에 이 시기를 제외하였다. 분석결과, 정보의 비대칭성이 높은 환경에서 공정가치 도입 전보다 그 후가 주가관련성이 더 높아지고, 정보 비대칭성이 낮은 경우, 도입 전후의 차이가 통계적으로 유의하지 않는 결과가 나타났다. 이와 같은 결론을 바탕으로, 정보비대칭이 높은 중국시장 또한 국제회계기준을 시급히 적용해야 할 것을 제안한다. 이를 통해 자국의 회계제도를 개선할 뿐 아니라 글로벌한 산업환경에서 경쟁력을 확보하는 차원에서도 의의가 있을 것으로 사료된다.

【주요어】 정보비대칭, 공정가치평가, 주가관련성 변화, 주식거래량

# 목 차

I. 서 론 .....	1
1.1 연구의 목적 및 의의 .....	1
1.2 연구방법 및 논문의 구성 .....	4
1.2.1 연구방법 .....	4
1.2.2 논문의 구성 .....	5
II. 이론적 배경 및 선행연구 .....	6
2.1 정보비대칭에 관한 연구 .....	6
2.1.1 정보비대칭의 의의 .....	6
2.1.2 정보비대칭에 관한 이론 .....	7
2.2 공정가치 평가에 관한 연구 .....	11
2.2.1 공정가치의 의의 .....	11
2.2.2 공정가치 평가에 대한 이론 .....	14
2.3 주가관련성에 관한연구 .....	21
2.3.1 주가관련성의 의의 .....	21
2.3.2 주가관련성에 관한 이론 .....	21
2.4 주식 거래량에 관한 연구 .....	26
III. 가설설정 및 연구 설계 .....	30
3.1 가설설정 및 연구 설계 .....	30
3.2 연구의 모형 .....	33
3.3 자료 수집과 표본 선정 .....	36

IV. 실증분석 .....	39
4.1 기술통계 분석 .....	39
4.2 상관관계 분석 .....	40
4.3 가설 1에 대한 실증분석 .....	41
4.4 가설 2에 대한 실증분석 .....	44
V. 결    론 .....	47
5.1 연구결과 요약 .....	47
5.2 연구의 시사점과 한계점 .....	48
참 고 문 헌 .....	51
ABSTRACT .....	59

## 표 목 차

[표 1] SFAS 157과 국제회계기준에서의 공정가치 정의의 비교 .....	14
[표 2] 표본의 산업별 분포 .....	38
[표 3] 기술통계 분석 .....	40
[표 4] 주요 변수의 피어슨 상관관계 분석 .....	41
[표 5] 전체 기업의 장부가액 주가관련성 .....	42
[표 6] 가설 1에 대한 실증 분석 .....	42
[표 7] 터미변수와 BVM과의 상호작용 변수 추가 분석 .....	43
[표 8] 공정가치평가 도입에 따른 장부가액 주가관련성의 변화 .....	44
[표 9] 가설 2에 대한 실증 분석 .....	46

## 그림목차

[그림 1] 논문의 구성 .....	5
---------------------	---

# I. 서 론

## 1.1 연구의 목적 및 의의

경제주체가 자신의 이익을 실현하기 위해 최선의 의사결정을 내리기 위해서는 의사결정에 기반이 되는 정보가 적합해야 함은 물론 정확해야 할 것이다. 정보가 불완전한 경우 그 의사결정은 합리성이 결여되기 쉽고, 이는 경제전체의 관점에서조차 최적의 균형 상태를 이루지는 못하기 마련이다. 이러한 정보에 있어 주된 문제 중 하나는 정보비대칭성(information asymmetry)이다.

대표적인 내부자인 경영자는 상대적으로 기업의 정보에 대해 접근하기 용이하나, 이에 반해 외부자인 투자자는 기업의 상태를 정확히 파악하기도 힘들뿐더러 접근하기 힘들다. 따라서 투자자들은 기업에서 제공하는 정보에 근거하여 투자 의사결정을 내릴 수 밖에 없다. 내부자가 제공하는 정보가 믿을만한 것인가, 그리고 내가 원하는 정보의 요구에 적합한 것인지에 대한 해소를 목적으로 도입된 제도가 바로 공시제도이다.

공시제도는 경영자 입장에서 기업에 관한 공개에 있어 소극적인 태도를 개선하고 투자자들의 입장에서 정보를 수집하는데 용이함을 제공한다. 여기서 공시(Disclosure)한 상장한 기업이 투자자들의 의사결정에 근거가 될 수 있는 주요 내용을 관련 법령 및 규정에 따라 신속하고 정확하게 투자자에게 공개하는 것을 말한다. 따라서 투자자 입장에서 공시는 이를 통해 투자 대상 기업에 대한 정확한 판단을 가능하게 하는 효과를 가져올 뿐 아니라, 경영자 입장에서는 자신의 기업이 자본시장에서 정확한 가치 평가를 받게 하고, 현 기업의 현황과 향후 변화에 대한 시그널 또한 소구할 수 있는 것이다.

1997년 말 금융위기 이후 한국은 회계분야에 대한 개혁의 시도으로써, 공시제도의 체계화와 강화를 위한 노력을 기울여 왔다. 그러나 대기업을 중심으로 일어난 회계부정 사건은 충분한 정보비대칭성의 완화에 이르지 못

하였음을 드러냈다. 이후 2001년 경영진의 의무공시를 법제화하고 그에 따른 책임과 관련 규정의 강화를 시도하였다.

경영자와 투자자 사이, 즉 기업내부와 외부 간에 존재하는 정보비대칭성의 존재완화를 위해 회계학이 존재하였다. 이러한 전제는 그 간 재무회계를 비롯하여 관리회계의 도입의 정당화에 대한 논리적 배경으로 작용하여 왔다. 이에 2011년부터 본격적으로 IFRS를 채택하기 시작한 이후 의무화되었다. 따라서, 모든 상장기업들은 기존의 GAAP에서 새로운 IFRS 회계시스템을 통해 재무보고가 이루어지고 있다.

이러한 IFRS의 도입은 기업에게 새로운 회계시스템 도입으로 인한 추가적 비용발생을 초래하였으나, 기업의 회계투명성과 비교가능성이라는 성과적 측면에서, 궁극적으로 기업가치의 제고라는 효익을 기대하게 하였다. 많은 전문가와 이해관계자들이 IFRS가 국가 간 재무정보의 비교가능성을 향상시키고 자본시장의 효율화와 국제자본이동을 촉진하여 경제성장과 기업 가치를 높이는 데 큰 역할을 할 것으로 믿고 있다(최관 외, 2013).

그러나 아직까지 공정가치 평가에 있어 어떤 환경이 더 효율적인지에 대한 구체적인 연구는 아직 미비한 실정이다. 특히 주식시장에서는 암묵적으로 정보비대칭이 존재한다. 만일 주식시장에서 정보비대칭이 낮다면, 사실 공정가치 도입 전후의 주가 관련성의 변화 또한 차이가 별로 없을 것이다. 주식시장과 같이 높은 정보비대칭이 존재하는 환경에서 공정가치 도입 전후에 따른 차이와 그에 따른 비대칭의 변화 양상에 대한 연구 또한 필요할 것으로 판단하였다.

이에 본 연구자는 기업의 정보 비대칭성이 높으면 공정가치 도입 전과 후의 장부액의 주가 관련성의 변화가 더 클 것을 가설을 설정하였다. 즉, 어떤 경우라도 공정가치가 도입 된 이후가 더 효율성이 있을 것으로 보았다. 이에 본 연구는 정보 비대칭이 높은 환경에서 공정가치 도입 전후의 주가 관련성의 변화를 실증 분석하고자 한다.

예를 들어 정보 투명성이 낮고 정보 비대칭정도 높은 기업에 대해서는 기업의 가치를 할인하거나 내부정보가 노출되는 시점에 일시적으로 스프레드를 높여 자신에게 닥칠 추가적인 손실에 대비하는 행태를 보인다

(Kim and Verrecchia, 1994; Healy and Palepu, 2001). 또한, 회계 정보 공개되는 수준이 낮고 정보비대칭 정도가 높기 때문에 기업가치의 하락을 막기 위하여 내무정보를 더 많이 공개하거나 회계처리방법의 변경을 통하여 기업공개가 활발히 이루어지도록 노력하기도 한다(Welker, 1995; Bartov and Bodnar, 1996) 이상과 같이 회계 정보 공개 수준이나 정보 비대칭 정도와 주가관련성에 대한 많은 연구가 이루어져 왔다.

또한 Kim and Verrecchia(1994)는 매도매수호가 스프레드를 이용하여 기업의 정보비대칭이 주가에 미치는 영향을 실증하였다. 본 연구는 Ohlson(1995)의 모형을 기초로 주식 거래량을 기업 정보 환경의 지표로 고려한 정보비대칭의 측정치로 사용하여, 먼저 이러한 정보비대칭의 차이에 따라 주주들이 투자한 자본의 장부가액과 주식 가격간의 관련성에 미치는 영향에 대해 살펴보고자 한다.

구체적으로 공정가치 도입하기 전 후를 비교하여 공정가치 평가에 따라 주가관련성이 변화하게 되는 상황에서 정보비대칭 정도에 따라 이러한 변화의 정도는 어떻게 다른지에 대해 연구하고자 한다.

연구목적을 해결하기 위해, 2007년부터 2015년까지의 기간을 설정하고, 2011년도의 데이터는 제외한 년도를 기준으로 하여 정보비대칭이 공정가치 평가에 따른 주가 관련성에 어떤 영향을 주는지 알아보하고자 한다. 여기서 2011년도의 데이터를 제외한 이유는 2011년 중반까지 공정가치가 도입되는 시기로 그 도입 여부가 혼재되어 있기 때문에 2011년도는 제외하고 그 이후의 기간을 분석하였다.

## 1.2 연구방법 및 논문의 구성

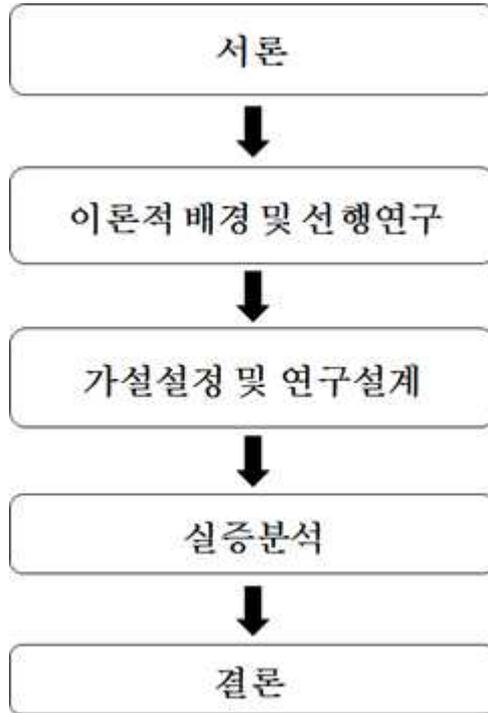
### 1.2.1 연구방법

본 연구의 기본 모형은 Ohlson(1995)의 초과이익 모형(Residual Income Valuation Model)을 기초로 주식 거래량을 기업 정보 환경의 지표로 고려한 정보비대칭의 측정치로 사용한다. 정보비대칭 높으면 정보 불일치 정도가 높을수록, 투자자가 수집하는 정보의 양은 더 많아지고 투자위험성 더 높아지고, 주식 투자가 얻는 이익도 낮아진다. 투자가 활발하지 않아서 거래량도 낮아진다, 그래서 먼저 정보비대칭정도를 측정하고 즉 거래량 중위수보다 높으면 정보비대칭이 낮다, 반면에 거래량 중위수보다 낮으면 정보비대칭이 높다, 우선 2007년부터 2015년까지 증권거래소에 상장된 유가증권상장법인들을 데이터 수집 대상으로 하고, 공정 가치를 도입한 후 경우는 2012년부터 2015년까지 공정 가치 도입하기 전 경우는 마찬가지로 4년간 2007년부터 2010까지 수집하는 것이다. 2011년 중간에 공정가치 평가를 도입하기 때문에 2011년간의 데이터를 빼고 분석한다. 그다음에 정보비대칭의 차이에 따라 가치와 주식 가격간의 관련성에 미치는 영향에 대해 측정하고 또한, 공정가치 평가에 따라 주가관련성이 변화하게 되는 상황에서 정보비대칭 정도에 따라 변화의 정도는 어떻게 다른지에 대해 검증하였다. 공정가치 도입 전 후 따라서 차이가 생기는데 그 차이가 비대칭이 어떻게 변화에 달라진다. 기업의 정보 비대칭성이 높으면 공정가치 도입 전과 후의 장부상 자본의 주가 관련성의 변화가 어떻게 되는 지를 실증분석하고 연구하다.

이러한 연구의 결과를 도출하기 위해 변수와 가설의 관계를 조명하였고, 가설에 대한 회귀분석을 실시하여 결과를 도출하였으며, 특히 가설 2의 공정평가 도입 전인 2007년에서 도입 후의 2015년 동안의 변화를 도출하였다. 또한, 공정가치의 도입 후 변화를 분석한다.

## 1.2.2 논문의 구성

이 논문은 다음 그림에 따라 5부분으로 구성되었다.



〈그림 1〉 논문의 구성

본 논문의 구성은 모두 5장으로 구성되며, 각 장의 구성과 내용은 다음과 같다. 제1장은 서론으로 본 연구의 연구 동기와 목적 그리고 연구방법에 대해 서술하였다. 제2장에서는 정보비대칭, 주가관령성과 공정가치를 선행연구를 통해 고찰하고 정리한다. 제3장에서는 설정한 연구가설에 따른 연구모형과, 연구문제 해결을 위한 자료수집 및 분석방법을 설명하였다. 제4장은 실증분석 단계로 각 변수들의 기술적 통계량을 기술하고 실증분석에 대한 결과를 제시한다. 끝으로 제5장에서는 본 연구의 실증분석 결과를 바탕으로 결론을 작성하고, 최종적으로 본 연구의 한계점 및 미래 연구 방향에 대한 제언을 하였다.

## II. 이론적 배경 및 선행연구

### 2.1 정보비대칭에 관한 연구

#### 2.1.1 정보비대칭의 의의

정보비대칭이란 기업 경영자와 외부주주가 인식하는 기업 내부에 대한 정보의 보유량과 그 정확성에 차이가 존재하는 것을 의미한다(정민규, 2012).

즉 불완전한 자본시장에서 회사의 운영자는 회사의 경영에 관한 모든 정보를 보유하고 있지만 투자자들은 운영자의 정보를 알고 있지 못하기 때문에 운영자와 투자자 사이에는 정보비대칭이 존재하게 되는 것이다<sup>1)</sup>.

기업들이 자본의 조달을 위해 발행하는 부채에 대해 정보거래자(informed traders)와 비 정보거래자(uninformed traders) 사이의 정보비대칭으로 말미암아 불필요한 비용이 생겨나게 된다.

한편, 기업은 정보를 제공할 의무가 있지만 모든 기업이 투명하게 정보를 제공하는 것은 아니다. 소유와 경영이 분리되면서 소유주와 대리인 간의 이해상충으로 인해 대리인 문제가 발생하여 정보를 제공하지 않을 유인이 있다. 따라서 주주권리 확보를 위해 이사회, 감사위원회 등의 감시통제시스템이 마련되었다. 광의의 기업지배구조는 주주의 구성과 같은 소유구조 뿐만 아니라 주주의 권리 확보를 위해 운영되는 이사회나 감사위원회 등을 포괄한다. 기업지배구조 시스템이 제대로 작동하지 않는다면 경영정보가 투명하게 공개되지 않을 가능성이 있다. 따라서 학계에서도 기업지배구조의 특성에 따라 나타나는 정보비대칭 현상에 관심을 가지고 연구해왔다<sup>2)</sup>.

---

1) 鄭民奎, 2011, 정보비대칭이 자본구조 의사결정에 미치는 영향에 관한 실증연구, 昌原大學校 大學院, 석사학위 논문.

2) 박지혜, 조중석, 2015, 기업집단 지배구조의 특성이 계열회사의 정보비대칭과 주가동조화에 미치는 영향, 회계학 연구, 제40권 제4호 . PP.285-326

## 2.1.2 정보비대칭에 관한 이론

정보비대칭은 정보를 제공하는 기업과 이러한 정보를 제공받는 투자자 또는 투자자간에 존재하는 정보의 양(量)적, 질(質)적인 차이를 의미한다. 예를 들어, 비유동적 시장에서 투자자들이 보유한 주식에 대한 보상을 위해 가격을 조정하기 때문에 기업적 측면에서는 이를 비용으로 인식하는 경향이 있다. 이에 기업은 공시수준과 정확성을 올려 투자자 간 존재하는 정보비대칭을 줄이고 시장 유동성을 높이고자 한다(Diamond and Verrecchia 1991). 정보비대칭을 줄이고자 하는 목적에 의해 기업이 공시하고 적용하는 회계기준에 있어 IFRS의 시스템 적용하는 것을 세계적으로 확산시키고 도입하는 것의 정당성 입증을 위한 연구가 시작되었다.

Leuz and Verrecchia(2000)의 경우 이러한 시스템 도입을 독일 기업들을 대상으로 그 효과성을 분석하였다. 분석 결과, IFRS 또는 US-GAAP을 사용하는 기업이 그렇지 않은 독일 기업에 비해 정보 비대칭이 실제로 낮았음을 증명하였다. 이는 기존 시스템에서 IFRS또는 US-GAAP으로 전환하는 경우에도 유사한 결과를 보였다. 따라서 IFRS 또는 US-GAAP을 선택하여 공시 수준의 공정성을 증가시키게 되면 정보 비대칭을 감소된다고 주장하였다. Bartov et al.(2005) 또한 독일 기업을 대상으로 하여, 기존의 독일회계시스템에서 IFRS로 전환하는 경우 이익과 주가수익률이 더 높다고 밝혀, 정보 비대칭과 주가에 대한 관련성을 증명하였다.

Ashbaugh and Pincus(2001)는 IFRS의 도입이 재무분석가의 예측정확성에 미치는 영향을 살펴보기 위해, 13개국을 대상으로 분석한 결과, IFRS와 개별 국가 회계기준의 차이와 재무 분석가의 예측정확성이 반비례함을 증명하였다. 즉, 개별 국가 회계기준 대신 IFRS를 적용한 후에 재무 분석가의 예측정확성이 개선되었다.

Daske et al.(2008)은 IFRS의 정보비대칭 개선효과를 보다 확장하여 정보비대칭의 개선정도에 따른 자본비용과 기업가치가 변화를 분석하였다. 분석결과, IFRS의 도입은 시장유동성은 증가와 자본비용이 감소를 가져오고, 그 결과 기업가치가 증가한다는 점을 확인하였다. 또한 IFRS 시스템의 도입에 있어 자발성과 의무적 차이에 따라 기업가치의 차이를 파악한 결과, 자발적인 경우의 기업이 의무적으로 도입한 기업보다 자본시장 효과가 훨씬 높았음을 증명하였다.

한편, IFRS시스템 도입에 따른 투자 행태 변화를 분석한 연구에서, Covrig et

al.(2007)은 IFRS 적용기업과 미 적용 기업 간의 정보비대칭의 차이가 외국인 투자자의 뮤추얼 펀드 투자를 유도하는데 미치는 영향력을 분석하기 위해, 29개 국가의 표본을 이용하여 분석하였다. 분석결과, IFRS를 적용한 경우 외국인 투자자를 이렇지 않은 경우보다 더 외국 뮤추얼 펀드 투자가 더 높았음을 증명하였다. 또한 추가적 분석에 의하면 기업정보수준이 낮은 기업도 IFRS를 적용한 경우 외국인 투자가 더 높아진다는 것을 확인하였다.

기업의 내부 이해관계자들은 그 기업의 경영성과나 관리 상태에 대한 사적 정보(Private Information)를 보유하고 있지만, 외부 투자자들의 경우에는 이러한 사적 정보에 대한 접근이 쉽지 않기 때문에 이러한 이유로 인해서도 정보비대칭이 존재할 수 있다. 모든 투자자에게 정보가 완전하게 제공되지 않을 경우, 경제주체의 의사결정에 합리성이 결여되고 이는 경제 전체적으로 최적의 균형 상태에 이르지 못하게 되는 원인이 된다(박애영, 2010).

기존 연구에 의하며, 정보비대칭은 대리인 문제와 외부자본 조달에 있어 문제를 드러낼 수 있으며, 이러한 문제는 기업가치의 훼손을 가져올 수 있음을 제시하고 있다. 구체적으로 살펴보면, 경영과 소유가 분리된 기업의 경우, 경영자의 의사결정이 주주가치에 반한 사적 이익의 극대화를 위한 의사결정을 함으로써 대리인 문제가 야기될 수 있다. 이러한 문제는 대리인 비용(Agency cost)의 증가를 가져오고, 결과적으로 기업의 성과를 비롯한 자금의 흐름 그리고 기업가치의 훼손이라는 부정적 영향을 초래할 수 있다(Jensen and Meckling, 1976, Jensen.1986). 둘째, 정보비대칭으로 인한 외부자본조달 제약문제로 기업의 자본조달비용이 증가할 수 있다(Myers and Majluf, 1984). 특히 정보의 접근이 취약한 외부자일 경우 정보비대칭은 역선택의 가능성을 높일 수 있다. 이러한 역선택은 잠재적 시장참여자들의 거래회피를 야기할 수 있으며, 거래행위가 일어났다 하더라도 기업의 본질적 가치보다 낮은 가격으로 거래할 가능성이 있다. 이는 주식시장 뿐 아니라 채권시장에서도 정보비대칭이 높은 경우 더 높은 자본 비용을 부담을 초래하는 것으로 보고되고 있다. 실제로 국내연구에서도 이와 같은 결론을 제시하였는데, 조중석과 조문희(2007)의 연구결과에

의하면 정보비대칭과 자기자본 비용은 유의한 정(+)관계가 있음을 실증하였으며, 이와 유사하게 고영우와 이세철(2012)도 정보비대칭이 높은 기업의 경우 자기자본보다 타인자본 비용이 높아진다는 점을 제시하였다.

또한, 전영순(2003)은 외국인 투자자의 지분률이 높을수록 이들에 의한 적극적인 감시활동이 이루어지고 이에 따라 경영의 예측오차가 작아지고, 정확성이 높아짐을 실증하였다. 또한 회계이익의 질적 수준 향상으로 인하여, 기업과 투자자 간의 정보비대칭이 완화됨을 제시하였다. 전영순과 손준희(2005)는 기업지배구조에서 외국인 투자자나 전문 투자자의 지분률이 높을수록 경영자에 대한 감시가 이루어져 공시 저보가 더 정확해지고 정보비대칭을 완화시킴으로써 경영자의 사적 이익추구의 억제를 가져오고 결과적으로 경영성과와 기업가치가 향상됨을 보고하였다. 박애영(2010)은 정보비대칭의 차이가 클수록 자본비용이 높게 나타나고 재무전문가의 예측 오차가 크고, 내부자의 정보편익이 높아진다는 것을 검증하였고, 또한 소유구조와 지배구조가 열악할 경우 그 기업의 정보비대칭이 높게 나타난다고 하였다. 이상의 분석 결과, 대부분의 연구들이 일관되게 정보비대칭이 낮을수록 기업가치가 증가한다는 결론을 제시하고 있다.

Akerlof(1970)의 연구에서 보면 정보비대칭성 문제가 시장실패를 야기할 수 있음을 경고한다. 그에 따르면, 정보비대칭성 문제는 단지 미시경제학 중 정보경제학 분야에서만이 마케팅에서도 중요한 문제로 간주된다. 이에 대한 이론적 연구가 주종을 이루어 진행 된 정보비대칭성 문제에 관한 연구는 엄한 실증의 필요성에도 불구하고 언제나 실증연구 부족 현상이다(Kirmani and Rao, 2002)<sup>3)</sup>

‘정보’는 사람들이 갖기를 희망하지만 희소하다는 의미에서 어느 상품과 다를 바 없는 경제적 자원이며, 현실적으로 부분의 거래 상황에서 거래와 관련된 정보가 거래 당사자 사이에 불균등하게 존재하는 상황 즉 정보가 비대칭적으로 되어 있는 경우가 대부분이라고 볼 수 있다(Akerlof, 1970)<sup>4)</sup>.

3) Kirmani, Amna and Akshay Rao (2000). No Pain, No Gain: A Critical Review of the Literature on Signaling Unobservable Product Quality. *Journal of Marketing*, Vol. 64(April), pp. 66-79.

4) Akerlof, George A. (1970). The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84(August), pp.488-500.

Glosten and Milgrom (1985)은 시장에서 정보비대칭이 매수-매도호가 스프레드(bid-ask spreads)를 발생시킨다는 것을 이론적으로 설명하였다.<sup>5)</sup>

회사의 자본시장의 반응을 활용하기 위하여 정보비대칭성을 예측하는 측정치에는 이익예측계수를 활용하는 방법 및 주식거래량을 활용하는 방법과, 또는 매수-매도 호가 스프레드를 활용하는 방법, 재무 분석가의 이익예측치에 대한 표준편차를 활용하는 방법 등이 있으며 그것은 다음과 같다.

첫째, 보통 운영자는 자신의 회사의 정보에 대한 접근성이 용이하지만, 외부이해관계 자는 이러한 내부정보에 대한 접근성에 대해 현저히 낮은 편이다. 이익예측계수는 그러한 회사의 내부정보의 접근성으로 인한 주주들이 회사의 미래에 대한 성과를 예측하는 정도에 따라 회사의 정보비대칭성을 알아보는 방법을 말한다.

시장에 대한 참여자들은 미래에 대해 생각하여 행동하는 사람들이다. 현재의 성과에만 관심을 갖기 보다는 그 후에 이익을 얻을 수 있는 회사의 미래에 대한 성과 정보를 알기 위해 의사결정 시에 이를 반영하는 것이다 (Jiang and Kim, 2004)

그러므로 이해관계자들이 기업에 대한 미래의 성과를 전혀 다른 정보로 인식할 만큼 적은 양의 정보를 갖고 있는 경우 운영자와 이해관계자간의 정보비대칭성이 높으며, 또한 이해관계자들이 기업의 미래성과를 예측할 수 있을 만큼 많은 정보를 가진 경우에는 정보비대칭성이 낮은 것으로 보았다.

한편, 정보비대칭은 기업의 정보에 대한 불균형이 경제활동에 미치는 영향에 대한 논리라고 말할 수 있다.

가입자 본인에 대해 잘 알고 있지만 회사는 잘 알고 있지 못하기 때문이다. 결국에는 이러한 비대칭성의 문제 때문에 회사 입장에서는 그러한 고객은 '피하고 싶은 고객'이라 하며 결정하게 될 것이다<sup>6)</sup>

---

5) L.R.Glosten and P.R.Milgrom (1985),"Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders," Journal of Financial Economics, 14,71-100.

6) 주우진, 자동차 A/S 부품 유통에서의 정보비대칭성에 관한 연구, 서울대학교 경영학연구소, 제38권 4(2004年 12)

## 2.2 공정가치 평가에 관한 연구

### 2.2.1 공정가치의 의미

FASB(Statement of Financial Accounting Standards(이하 SFAS))는 2006년 9월 No. 157을 통해 공정가치의 정의(single definition)와 공정가치의 측정방법에 대한 체계를 비롯하여 공정가치 측정을 정립하였다. 여기서, 공정가치란 자산이나 부채의 주된 시장(또는 가장 유리한 시장)에 참여하는 시장 참여자들 사이에 정상적 거래를 통해서 자산을 판매, 수취 및 이접하고 지급하는 가격이다. 여기서 공정가치 측정을 위해 이용되는 정보의 객관성 정도에 따라 그 우선순위(hierarchy)가 정립된다. 즉 거래가 활발한 시장(active markets)의 제시가격(quoted prices)을 공정가치의 최우선으로 하며(레벨 1) 객관적으로 확인 불가능한 자료(unobservable inputs)를 최하위에 둔다(레벨 3)<sup>2)</sup>. 레벨 2는 객관적으로 확인 가능한 수치를 사용해 가치를 산정할 수 있는 자산, 다시 말해 시장에서 유사한 종류의 가격이 형성되는 것을 가리킨다.

IFRS에서도 공정가치(fair value)는 합리적 판단력과 거래의사를 가진 독립된 당사자들 간의 거래(an arm's length transaction)에서 자산이 교환되거나 부채가 결제될 수 있는 금액을 의미한다. 공정 가치는 유입시장에서 측정 시, 현행 원가가 되며 유출시장에서 측정 시에는 현행유출가치가 된다. 또한 시장가격이 존재하지 않을 경우 전문가에 의해 추정되는 감정가액 또는 미래 현금흐름의 현재가치가 공정가치가 될 수 있음을 언급하고 있다(한국회계기준원 기업회계기준서 제 1039호 참조).

우리나라는 2007년 3월에 발표된 '국제회계기준 도입 로드맵'에 따라 2011년부터 모든 상장기업에 대해 국제회계기준(IFRS)을 의무적용하게 되었다. 우리나라가 국제회계기준을 전면도입한 배경은 회계투명성을 제고하고 전 세계적인 회계기준 단일화 추세에 대응하며, 해외에 상장되어 있는 글로벌 기업의 재무제표 이중 작성 부담을 완화시키기 위함이다.

국제회계 기준에서는 공정가치를 주요원칙으로 부각시키고 있으며, 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 두 당사자가 거래하는 자산의 교환가격으로 정의하고 있다. 과거기업 회계기준은 객관적 평가가 어렵다는 이유 때문에 대부분의 자산·부채항목을 역사적 원가로 평가하며 객관적 평가가 가능한 일부항목에 대해서만 공정가치로 평가 하도록 하였다. 그러나 국제회계기준은 정보 이용자들에게 기업의 재무상태 및 내재 가치에 대한 의미 있는 정보를 제공하기 위해 공정가치 평가 범위를 확대한 것이다. 국제 회계기준에서는 금융자산과 금융부채 유형자산 무형자산 및투자 부동산 등에 이르기까지 공정가치 평가를 의무화 또는 선택 적용 할수 있도록 함으로써 과거에 비해 공정가치 범위가 상당히 확대 되었다.

또한, 자체적으로 공정가치를 평가할 능력이 없는 기업들은 외부평가기관에 의뢰할 것으로 예상되는데 이 경우 외부평가기관의 독립성과 전문성이 문제 될 수 있다. 이러한 환경변화를 고려할 때, 공정가치 평가를 강조한 국제회계기준의 도입은 감사업무 및 감사위험에도 많은 영향을 미칠 것으로 예상된다<sup>7)</sup>.

이러한 현상으로 보아 공정가치 평가를 강조하는 국제회계기준의 도입으로 공정가치의 신뢰성을 어떻게 검증할 것인가가 회계 감사과정에서 매우 중요한 사안으로 대두될 것이다.

공정가치에 대한 IFRS의 정의는 FASB의 SFAS No. 157과 완벽히 일치하지는 않는다. 왜냐하면 SFAS No. 157 정의에 따른 공정가치는 시장 참여자의 관점에서 극대화된 가치(the highest and best use for an asset)이며, 중시되는 것은 주된 시장(the principal market) 과 가장 유리한 시장(the most advantageous market)에서 형성된 가격이다(김문태, 2009). 따라서 시장이 존재하지 않을 경우, 시장과 참여자 그리고 거래를 모두 가상으로 가정하여 그 공정가치를 측정하게 된다. 이와 같은 경우, 기업은 적절한 시장정보를 이용하여, 가치 평가를 해야 하며, 이러한 평가는 관찰 가능한 투입요소의 최대화에 의해 좌우된다는 것을 의미한다.

한편 IFRS는 FASB보다 더 광범위한 공정가치 측정을 적용하는 것으로

---

7) 박종성, 이은철, 오명전, 2013, K-IFRS 하에서 공정가치 평가의 신뢰성 확보방안, 대한경영학회지 26(9).

회자되고 있다. 예를 들어, FASB는 금융에서 자산과 부채에 있어 공정가치 측정을 강조한 반면, IFRS는 이와 더불어 유·무형 자산의 공정가치 측정까지 의무화하거나 선택적 적용을 권유하고 있다. 그러나 기존의 공정가치 측정 기준이 오랜 기간을 거쳐 순차적인 제정이 이루어져 왔고, 일부 기준서에서 개정되는 과정들을 거치면서, 공정가치에 대한 측정방법과 공시 지침들이 여러 회계 기준서에 적재되고 있다. 또한 이중 일부 기준서는 공정가치의 정의와 측정방법에 대해 서로 상충되기도 하였다(이창우 등, 2008). 가령, ‘교환’에 대하여 기업의 매수자산 혹은 매도자산에 대한 언급이 없으며, ‘결제’ 또한 채권자를 언급하지 않은 채 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 당사자만을 언급하기 때문에 결제의 의미가 명확하지 않는다(한국회계기준원 공정가치 공개초안, 2008). 그 중 SFAS No. 157은 공정가치 측정에 있어 가장 포괄적이면서도 일관되었으며, 공정가치 개념의 기틀을 세운 규정임에도, 금융자산과 부채에 여타의 기준서에 비해 더 적절한 규정들로 구성된 것으로 평가받고 있다. 그러나 이러한 장점과 더불어, 비금융자산과 부채에 대한 규정들이 미흡하고, 공정가치를 유출가격으로 규정함에 따라 일부 자산이나 부채에 대해서는 유출가격의 개념적 정의가 적절하지 않다는 의견도 함께 제시되고 있다. 즉 유입가격이나 거래가격 등에 대한 개념적 정의의 유사성으로 인해, 재무재표 작성자나 이러한 정보를 이용하는 사람들에게 혼란을 야기시킬 수 있다. 이상의 주요 쟁점을 요약하면 다음 <표 1>과 같다(이창우 등, 2008 재인용).

<표 1> SFAS 157과 국제회계기준에서의 공정가치 정의의 비교

	SFAS 157	국제회계기준
공정가치의 정의	유출가격	유출가격인지 유입가격인지 명시하지 않음
거래의 주체	시장참여자 관점	합리적인 판단력과 거래의 사가 있는 독립된 당사자
부채의 이전 또는 결제	부채의 이전(transfer): 거래상대방에게 결제하는 것과 달리 거래상대방에게 부채가 계속되는 것을 가정	부채의 결제(settle)

### 2.2.2. 공정가치 평가에 대한 이론

김상철 등(2002)에 의하면, 비금융제조업에 대해서 유가증권 공정가치 정보가 주가관련성이 있는 것으로 나타났다. 또한 유가증권처분손익과 평가손익의 주가 관련성 차이에 대한 비교분석에 의하면, 시장성이 좋은 단기유가증권의 경우 처분손익과 평가손익의 주가배수 간에 유의한 차이가 나타나지 않았다(유충, 2012). 그러나 투자유가증권의 경우는 처분손익의 주가배수와 평가손익의 주가배수의 크기 간에 유의한 차이가 나타났다(김상철 등, 2012).

비 금융 상장기업을 대상으로 분석한 김권중과 김문철(2003)의 연구결과에 따르면, 영업외 손익 항목 중에서 일시적인 손익의 성격이 있는 유가증권평가 손익, 유가증권처분손익 및 고정자산처분손익 등은 미래 지속성이 나타나지 않았다. 또한 기말의 장부 가치와 일시적 손익을 제외한 초과이익을 통제하였을 때 당해 일시적 손익은 주가관련성이 없는 것으로 나타났다.

유가증권 공정가치정보와 유가증권 관련 손익이 주가관련성이 있는 여부를 실증분석한 연구(김길훈, 김지혜, 2010)에 따르면, 유가증권의 공정가치와 취득원가 사이의 차액의 단기매매증권의 평가손익과 매도가능증권

의 평가손익이 취득 원가에 대하여 추가적인 정보효과를 분석하였다. 분석결과는 유가증권을 취득 원가로 평가했을 때의 장부가치(단기매매증권 평가손익과 매도 가능증권 평가손익을 차감한 순자산가치)뿐만 아니라 단기매매증권평가손익의 회귀계수와 매도가능증권평가손익의 회귀계수가 모두 유의적인 양(+)의 값으로 나타났다(김길훈, 김지혜, 2010). 이상의 결과에 의하면 유가증권에 대한 공정가치 평가가 유용함을 시사한다. 금융자산 뿐만 아니라 유형자산 및 무형자산의 공정 가치와 관련된 연구(정애원, 2010)에서, 국제회계기준의 조기 도입에 따른 재평가넬도입 기업의 재무구조 중 부채비율 개선효과와 사채발행한도액의 증가 비율을 실증 분석하고, 재평가자산의 공정가액과 원가모델 적용시의 장부가액의 차이(재평가차액)가 기업 가치에 양(+)의 영향을 미치는지를 분석 하였다. 검증 결과 공정 가액 수준으로 재평가 한 결과, 부채비율이 재평가 전 부채 비율보다 낮아졌으며, 재 평가 후 사채발행한도액의 자기자본 비율은 원가 모델 적용시의 사채발행한도액의 자기자본 비율보다 높은 것으로 나타났다. 한편 공정가액에 의한 재평가차액은 기업가치 평가에 유의한 정(+)의 영향을 미치며, 유형자산 중 재평가 자산이 자산총액에서 차지하는 비율이 높을수록 재평가자산의 공정가액과 원가모형 평가 시 장부가액의 차이와 기업가치 관련성이 높은 것으로 나타났다(정애원, 2010).

최근에는 재무제표의 인식금액과 주식공시금액의 가치 관련성을 분석하는 연구가 수행되었다(권수영 등, 1998). 이 연구는 증권회사가 보유한 주식상품의 평가손실에 대해 재무제표에 적절하게 반영치 못함으로써 상품주식의 운용이 왜곡되는지 검증하였다. 연구결과 평가이익이 발생한 종목은 매각하고 평가손실이 발생한 종목을 계속 보유하는 왜곡된 상품주식 운용행태가 나타났으며, 상품주식의 미실현 평가손실이 높은 기업일수록 상품유가증권 중 주식이 차지하는 비중이 높다는 결과가 나타났다(권수영 등, 1998).

은행과 증권 회사를 중심으로 유가증권의 시가정보의 유용성을 검증한 송인만 등(2000)의 연구에 따르면, 유가증권 평가차액이 취득원가에 대해 추가적인 정보효과를 갖는지 그리고, 유가증권평가손익이 주가수익률에

영향을 미치는 지 검증한 결과, 유가증권의 평가차액 및 평가손익에 관련된 정보가 주가수준 및 주가수익률을 설명함에 있어서 취득원가 및 취득원가에 기초한 이익에 추가적인 정보가치를 가지고 있다는 증거를 발견하였다(송인만 등, 2000). 이상의 결과를 통해, 그들은 재무제표에 시가정보 및 평가손익 정보가 반영되지 않고 공시되지 않음에도 불구하고, 투자자의 의사결정에 영향을 미칠 수 있음을 시사하였다.

또한 1996년에 그는 53개의 상장은행 및 증권회사 53개 기업을 대상으로 유가증권의 시가정보의 유용성과 재무제표 본문 보고나 주석 보고 등의 유용성 그리고, 당기손익에 유가증권 평가손익을 반영하는 것이 유용한지 분석하였다. 그 결과 주석으로 공시되는 유가증권평가차액에 관련된 정보가 주가수준을 설명하고 있으며, 주가수익률 분석에서도 유가증권 평가손익이 당기 손익에 추가적인 설명력이 있다고 보고한 바 있다(송인만 등, 2000).

한편, 은행, 종합금융, 증권 및 손해보험 등의 금융기관을 대상으로 재무제표 주석에 공시된 유가증권 공정가치정보의 목적적합성을 실증 분석한(김권중과 김문철, 2000)연구에 따르면, 초과이익평가모형(abnormal earnings valuation model)으로부터 금융기관의 유가증권 공정가치 정보(미실현 평가손실 누적액)가 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있는 것으로 보고하였다(김권중, 김문철, 2000). 나아가 주가수준분석(price-levels analysis)결과를 통하여 금융업에서의 공정가치 회계 도입을 지지하는 실증적 증거를 제시하였다. 다만, 당년도 유가증권의 미실현된 평가손익과 주가 변화액 간에는 유의한 관련성이 발견되지 않았으며, 이러한 비유적 결과는 다른 자산/부채의 평가손익과 관련한 누락변수 편 의 문제와 무관하지 않는 것으로 해석하였다(김권중, 김문철, 2000).

이상의 연구결과에 의하면, 금융업뿐만 아니라 비금융제조업의 유가증권 시가평가정보도 1% 수준에서 주가를 유의하게 설명하는 것을 제시하였다(김문철 등, 2002). 즉 비금융제조업의 평가손익정보가 기업가치에 유의적인 증분설명력이 있고 유가증권시가정보가 기업가치평가에 어느 정도 크기로 영향을 주는지를 확인하였다(김문철 등, 2002). 지분법을 적용

하는 투자주식의 공정가치 정보가 지분법 정보 추가에 대한 가치 관련성 및 정보유용성 여부를 검증한 윤승준 등(2007)의 연구결과에 의하면, 지분법적용투자주식에 대한 공정가치와 장부가치의 차이가 기업가치 및 기업가치 변동과 통계적으로 유의한 상관관계 가존재함을 확인하였다(윤승준 등, 2007).. 또한 피투자회사 지분율의 상대적 차이는 지분법적용투자주식에 대한 공정가치 정보의 가치관련성 또는 정보유용성에 영향을 미치지 않는다고 주장하였다(윤승준 등, 2007).

김권중(1997)은 제공된 회계수치(증가된 자기자본)의 유용성 여부를 실무적으로 분석하기 위해, 재평가적립금과 초과이익을 설명변수로 설정하여 회귀모형을 분석한 결과, 검증대상기간모두 재평가적립금은 주가가격에 대해 유의한 설명력을 나타냈으며, 할인율을 추정하지 않고 재평가적립금과 이익수준을 설명변수로 한 회귀모형 추정결과도 주가가격에 대해 유의한 설명력을 나타냈다(김권중, 1997) 이상의 연구결과 재평가정보(증가된 자기자본)가 회계정보로 유용한 가치 있음을 실증하였다.

정기영과 정재원(1997)은 자산재평가 정보가 기업 가치평가에 양의 영향을 미친다는 가설을 지지하는 증거를 발견하고 나아가 지분의 장부가치가 기업 가치평가의 중요 변수임을 확인하였다(정기영, 정재원, 1997).

김정국 등(2004)는 한국의 회계기준을 보다 국제화하기 위해, 한국이 선택할 수 있는 능동적인 국제 전략을 탐색하고, 국제회계기준위원회재단(IASCF)과 국제회계기준위원회(IASB)를 둘러싼 환경 및 외국의 국제 활동을 분석하였다(김정국 등, 2004). 연구결과는 한국의 경우, 한국회계연구원과 한국회계기준위원회(KAI/KASB)를 집중적으로 지원하고 이들의 능동적 참여의 필요성을 역설하였다(김정국 등, 2004).

오준환 등(2006)는 국제회계기준의 수용 정도에 대한 장단점 및 문제점을 분석하면서 국제회계기준의 완전수용은 회계기준의 제정과 적용의 관점에서 효율성 및 국제 비교가능성을 제고할 수 있는 장점이 있지만, 신뢰성과 유용성의 관점에서 국가별 산업 및 기업의 특성을 반영하기 어렵다는 단점이 있고 반면에 부분수용은 완전수용이나 비수용보다 비교가능성이 저하될 가능성이 있음을 지적하였다(오준환 등, 2006).

공정한 가치'라는 의미는 이상적 시장(ideal market)에서 미래에 대한 현금의 흐름 발생 및 비용 불확실성을 정확하게 평가한 현재가치(present value)를 말한다.

회사의 현황 등에 따라 공정가치 측정의 신뢰성이 유의한 것인지의 여부에 대해서도 상이해 진다고 하였다. 공정가치와 원가 회계정보에 대해 신뢰성 및 그 적합성 두 가지의 질적 특성과 재무에 대한 보고인 유용성과의 관계에 대해 제시하였다(Sunder(2008)).

Barth(1994)<sup>8)</sup>는 금융기관이 보유하고 있는 투자유가증권에 대해서 공시되는 공정가치 정보가 역사적 원가에 비교하여 주가에 추가적 설명력을 제공한다고 하였다.

여기에 더 나아가서 금융기관이 갖고 있는 자산과 부채를 대출금 및 예치금, 부채 및 부외상품으로 구분하여 각각의 항목의 공정가치가 장부 금액에 비해 추가설명력이 있는지에 대해서 조사하고 검증하였다(Barth et al, 1996)<sup>9)</sup>.

Nelson(1996)의 연구에서는 공정가치가 주식의 공정가치와 유의한 관련이 없는 것으로 나타났다. 또한 Eccher 등(1996)은 Barth 등(1996)의 결과가 소규모 은행업에서만 적용가능하다는 연구 결과를 보고하였다.

Barth(1994)의 연구 결과에 의하면 금융업에 속하는 기업이 보유하고 있는 유가증권의 공정가치와 역사적 원가 간의 유용성을 비교분석한 결과 투자유가증권의 경우 공정가치가 취득원가에 추가적인 설명력이 있으나 유가증권손익에 대하여는 유의한 증거를 획득하지 못했다.

이러한 결과와 관련하여 공정가치 측정치의 신뢰성 결여가 원인일 수 있다는 점을 제시하였다. Barth와 Clinch(1998)은 호주기업을 대상으로 분석한 결과, 무형자산과 투자자산의 자산 재평가의 차액은 주식수익률에 유의한 정(+)적 영향력을 가지나, 유형 자산과는 유의한 결과를 얻지 못하였다. 한편, 국내에서도 공정가치에 대한 이론이 많이 연구되었다. 김권중 외(1997)<sup>10)</sup>은, 1991~1994년까지 한국 증권거래소에 상장된 기업 중에서 자

8) Barth, M. E., 1994. Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Value of Bank, *The Accounting Review* 69: 1-25.

9) Barth, M. and S. Kallapur, 1996. The Effects of Cross-Sectional Scale Differences on Regression Results in Empirical Accounting Research, *Contemporary Accounting Research* 13: 527-567.

산재평가를 실시한 기업을 대상으로 자산 재평가와 관련한 회계정보의 유용성 논쟁을 검토하였다.

연구 결과 재평가 적립금은 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있음을 확인하였다.

김권중과 김문철(2000)<sup>11)</sup>은 금융기관을 대상으로 재무제표 주석에 공시된 유가증권 공정가치 정보에 대해 실증분석 하였으며, 유가증권공정가치정보가 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있는 것으로 보고 하였다(김권중, 김문철, 2000). 더 나아가 주가 수준분석을 통하여 금융업에서의 공정가치 회계 도입을 지지하는 실증적 증거를 제시하였다.

이러한 공정가치 평가의 가장 주된 장점은 시장에서 기업의 실질가치(intrinsic value)에 대한 평가를 올바르게 할 수 있도록 하여 재무보고의 목적적합성(relevance)을 증가시킬 수 있다는 것이다. 공정가치 평가는 이외에도 수익과 비용의 대응이 적절하게 이루어지고, 영업활동으로 인한 손익과 보유손익을 구분표시 할 수 있으며, 실물자본유지개념으로서 화폐자본유지개념보다 우수하다는 장점이 있다<sup>12)</sup>.

그러나 공정가치 평가는 이해관계자 별로 다음과 같은 단점이 있다. 첫째, 재무제표 작성책임이 있는 경영자 입장에서 공정가치 평가는 공정가치 평가전문가의 부재로 인해 신뢰할 만한 평가결과를 입수하지 못할 가능성이 높으며, 공정가치 평가를 외부평가기관에 의뢰하는 경우 재무보고 비용이 증가하는 단점이 있다. 둘째, 재무제표에 대한 감사를 수행하는 감사인 입장에서는 감사보수와 감사시간이 현실적으로 제한되어 있는 상황에서 재무제표 작성에 사용된 공정가치 평가 결과의 적정성에 대한 검증이 어려우며, 공정가치 평가에 대한 감사인 자체적 전문성이 부족하여 공정가치의 신뢰성 확보가 어렵다는 단점이 있다<sup>13)</sup>.

공정 가치로 평가된 재무에 대한 성과 정보는 운영진이 기업의 자원을 효과적으로 운용하였는가에 대한 정보를 제공해 주며, 공정가치 평가로 인한 수익에 대한 변동성의 정보는 운영진이 미래에 어떠한 이익을 성공

10) 김권중, 황선웅, 김진선, “지수수익률의선택과초과수익률추정치에의견”, 증권학회지 제집1997), pp.467-511

11) 김권중, 김문철. 2000. 금융업을 이용한 공정가치 회계정보의 유용성 분석. 회계학연구 제25권 제3호: 133-154.

12) 박종성, 이은철, 오명전, 2013, 재인용

13) 박종성, 이은철, 오명전, 2013, 재인용

시키느냐에 대한 예측에 많은 도움을 줄 것이다.

한편, 미국에서는 1980년대의 선행연구를 살펴보면, 공정가치가 역사적 원가 측정 보다 증분적인 정보가치에 대해 살펴보았으나, 대부분의 연구에서 유의한 정보가치가 있음을 밝혀내지 못하였다(Gheyara and Boatsman 1980<sup>14</sup>).

Bernard and Ruland(1987)<sup>15</sup>만이 가치관련성에 관련된 유의한 결과가 일부 기업에서 나타남을 제기하였다.

그러나 1990년대 이후 공정가치로 측정되고 있는 자산이 늘어나며 계정과목 별로 가치 관련성에 대해 조사하였는바, 대부분 기구(Barth<sup>16</sup> 1991)에서 가치 관련성과 관련이 있는 것으로 밝혀졌다.

한국에서는 1999년부터 공정가치 시가에 대한 평가를 손익계산서에 인식바꾸기 시작하면서 2000년대에는 공정가치 정보의 가치 관련성에 대한 연구가 활발해 지기 시작했다

---

14) Gheyara, K., and J. Boatsman. 1980. Market reaction to the 1976 replacement cost disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 2(2): 107-125

15) Bernard, V. and R. Ruland. 1987. The incremental information content of historical costs and current cost number: Time series analysis. *The Accounting Review* 62 (October): 701-722

16) Barth, 1994. Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks. *The Accounting Review* 69 (January): 1-25.

## 2.3 주가관련성에 관한연구

### 2.3.1 주가관련성의 의의

대부분 규모가 큰 기업들은 자기자본의 시장가치, 장부가치 및 순이익이 큰 값을 갖는다. 규모가 큰 기업은 표본 내 비중이 너무 작다. 그렇지만 실증연구의 결과에 큰 영향을 미칠 수 있으며, 이것을 규모효과(scale effect)라 뜻한다.

규모효과가 일반적인 경우라면, 기업과 기업 간의 회사규모의 차이로 인해 자기자본의 시장가치나 주가수준과 중요한 회계수치를 분석한 결과에서는 기업 간 규모의 차이만을 포착한다고 하였다(Easton, 1999, Easton and Sommers, 2000).

### 2.3.2 주가관련성에 관한 이론

주가수준모형을 사용할 때 규모요인의 변동의 차이를 통제한 후 모형에 대한 설명력을 비교하고 그것으로 부터 가치 관련성(value relevance)의 증가여부에 대해 판단해야 하는 것이라고 강조하였다(Brown et al, 1999).

국외 연구학자들도 이와 같은 연구를 많이 한 바 있다. 다음으로 한국의 연구를 살펴보면 다음과 같다.

최정호(2013)는 국내 상장 기업들을 대상으로 2011년부터 의무적으로 적용한 국제회계 기준에 따라 2010년 순자산의 장부가액을 재작성한 후 순이익의 가치관련성을 검증하였다. 또한 1997년부터 1999년까지의 비금융 제조업을 대상으로 한 연구에서 유가증권의 공정가치 평가정보가 주가와 유의적인 양(+ )의 가치 관련성을 가진다고 보고하였다(김상철 등, 2002)

Bartov 등(2005)은 1998에서 2000년까지 독일 기업을 대상으로 회계처리기준의 적용차이를 규명하고 이들 기업을 대상으로 수익률의 가치관련성과 자기업이 적용한 회계처리기준과의 관련성을 비교분석하였다. 또한 여기서 자국회계기준에서 국제회계기준으로 변경한 독일 기업의 주당순 이익의 회귀계수를 검증하였다. 그 결과

미국회계기준이나 국제회계기준을 적용한 연결이익 정보가 개별이익 정보보다 주식 수익률의 설명력이 더 높은 것으로 나타났으며 국제회계기준으로 변경한 기업들의 주당순이익의 가치관련성이 변경 전에 비하여 증가된 것으로 나타났다(Bartov et al, 2005).

Hung and Subramanyam(2007)은 1998부터 5년 간 국제회계기준을 최초로 도입한 독일의 80여개 기업을 대상으로 그 효과를 검증하였다. 구체적으로 살펴보면, 최초 도입 시, 도입 전 회계기준과 도입한 국제회계기준에 따라 작성된 재무제표와 기존 자국의 회계기준에 따라 작성된 재무제표를 기준으로 장부가치와 이익가치의 추가설명력에 있어 차이가 존재하는지 분석하였다. 그 결과, 기존 자국의 회계기준에 의해 작성된 장부가액과 이익의 추가설명력이 국제회계기준에 의해 작성된 것 보다 더 높은 것으로 나타났다. 또한 이러한 차이에 있어 변수를 고려하면, 추가적인 설명력일 나타냈으며, 이익 차이는 가치관련성을 오히려 저해하는 결과가 나타났다. 따라서 이들은 기존 자국회계기준에 비해 국제회계기준에 의해 작성된 재무제표의 가치관련성을 향상된다는 증거를 찾을 수 없는 것으로 보고하였다(Hung & Subramanyam, 2007).

국제회계기준의 도입이 회계정보의 질과 가치관련성을 향상시키는지 검증한 연구(Barth et al., 2008)에서 제도적 차이가 국제회계기준의 도입 효과에 미치는 영향을 최소화하기 위하여 1994년부터 2003년에 걸쳐 국제회계 기준을 도입한 21개국 327개 기업을 대상으로 선정하였으며, 국가별 경제적 수준 차이와 정보환경의 차이로 인한 영향을 통제하기 위해 국가와 기업규모를 기준으로 대응표본을 구성하여 국제회계기준을 도입한 기업과 미도입한 기업 간 차이를 분석하였다. 분석결과 국제회계기준을 도입한 기업은 미도입한 기업에 비해 이익유연화와 이익조정이 감소하고, 보다 적시에 손실을 인식해 회계정보의 질이 더 높은 것으로 나타났으며, 국제회계기준을 도입한 기업의 장부가액 및 이익과 추가(추가수익률)의 가치관련성은 미도입한 기업에 비해 더 높은 것으로 나타났다(Barth et al, 2008).

Dimitrios V. KOUSENIDIS 등(2010)은 Easton and Harris(1991)과 Feltham and Ohlson(1995)의 가치평가모형을 이용하여 유럽기업을 대상으로 국제회계기준을 도입하기 전과 후의 회계정보의 추가관련성을 비교하였다(Dimitrios V. & KOUSENIDIS et al., 2010).. 분석결과, 국제회계기준을 도입한 후의 순장부가액은

국제회계기준을 도입하기 전에 비해 주가관련성이 낮아진 것으로 나타났으나, 국제회계기준을 도입한 후의 순이익은 국제회계기준을 도입하기 전에 비해 주가관련성이 높아진다고 보고하였다(Dimitrios V. & KOUSENIDIS et al., 2010).

신현걸(2008)은 분석기간을 2005년부터 2006년까지의 기간으로 하며 향후 한국채택국제회계기준을 적용할 경우 공정가치 평가대상이 되는 비화폐성 자산 중 규모가 크고 공정가치의 대응치를 수집하기 수월한 토지를 대상으로 하여, 공정가치와 장부금액의 차이가 주가관련성에 추가적인 설명력을 제공하는지 검증하였다(신현걸, 2008). 분석결과 토지의 공정가치와 장부금액의 차이는 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다. 이러한 분석결과에 대하여 토지의 공정가치 정보가 자본시장에서 유용하지 않은 정보라고 해석하기 보다는 주석으로 기재하는 토지의 공정가치 정보가 이미 주가에 상당부분 반영되어 있다고 해석하는 것이 타당하다고 주장하였다(주용, 2014).

박홍조와 지현미(2010)는 국내의 결산법인 733개를 대상으로 2007년부터 1년간 Ohlson 모형(1995)을 적용하여 연결재무제표를 주로 하여 사업연도 종료 후 3개월 이내에 개별재무제표와 연결재무제표를 동시에 공시하는 기업과 30일 이내에 공시하는 기업사이의 연결 재무정보의 가치 관련성에 차이가 나타나는지 검증하였다. 분석결과 전자의 경우 후자에 비해 연결재무정보의 가치 관련성이 더 큰 것으로 나타나 연결재무제표의 주 재무제표화에 대한 타당성을 실증적으로 지지하는 결과를 보이고 있다(박홍조, 지현미, 2010).

오문성 등(2010)은 한국채택 국제회계기준을 2010년 2분기까지 조기에 적용한 기업들을 대상으로 그 도입에 따라 작성된 재무제표의 구성요소인 장부가액과 이익의 추가설명력이 변화하였는지 검증함으로써, 자본시장에서 회계정보의 유용성과 신뢰성을 증대되었는지 규명하였다. 분석결과 한국채택국제회계기준의 적용이 기존 시스템에 비해 추가설명력이 높아졌다는 증거는 발견되지 않았다. 그러나 한국채택 국제회계기준을 적용한 이후 정보가 누적될수록 회계정보의 가치 관련성이 증가되었음을 보고하였다. 따라서 연구의 분석결과에 대해 한국채택국제회계기준의 도입에 따른 재무제표의 유용성이 하락 하였다기 보다는 아직 한국채택국제회계기준이 전면적으로 도입되지 않았기 때문에 시장참여자들이 한국채택국제회계기준에서 규정하는 회계제도를 이해하고 적용하는데 시간이 필요하다고 주장하였다(오문성 등,

2010).

최성호 등(2011)은 2009년 및 2010년에 한국채택국제회계기준을 조기 도입한 59개의 기업을 연구대상으로 하여 한국채택국제회계기준을 도입한 기업들의 이익특성과 회계정보의 가치관련성에 어떠한 변화를 주었는지 살펴보았다(최성호 등, 2011). 분석결과 첫째, 기존 기업회계기준으로 작성된 재무제표에서 ROA가 작을수록 한국채택국제회계기준으로 작성된 재무제표 전환시 ROA가 유의하게 증가하는 것으로 나타났으며, ROE에 대해서도 동일한 결과를 나타냈다(최성호 등, 2011). 둘째, 주당순이익의 전환조정액은 추가적인 가치관련성이 있으나, 주당순자산의 전환조정액은 유의적인 가치 관련성이 나타나지 않았다고 보고하였다(최성호 등, 2011).

최국현과 손여진(2012)은 2011년의 한국채택국제회계기준을 의무적으로 도입한 유가증권시장 상장기업 중 582개의 기업을 연구대상으로 하여, 기존 기업회계기준으로 공시되었던 2009년 말과 2010년 말의 재무제표와 2011년 사업보고서에 한국채택국제회계기준으로 전환하여 재공시한 2009년 말과 2010년 말의 재무제표를 비교분석함으로써 기존 기업회계기준과 한국채택국제회계기준 두 회계기준의 차이가 재무제표 정보에 미치는 영향을 분석하였다(최국현, 손여진, 2012). 분석결과 한국채택국제회계기준에 따른 재무제표에 보고되는 자산, 부채, 자본의 항목에서 기존 기업회계기준으로 공시하였던 금액에 비하여 한국채택국제회계기준으로 전환한 금액은 평균적으로 증가하고 있음을 발견하였다. 포괄손익계산서에 보고되는 항목들 중, 법인세차감전순이익, 당기순이익, 총포괄이익의 경우 거의 변함이 없는 것으로 나타나고 있으나 당기순이익의 변화는 기업별로 상당한 차이가 있는 것으로 나타났다(최국현, 손여진, 2012).

최해동과 김광윤(2012)은 2009년과 2010년에 국제회계기준을 조기 도입한 61개 기업 중 일정 기준을 충족하는 50개 기업을 대상으로 Ohlson(1995)과 Feltham and Ohlson(1995)의 기업가치평가모형을 이용하여 국제회계기준이 기존의 회계기준에 비해 추가 설명력이 향상되었는지를 실증적으로 분석하였다(최해동, 김광윤, 2012). 분석의 결과를 보면 첫째, 순 장부가치와 순 이익은 그 자체로서 기업가치에 추가적인 설명력을 제공하지만, 순영업자산은 기업가치에 추가적 설명력을 제공치 못했다. 둘째, Ohlson(1995)과 Feltham and Ohlson(1995)의 두 가지의 기업가치 평가모형을 이용하여 국제회계기준을 적용한 순장부가치, 순이익 및 순영업자산은

기존 회계기준을 적용한 것에 비해 모두 기업가치 설명에 있어 추가적 설명력을 제시하지 못하였다. 이와 같은 결과는 국제회계기준의 재무정보가 기업가치에 대한 추가적인 연관성이 없는 것으로 간주하기 보다, 한국의 경우 국제회계기준을 의무적으로 도입하기 전에 이미 국제회계기준의 상당한 내용을 도입하고 있었다는 사실에 의해 도입의 효과가 상대적으로 미미할 수도 있다는 결론을 내리고 있다(최해동, 김광윤, 2012).

강선아와 김용식(2013)은 2010년 국내 상장법인으로서 12월 결산법인 중금융업을 제외한 총 1,441개 기업을 대상으로 2011년에 한국채택국제회계기준의 도입으로 새롭게 산출되는 회계정보가 기업가치에 반영되는 정도에 차이를 가져왔는지를 실증적으로 분석하였다. 분석결과 기존 기업회계기준에서 한국채택국제회계기준으로 회계기준이 변경됨에 따라 회계정보의 유용성에는 차이를 발견할 수 없었다는 결론을 내리고 있다.

최정호(2013)는 2011년부터 국내 상장기업을 대상으로 의무적으로 적용된 국제회계기준에 따라 재 작성된 2010년 순자산의 장부가액과 순이익의 가치관련성을 검증한 결과, 기존 기업회계기준에 의해서 공시되는 순자산의 장부가액과 순이익의 가치관련성은 국제회계기준에 의해서 작성된 경우와 차이가 없는 것으로 보고하였다(최정호, 2013). 또한 국제회계기준에 의해 보고되는 순자산의 장부가액에서 기존 기업회계기준에 의해서 보고되는 금액을 차감한 차이는 주가와 통계적으로 유의한 부(-)의 상관관계가 나타났는데, 두 회계기준에 의한 순이익 차이에 대해서는 그러한 증거를 발견하지 못했다(최정호, 2013).

한중수와 박선영(2013)은 2007년부터 2011년 사이의 유가증권시장에 상장된 기업 중 비금융업 중 12월 결산법인이며 연결재무제표를 작성하여야하는 지배기업을 대상으로 Ohlson(1995)모형을 이용하여 한국채택 국제회계기준하에서 별도재무제표의 회계정보가 기존 기업회계기준의 개별재무제표와 비교하여 지배기업 주가와 관련성이 있는지를 분석하여 정보이용자들이 유용한 정보로 인지하고 있는지를 검증하였다(한중수, 박선영, 2013). 분석결과 첫째, 별도재무제표의 순이익이 개별재무제표의 순이익보다 추가적인 가치관련성이 있는 것으로 나타났다. 둘째, 연결재무제표정보와 함께 고려하였을 때에도 한국채택국제회계기준하에서의 별도재무제표정보가 추가적인 가치관련성이 있는 것으로 나타났다(한중수, 박선영, 2013).

이상의 선행연구의 고찰 결과, 2011년을 기점으로 한 국제회계기준의 도입한 기업의 가치관련성과의 관계를 검증한 결과, 대부분 그 미치는 영향력이 미비하거나 없는 경우도 나타났다. 또한 이러한 국제회계기준을 조기에 도입한 기업을 대상으로 한 연구에서도, 특별히 가치관련성에 미치는 영향력의 차이가 거의 나타나지 않아, 기업의 특성을 무시한 일방적인 조사 결과에 기인한다는 의견 또한 제시되었다.

이에 본 연구는 국제회계기준을 의무적으로 도입한 기업을 대상으로 정가치 도입하기 전 후 비교하여 공정가치 평가에 따라 주가관련성이 변화하게 되는 상황에서 정보비대칭 정도에 따라 어떠한 차이가 나타나는지 연구하였다.

## 2.4 주식 거래량에 관한 연구

거래량 분석을 주가 움직임의 예측에 관한 연구들은 상당히 진척되어 있는 상황이다. Bamber(1985)에 따르면, 거래량은 투자가 신념 (investor's belief)의 평균을 반영하는 주식수익률과는 달리, 투자자의 거래활동을 총체적으로 대변하고 있다.

그리고 Leuz and Verrecchia(2000)의 연구에서 주식 거래량, bid-ask spread, 주가 변동성을 정보비대칭의 대응치로 사용하였다

또한, Bamber and Smith(1995)은 주가반응과 거래반응의 크기 간에 평균적으로 정(+)의 간연성이 존재하나, 예상보다는 관련성이 약하다는 결과를 도출하였다.

전기공시는 공시일정을 일반대중이 사전에 파악할 수 있는 기업의 영업 실적공시, 배당공시 등과 같은 예정된 시기가 있는 공시로서, 투자자가 공시일 이전에 거래의 시기를 조절할 수 있는 것이다.

최근 들어 이렇게 많은 연구자들이 정보비대칭이 거래량에 미치는 영향에 관한 연구들을 광범위하게 논의하고 있는 추세이다.

그러나 아직도 한국의 학자들은 연구 실적이 미비하여 본 연구에서 정보비대칭과 관련하여 정보비대칭이 공정가치 평가에 따른 주가관련성에 대해 분석해 보고자 한다. 그에 대한 구체적인 실증연구는 다음 3장에서 언급하였다.

한편, 송인만 등(2000)은 은행과 증권 회사를 대상으로 유가증권의 시가정보의 유용성을 실증하였다. Hakansson, Kunkel, and Ohlson(1982)은 두 기간 모형에서 거래가 일어나지 않기 위한 네 가지 필요 충분조건을 도출하고 만약 어느 한 조건이라도 지켜지지 않으면 주식거래가 일어난다고 주장하고 있다. 주식시장에서 주식거래가 발생하는 원인은 유동성 확보, 포트폴리오 재구성, 세무관리, 그리고 투기 목적 등 매우 다양하다. 김도형(1999)의 연구에서는 정보불균형 또는 정보비대칭이 있을 때 발생하는 주식거래의 분석에 초점을 두고 있다. Karpoff(1986), Kim and Verrecchia(1991)의 Kim(1995)의 연구결과를 간략히 살펴보고 이어 정보비대칭이 증권거래량에 미치는 영향이 있다.

Karpoff(1986)는 주식거래량 모델을 개발하여 정보가 주식거래량에 영향을 미치는 두 가지 방식을 제시하고 있다 (1) 투자자들의 의견의 불일치가 주식거래를 증가시키며, (2) 투자자들이 정보를 동일하게 해석할지라도 만약에 투자자들의 사전적 기대(prior expectations)가 서로 다르다면 주식거래량이 증가한다.

Kim and Verrecchia (1991)는 주식거래량이 주가를 결정하는 평균화과정에서 상쇄되지 않는 개인투자자 사이의 차이를 반영한다는 Beaver(1968)의 직관을 이론 모형으로 구체화하였다. KV의 이론모형에서 투자자 사이의 차이는 공시전 정보비대칭(predisclosure information asymmetry)으로부터 발생한다. 공시전 정보비대칭은 개인 투자자들이 사적인 정보를 습득하거나 이러한 사적인 정보의 질이 개인 투자자들 사이에 차이가 나기 때문에 일어난다. 따라서 KV는 회계정보의 공시에 따른 주식거래량의 반응은 관련된 주가변동의 크기와 공시전 투자자 사이의 정보비대칭 수준의 증가함수라고 주장하고 있다.

최근에 동적 주가 수익률과 거래량의 관계에 대한 많은 논문이 있다. 기존 연구에 따르면 특히 총수익률과 거래량의 관계와 개별주식의 수익률과 거래량의 관계에 대해서는 서로 상반된 결과가 나타났었다(이지은, 2004).

Dffee(1992)와 Gallant, Rossi, and Tauchen(1992) 그리고

LeBaron(1992), Campbell, Grossman, Wang(1993) 등은 총수익, 거래량, 거래량의 시계열의 상관관계에 대한 이론적 모형을 제시하였다. 이들은 직전 거래일의 거래량이 많을수록 수익률의 자기상관계수가 낮아져 주식 수익률의 역전이 일어날 가능성이 높으며, 반대로 전일의 거래량이 적을수록 수익률 역전이 일어날 가능성이 적어진다고 주장하였다(Campbell, Grossman, Wang, 1993). 이들은 또한 거래의 유형을 사적정보거래와 유동성거래로 구분하였는데 즉각적 거래체결을 위해 유동성 거래자는 시장 충격비용을 감수하며, 정보소유자의 경우 기대수익률의 극대화를 위해 유동성 거래자의 매도/매수 제안을 수용할 것으로 가정하였다. 이러한 가정이 현실성이 있다면 거래량 증가 시에 수익률은 유동성 거래에 의한 가격 결정에 의해 불연속적이고 불한정한 변동을 하고 거래량 감소 시에는 시계열적으로 안정적인 변동을 할 것이다. 그러므로 거래량 감소 시에는 수익률 자기상관이 강화되고 거래량 증가 시에는 수익률 자기상관이 약화되는 경향이 나타나게 되는 것이라고 결론을 내렸다(Campbell, Grossman, Wang, 1993).

반면, Antoniewicz (1993)는 거래량이 많은 날의 개별주식에 대한 수익률이 거래량이 낮은 날의 수익률보다 더욱 오래 지속된다는 것을 발견했고, 거래량이 많을수록 이익공시가 이러한 그 다음날의 수익률이 더욱더 오래 지속된다고 했다.

Blume, Easley and O'Hara (1994)는 투자자의 관점에서 수익률 예측가능성의 검정 시 거래량에 대한 정보도 포함시킬 필요성이 있음을 제시하였을 뿐만 아니라 수익률과 거래량의 관계가 기업별로 차이가 있을 수 있는가에 대한 검증도 필요함을 제시하였다 (Blume, Easley and O'Hara , 1994). 이들은 시장균형모형을 이용해 과거의 추가정보와 거래량 정보를 이용한 기술적 분석이 초과수익률을 얻는데 유용한가를 분석하였다. 분석결과, 추가정보는 비공개 정보의 평균수준에 대한 정보만을 제공하는 반면, 거래량을 포함시키는 경우가 그렇지 않은 경우에 비해 더 좋은 성과를 획득할 수 있다고 주장하였다. 이러한 주장은 과거 거래량과 현재 주식 수익률 간에는 유의적인 관계가 존재한다는 점에 근거한 것인데 이러한 관

계는 기업규모가 적을수록 더욱 유의적일 수 있다(이득환, 2013)

이지은(2004) 는 정보비대칭성과 관련된 거래량-수익의 계수의 경우, 거래량이 양의 값을 가진다면 수익은 거래 유인에 의해 영향을 받게 될 것으로 보았다. 정보비대칭성의 존재로 체결된 거래 중 일부는 사적 정보에 의해 영향을 받게 되고 수익과 양의 자기 상관관계를 가지기 때문에 거래량-수익률의 계수는 감소하게 하고, 이러한 예측은 헷지거래와 투기거래의 상대적 중요성에 달려있다고 하였다. 또한 모든 조건이 동일하다면 정보 비대칭이 높은 때 정보 비대칭성이 낮은 경우 보다 정보를 이용한 거래량의 계수가 더욱 작아진다고 하였다(이지은, 2004).

따라서 본 논문 주식 거래량을 기업 정보 환경의 지표로 고려한 정보비대칭의 측정치로 사용하고자 한다.

### Ⅲ. 가설설정 및 연구 설계

#### 3.1 가설설정 및 연구 설계

본 연구의 가설설정을 아래와 같이 한 이유는 논문의 주제인 “정보 비대칭이 공정 가치 평가에 따른 주가관련성의 변화에 미치는 영향”에 대해 근거를 얻기 위해서이다.

가설 1은 먼저 정보비대칭에 따라 주가관련성이 다르게 나타나는지를 확인하기 위해서 설정하였다. 정보비대칭과 주가관련성의 관계에 대하여 기존의 연구들은 공시수준이 향상되면 기업과 투자자 간의 정보비대칭을 줄여주게 되고 이에 따라 분산 투자로 줄일 수 없는 위험(Non-diversifiable risk)이 줄어들어 자본비용을 줄일 수 있음을 보여주고 있다.

Barry and Brown(1984)은 만약 공시수준이 불완전하면, 투자자들은 그들의 투자로부터 얻게 되는 미래현금흐름에 대한 예측 과정에서의 위험을 부담하여야 하고, 만약 이러한 위험이 분산되지(diversified) 못하면, 투자자들은 이에 관련된 정보위험(information risk)에 대해 추가 보상을 요구하게 된다고 주장하였다. 그들의 주장에 따르면, 공시수준이 높은 기업은 정보비대칭이 적으므로 낮은 정보위험을 갖게 되고 이에 비하여 공시수준이 낮아서 정보비대칭이 큰 기업은 보다 높은 정보위험을 갖게 된다는 것이다.

여기서 정보비대칭이란 기업의 경영자와 외부주주 사이에 기업내부에 관한 정보의 보유량과 정확성에서 차이가 있는 상태를 의미한다(정민규, 2012).

그리고 시장효율성은 다양하게 정의되고 있지만 기본적인 개념은 시장참여자들이 정보를 수집하고 이를 바탕으로 거래하는 과정에서 시장효율성이 달성된다는 것이다. 서로 다른 정보해석 능력을 가지고 있는 투자자가 지속적인 상호작용을 하게 되고 이를 통해 주가가격이 기업의 내재가치로 수렴해가는 과정이 존재하는 것을 효율적 시장으로 보아야한다는 견해에 일반적인 합의가 존재한다(Lee, 2001). 주가가격이 기업의 내재가치에 수렴해가는 과정 속에서 일시적으로 주가가격이 기업의 내재가치와 괴리될 수 있다(차승민과 유용근, 2010). 주가와 기업의 내재가치의 괴리

를 줄이고자 재무분석가는 시장참여자에게 기업에 대한 정보를 제공하는 중간자의 역할을 수행할 것으로 기대된다. 이에 따라 재무분석가의 정보가 유용한지에 대한 다양한 연구들이 이루어져 왔다.

Elgers et al.(2001)은 현재주가와 재무 분석가의 이익 예측치를 비교하여 미래주 가수익률을 예측할 수 있다고 주장하였고, Frankel and Lee(1998)와 Lee et al.(1999)는 재무분석가의 이익 예측치를 사용하여 추정한 기업의 가치와 미래주가 수익률이 유의한 관계가 있다는 결과를 제시하였다. 한편, 차승민과 유용근(2008)은 재무 분석가가 제공하는 주요정보인 이익 예측치, 주가 그리고 투자추천의견의 상호관련성을 분석하였다. 분석결과, 각 정보 간에 양의 상관관계가 있으며, 서로 일 관성 있게 정보를 제공하는 것으로 나타났다. 또한 이익예측치와 투자추천의견을 상 호보완적으로 이용하면 미래주가수익률에 대한 예측력을 높일 수 있다는 결과를 제 시하였다. 이러한 연구결과는 이익예측치와 투자추천의견이 양의 상관관계를 가지고 있지만 각각의 정보가 독립적인 추가정보를 제공하고 있다는 실증적인 증거라고 주 장하였다. 한편, Womack(1996)은 재무 분석가가 제공한 정보가 자본시장에 미치는 영향에 대한 연구를 수행하였다. 연구결과, 매수추천의견에 대한 투자이견등급을 변 경한 경우 변경 발표일 전후 3일 동안 유의한 주가반응이 있는 것으로 나타났다. 매 도추천의견의 경우 주가하락 발표 후 6개월 동안 효과가 지속된다고 보고하였다. 아 울러 매도추천의견을 제시할 경우 기업과 투자은행의 관계가 악화될 수 있고 경영 자가 정보를 제공하지 않을 가능성이 크기 때문에 일반적으로 재무 분석가는 매수 추천의견을 더 빈번하게 제시한다고 주장하였다. 김동순과 엄승섭(2006)의 연구에 서는 재무 분석가가 목표주거나 투자추천의견을 상향조정하는 경우 주가는 유의하 게 상승하였고, 하향조정하는 경우 주가가 하락하여 재무 분석가가 제공하는 정보가 주가에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이러한 선행연구의 결과들은 재무 분석가가 제공하는 정보가 시장효율성 증대에 기여하고 있음을 보여주는 결과이다. 즉 재무 분석가가 전문적인 정보를 제공하면 이 시장의 투명성도 있고 신뢰성도 있다, 따라서 투자 시장 전체적으로 보면 정보비 대칭이 낮다. 아울러 재무 분석가의 정보가 유용하다는 결과는 재무 분석가는 전문 적인 지식을 가지고 있는 집단으로, 이러한 재무 분석가가 제시하는 주가는 시장에 형성된 주가와 비교하여 추가적인 정보를 포함하고 있다는 부분적인 증거가 될 수

있다. 때문에 재무 분석가가 다양한 정보와 전문적 지식을 통해 산출한 주가와 실제 주가의 차이가 크다면, 재무 분석가가 획득한 정보가 현재 자본시장에 충분히 반영되지 않고 정보비대칭이 큰 것으로 볼 수 있다.

이는 정보비대칭이 적은 기업이 결국 상대적으로 낮은 자본비용을 갖게 된다는 것이다. 즉 정보비대칭 낮을수록 자본비용이 더 낮아지게 된다. 그리고 정보 불일치 정도가 높을수록, 투자자가 수집해야 하는 정보의 양은 더 많아지고, 상응하는 정보 해석비용도 높아지며, 주식 투자자가 얻는 이익도 낮아진다. 정보 불일치의 정도가 비교적 낮은 회사의 경우, 투자자의 정보를 수집하는데 있어 정보해석비용이 비교적 낮아진다. 그러므로 본 논문에서는 연구 가설1을 다음과 같이 제시한다.

가설 1 : 기업의 정보비대칭성이 낮으면 장부가액의 주가 관련성이 높을 것이다.

우리나라는 외환위기 이후 지속적인 기업회계 선진화 노력에도 불구하고 IFRS 미사용국으로 분류되어 코리아 디스카운트의 영향을 받아왔다. IFRS를 적용하면 실질적인 기업의 자산 가치로 평가되므로 회계정보의 투명성을 증대할 수 있으며 국제 회계 신인도의 향상을 기대할 수 있다(곽태완, 2015).

IFRS 회계시스템을 구축하는 초기에는 이에 따른 비용이 증가할 수 있다. 이와 같이 IFRS의 도입은 기업들에게 새로운 회계시스템의 변경으로 인한 비용을 증가시키기도 하지만 IFRS를 채택함으로써 얻을 수 있는 효용이 더 클 것으로 기대하고 있다. IFRS 도입 후 회계의 질이 향상되어 기업가치의 향상을 가져왔는지에 대한 외국 선행연구들의 결과는 대체로 회계의 질이 증가하며, 신뢰성과 비교가능성이 증가하며 가치 관련성이 증가함을 보고하고 있다(Barth et al, 2008; Capkun et al 2008; Daske et al, 2008; DeFond et al, 2011). 그러나 우리나라 기업을 대상으로 분석한 연구결과는 외국의 선행연구결과와는 다르다. 우리나라의 경우 조기도입 기업을 대상으로 한 연구에서 가치 관련성을 갖는지를 연구하였는데 주당순이익에서 추가적인 가치 관련성이 일관된 결과를 보이지 않았다(최성호 등, 2011). 의무도입 기업을 대상으로 한 연구에서도 IFRS 도입 후 연결순자산의 가치 관련성은 증가한 반면에 연결순이익의 가치 관련성은 정의한 차이가 없었으며(김문철 등 3인 , 2013), 연결재무제표의 순이익의 가치 관련성은 K-IFRS 의무도입 전과 비교해 이

후기간에서 상대적으로 크지 않거나 개별재무제표의 순이익의 가치 관련성이 K-IFRS 의무도입 이전보다 이후기간에서 상대적으로 더 커졌음을 보고하였다(박종일 등, 2014). 이와 같이 우리나라의 선행연구들은 일관된 결과를 제시하지 못하고 있다.

그렇다면 기업들이 공정가치 도입전후의 어떤 변화가 생기는 것을 분석할 필요가 있다. 본 연구는 공정가치 도입 전 후 따라서 차이가 생기는데 그 차이가 정보비대칭에 따라 어떻게 다르게 영향을 받았는지에 대한 연구이다.

선행연구에서는 공정가치 도입한 후 정보비대칭이 변화하였는가를 살펴보면서 일반적으로 공정가치 도입한 후에 유용한 정보의 양과 질이 증가하고 정보비대칭이 감소하였다는 결과를 보이고 있다.

그러므로 정보비대칭의 정도가 낮은 기업은 회계정보 신뢰성이 높고, 정보의 투명성도 높아 공정가치 도입 전 후 주가관련성의 변화의 차이가 별로 없다고 예상된다. 즉, 정보비대칭성이 낮은 회사에서는 공정가치 평가 도입에 따른 주가 관련성의 변화가 더 작다. 반면에 정보비대칭 정도가 높은 기업은 공정가치 도입 후에 도입 전보다 회계 정보 신뢰성과 정보 투명성이 크게 증가되어 정보비대칭 정도를 감소시키는 효과를 가져오게 되므로, 이러한 기업에서는 공정 가치 평가에 따른 주가 관련성의 변화가 비교적 더 크게 나타날 것이다.

그러므로 본 연구에서는 연구 가설2를 다음과 같이 제시하였다.

가설 2: 정보 비대칭성이 높은 기업은 정보 비대칭성이 낮은 기업에 비해 공정가치 도입 전과 후의 장부가액의 주가 관련성의 변화가 더 클 것이다.

## 3.2 연구의 모형

다음(식 A)의 모형은 Ohlson(1995)의 초과이익 모형(Residual Income Valuation Model)을 기초로 주식 거래량을 기업 정보 환경의 지표로 고려한 정보비대칭의 측정치로 사용한다. 정보 비대칭이 주가관련성에 미치는 영향을 알아보려고 한다.

Hakansson, Kunkel, and Ohlson(1982)은 두 기간 모형에서 거래가 일어나지 않

기 위한 네 가지 필요충분조건을 도출하고 만약 어느 한 조건이라도 지켜지지 않으면 주식거래가 일어난다고 주장하고 있다. 주식시장에서 주식거래가 발생하는 원인은 유동성 확보, 포트폴리오 재구성, 세무관리, 그리고 투기 목적 등 매우 다양하다. 김도형(1999)의 연구에서는 정보 불균형 또는 정보비대칭이 있을 때 발생하는 주식거래의 분석에 초점을 두고 있다. Karpoff(1986), Kim and Verrecchia(1991)의 Kim(1995)의 연구에서는 정보비대칭이 증권거래량에 미치는 영향이 있다고 주장하였다.

Kim and Verrecchia (1991)는 주식거래량이 주가를 결정하는 평균화과정에서 상쇄되지 않는 개인투자자 사이의 차이를 반영한다는 Beaver(1968)의 직관을 이론 모형으로 구체화하였다. KV의 이론모형에서 투자자 사이의 차이는 공시 전 정보비대칭(predisclosure information asymmetry)으로부터 발생한다. 공시 전 정보비대칭은 개인 투자자들이 사적인 정보를 습득하거나 이리한 사적인 정보의 질이 개인 투자자들 사이에 차이가 나기 때문에 일어난다. 따라서 KV는 회계정보의 공시에 따른 주식거래량의 반응은 관련된 주가변동의 크기와 공시 전 투자자 사이의 정보비대칭 수준의 증가함수라고 주장하고 있다.

기업의 주식거래량이 많으면 정보비대칭 정도가 낮고 기업의 주식거래량이 낮으면 정보비대칭 정도가 높다. 본 연구에서는 정보비대칭에 대한 대응치로 주식 거래량을 사용하여 정보비대칭 정도에 따라 기업의 장부가액이 그 기업의 주식 시가총액과 어떤 관련성이 있는지 다음 식을 이용한다.

$$MVM = \beta_0 + \beta_1 BVM + \beta_2 NIM + \epsilon_3 \quad (A)$$

여기에서, MV: 주식 시가총액 = 주식 시가 \* 총 주식수량

MVM: MV를 업종 중앙값으로 조정한 MV값 (MVM=MV-MV)

BV: 장부가액

BVM: BV를 업종 중앙값으로 조정한 BV값 (BVM=BV-BV)

NI: 기업 당기순이익 금액

NIM: NI를 업종 중앙값으로 조정한 NI값 (NIM=NI-NI)

종속변수로 사용된 MVM는 업종 중앙값으로 조정된 MV값인데, 이는 업종의 차이가 연구에 미치는 영향을 방지하기 위해서이다. 독립변수로 사용된 변수는 마찬가지로 업종 중앙값으로 조정된 BVM변수이다. 이 식을 이용하여 먼저 전체 데이터를 이용하여 장부가액의 주가 관련성을 파악해 본다. 그 후, 정보비대칭 정도에 따라 장부가액의 주가관련성이 어떻게 다르게 나타나는지를 분석한다. 정보비대칭에 대한 대응치로 주식 거래량을 사용하여 거래량의 중위수를 기준으로 많은 쪽과 적은 쪽으로 나누어 양쪽의 장부가액의 주가관련성을 비교하는 것이다.

또한, 정보비대칭 정도에 따른 주가관련성의 차이를 통계적으로 유의한지도 판단하기 위해 두 그룹으로 나누어 분석하지 않고 전체 표본을 대상으로 주식거래량이 중위수 보다 높으면 1, 낮으면 0이 되는 더미변수(IA)를 추가하여 BVM과의 상호작용 변수를 통해 분석하였다. 구체적인 식은 다음과 같다.

$$MVM = \beta_0 + \beta_1 BVM + \beta_2 IA + \beta_3 BVM \times IA + \beta_4 NIM \quad (B)$$

여기에서, MV: 주식 시가 총액= 주식 시가\*총 주식수량

MVM: MV를 업종 중앙값으로 조정된 MV값 (MVM=MV-MV)

BV: 장부가액

BVM: BV를 업종 중앙값으로 조정된 BV값 (BVM=BV-BV)

NI: 기업 당기순이익 금액

NIM: NI를 업종 중앙값으로 조정된 NI값 (NIM=NI-NI)

IA: 거래량이 중위수 보다 높으면 1, 낮으면 0

공정가치 도입 전 후의 변화에 대한 분석을 위해 식 (C)를 이용하였다. 종속변수로 사용된 MVM는 업종 중앙값으로 조정된 MV값으로 식 (A), (B)와 동일하고, 독립변수로 사용된 BVM도 마찬가지이다. 더미변수 FV는 공정가치 평가 도입 이후면 1, 공정 가치 평가 도입 이전이면 0으로 정의하였다. 식 C는 식 A를 기초로 하여 더미변수 FV와 BVM과 FV의 상호작용변수를 추가하여 상호작용변수의 계수인  $\beta_3$ 를 통해 공정 가치 평가 이후에 장부가액의 주가관련성이 더 높아졌는지를 비교하고, 이를 정보비대칭이 높은 그룹과 낮은 그룹으로 표본을 둘로 나누어 분석함으로

써 이러한 변화가 어떻게 다르게 나타나는지를 비교하였다. 즉 공정가치 도입 전 후에 따라서 생기는 변화를 정보비대칭 정도의 차이에 따라 어떻게 다르게 나타나는지를 확인하였다.

선행연구에서는 공정가치 도입 후 정보비대칭이 변화하였는가를 살펴보면서 일반적으로 공정가치 도입 후에 유용한 정보의 양과 질이 증가하고 정보비대칭이 감소하였다는 결과를 보이고 있다. 그리고 비대칭 정도 낮은 기업은 회계정보 신뢰성 높고 정보 투명성 높고 공정가치 도입 전 후 주가관련성의 변화의 차이가 별로 없다고 예상한다. 즉, 정보비대칭성이 낮은 회사에서는 공정 가치 평가에 따른 주가 관련성의 변화가 더 작을 것이다. 반면에 비대칭 정도 높은 기업은 공정가치 도입 후에 전보다 회계 정보 신뢰성과 정보 투명성이 증가되고 정보비대칭 정도가 감소되어 공정 가치 평가 도입에 따른 주가 관련성의 변화가 비교적 더 크게 나타날 것으로 예상된다.

$$MVM = \beta_0 + \beta_1 BVM + \beta_2 FV + \beta_3 BVM \times FV + \beta_4 NIM \quad (C)$$

여기에서, MV: 주식 시가 총액= 주식 시가\*총 주식수량

MVM: MV를 업종 중앙값으로 조정한 MV값 (MVM=MV-MV)

BV: 장부가액

BVM: BV를 업종 중앙값으로 조정한 BV값 (BVM=BV-BV)

NI: 기업 당기순이익 금액

NIM: NI를 업종 중앙값으로 조정한 NI값 (NIM=NI-NI)

FV: 공정가치평가 도입 이후 1, 공정가치평가 도입 이전 0

### 3.3 자료 수집과 표본 선정

본 연구는 2007년부터 2015년까지 증권거래소에 상장된 유가증권상장법인을 대상으로 하였다. 우리나라는 2011년 중간에 공정가치평가를 도입하였기 때문에 2011년의 데이터는 제외하였다. 이에 따라 공정가치평가 도입 이후의 경우에는

2012년부터 2015년까지, 공정가치평가 도입 이전의 경우에는 마찬가지로 4년간인 2007년부터 2010년까지의 데이터를 사용하였다.

본 연구에서는 다음 <표2>과 같은 데이터로 실증분석을 진행하였다. 실증분석을 진행하기 위해 다음과 같은 16개의 업종인 농업, 임업 및 어업, 광업, 제조업, 전기 가스 증기 및 수도사업, 하수 폐기물 처리원료재생 및 환경 복원업, 건설업, 도매 및 소매업, 운수업, 음식점 업 및 숙박, 정보 서비스업 및 출판 영상 방송통신, 부동산 업 및 임대업, 전문 과학 및 기술서비스업, 사업시설관리 및 사업지원 서비스업, 교육 서비스업, 여가 및 예술 스포츠 관한 서비스업, 협회 및 단체 수리 및 기타 개인 서비스업을 선택하여 거래량 평균과 거래량 중위수를 분석하였다.

주요 사항을 살펴보면, 제조업의 기업의 수가 1175개이며 66.61%로 가장 많은 분포로 나타났다. 두 번째로 출판 영상 방송통신 및 정보서비스업으로 196개의 수를 나타내고 있으며, 11.1%의 비중을 차지하고 있다. 세 번째로는 도매 및 소매업으로 기업의 수는 123개이며 6.97%를 나타내었다.

나머지 기업을 살펴보면, 건설업이 54개의 수로 0.28%를 나타내었고, 운수업이 26개로 1.47%, 다음으로 사업시설관리 및 사업지원 서비스업이 17개로 0.96%를 나타내었다. 나머지 낮은 비중(%)를 보인 업종에 대한 기업은 서술에서 생략하기로 한다.

〈표2〉 표본의 산업별 분포

업종	표본 수	기업 수	비중(%)	거래량 평균수	거래량 중위수
1. 농업, 임업 및 어업	48	6	0.34%	63,480.9	42,209.5
2. 광업	9	2	0.11%	386,896.1	23,385.0
3. 제조업	7,988	1,175	66.61%	420,637.0	125,060.5
4. 전기 가스 증기 및 수도사업	85	12	0.68%	357,843.4	10,763.0
5. 하수 폐기물 처리원료재생 및 환경복원업	40	5	0.28%	1,387,304.0	677,365.5
6. 건설업	418	54	3.06%	736,485.7	147,545.5
7. 도매 및 소매업	870	123	6.97%	622,406.6	175,218.0
8. 운수업	196	26	1.47%	1,047,158.0	83,518.0
9. 숙박 및 음식점	16	2	0.11%	1,233,230.0	399,002.5
10. 출판 영상 방송 통신 및 정보 서비스업	1,230	196	11.11%	579,232.1	206,785.5
11. 부동산업 및 임대업	38	7	0.40%	413,129.4	141,170.0
12. 전문 과학 및 기술서비스업	777	118	6.69%	302,484.0	105,080.0
13. 사업시설관리 및 사업지원 서비스업	132	17	0.96%	412,547.4	118,537.5
14. 교육 서비스업	73	11	0.62%	177,713.2	60,095.0
15. 여가 및 예술스포츠관련서비스업	64	9	0.51%	570,749.3	398,732.0
16. 협회 및 단체 수리 및 기타 개인 서비스업	8	1	0.06%	277,918.1	239,544.5
합 계	11,992	1,764	100.00%	466,658.7	131,186.5

## IV. 실 증 분 석

### 4.1 기술통계 분석

본 연구에서 사용하는 표본기업에 대한 주요 변수의 기술통계량을 <표 4>에 요약하였다. 주식시장 총 가치를 나타내는 MV는 평균 4,464.10만이고 중위수는 734.00만이다. 장부가액의 변수인 BV의 평균은 3,796.89만이며 중위수는 697.31만이다. 기업의 이익을 나타내는 변수인 NI의 평균은 240.93만이며, 중위수는 35.92만으로 분석되었다. 또한, 업종 중앙값으로 조정한 변수인 MVM의 평균은 3,653.22만이고 중위수는 0.00으로 나타났다.

BV의 업종 중앙값으로 조정한 변수인 BVM의 평균은 2,945.36만이며, 중위수는 0.00이다. NI의 업종 중앙값으로 조정한 변수인 NIM의 평균은 195.83만이며 중위값은 0.00으로 분석되었다.

각 기업 주식 거래량은 최대값이 1,535,291이고 최소값이 6으로 차이가 크고, 중위수는 131,186.5이다. 정보비대칭에 대한 대응치로 주식 거래량을 사용하기 때문에 거래량의 중위수를 이용하여 거래량이 중위수보다 높으면 정보비대칭 정도가 낮은 그룹으로 분류하고, 거래량이 중위수보다 낮으면 정보비대칭 정도가 높은 그룹으로 분류한다.

각 변수별 기술통계량에 대한 구체적인 내용은 <표 3>과 같다.

〈표 3〉 기술통계 분석

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값	중위수
mv	4,464.10	14,558.60	83.00	108,647.00	734.00
bv	3,796.89	12,252.24	51.18	97,243.75	697.31
ni	240.93	1,073.20	-1,808.18	7,965.25	35.92
mvm	3,653.22	14,499.55	-12,498.50	108,024.00	0.00
bvm	2,945.36	12,166.09	-4,942.26	96,805.17	0.00
nim	195.83	1,069.24	-2,081.02	7,951.13	0.00
거래량	466,658.70	1,535,291.00	6.00	65,500,000.00	131,186.50

주1) 다음은 주요 변수에 대한 설명이다.

MV: 주식 시가총액 = 주식 시가\*총 주식수량

MVM: MV를 업종 중앙값으로 조정한 MV값(MVM=MV-MV)

BV: 장부가액

BVM: BV를 업종 중앙값으로 조정한 BV값(BVM=BV-BV)

NI: 회사 순이익 금액

NIM: NI를 업종 중앙값으로 조정한 NI값(NIM=NI-NI)

## 4.2 상관관계 분석

표본의 MVM은 BVM과 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며 NIM과 값도 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 MVM값은 BVM에 비례 할 것이라는 예상과 동일한 결과이다. 본 연구에서는 이러한 관계를 정보비대칭에 대한 대응치로 주식 거래량을 사용하여 정보비대칭에 따라 두 그룹으로 나누어 정보 비대칭이 공정가치 평가에 따른 주가 관련성의 변화에 미치는 영향을 연구한다.

〈표4〉 주요 변수의 피어슨 상관관계 분석

변수명	mvm	bvm	nim	거래량
mvm	1			
bvm	0.8765***	1		
nim	0.8135***	0.7571***	1	
거래량	0.0517	0.0397	0.0259	1

주1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

### 4.3 가설 1에 대한 실증분석

본 연구의 목적은 정보 비대칭이 공정가치평가에 따른 주가관련성의 변화에 미치는 영향 연구이다. 가설 1은 본격적인 공정가치평가 도입 전후에 대한 분석에 앞서 전체적인 장부가액의 주가관련성과 함께 정보비대칭이 높은 경우와 낮은 경우에 따라 이러한 주가관련성이 다르게 나타나는지를 분석하는데 목적이 있다.

〈표 5〉는 식 (A)를 이용하여 전체 기업들에 대한 장부가액의 주가 관련성을 회귀분석한 결과이다. 변수 BVM의 계수는 0.73으로 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다. NIM 변수의 계수 또한 4.76으로 유의한 것으로 나타났다. 결과를 통해 BVM과 NIM이 종속변수인 MVM과 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다는 것을 확인할 수 있다. 또한,  $R^2$  가 0.8209으로 모형의 설명력이 매우 높다는 것을 알 수 있다.

분석결과의 모형 A는 통계적으로 유의하게 나타나고 있어 연구모형이 적합하다는 것을 확인하였다.

〈표 5〉 전체 기업의 장부가액 주가관련성

변수	모형A	t-값
intercept	577.06 ***	10.01
BVM	0.73 ***	103.23
NIM	4.76 ***	59.36
F	27,479.78	
Adj-R <sup>2</sup>	0.8209	

주1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

〈표 6〉은 정보비대칭에 따라 두 그룹으로 나누어 가설 1에 대한 실증 분석을 진행하였다.

〈표 6〉 가설 1에 대한 실증 분석

모형/변수	거래량<131186(중위수)	t-값	거래량>131186(중위수)	t-값
intercept	178.64 ***	2.92	1,038.15 ***	10.78
BVM	0.47 ***	35.81	0.77 ***	85.24
NIM	7.57 ***	50.76	4.21 ***	40.95
N	5,996		5,996	
F	7,232.03		16,746.72	
Adj-R <sup>2</sup>	0.7069		0.8482	

주1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

〈표 6〉의 분석 결과를 보면 거래량이 높은 경우와 낮은 경우 모두 BVM이 유의한 양의 값을 가지고 있으나 거래량이 높은 쪽에서 거래량이 낮은 쪽 보다 계수값이 더 크게 나타났기 때문에, 기업의 정보비대칭성이 낮으면 장부상 자본의 주가 관련성도 더 높다는 결론을 내릴 수 있다. 따라서 가설 1은 지지되었다.

그러나 <표 6>의 결과는 거래량이 높은 기업들의 장부가액 주가관련성이 유의하게 더 큰 지를 정확히 분석하지 않은 결과이므로, 거래량이 중위수 보다 높으면 1, 낮으면 0이 되는 더미변수(IA)를 추가하고 이 더미변수와 BVM의 상호작용변수도 추가한 식 (B)를 이용하여 추가적으로 분석하였다. 분석결과는 <표 7>과 같다.

<표 7> 더미변수와 BVM과의 상호작용 변수 추가 분석

모형/변수	모형A	t-값
intercept	201.47 **	2.49
BVM	0.65 ***	50.98
IA	840.51 ***	7.3
BVM*IA	0.09 ***	7.08
NIM	4.76	59.64
N	11,992	
F	13,923.77	
Adj-R <sup>2</sup>	0.8228	

주1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

주2) 추가 변수 설명

IA: 주식거래량이 중위수 보다 높으면 1, 낮으면 0

<표 7>을 보면 장부가액과 주식거래량에 대한 상호작용변수인 BVM\*IA 값이 0.09로 1% 수준에서 유의한 값을 나타낸다. 이는 주식거래량이 중위수보다 높은 기업들이 중위수보다 낮은 기업들에 비해 장부가액의 주가관련성이 높아진다는 것이다. 즉, 정보비대칭 정도가 낮은 기업들이 정보비대칭 정도가 높은 기업들에 비해서 장부가액의 주가관련성이 더 높고 그 차이는 유의하게 나타난다는 것을 알 수 있다. 이 분석 방법을 통해서도 가설 1이 지지되는 결과를 얻게 되었다.

#### 4.4 가설 2에 대한 실증분석

앞에서는 가설 1을 검증하기 전에 먼저 식 (A)를 이용하여 전체 기업들의 장부가액 주가관련성을 확인하고, 정보비대칭 정도에 따른 두 그룹으로 나누어 그 차이를 분석하는 방식으로 가설 1을 검증하고, 식 (B)를 이용하여 다시 한 번 검증하였다. 이번에는 가설 2를 검증하기 전에 먼저 식 (C)를 이용하여 전체 기업들이 공정가치 평가 도입 전후로 장부가액 주가관련성이 어떻게 변화하였는지를 분석하고, 그 이후에 정보비대칭 정도에 따라 두 그룹으로 나누어 각 그룹별로 이 변화의 정도가 어떻게 다른지를 분석함으로써 가설 2를 검증하였다.

〈표 8〉은 공정가치 평가에 따른 주가관련성의 변화에 대해 전체 기업들을 대상으로 하여 식 (C)를 이용한 회귀분석의 결과이다. 〈표 8〉의 검증결과를 살펴보면, 변수 BVM의 값은 0.74이고 1% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났다. BVM\*FV의 값은 -0.02이고 10% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났다. 즉, 전체 기업들을 대상으로 한 분석에서는 음의 방향으로 10% 수준에서 유의한 값을 가졌다. 이러한 결과는 전체 기업들을 보았을 때는 공정가치 평가를 적용하기 전에 비해 공정가치 평가를 적용한 후에 장부가액의 주가관련성이 더 낮아진 것으로 해석할 수 있다.

다른 변수들을 보면 NIM, NIM, FV 변수 또한 유의한 것으로 나타났고, 모형 (C)는 통계적으로 유의하게 나타나고 있어 연구모형은 적합하다는 것이 규명되었다.

〈표 8〉 공정가치평가 도입에 따른 장부가액 주가관련성의 변화

변수	모형B	t-값
intercept	320.75 ***	3.73
BVM	0.74 ***	73.80
NIM	4.75 ***	57.55
FV	465.83 ***	4.02
BVM*FV	-0.02 *	-1.93
F	13,761.77	
Adj-R <sup>2</sup>	0.8211	

주1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

주2) 추가 변수 설명

FV : 공정가치평가 도입 이후면 1, 이전이면 0.

본 연구의 목적은 가설 2에서 언급한 정보 비대칭이 공정가치평가에 따른 주가 관련성의 변화에 미치는 영향을 연구하는 것이다. 즉, 공정가치평가 도입 이후의 주가 관련성이 정보비대칭이 높은 경우에 정보비대칭이 낮은 경우보다 더 변화가 큰 지를 비교하는 것이다. 기업의 정보 비대칭성이 높으면 공정가치 도입 전과 후의 장부상 자본의 주가 관련성의 변화가 더 클 것으로 예상된다. 이것을 검증하기 위하여 식(C)을 이용하여 기업의 정보비대칭 정도에 따라 두 그룹으로 나누어 분석하여 <표9>의 결과를 얻었다.

정보비대칭이 높은 경우(거래량<131186(중위수))와 정보비대칭이 낮은 경우(거래량>131186(중위수))로 분리하여 분석한 결과, 먼저 BVM 변수의 계수를 보면, 거래량이 작은 경우에는 0.39로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 나타냈고, 거래량이 큰 경우에는 0.78로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 나타냈다. 즉, 정보비대칭이 낮은 기업들에서는 공정가치평가 도입 이전에 정보비대칭이 높은 기업들에 비해 장부가액의 주가 관련성이 더 높았다는 것을 알 수 있다.

관심변수인  $BVM * FV$ 에 대해서는 정보비대칭이 큰 쪽에서는  $BVM * FV$ 값이 양(+)의 유의한 값이고, 정보비대칭이 낮은 쪽에서는 음(-)의 유의하지 않은 값이 나와 정보비대칭이 높은 쪽에서는 공정가치 도입으로 인한 주가 관련성의 변화가 더 클 것이라는 가설 2를 지지하는 결과를 얻을 수 있었다. 정보비대칭 정도가 낮은 기업은 회계정보 신뢰성이 높고 정보 투명성 또한 높으며 공정가치평가 도입 전 후 주가 관련성의 변화가 별로 없다는 것도 함께 알 수 있다. 즉, 정보비대칭성이 낮은 회사에서는 공정가치평가에 따른 주가 관련성의 변화가 더 작은 것이다. 반면에 정보비대칭 정도가 높은 기업은 공정가치평가 도입 후에 전보다 회계 정보 신뢰성과 정보 투명성이 증가되어 정보비대칭성이 감소되는 효과를 얻게 되고, 이러한 현상을 보인 기업들에서는 공정가치평가에 따른 주가 관련성의 변화가 비교적 더 크게 나타나게 된 것이다. 그러므로 본 연구의 결과, 기업의 정보비대칭성이 높으면 공정가치 도입 전과 후의 장부상 자본의 주가 관련성의 변화가 더 큰 것이 증명되었다.

〈표 9〉가설 2에 대한 실증 분석

	거래량<131186(중위수)	t-값	거래량>131186(중위수)	t-값
intercept	-160.28 *	-1.86	915.27 ***	6.17
BVM	0.39 ***	17.94	0.78 ***	62.20
FV	654.81 ***	5.38	209.22	1.07
BVM*FV	0.08 ***	4.12	-0.02	-1.56
NIM	7.80 ***	50.58	4.18 ***	39.56
N	5,996		5,996	
F	3,663.75		8,375.39	
Adj-R <sup>2</sup>	0.7096		0.8482	

주1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

## V. 결 론

### 5.1 연구결과 요약

재무보고에 있어서 역사적 원가(historical cost)와 공정가치(fair value)에 관한 논쟁은 꾸준히 진행되어 왔다. 주된 초점은 과거의 거래에서 비롯된 역사적 원가의 신뢰성(reliance)과 현재의 경제적 실질을 반영하는 공정가치의 목적적합성(relevance)에 대한 주장을 상대적으로 얼마나 비중을 두고 평가하는지에 달려있었다.

한국의 경우, 2011년부터 본격적으로 IFRS를 채택하여 모든 상장기업들이 의무적으로 GAAP에서 새로운 IFRS 회계시스템으로 변경하여 재무보고가 이루어지고 있다. IFRS의 도입은 기업들에게 새로운 회계시스템의 변경으로 인한 추가적인 비용이 발생하기도 하지만 국제적으로 한국 기업의 회계투명성과 비교가능성을 제고시켜 기업가치를 제고하는 효익을 기대할 수 있다.

이에 본 연구는 아직은 정보비대칭성이 높은 한국의 주식시장에서 2011부터 도입된 IFRS회계시스템 전 후를 기준으로 추가관련성의 변화를 실증하고자 하였다. 본 연구는 기업의 정보비대칭성이 높으면 공정가치 도입 전과 후의 장부액의 추가 관련성의 변화가 정보비대칭성이 낮은 기업들보다 더 클 것이라는 가설을 설정하였다.

이를 위해 2007년부터 2015년까지 증권거래소에 상장된 유가증권상장법인을 대상으로 분석하였다. 한국의 경우, 2011년 중간에 공정가치를 도입하기 때문에 회계시스템 도입이 혼재되어 있으므로, 이 기간을 제외하고 분석하였다. 따라서 공정 가치를 도입한 후 경우는 2012년부터 2015년까지를 분석대상으로 하였으며, 공정 가치 도입하기 전도 마찬가지로 4년간 2007년부터 2010까지 수집하였다. 또한, 본 연구에서는 정보비대칭에 대한 대응치로 주식 거래량을 사용하였다.

선행연구에서는 정보비대칭 낮을수록 자본비용이 더 낮고, 정보비대칭

정도가 높을수록 투자자가 수집해야 하는 정보의 양은 더 많아지고, 투자 위험성이 더 높아지며, 주식 투자를 통해 얻는 이익도 낮아진다는 결과를 얻어내었다.

본 연구의 결과, 선행연구의 논리대로 기업의 정보비대칭성이 낮으면 장부상 자본의 주가 관련성도 높아진 것으로 나타났다. 또한, 정보비대칭 정도가 낮은 기업은 이미 회계정보의 신뢰성이나 정보의 투명성이 상대적으로 높아 공정가치 평가 도입 전 후 주가관련성의 변화의 차이가 별로 없는 것으로 나타났다.

정보비대칭성이 낮은 기업에서는 공정가치평가에 따른 주가관련성의 변화가 더 작은 것으로 나타난 반면, 정보비대칭 정도가 높은 기업은 공정가치 평가 도입 후, 전보다 회계 정보 신뢰성과 정보 투명성이 높아지고 비대칭정도가 감소되는 효과 등을 통해 공정가치평가 도입에 따른 주가관련성의 변화가 비교적 더 크게 나타났다. 구체적인 실증결과를 살펴보면 정보비대칭에 따라 나누어 봤을 때는 정보비대칭이 큰 쪽에서는  $BVM*FV$ 의 계수값이 양의 유의한 값이 나타났고, 정보비대칭이 낮은 쪽에서는 음의 유의하지 않은 값이 나타났으므로, 기업의 정보비대칭성이 높으면 공정가치 도입 전과 후의 장부상 자본의 주가 관련성의 변화가 더 클 것으로 예상했던 가설 2를 실증적으로 검증한 것이다.

## 5.2 연구의 시사점과 한계점

본 연구는 한국 주식 시장을 대상으로 실증분석하였다. 실증 분석을 통한 결과를 보면, 본 논문은 기업의 정보비대칭성이 높으면 공정가치평가 도입 전과 후의 장부상 자본의 주가관련성의 변화가 더 크다는 것을 증명하였다. 이러한 한국의 사례는 사회주의 시장인 중국의 시장에 시사하는 바가 크다 할 수 있다. 아직 중국은 주식시장이 완전 개방되지 않은 과도기로 중국회계환경 또한 특수성을 띤다. 제도 또한 건전하지 못할 뿐만 아니라, 사회자원의 대부분을 국가가 장악하고 있기 때문에 회계환경의 불투명함이 심각한 수준이다. 즉 한국의 정보비대칭보다 더 심각하다 할 것

이다.

90년대 후반 중국은 사회주의 시장경제의 이행이었고 세계무역기구(World Trade Organization)가입 이후 자본시장의 개방과 중국경제의 국제화가 급진전 되었다(유충, 2012). 기업 활동의 글로벌화 및 국제금융 시장의 환경 변화는 객관적이고 통일된 회계기준에 의하여 회계정보 제고의 필요성을 증가시켰으며, 유럽, 호주, 캐나다 등 세계 100여 개국이 이미 국제회계기준을 채택하거나 단계적으로 허용하고 있다(신성식, 양해면, 2010).

중국 또한, 2006년 2월 15일에 국제회계기준 도입을 준비하기 시작하였고, 6월에 국제회계기준을 도입하였다. 그러나 역사적 원가를 사용하는 재무제표와 공정가치 평가에 따른 재무제표 동시에 제시하도록 하였다. 따라서 중국 또한 한국과 마찬가지로 재무보고에 있어서 역사적 원가(historical cost)와 공정가치(fair value)에 대한 논쟁이 꾸준히 제기되어 왔다고 할 수 있다.

이러한 맥락에서 기업의 정보 비대칭성이 높으면 공정가치 도입 전과 후의 장부상 자본의 주가 관련성의 변화가 더 크다는 것을 검증한 본 논문의 결론으로 미루어 짐작컨대, 정보비대칭이 높은 중국시장 또한 국제회계기준을 시급히 적용해야 할 것으로 판단된다. 이를 통해 자국의 회계제도를 개선할 뿐 아니라 글로벌한 산업 환경에서 경쟁력을 확보하는 차원에서도 의의가 있을 것으로 사료된다.

이와 같은 연구의 의의에도 불구하고 본 논문은 몇 가지 한계점을 가진다.

기존의 많은 선행 연구들에서 고려된 정보비대칭에 대한 대응치로는 거래량, 주식수익률 변동성, 재무분석가 예측 오차, 발생액 등이 사용되고 있는데, 이 중 거래량은 Easley and O'Hara(1992)에 의하여 제시되었으며, 정보비대칭의 정도를 초과거래빈도로 측정하고 있다. Easley et al. (1997a, 1997b)은 PIN으로 측정된 정보비대칭이 자산의 균형가격에 영향을 미칠 수 있다는 이론적 모형을 제안하였으며, 후속연구로 Fama and French(1992)의 요인 모형에 PIN으로 측정된 정보비대칭 측정치를 새로

은 위험요인으로 추가하여 정보비대칭이 주식의 균형가격을 결정하는데 유의한 영향을 미치고 있음을 검증함으로써 정보비대칭 측정치 PIN과 주가와 관련성에 대한 이론 및 실증적 타당성을 보고하였다. 이에 비해 선행연구들에서 사용되고 있는 주가수익률 변동성, 재무분석가 예측 오차, 거래량 회전을, 발생액 등은 정보비대칭의 직접적 측정치라기보다 정보비대칭에서 파생하여 사후적으로 발생된 결과들로부터 도출되었다는 한계점이 존재한다. 기존의 선행연구에서는 주식 거래량이 정보비대칭 위험을 어떻게 반영하는지, 거래빈도가 정보비대칭과 어떠한 상관관계를 가지는지에 대하여 다각적으로 연구하였다. 그러나 정보비대칭을 실증적으로 확인하기 어렵다는 점에서 본 연구의 한계가 있다.

# 참 고 문 헌

## 1. 국내문헌

- 감형규. (1997). 『기본적 변수와 주가수익률의 관계에 관한 실증적 연구』. 제14권 (2): 21-55.
- 강길환, 진종백. (2006). “기업의 소유구조와 기업가치의 관련성에 관한 실증연구”. 『상업교육연구』. 제12권: 257-274.
- 강민정, 이호영, 이경화. (2012). “국제회계기준이 보수주의 회계에 미친 영향에 대한 연구: 초기 도입 기업을 대상으로”. 『회계학연구』. 제37권(2). pp. 237-277.
- 강선민, 한봉희, 황인태. (2009). “국제회계기준이 재무제표에 미치는 영향: 영국과 호주 기업을 대상으로”. 『회계저널』. 제18권(2). pp. 281-312.
- 강선아, 김용식. (2013). “국제회계기준(K-IFRS)적용에 따른 회계정보유용성 검증”. 『대한회계학회1』. 제18권(3). pp:123-148.
- 강창수. (2013). “IFRS 도입을 전후한 회계정보의 질적 특성 및 가치 관련성 변화”. 『국제회계연구』. 제50권. pp:263-282.
- 고영우, 이세철(2012). 『정보비대칭과 타인자본비용의 관계 연구』. 국제회계 연구 43: 41-64.
- 권기정. (2007). “코스닥 기업의 기업규모와 부채비율에 따른 회계이익과 장부가치의 기업가치 관련성 분석”. 『세무와 회계저널』. 제7권(2): 141-163.
- 권수영, 김문철, 손성규 · 최관 · 한봉희. (2010). 『자본시장에서의 회계정보유용성』. 김경순, 조장연. (2011). “회계정보의 가치관련성에 대한 결정요인”. 『회계학연구』. 제36권(4) pp:169-209.
- 김권중, 김문철. (2000). 금융업을 이용한 공정가치 회계정보의 유용성 분석. 회계학연구 제25권 제3호: 133-154.

- 김권중, 나인철. (2002). “지분법 회계와 연결재무제표 정보의 유용성에 대한 실증적 연구”. 『회계학연구』. 제27권(4). pp:115-144.
- 김권중, 황선웅, 김진선. (1997) “지수수익률의선택과초과수익률추정치의편의” 증권학회지 제집. pp.467-511
- 김문철, 안영균, 정혜영. (2006). “국제회계기준의 전면 수용과 대책에 관한 연구”. 『회계저널』. 제15권(3). pp:165-194.
- 김문현, 박종일. (2005). “소유구조와 기업가치 및 이익의 정보효과, 한국회계”. 학회 학술대회 논문집.
- 김상철, 백원선, 이효익. (2002). 유가증권 평가손익과 처분손익의 주가관련성, 회계학연구(제27권 제2호): 117-138..
- 박애영. (2010). “기업의 대리인문제와 정보비대칭성”, 재무와 회계정보저널 10(4): 205-230.
- 박종성, 이은철, 오명전. (2013). K-IFRS 하에서 공정가치 평가의 신뢰성 확보방안, 대한경영학회지 26(9).
- 박지혜, 조중석. (2015). 기업집단 지배구조의 특성이 계열회사의 정보비대칭과 주가동조화에 미치는 영향, 회계학 연구, 제40권 제4호 . PP.285-326
- 송인만, 백원선, 박현섭, (2004). “적자보고를 회피하기 위한 이익조정,” 회계저널, 13:29-51
- 송인만, 최관. (1995). “자산재평가동기와 주가반응,” 경영학연구, 24, 3호: 175-211.
- 신승묘. (2001). “기업의 조세관련특성이 자산재평가 의사결정에 미치는 영향,” 회계학연구, 26, 1: 127-151.
- 심충진, 이준규. (2002). “자산재평가에 대한 시장반응,”세무학연구, 19, 2: 161-180.
- 신현걸, (2008). “국제회계기준 도입에 따른 토지의 공정가치 모형의 가치관련성,” 세무와 회계저널, 9, 3: 285-311.

- 안윤영, 신현한, 장진호, (2005). “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계,” 회계학연구, 30, 4: 109-131.
- 이은주. (2005). 계획된 정보공시와 비계획된 정보공시에 따라 정보비대칭이 거래량에 미치는 효과 연구, 서울대학교 경영학과
- 조중석, 조문희. (2007). “정보비대칭이 자기자본비용에 미치는 영향”, 회계연구 12(2): 269-288.
- 주용. (2014). IFRS의 도입이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향 , 건국대학교 석사학위논문

## 2. 국외문헌

- Ball, R. S. P. Kothari. & A. Robin. (2000). The Effect of International Factors on Properties of Accounting Earnings”. Journal of Accounting and Economics. 29. pp:1-51.
- Barth, M. & S. Kallapur. (1996). The Effects of Cross-Sectional Scale Differences on Regression Results in Empirical Accounting Research, Contemporary Accounting Research 13: 527-567
- Barth, M. E. (1994). Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Value of Bank, The Accounting Review 69: 1-25.
- Barth, M, W, Landsman. & M, Lang. (2008). “International accounting standards and accounting quality”. Journal of Accounting Research. 46 (3). pp:467-498.
- Barth, M, W, Landsman, M, Lang. & C, Williams. (2012). “Are IFRS-based and US GAAP based accounting amounts

- comparable”. *Journal of Accounting and Economics*. 54(1): 68–93.
- Brown, S, K, Lo. & T, Lys. (2000). Use of R-squared in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades, *Journal of Accounting and Economics* 28: 83–115.
- Barth, M, E. (1997). “Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks”, *The Accounting Review* 69(1), : 1–25.
- Barth, M .E. & G. Clinch. (1997). “Revalued financial, tangible, and intangible assets: Associations with share prices and non-market-based value estimates”, *Journal of Accounting Research* 36(Supplement), : 199–233.
- Bernard, V., R. Merton, & K. Palepu, “Mark-to-market accounting for banks and Thrifts: Lessons from the Danish Experience”, *Journal of Accounting Research* 33(1) : 1–32.
- Chalmers, K. G. Clinch. & J. M. Godfrey. (2011). “Changes in value relevance of accounting information upon IFRS adoption: Evidence from Australia”. *Journal of Business*. 36(2). 151–173.
- Collins, D. M. Pincus & H. Xie. (1999). “Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity”. *The Accounting Review*. 74:29–61.
- Covrig, V. M. L. DeFond. & M. Hung. (2007). “Home Bias, Foreign Mutual Fund Holdings, and the Voluntary Adoption of International Accounting Standards”. *Journal of Accounting*

Research. 45: 41–70.

- Cotter, J, Zimmer, I. (1999). Why do some firms recognize whereas others only disclose asset revaluations? working paper, University of Southern Queensland.
- Cotter, J. & Zimmer, I. (2003). Disclosure versus recognition: The case of revaluations. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*.
- Dahlquist, L. M. Pendley. J. S. Landthrip. D. S. Jones. C. L. & Steuber. C. P. (2002). “Distraction intervention for preschoolers undergoing intramuscular injections and subcutaneous port access”. *Health Psychology*. 21: 94–99.
- Daske, H. L. Hail. C. Leuz. & R. Verdi. (2008). “Mandatory IFRS Reporting Around the World: Early Evidence on the Economic Consequences”. Working Paper. The University of Chicago Graduate School of Business.
- Demaria, S. & D. Dufour. (2007). First time adoption of IFRS, fair value option, conservatism: evidence from French listed companies. Working paper presented at the E44 Annual Congress,
- Easton, P. & T. Harris. (1991). Earnings as an Explanatory Variables for Returns *Journal of Accounting Research* 29: 119–142.
- Easton, P. (1999). Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data, *Accounting Horizons* 13: 399–412.
- Easton, P. & G. Sommers. (2000). Scale and Scale Effects in Market-Based Accounting Research, Working Paper, Ohio State University.

- Elbannan, M. (2011). "Accounting and stock market effects of international accounting standards adoption in an emerging economy". *Journal of Review of Quantitative Finance and Accounting*. 36: 207–245.
- Francis, J. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance?, *Journal of Accounting Research* 37: 319–352.
- Gordon, L. M. Loeb. & W. Zhu. (2012). "The impact of IFRS adoption on foreign direct investment". *Journal of Accounting and Public Policy*. 31: 374–398.
- Graham, R. C, C, E. Lefanowicz, & K. R. Petroni. 2003. The value relevance of equity method fair value disclosures. *Journal of Business Finance & Accounting* 30(7)&(8):1065–1088.
- Hand. (2005). The Value Relevance of Financial Statements in the Venture Capital Market. *Accounting Review* 80(2): 613–648.
- Hayn, C. (1995). The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics* 20(2): 125–153.
- Hodder, L. P. Hopkins. & J. Wahlen. 2006. Risk–relevance of fair–value income measures for commercial banks. *The Accounting Review* 81(2): 337–375.
- Kothari, S. & J. Zimmerman. (1995). Price and Return Models, *Journal of Accounting and Economics* 20: 155–192.
- L.R.Glosten & P.R.Milgrom (1985),"Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders," *Journal of Financial Economics*, 14,71–100.
- Nelson K. (1996). Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No.107. *The Accounting Review*

71(2): 161–182.

- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, & Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11(2): 661–687.
- Ohlson, J. A. (2001). Earnings, Book Values, & Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research* 18(1): 107–120.
- Opler, T, L. Pinkowitz, R. Stulz, & R. Williamson(1999), “The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings,” *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46.
- Ozkan, A, & N. Ozkan(2004), “Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies,” *Journal of Banking and Finance*, 28, 2103–2134.
- Parkash, M, D.S. Dhaliwal, & W.K. Salatka(1995), “How Certain Firm-Specific Characteristics Affect the Accuracy and Dispersion of Analysts' Forecasts: A Latent Variables Approach,” *Journal of Business Research*, 34, 161–169.
- Pinkowitz, L, & R. Williamson. (2004). “What is a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings,” Working paper, Georgetown University.
- Rendleman Jr. R. J. C. P. Jones. & H. A. Latane. (1982). Empirical Anomalies Based on Unexpected Earnings & the Importance of Risk Adjustments. *Journal of Financial Economics* 10: 269–287.
- Sharpe, I, & Walker, R. (1975). Asset Revaluation and Stock Market Prices. *Journal of Accounting Research*: 293–310.

- Standish, P. & Ung, S. (1982). Corporate Signalling, Asset Revaluations and Stock Prices of British Companies. *The Accounting Review*: 701–715
- Vafeas, N. (2007). A discussion on "Motives for fixed-asset revaluation: An empirical analysis with Swiss DATA. *The International Journal of Accounting* 42: 206–209.
- Whittred, G. & Y.K. Chan. (1992). Asset Revaluation and the Mitigation of Underinvestment. *ABACUS*: 58–73.

## ABSTRACT

Influence of information asymmetry on stock price  
change according to fair value evaluation

QU, KAI

Major in Accounting

Dept. of Business Administration

The Graduate School

Hansung University

Although the introduction of IFRS may result in additional costs to companies due to the change of the new accounting system, we can expect to benefit from the enhancement of corporate value by raising the transparency and comparability of accounting standards of Korean companies internationally. However, there is still insufficient evidence to show that fair value is more efficient in certain circumstances. Therefore, this study demonstrates the change in stock price before and after the introduction of accounting system in stock market where information asymmetry is implicit.

For this study, data were collected from listed companies listed on the Korea Stock Exchange from 2007 to 2015. During this period, 2011 was excluded from this period because both before and after the introduction of fair value were mixed. As a result of the analysis,

the difference between before and after introduction is not statistically significant when the information is asymmetric and the information relevance is higher than before the introduction of fair value. Based on these conclusions, it is suggested that the Chinese market with high information asymmetry should also be urgently applied to international accounting standards. This will not only improve the accounting system of our country, but also contribute to securing competitiveness in a global industrial environment.