

석사학위논문

유가증권관련 손익의 주가관련성



제주대학교 대학원

회계학과

김 지 혜

2009년 2월

석사학위논문

유가증권관련 손익의 주가관련성



제주대학교 대학원

회계학과

김 지 혜

2009년 2월

유가증권관련 손익의 주가관련성

지도교수 김 길 훈

김 지 혜

이 논문을 경영학 석사학위 논문으로 제출함.

2009년 2월

김지혜의 경영학 석사학위 논문을 인준함.

심사위원장 _____

위 원 _____

위 원 _____

제주대학교 대학원

2009년 2월

Value Relevance of Gains and Losses Related to Securities

Ji-Hye Kim

(Supervised by professor Gil-Hoon Kim)

A thesis submitted in partial fulfillment of the requirement
for the degree of Master of Business Administration.

2009. 2.

JEJU
1952

This thesis has been examined and approved.

Department Of Accounting
GRADUATE SCHOOL
JEJU NATIONAL UNIVERSITY

<목 차>

| | |
|---------------------------------------|----|
| I. 서 론 | 1 |
| 1. 연구배경 | 1 |
| 2. 연구목적 | 3 |
| 3. 연구방법과 논문의 구성 | 4 |
| II. 선행연구 | 5 |
| 1. 기업가치평가 모형 | 5 |
| 2. 유가증권의 주가관련성 | 9 |
| III. 연구설계 | 23 |
| 1. 가설설정 | 23 |
| 2. 연구모형 | 26 |
| 3. 변수측정 | 30 |
| 4. 표본선정 | 31 |
| IV. 실증분석결과 | 32 |
| 1. 기술통계분석 | 32 |
| 2. 주요변수간의 상관관계 | 34 |
| 3. 유가증권평가손익의 주가관련성 | 36 |
| 4. 유가증권평가손익과 유가증권처분손익의 주가관련성 차이 | 38 |
| 5. 유가증권관련 손익의 추가적 정보효과 | 41 |
| V. 결 론 | 43 |
| 참 고 문 헌 | 46 |

<표 목 차>

| | |
|------------------------------|----|
| <표 1> 기술통계 | 33 |
| <표 2> 주요변수 상관관계 | 35 |
| <표 3> 가설 1에 대한 실증분석 결과 | 37 |
| <표 4> 가설 2에 대한 실증분석 결과 | 40 |
| <표 5> 가설 3에 대한 실증분석 결과 | 42 |



Abstract

Value Relevance of Gains and Losses Related to Securities

Ji-Hye Kim

Department of Accounting

Graduate School of Jeju National University

The purpose of this study is to review whether fair value accounting on securities provides useful information to investors. In order to test whether the fair value of securities is value relevance, an analysis was performed to investigate whether the unrealized holding gains on securities has additional information contents for acquisition costs (net asset value before the unrealized holding gains on securities) and it was reviewed whether the gains/losses related to securities, which was unrealized holding gains/losses on trading securities and the gains/losses on disposal of securities were value relevance when book value was controlled.

To test the hypotheses, the Ohlson model(1995) was reorganized. The unrealized holding gains on securities was separated from the book value and the unrealized holding gains on securities and the gains on disposal of securities were separated from profits to perform an empirical analysis by regression.

This study was conducted with non-financial firms from year 2003 to year 2007. The results of the empirical analysis are as follows.

First, not only the regression coefficient of the book value (book value after deducting unrealized holding gains on securities) but also the regression

coefficient of unrealized holding gains on securities are significantly positive. Based on the results of the empirical analysis, it can be inferred that information on unrealized holding gains on securities provides additional information contents for acquisition costs.

On the other hand, the results of the model that used book value and profits as explanatory variables indicate that the regression coefficient of unrealized holding gains on trading securities is not value relevance while the regression coefficient of unrealized holding gains on available-for-sale securities is value relevance. The possible reason for this results is that unrealized holding gains on trading securities is measured as the gains occurred in the present period, or that the amount of unrealized holding gains on trading securities is immaterial.

Second, both the unrealized holding gains on trading securities and the gains on the disposition of trading securities are not value relevance. The regression coefficient of the unrealized holding gains on available-for-sale securities is negative and that of the gains on disposal of available-for-sale securities are positive at the level of 1% respectively. This result is different from the prior studies, which indicated that the value relevance of the unrealized holding gains was smaller than that of the gains on disposal of securities.

Third, the regression coefficient of the unrealized holding gains on trading securities and the gains on disposal of trading securities, and the gains on disposal of available-for-sale securities are not value relevance when book value controlled. Therefore, it can be inferred that the unrealized holding gains on trading securities and gains on disposal of securities do not have an additional information contents for book value. Based on this result, it can be inferred that unrealized holding gains on trading securities and gains on disposal of securities are temporary non-operating gain and they are not useful to forecast future abnormal earnings.

This study is meaningful in that, unlike prior studies, the usefulness of fair value accounting on securities was empirically analyzed after year 2003, when the new accounting standards for securities were established, and thus, the fair value accounting on securities was expanded and the criteria to classify security categories had been altered.



I. 서론

1. 연구배경

재무보고의 목적을 달성하기 위해서는 회계정보가 재무정보이용자의 합리적인 의사결정을 하는데 유용한 정보가 되어야 하며 질적특성을 갖추어야 한다. 회계정보의 주요 질적특성은 목적적합성과 신뢰성이다. 둘 중 어느 하나가 충족되지 못하면 그 정보는 유용한 정보가 될 수 없다. 특히, 자산의 평가와 관련하여 목적적합성을 제고하기 위하여 최근 취득원가 대신 공정가치로 평가하는 추세이다.

유가증권의 공정가치는 투자자, 채권자 및 기타의 정보이용자들이 기업실체의 재무상태와 경영성과를 평가하는데 취득원가에 비해 더 유용한 정보이다. 투자자들은 기업실체로 유입이 예상되는 순현금액의 크기, 시기, 그리고 불확실성을 평가하는데 관심이 있는데, 공정가치에 의해 평가한 정보는 기업실체의 현금흐름의 원천을 가장 잘 표시하여 준다.

공정가치는 현재의 이자율과 미래의 위험에 대한 시장측정치를 반영한 미래현금흐름의 현재가치를 나타낸다. 특별한 경우를 제외하고는 유가증권의 공정가치는 합리적으로 추정할 수 있다. 만기보유증권 이외의 유가증권을 공정가치로 측정할 수 있는 경우에는 재무제표에 공정가치로 보고하는 것이 현재 또는 잠재적인 투자자, 채권자 및 기타의 이해관계자들이 합리적인 투자와 신용판단 등의 의사결정을 하는데 목적적합하고 유용하다. 유가증권을 일점시점에 매수하여 미확정기간 동안 보유하려는 경영자의 의사결정에 대한 성과를 공정가치 정보가 가장 잘 반영하기 때문이다.

예를 들어 기업이 고정이자부 유가증권에 투자하였는데 그 이후에 시장이자율이 하락하여 이를 공정가치로 평가한다면, 변동이자부 유가증권에 투자하였을 경우 보다 더 나은 의사결정을 한 성과를 미실현보유이익을 통하여 판단할 수 있게 된다. 유가증권을 보유하고 있는 기간동안의 공정가치의 변화는 경영자가 기업의

경제적 자원을 가장 이익이 많이 나도록 투자하였는지에 대한 의사결정의 성과를 평가할 수 있는 기초자료를 제공한다. 그러한 성과에 대한 정보는 목적적합한 정보이며, 그 성과의 요인이 된 사건(이자율의 변동 등)이 발생한 기간의 재무제표에 적시에 반영하여야 한다(기업회계기준서 제8호 문단A10).

우리나라 유가증권의 평가방법을 살펴보면, 2003년에 유가증권에 관한 기업회계기준서가 제정되어 유가증권은 단기매매증권, 매도가능증권 및 만기보유증권 중 하나로 분류하며, 유가증권 공정가치 평가를 확대하고 만기보유증권을 제외한 모든 유가증권은 공정가치로 평가하도록 하고 있다.

한편, 유가증권평가차액의 처리방법은 단기매매증권의 평가손익은 당기손익으로 인식하고 매도가능증권의 평가손익은 당기손익이 아닌 자본항목으로 표시하도록 하고 있다. 단기매매증권의 공정가치 변동액을 당기손익에 포함하는 이유는 그 경제적 효과를 당기손익에 반영함으로써 보다 유용한 회계정보를 제공할 수 있기 때문이다. 공정가치의 변동이 미실현손익임에도 불구하고 이를 당기손익에 포함시키는 것은 공정가치의 변동이 발생한 회계기간에 그 효과를 보고함으로써 현재의 주주들에게 주주지분의 변동과 그 성과에 대하여 적절한 보고를 할 수 있기 때문이며, 보다 더 목적적합한 재무정보를 제공하기 위함이다(기업회계기준서 제8호 문단A13).

또한 매도가능증권평가손익을 당기손익에 포함시키지 않고 기타포괄손익누계액으로 하여 자본에 가감하는 이유는 이자율위험의 관리목적 등으로 매도가능증권과 관련 부채를 함께 보유하고 있는 경우에 매도가능증권의 미실현보유손익만을 당기손익에 반영하고 관련 부채의 공정가치 변동액은 당기손익에 반영하지 않는다면 경영자의 경영성과와 경제적 사건이 기업에 미친 영향을 당기손익이 적절하게 나타내지 못할 가능성이 높기 때문에 매도가능증권의 미실현보유손익을 당기손익에 포함하지 않고 자본항목으로 표시한다. 대부분의 부채는 아직은 공정가치로 평가되지 않으므로, 매도가능증권의 공정가치 변동액만을 당기손익에 포함하고 관련된 부채의 공정가치 변동은 포함하지 않음으로 인한 이익의 변동성(손익의 비대칭적 인식)문제가 없도록 매도가능증권의 미실현보유손익은 당기손익에 포함하지 않고 자본항목으로 표시한다(기업회계기준서 제8호 문단A14).

유가증권의 공정가치 평가와 관련해서는 금융업을 대상으로 한 연구가 많이

이루어져 왔다. 본 논문에서는 공정가치 평가의 유용성을 검증하기 위해 비금융업이 보유하고 있는 유가증권을 대상으로 하여 연구하고자 한다. 비금융업은 금융업처럼 영업목적이 아니라 투자목적으로 보유하고 있는 경우가 많으므로 비금융업의 유가증권에 대한 실증분석이 필요하다고 본다.

2. 연구목적

본 연구의 목적은 유가증권을 공정가치로 평가함에 따라 발생하는 평가손익의 유용성을 살펴보는 것이다.

구체적으로 첫째, 유가증권 공정가치 정보가 주가관련성이 있는지 살펴본다. 즉, 단기매매증권평가손익과 매도가능증권평가손익이 취득원가에 대해 추가적 정보효과가 있는지 살펴본다.

둘째, 순자산을 통제한 경우에 유가증권평가손익과 처분손익이 주가관련성이 있는지 살펴본다. 즉, 유가증권평가손익 정보와 유가증권처분손익 정보가 미래의 초과이익을 예측하는 데 유용한지 실증분석 한다.

본 연구는 선행연구와 달리 2003년 유가증권에 관한 기업회계기준서가 제정되어 공정가치 평가가 확대되고 유가증권과목 분류기준이 바뀐 후 유가증권을 공정가치로 평가함에 따라 발생하는 평가손익의 유용성에 대해 실증분석하는 데 그 의의가 있다. 즉, 기존연구와는 달리 2003년도 이후 단기매매증권과 매도가능증권으로 세분화된 유가증권 분류기준에 따라 유가증권 공정가치정보가 주가관련성이 있는지 살펴본다.

3. 연구방법과 논문의 구성

본 연구에서는 유가증권을 공정가치로 평가함에 따라 발생하는 평가손익이 유용성이 있는지 검증하기 위해 가설과 모형을 설정하고 이를 회귀분석을 통해 실증분석 하였다. 연구의 표본은 한국증권선물거래소 유가증권시장에 상장되어있는 비금융업 회사를 대상으로 하고, 2003년 유가증권에 관한 기업회계기준서가 제정된 후 유가증권 시가정보가 재무제표에 반영된 자료를 수집할 수 있는 2003년부터 2007년도까지의 기간을 대상으로 하였으며, 12월 결산법인을 표본으로 선정하였다. 자료수집은 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE데이터베이스에서 입수하였다.

본 연구에서는 기존연구와는 다르게 2003년도 이후 단기매매증권과 매도가능증권으로 세분화 된 유가증권 분류기준에 따라 유가증권시가정보를 단기매매증권평가손익과 매도가능증권평가손익으로 나누고 당해 평가손익이 취득원가(단기매매증권평가손익과 매도가능증권평가손익을 차감한 순자산가치)에 대해 추가적 정보가 있는지 살펴본다. 또한, Ohlson(1995)모형을 재구성하고 이익을 세분화하여 유가증권평가손익과 처분손익으로 나누어 연구한 기존연구와는 다르게 단기매매증권과 매도가능증권의 분류기준에 따라 각각의 평가손익과 처분손익이 주가관련성이 있는지와 그 크기의 차이를 살펴보고자 한다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 I 장 서론에 이어 제 II 장에서는 선행연구를 검토한다. 제 III 장에서는 연구설계를 위한 가설설정 및 가설검증을 위한 연구모형을 설정한다. 또한 연구모형에 사용한 변수측정방법을 정의하고 표본 선정방법에 대하여 기술한다. 제 IV 장에서는 실증분석결과를 제시하며 제 V 장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 기술한다.

II. 선행연구

1. 기업가치평가 모형

Ohlson(1995)은 주가는 현재의 장부가치와 미래초과이익의 현재의 합으로 나타낼 수 있음을 증명하였다. 초과이익모형(residual income model: RIM)은 회계정보를 이용한 가치평가모형이다. 초과이익모형(RIM)의 연구는 Preinreich(1938), Edwards와 Bell(1961) 등에 의해 제시 되었으며 1995년도 Ohlson의 가치평가모형을 통해 보편화 되었다. 초과이익모형(RIM)은 배당할인모형(dividend discount model : DDM)과 순수잉여관계(clean surplus relation)를 결합시켜 기업가치평가모형을 제시하였다.

배당할인모형(DDM)은 현재의 주시가격을 주식으로부터 기대되는 현금흐름 즉, 배당을 일정한 할인율로 할인한 현재가치의 합으로 구하는 모형이다. 순수잉여관계란 기말의 순자산가액은 기초순자산가액에 회계이익을 가산하고 배당(증자나 감자로 인한 자본증감까지 고려한 순배당)을 차감하여 산출된다는 등식관계를 말한다. 즉 기업의 순자산장부가액 변동이 당기순이익과 배당에 의해서만 설명된다는 것을 말한다.

배당할인모형에서 초과이익모형이 도출되는 과정을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 주주지분의 가치는 배당할인모형(DDM)에 따라 미래에 받게 될 현금흐름을 현재가치로 할인한 값의 합으로 표시된다.

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[d_{t+\tau}]$$

여기서, P_t : t기말의 주주지분의 시장가치

R_f : 1 + 자기자본비용

$E_t[]$: t시점의 기대가치

d_t : t기의 배당

둘째, 순수잉여관계(clean surplus relation)가 성립된다고 가정한다.

$$BV_t = BV_{t-1} + X_t - d_t$$

여기서, BV_t : t기말의 순자산가액

BV_{t-1} : 기초자산가액

X_t : t기의 회계이익

d_t : t기의 배당

위의 배당할인모형과 순수잉여관계에 의해 회계자료를 직접적으로 기업가치에 연결시키는 식(1)과 같은 가치평가모형이 도출된다. 즉, 식(1)은 초과이익할인모형을 나타낸다. 주주지분의 가치는 현재의 장부가액과 미래에 기대되는 초과이익의 현가의 합으로 구성됨을 알 수 있다.

$$P_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[X_{t+\tau}^a] \quad \text{식(1)}$$

여기서, P_t : t기말의 주주지분의 시장가치

BV_t : t기말의 순자산 장부가치

R_f : 1 + 할인율

$X_{t+\tau}^a$: $X_{t+\tau}^a - rBV_{t+\tau-1}$

: t+τ기의 초과이익(abnormal earnings)

X_t : t기의 회계이익

초과이익은 해당기간의 이익에서 기초장부가치에 자기자본비용을 곱한값을 차감한 값이다. 이를 잔여이익(residual income) 또는 비정상이익(abnonmal earnings)이라고도 한다. 여기서 초과이익할인모형을 이용하여 주주지분가치를 산정할 때 가장 중요한 것은 기업의 미래이익과 장부가액에 대한 정확한 예측임을 알 수 있다.

현실적으로 미래이익을 정확히 추정하는 것은 어렵고 당해 추정기간을 어느 정도로 설정해야 할지 명확하지 않다. 이에 따라 Ohlson(1995)은 미래이익 등의 예측없이 현재의 정보로 기업가치를 평가하는 모형을 개발하였다.

Ohlson(1995)은 초과이익모형에 선형시계열(linear information dynamics : LID) 가정을 추가하여 기업가치를 평가시점의 회계변수로 나타내는 모형을 도출하였다. Ohlson(1995)이 사용한 선형시계열(LID) 가정을 구체적으로 나타내면 다음과 같다.

$$X^a_{t+1} = \omega X^a_t + v_t + \xi_{1t+1} \quad \text{식(1a)}$$

$$v_{t+1} = r v_t + \xi_{2t+1} \quad \text{식(2a)}$$

여기서, X^a : t기의 초과이익

ω, r : 0보다 같거나 크고 1보다 작은 지속성계수

v_t : 초과이익에 반영되지 않은 가치관련정보

ξ_{1t+1}, ξ_{2t+1} : 평균이 0인 오차항

식(1a)의 시계열 가정은 단순하지만 기업간 경쟁으로 인해 초과이익이 점차 줄어드는 현상을 잘 나타내고 있으며 기업가치를 회계변수로 구성된 형태로 나타냈다. 식(1a)은 비회계정보(v_t)도 추가적으로 초과이익에 영향을 미친다는 것을 보여준다. 식(2a)는 초과이익에 영향을 미치는 비회계정보 자체도 선형시계열을 따른다는 것을 나타낸다. 위의 식(1a)의 지속성(persistence)계수인 ω 와 r 는 모두 0 이상이나 1보다 작은 것으로 가정되고 있다. 만일 지속계수가 0이면 과거의 변수값이 미래의 변수값에 전혀 영향을 미치지 않으며 0과 1 사이에 있으면 과거 변수값의 일부가 미래 변수값에 영향을 미치게 된다. 만일 지속계수가 1이면 과거 값이 100% 그대로 미래에 영향을 미치게 되는 모형이 된다. 그러나 선형시계열(LID)의 가정을 보면 지속계수가 1인 경우는 제외되어 있는데 이는 초과이익이 기업간 경쟁에 의하여 소멸될 것이라는 가정이 전제되어 있기 때문이다.

초과이익모형(RIM)인 식(1)에 선형시계열(LID)가정인 식(1a), 식(2a)을 추가하면

다음과 같이 기업가치평가함수가 도출된다. 즉, 식(2)와 같이 주가는 장부가치와 초과이익과 기타이익으로 결정된다고 할 수 있다.

$$P_t = BV_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 v_t \quad \text{식(2)}$$

$$\alpha_1 = \omega / (R_f - \omega) \geq 0$$

$$\alpha_2 = R_f / (R_f - \omega) (R_f - r) > 0$$

여기서, X^a : t기의 초과이익

v_t : 기타정보

R_f : 1+ 할인율

ω : 잔여이익 지속계수

r : 기타정보의 지속계수

초과이익의 정의를 이용하여 위의 식(2)를 변형하면 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$P_t : (1-k)BV_t + k(\phi X_t - d_t) + \alpha_2 v_t \quad \text{식(3)}$$

여기서, $\rho : R_f / (R_f - 1)$

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

X_t : t기의 이익

$$\alpha_2 : R_f / (R_f - \omega) (R_f - r)$$

v_t : 기타정보

위의 식(3)은 주주지분의 가치가 자본화된 이익에서 배당을 차감하여 구한 가치추정치와 순자산장부가액의 가중평균을 기타정보(v_t)에 대해 조정하여 결정됨을 보여준다. 이익자본화 가치와 순자산장부가액의 가중평균에서 가중치는 이익의 지속성에 따라 결정됨을 알 수 있다.

한편, 실증분석의 경우 배당(d_t)변수가 주가에 미치는 영향을 오차항(ξ_t)에 포함시키면 다음과 같은 회귀식 식(4)가 도출된다. 여기서 이익은 초과이익의 대용치로 사용되고 있음을 알 수 있다.

$$P_t = BV_t + X_t + \xi_t \quad \text{식(4)}$$

여기서, P_t : t기말의 주주지분의 시장가치

BV_t : t기말의 순자산 장부가치

X_t : t기의 회계이익

2. 유가증권의 주가관련성

유가증권의 주가관련성에 대한 연구는 많은 연구가 이루어져 왔다. 주가는 장부가치와 미래이익의 현재가치의 합이 성립됨을 근거로 장부가치를 세분화하거나 이익을 세분화하여 주가관련성을 검증하여 왔다. 유가증권의 주가관련성과 관련하여 송인만 등(2000), 김권중·김문철(2000), 김정민(2002), 이광수(2002) 및 한지영(2006)의 연구는 장부가치를 세분화하여 유가증권공정가치정보와 주가와 관련성을 검증하였다.

송인만 등(2000)은 우리나라 금융회사(은행 및 증권회사)들의 재무제표 주식에 나타나 있는 유가증권에 대한 시가정보가 그 회사의 주가수준 및 주가수익률을 설명하는데 있어서 유용한 정보로서 역할을 하고 있는지 검증하였다.

즉, 주가수준을 설명하는데 있어서 유가증권평가차액이 취득원가에 대해 추가적인 정보효과를 갖는지와 유가증권평가손익이 주가수익률에 미치는 영향을 검증하였다. 위 연구는 유가증권 시가정보를 재무제표에 반영하지 않고 주식으로 공시하던 당시의 연구라고 할 수 있다. 연구모형은 Nelson(1996)의 연구모형에서 유가증권 부분만 제한하여 다음의 연구모형을 도출하였다. 장부가액과 시가의 차이가

유가증권에서만 발생하고 부외자산, 부채, 초과이익, 성장잠재력은 영(0)이라고 한다면 기업의 보통주시가(MVE)는 다음 식(5)와 같이 추정될 수 있다.

$$MVE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BVE_{i,t} + \alpha_2 FGL_{i,t} + \xi_{i,t} \quad \text{식(5)}$$

여기서, $MVE_{i,t}$: 보통주 시가

$BVE_{i,t}$: 보통주장부가액

$FGL_{i,t}$: 유가증권의 장부가액과 시가의 차이

$\xi_{i,t}$: 오차항

식(5)을 기업의 보통주장부가액(BVE)로 나누면 다음과 같은 식(6)으로 변형된다.

$$\frac{MVE_{i,t}}{BVE_{i,t}} = \alpha_0 \frac{1}{BVE_{i,t}} + \alpha_1 + \alpha_2 \frac{FGL_{i,t}}{BVE_{i,t}} + \delta_{i,t} \quad \text{식(6)}$$

여기서, $\delta_{i,t}$: $\xi_{i,t} / BVE_{i,t}$

한편, 초과이익에 의한 무형자산은 미래의 자기자본수익률(ROE)과 정상이익률(r)의 차이에 기초순자산장부가액을 곱하여 산출되는 미래초과이익을 현재가치로 환원하여 산출할 수 있다. 순자산장부가액이 일정한 성장률을 유지한다면 최초순자산장부가액(BVE)과 성장률(GRH)에 의해 미래 각 년도의 기초순자산장부가액을 산출할 수 있을 것이다. 초과이익과 성장률이 영(0)이 아닌 경우에는 식(6)에 자기자본수익률(ROE)과 순자산성장률(GRH)이 포함되어야 할 것이다.

따라서 식(7)의 연구모형을 이용하여 추가수준과 유가증권평가차액의 관련성을 검증하고자 하였다.

$$\begin{aligned} \frac{MVE_{i,t}}{BVE_{i,t}} = & \alpha_0 \frac{1}{BVE_{i,t}} + \alpha_1 + \alpha_2 ROE_{i,t} + \alpha_3 GRH_{i,t} + \alpha_4 (ROE_{i,t} \cdot GRH_{i,t}) \\ & + \alpha_5 \frac{FGL_{i,t}}{BVE_{i,t}} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(7)}$$

여기서, $MVE_{i,t}$: 기업 i의 t년도 말 보통주시가총액

$BVE_{i,t}$: 기업 i의 t년도 말 총보통주지분

$FGL_{i,t}$: 기업 i의 t년도 말 유가증권평가차액(미반영분)

$ROE_{i,t}$: 기업 i의 t년도 자기자본수익률(백분율)

$GRH_{i,t}$: 기업 i의 t년도 성장률(보통주장부가액성장률)

$\mu_{i,t}$: 오차항

보통주시가(MVE)가 총보통주지분과 장부에 반영되지 않은 유가증권평가차액(FGL)의 영향을 받는지 검증하였다. 보통주시가(MVE)는 회계년도 말 보통주의 시가로 측정하였고, 총보통주지분은 자기자본총액에서 우선주자본금을 차감하여 측정하고 유가증권평가차액(FGL)은 재무제표의 주식에 보고된 유가증권항목들의 장부가치와 시가의 차이로 측정하였다. 자본수익률과 성장률(ROE)은 Nelson(1996)에서와 같이 통제변수로 도입되었는데 자기자본수익률(ROE)은 당해년도의 자기자본수익률의 백분율로 정의하고 성장률은 보통주장부가치의 당기성장률로 정의하였다.

또한 유가증권평가손익의 정보효과를 보기 위하여 기업의 주가수익률과의 관련성을 검증하였는데 주가수익률을 추정하는 식을 도출하기 위해 각 변수는 변동분을 사용하였다. 보통주순자산장부가액의 변동은 보통주자본금의 변동에 당기순이익을 가산하고 배당금을 차감한 것과 같다. 이 값에 양변을 기초 보통주시가로 나누어 모형을 만들었다. 보통주주가수익률은 개별기업의 연간 주가수익률로서 회계년도 말을 기준으로 -9월부터 +3월까지 1년분을 측정하였다. 또 모든 독립변수는 기초의 보통주시가로 표준화하여 산출하였고 유가증권평가손익은 주식으로 공시된 유가증권의 취득원가와 공정시가 차액의 증가분으로 측정하였다. 실증분석의 표본은 1992-1997년 재무제표 주식으로 유가증권 시가정보를 공시한 은행과 증권회사를 표본으로 선정하여 분석하였다.

검증결과 유가증권평가차액의 회귀계수가 양의 값을 갖으면서 유가증권의 평가차액은 주가수준과 양의관계가 있다는 가설이 채택되었다. 즉, 주식으로 공시되는 유가증권평가차액이 주가수준을 설명하는데 있어 순자산 장부가치에 추가

적인 설명력을 보이는 것으로 나타났고, 추가수익률을 설명하는데 있어서도 유가증권평가손익이 당기순이익에 유의적인 추가 설명력을 가지는 것으로 나타났다. 또한 유가증권의 시가정보가 재무제표에 직접 반영되지 않고 주식으로 공시되고 있음에도 불구하고 투자자의 의사결정에 영향을 주고 추가행태를 설명함에 있어서 취득원가에 추가적인 정보가치를 가지고 있음을 보여 줌으로써 유가증권시가정보의 유용성을 실증적으로 분석하였다.

김권중·김문철(2000)은 금융업을 대상으로 유가증권 공정가치정보의 유용성을 실증분석 하였다. 송인만 등(2000)과 같이 유가증권 시가정보가 주식으로만 반영할 당시를 분석하였고 실증분석모형이 다소 다를 뿐이다. 연구모형은 Preinreich(1938), Edwards and Bell(1961), Ohlson(1995)의 초과이익평가모형(abnormal earnings valuation model)이론에 근거하여 직접 실증분석모형을 개발하였다. 검증모형은 회계변수와 주식가치 관계에 대한 초과이익평가모형으로 하여 공정가치 정보가 추가관련성을 갖고 있는지 검증함으로써 공정가치 회계도입의 필요성에 대한 실증적 증거를 제시하고자 하였다.

재무제표상의 회계수치를 사용하여 다음의 초과이익평가모형에서 직접 유도된 실증분석모형을 구체적으로 살펴보았다.

$$MV_t = BV_t^B + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E[X_{t+\tau}^B - r \cdot BV_{t+\tau-1}^B] \quad \text{식(8)}$$

여기서, MV_t : t시점의 자기자본 시장가치

BV_t^B : 대차대조표상의 자기자본장부가치

ρ : $1+r$ (r =자기자본비용)

X_t^B : 손익계산서상의 순이익

초과이익평가모형은 회계방법에 영향을 받지 않으므로(Bernard 1995) 식(8)은 BV_t^A 및 X_t^A 를 사용하여 식(9)와 같이 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned}
MV_t &= BV_t^A + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E[X_{t+\tau}^A - r \cdot BV_{t+\tau-1}^A] \\
&= BV_t^B + CURGL_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E[X_{t+\tau}^A - r \cdot BV_{t+\tau-1}^A] \quad \text{식(9)}
\end{aligned}$$

여기서, MV_t : t시점의 자기자본 시장가치

BV_t^A : $BV_t^B + CURGL_t$

BV_t^B : 대차대조표상의 자기자본 장부가치

$CURGL_t$: 유가증권 미실현 평가손실의 누적액

$\Delta CURGL_t$: $CURGL_t - CURGL_{t-1}$

X_t^A : $X_t^B + \Delta CURGL_t$

이제 BV_t^B 에서 유가증권의 장부가치를 분리해내면 식(10)과 같다.

$$MV_t = BV_t^0 + BSEC_t + CURGL_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E[X_{t+\tau}^A - r \cdot BV_{t+\tau-1}^A] \quad \text{식(10)}$$

여기서, BV_t^0 : 유가증권을 제외한 자기자본 장부가치

$BSEC_t$: 유가증권의 장부가치

위 식에서 $BSEC_t$ 와 $CURGL_t$ 의 합계가 유가증권 공정가치를 나타낸다.

유가증권장부가치의 주가관련성을 함께 검증하기 위해 위와 같이 공정가치를 $BSEC_t$ 와 $CURGL_t$ 로 구분하여 각각 독립변수로 사용한다. 자기자본시장가치는 자기자본장부가치와 유가증권의장부가치, 유가증권 미실현 평가손실의 누적액과 순이익, 당해 년도에 대한 미실현 평가손익과 현금배당, 순유상증자액의 합으로 모형을 만들었다. 유가증권 공정가치가 투자자에게 유용한 정보라면 유가증권 미실현 평가손실의 누적액은 유의한 양의 값을 가져야 할 것이다.

식(10)에서 유가증권 공정가치에 관한 정보는 $CURGL_t$ 에 포함되게 되며 $CURGL_t$ 가

주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있는지가 실증분석의 초점이 된다. 또 예상이익 $E(X_{t+1})$ 의 할인계수(ρ^{-1})는 기업간 위험의 차이에 따라 영향을 받는다는 가정을 반영하기 위하여 위험계수(베타)를 미래이익 예측치와의 상호작용변수 형태로 포함시킨다.

따라서, 식(10)에서 유도되는 실증분석모형은 다음과 같다.

$$MV_{it} = \sum_{Y=T_1}^{t_2} b_Y Dy_{it} + b_1 BV_{it}^0 + b_2 BSEC_{it} + b_3 CURGL_{it} + b_4 FX_{it} + b_5 BETA_{it} \cdot FX_{it} + e_{it} \quad \text{식(11)}$$

(+) (+) (+)
 (+) (-)

여기서, MV_t : t시점의 자기자본 시장가치

Dy_{it} : 표본기간(T_1, T_2) 중 년도 Y에 대한 더미변수

BV_t^0 : 유가증권을 제외한 자기자본 장부가치

$BSEC_t$: 유가증권의 장부가치

$CURGL_t$: 유가증권 미실현 평가손실의 누적액

FX_{it} : t+1년의 이익 예측치

$BETA_{it}$: 베타계수

유가증권 공정가치정보가 주가관련성을 갖는다면, $CURGL_{it}$ 의 계수 b_3 는 유의한 양의 값을 가질 것이고 식(11)에서 보듯이 b_1, b_2 및 b_4 는 양의 값을 그리고 계수 b_5 는 음의 값을 가질 것으로 예상했다. 절편더미변수 Dy_{it} 는 년도별로 공통적 증가움직임에 따른 횡적상관성을 통제하기 위해 포함되었다. 식(11)를 추정함에 있어 이분산 문제를 검토하고 White(1980)의 방법에 의한 t-통계치를 사용하여 계수추정치의 유의성을 검증하였다. 1993-1997년을 표본기간을 설정하였는데, 이당시 금융기관은 보유하고 있는 미실현 평가손실을 재무제표에 계상하지 않고 주식사향으로 기재하여 왔다.

연구결과 재무제표에 미반영된 유가증권 미실현 평가손실의 누적액은 주식가격

에 대해 유의한 설명력을 갖고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 주가수준분석에서 일관되게 관측되고 있으며, 따라서 공정가치회계 도입을 실증적으로 뒷받침하였다고 할 수 있다. 그러나 당년도의 유가증권 미실현 평가손익과 주가변화액 간에는 유의한 관련성이 관측되지 않았다. 이러한 결과는 표본규모와 관련한 검증력 문제 또는 누락변수편의의 문제로 보고 향후 연구해야 할 과제로 남겨졌다.

김경민(2002)은 기업가치평가에 있어서 유가증권 및 투자유가증권의 시가평가 정보가 역사적원가인 취득원가에 대하여 추가적 설명력이 있는지에 대한 실증적인 증거를 제시하고자 하였다. 검증모형은 기업가치평가모형인 Feltham-Ohlson(1995) 모형을 이용하였다. 주가는 현재의 장부가치와 현재이익의 함수라는 가정하에 모형을 설정하여 장부상의 자본대신 공정평가손익을 반영시킨 기업의 자본과 당기 순이익이 기업가치에 대해 설명력을 갖는지 측정함으로써, 유가증권 및 투자유가증권의 공정가치가 기업가치에 영향을 미치는지를 검증하였다. 즉, 주식가격이 기업의 가치에 대한 불편적 추정치이고 공정가치평가손익 항목들이 투자자들의 기업가치평가에 있어 사용되는 요인들과 관련이 있다면 각 항목들에 대한 주가 반응을 통해 그 정보효과의 정도 및 기업가치평가에 있어서 유용성을 추정할 수 있기 때문이다.

특히 유가증권평가차액의 정보효과는 기업주가수준과의 관련성을 통해 검증이 가능한데 기업의 보통주시가는 순자산장부가액과 장부가액에 포착되지 않은 순자산가치의 합과 비례하는 것으로 볼 수 있다. 순자산의 역사적 원가와 시가의 차이, 부외자산과 부채, 초과이익과 성장잠재력에 의한 무형자산 등은 장부가액에 포착되지 않는 순자산가치에 해당한다. 이 논문에서는 주로 금융업을 대상으로 유가증권 시가정보의 유용성을 검증한 기존연구와는 달리 제조업을 선정하여 일반기업에 적용되는 유가증권 시가평가에 대하여 연구하고자 하였다. 1997년에서 2001년도의 5년 동안의 자료를 이용한 유가증권 및 투자유가증권의 시가정보가 기업의 주가를 어느 정도 설명하고 있는지 살펴보았는데 실증분석한 결과 유가증권 및 투자유가증권 평가손익은 주가에 1%수준에서 유의한 설명력을 보이는 것으로 나타났다. 또한 유가증권평가손익이 투자유가증권평가손익에 비해 회귀계수 값이 크게 나타났고, 이는 평가손익에 있어서의 장·단기 차이로 인한 효과로 보았다. 또한 기업을 규모에 따라 10개의 집단으로 나누어 각각에 대하여

회귀분석을 실시한 결과 전반적으로 기업의 규모가 클수록 유가증권 및 투자유가증권평가손익의 회귀계수가 주가를 보다 잘 설명하고 있음을 알 수 있었다. 이러한 분석결과에 따라, 유가증권과 투자유가증권 시가평가 정보는 정보이용자들에게 목적적합한 정보를 제공하고 있다고 할 수 있다고 하였다.

이광수(2002)는 미실현손익 항목인 투자유가증권평가항목이 주식가치와 관련이 있는지 즉, 투자자의 의사결정에 유용한 정보를 전달하고 있는가를 검증하였다.

연구표본은 1997-2000년까지 투자유가증권평가손익을 계상한 기업을 대상으로 하였고 검증모형은 Ohlson(1995)의 가치평가함수에 따라 기업가치는 자기자본장부가액, 당기순이익, 배당을 이용하여 자본조정에 속하는 투자유가증권평가손익 항목을 투자유가증권평가이익과 손실로 분리하여 검증하였다. 연구결과 자본조정에 계상되는 투자유가증권평가손익 항목은 투자자 의사결정에 유용한 정보를 전달한다는 결과를 얻었다. 즉, 당기순이익이 양(+)인 기업과 음(-)인 기업을 분리하여 회귀분석 했을때 검증모형은 더 높은 설명력을 가졌다. 양(+)의 당기순이익이 발생한 기업인 경우 변수들이 기업가치와 유의한 관계를 보였지만 음(-)의 당기순이익이 발생한 기업은 유의하지 않게 나타났다.

한지영(2006)은 유가증권평가손익이 기업가치에 대하여 가치관련성이 있는지를 실증분석 하였다. 연구표본은 2000-2004년까지이며, Ohlson(1995)모형을 바탕으로 기업의 가치는 유가증권평가손실을 반영하지 않은 장부가치와 유가증권평가손익 및 초과이익의 현재가치의 회귀모형에 의하여 산출된다고 가정하였다. 분석결과에 의하면 유가증권평가손익은 주가에 양(+)의 유의적 영향을 미친다는 결과가 나왔다.

다음의 연구는 이익을 세분화 하여 주가와 관련성을 검증한 김상철(2001)과 김권중·김문철(2003)의 연구이다 .

김상철(2001)은 비금융업을 영위하고 있는 회사를 대상으로 하여 유가증권 시가정보 유용성의 크기의 차이를 분석하고자 하였다. 회계변수평가모형을 기본으로하여 회계변수와 주가와 관련성을 나타내는 가치평가모형을 제시하고 Ohlson(1995)의 가치평가모형을 Collins et al(1999)에서 확장한 모형을 연구목적에 맞게 재구성하여 시가정보의 유용성을 검증하는데 사용하였다. 유가증권에 대한 시가정보의 유용성을 보고자 하는 것이므로 주당순이익을 유가증권 및 투자유가증권과 관련

된 시가정보로 구분하여 분석하였다. 따라서 주당순이익을 구성하는 항목을 유가증권시가정보인 유가증권평가손익과 그 외 손익부분으로 구분하고 기초장부가액에서 기초유가증권장부가치와 기초투자유가증권장부가치 그리고 시중 투자유가증권평가손익으로 분리하여 다음의 검증모형을 개발하였다.

$$\begin{aligned} \text{PRCD}_t = & \alpha_0 + \beta_1 \text{BBVPS}_{t-1} + \beta_2 \text{STSECPS}_{t-1} + \beta_3 \text{STVALGL}_t + \beta_4 \text{LTSECPS}_{t-1} \\ & + \beta_5 \Delta \text{LTVALGL}_t + \beta_6 \text{EEPS}_t + \beta_7 \text{NEGEPS}_t + \xi_t \end{aligned} \quad \text{식(12)}$$

여기서, PRCD_t : 익년도 3월말주당주가

BBVPS_{t-1} : $\text{BBVPS}_{t-1} - \text{STSECPS}_{t-1} - \text{LTSECPS}_{t-1}$

STSECPS_{t-1} : 주당 기초 유가증권 장부가치

STVALGL_t : 주당 유가증권 평가손익(이익-손실)

LTSECPS_{t-1} : 주당 기초 투자유가증권 장부가치

$\Delta \text{LTVALGL}_t$: 주당 투자유가증권 평가손익(이익-손실)

$\text{EEPS}_t = \text{EPS}_t - \text{STVALGL}_t$ (EPS_t : 주당 당기순이익)

NEGEPS_t : EPS가 음(-)이면 EPS, EPS가 양(+)이면 0

식(12)에서는 유가증권평가손익항목과 투자유가증권평가손익의 시가정보의 유용성을 검증하고자 기초장부가치를 유가증권에 해당하는 부분과 투자유가증권에 해당하는 부분, 그 외 부분 그리고 주당 유가증권평가손익과 주당 유가증권평가손익 외 손익으로 구분하여 검증모형을 설정하였다. 주당 유가증권평가손익(STVALGL_t)의 회귀계수 β_3 과 주당 투자유가증권평가손익($\Delta \text{LTVALGL}_t$)의 회귀계수 β_5 가 정보이용자에게 유용성이 있는지를 살펴보기 위해 두 값이 모두 양의 값을 나타내는지 검증하였다.

$$\begin{aligned} \text{PRCD}_t = & \alpha_0 + \beta_1 \text{BVPS}_{t-1} + \beta_2 \text{EEPS}_t + \beta_3 \text{NEGEPS}_t + \beta_4 \text{STVALGL}_t \\ & + \beta_5 \Delta \text{LTVALGL}_t + \xi_t \end{aligned} \quad \text{식(13)}$$

여기서, $PRCD_t$: 익년도 3월말 주당 주가

$BVPS_{t-1}$: 주당 기초 순 장부가치

$EEPS_t$: $EPS_t - STSALGL_t - STVALGL_t$ (EPS_t : 주당 당기순이익)

$STSALGL_t$: 주당 유가증권 처분손익

$STVALGL_t$: 주당 유가증권 평가손익

$NEGEPS_t$: EPS가 음(-)이면 EPS, EPS가 양(+)이면 0

$$PRCD_t = \alpha_0 + \beta_1 BVPS_{t-1} + \beta_2 EEPS_t + \beta_3 NEGEPS_t + \beta_4 LTSALGL_t + \beta_5 \Delta LTVAGL_t + \xi_t \quad \text{식(14)}$$

여기서, $LTSALGL_t$: 주당 투자유가증권 처분손익

$\Delta LTVAGL_t$: 주당 투자유가증권 평가손익

$NEGEPS_t$: EPS가 음(-)이면 EPS, EPS가 양(+)이면 0

식(13)과 식(14)에서는 유가증권처분손익을 포함하여 시가정보의 유용성과 유용성의차이를 검증하고자 투자유가증권과 유가증권으로 분리하여 모형을 설정하였다. 처분손익과 평가손익의 회귀계수의 차이를 F검증하여 비교 분석함으로써, 두 회귀수치가 주가수준에 미치는 영향의 크기에 차이가 있는지를 검증하였다.

1997-1999년에 대해 분석한 결과 유가증권처분손익의 회귀계수 크기가 평가손익의 회귀계수 크기보다는 크지만 크기차이에 대한 유의성은 없는 것으로 나타났다. 반면 투자유가증권처분손익과 투자유가증권평가손익의 주가배수의 크기차이에 대한 유의성을 F검증한 결과에서는 투자유가증권처분손익의 주가배수 크기가 투자유가증권평가손익의 주가배수 크기보다 크면서 두 회귀계수 간의 크기차이가 유의한 것으로 나타났다. 이는 미실현된 손익이 실현된 손익으로 인식되기 위해서는 미래에 대한 불확실성과 기간에 대한 할인율이 적용되어야 하기 때문인 것으로 보았다. 다만, 투자유가증권처분손실과 평가손실을 분리하여 비교하는 추가분석에서는 투자유가증권평가손실이 유용한 정보력이 없는 것으로 나타났다.

이 결과는 비금융업에서도 (투자)유가증권의 시가평가 정보는 이용자들에게 목적
적합한 정보를 제공하고 있으며 시장에서의 시가정보 반응은 미실현손익(평가손
익)보다는 실현손익(처분손익)에 더 크게 나타나지만, 평가손익의 장·단기에 따
라 그 차이에 대한 유의성이 달라지고 있다는 해석을 할 수 있다고 하였다.

또한 유가증권의 경우에는 유가증권평가손익이 실현된 손익인 유가증권처분손
익과 유용성수준이 비슷하게 나타나므로 유가증권평가손익을 유가증권처분손익
과 같이 당기의 손익항목으로 처리하고, 투자유가증권평가손익은 실현된 손익과
는 유용성에 차이가 있으므로 회계정보 왜곡을 방지하기 위하여 투자유가증권평
가손익을 자본조정항목으로 처리토록 한 현행 기업회계기준이 규정이 타당하다
는 논리에 대한 실증적 근거를 제시한다고 하였다.

김권중·김문철(2003)은 기업회계기준에서 경상이익과 특별손익을 구분하는데
특별손익은 미래지속성이 없는 일시적 손익인 반면 경상이익을 구성하는 손익항
목들은 모두 지속적 손익인 것으로 암묵적 가정을 하였다. 이 연구에서는 손익계
산서의 경상이익에 포함된 대표적인 영업외손익 항목들을 대상으로 하여 미래지
속성 여부를 검증하였다. 각 손익항목별로 시계열자료를 이용하여 미래지속성을
검증하였고, 주가관련성 검증은 Ohlson(1999)의 이론모형을 근거로 하여 검증하
였다. 시계열모형(LID)을 초과이익모형에 적용하면 아래와 같은 가치평가함수가
도출된다.

$$V_t = BV_t + a_1 X_t^a + a_2 X_t^2 \quad \text{식(15)}$$

$$a_1 = \frac{w_{11}}{(1+r-w_{11})}$$

$$a_2 = \frac{(1+r)w_{12}}{(1+r-w_{11})(1+r-w_{22})}$$

여기서, V_t : t시점의 주식가치

BV_t : t시점의 자기자본 장부가치

X_t^a : t시점의 초과이익

$X2_t$: 일시적 손익

ω_{11} : 초과이익 X^a_t 의 지속계수

ω_{12} : 미래초과이익 X^a_{t+1} 을 예측하는데 일시적 손익후보인 $X2_t$ 가
추가적으로 공헌하는가를 나타내는 계수

ω_{22} : $X2_t$ 자체의 미래지속성 정도를 나타내는 지속계수

식(15)를 재구성하면 다음과 같다

$$\begin{aligned} V_t &= BV_t + a_1[(X1_t + X2_t) - r BV_{t-1}] + a_2 X2_t && \text{식(16)} \\ &= BV_t + a_1 X1_t^a + (a_1 + a_2) X2_t \end{aligned}$$

여기서, $X1_t$: 지속적 손익

$X2_t$: 일시적 손익 후보

$a_1 + a_2 = 0$ 이면 $\omega_{11} + \omega_{12} = 0$ 이 성립된다. 따라서 $X2_t$ 가 일시적 손익이면 $a_1 + a_2 = 0$ 이므로 $X2_t$ 는 주가와 장부가치 프리미엄의 결정에 관련이 없고, 지속적 손익에 의한 초과이익 $X1_t^a$ 만이 프리미엄의 크기에 영향을 미친다. 이 연구에서는 대표적 영업외손익 항목들을 대상으로 손익항목이 일시적 손익에 해당하는지 여부를 실증적으로 분석하였다. 실증분석의 대상이 되는 일시적 손익 후보들은 유가증권평가손익, 유가증권처분손익, 외환차손익, 외화환산손익, 사채상환손익, 고정자산처분손익, 파생상품거래손익이다. 주가관련성 검증모형을 보면 아래와 같다.

$$MV_{it} = \sum_{t=T1}^{T2} b_{0t} D_{it} + b_1 BV_{it} + a_1 PX_{it}^a + (a_1 + a_2) TX_{it} + e_{it} \quad \text{식(17)}$$

여기서, MV_{it} : t+1년 3월말의 주식시가총액

D_{it} : 표본기간 T1 - T2의 년도별 절편터미

BV_{it} : t년말의 자기자본 장부가치

$$PX_{it}^a : \text{초과이익 [t년 당기순이익} - TX_{it}] - r BV_{it-1}$$

(r=자기자본비용)

TX_{it} : t년의 (세후) 영업외손익 항목 또는 특별손익

e_{it} : 오차항

식(17)에서 독립변수 PX_t^a 는 식(16)의 $X1_t^a$ 에 해당하며, TX_t 를 제거하여 측정된 초과이익이다. BV_t 는 식(16)의 이론모형에 의해 포함될 뿐 아니라 규모변수의 역할도 하고 있다. 또한 연도별 절편터미 D_t 는 오차항의 횡적상관성을 통제하기 위해 포함된다. 또한 일시적 손익 후보 TX_t 의 계수 추정치들이 0과 유의하게 다르지 않은 것으로 나타난다면 $\omega_{22} = 0$ 및 $a_1 + a_2 = 0$ 에 대한 실증적 근거가 될 것으로 가정하였다. 식(16)의 이론모형에 근거할때 b_1 과 a_1 은 양의 부호를 가질 것으로 기대된다.

1992-2001년 기간에 비금융업 상장기업을 대상으로 실증분석한 결과 순이자비용, 지분법평가손익, 임대료 및 배당금 수익은 미래지속성이 있는 손익으로 나타났다. 그러나 유가증권평가손익을 포함한 일시적 손익 후보들은 특별손익처럼 대부분 미래지속성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과로 볼때 경상이익과 특별손익을 구분해야 할 근거를 찾기 어렵고 경상이익과 특별손익을 보고 미래이익을 예측했다면 일시적 손익이 미래의 이익예측오차를 확대시킬 가능성이 있다. 투자자들이 의사결정에서 핵심적인 측면은 기업의 미래이익 예측이므로 손익계산서의 유용성을 높이기 위해서는 손익항목간의 차별적 지속성이 항목분류의 최우선적 기준이 되어야 함을 국제회계기준위원회에서 권고한 바 있다. 이러한 분석결과에 따르면 FASB의 손익계산서 구조 개선안을 지지하는 실증적 증거를 제시하였고 우리나라 회계기준을 개선하는데 시사점을 갖고 있다고 주장하였다.

본 연구는 선행연구와 달리 2003년 유가증권에 관한 기업회계기준서가 제정되어 공정가치 평가가 확대되고 유가증권과목 분류기준이 바뀐 후 유가증권을 공정가치로 평가함에 따라 발생하는 평가손익의 유용성에 대해 실증분석 하였다는 특징이 있다. 즉, 기존연구와는 달리 2003년도 이후 단기매매증권과 매도가능

증권으로 세분화된 유가증권 분류기준에 따라 유가증권 공정가치정보가 주가관련성이 있는지 살펴본다. 이를 위해 본 연구에서는 유가증권시가정보를 단기매매증권평가손익과 매도가능증권평가손익으로 나누고 당해 평가손익이 취득원가(단기매매증권평가손익과 매도가능증권평가손익을 차감한 순자산가치)에 대해 추가적 정보가 있는지 살펴보았다는 특징이 있다. 또한, 기존연구와는 달리 단기매매증권과 매도가능증권의 분류기준에 따라 각각의 평가손익과 처분손익이 주가관련성이 있는지와 그 크기차이를 살펴보고자 한다.



Ⅲ. 연구설계

1. 가설설정

본 연구의 목적은 유가증권을 공정가치로 평가함에 따라 발생하는 평가손익의 유용성을 분석하는 것이다.

유가증권 공정가치 평가가 회계정보이용자의 의사결정에 유용한 이유를 살펴보면, 기업은 유휴자금을 일시적으로 운용하기 위하여 현금화가 용이한 유가증권에 투자한다. 이 경우 유가증권의 시가로 대표되는 공정가치는 미래 기업의 현금 창출능력을 측정하고자 하는 정보이용자에게 매우 목적적합한 정보가 된다.

시가는 현재의 이자율과 미래의 위험에 대한 시장측정치를 감안한 미래현금흐름의 현재가치를 반영하고 있다. 따라서 시가가 변화하였을 때는 시가로 평가하는 것이 합리적이다. 또한, 유가증권의 시가는 유가증권을 일정시점에 매수하여 미확정기간 동안 보유하려고 한 경영자의 의사결정에 따른 성과를 적시에 가장 잘 반영하기 때문에 신뢰성 있는 정보를 제공할 수 있다.

본 연구에서는 먼저 유가증권평가손익이 취득원가에 대해 추가적 정보가 있는지 살펴보려고 한다. 즉, 유가증권평가손익은 주가와 양(+)의 관계가 있는지 살펴본다. 김권중·김문철(2000) 및 송인만(2000)의 연구에 의하면 유가증권 공정가치를 장부가치(취득원가)와 유가증권의 미실현 평가손익 누적액으로 구분하여 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있는지 분석하였다. 연구결과 두 변수 모두 1% 수준에서 유의한 양의 값이 나왔다. 즉, 재무제표에 미반영된 유가증권 미실현 평가손실의 누적액은 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있는 것으로 나타났다. 위 연구대상 기간인 1992~1997년의 경우 주석으로 공시되는 유가증권평가차액에 관련된 정보가 주가수준을 설명함에 있어서 유의하다면 관련정보를 재무제표에 반영할 때에도 유가증권평가손익은 순자산 장부가치에 추가적인 정보 가치가 있을 것으로 예상된다.

따라서 이를 검정하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1 : 유가증권평가손익은 주가관련성이 있다.

한편, 이를 구체적으로 검정하기 위하여 2003년도부터 유가증권과목 분류기준이 바뀐에 따라 다음과 같은 세부가설을 설정한다.

가설 1-1 : 단기매매증권평가손익은 주가관련성이 있다.

가설 1-2 : 매도가능증권평가손익은 주가관련성이 있다.

다음으로 미실현손익인 유가증권평가손익과 실현손익인 유가증권처분손익의 주가관련성에는 차이가 있는지 살펴본다.

김상철(2001)에 따르면 회계이익의 질적특성은 회계이익의 구성요소에 의하여 결정되고 수익실현 인식 범위에 따라 실현손익과 미실현손익으로 구성되고 회계이익에 대한 유용성수준은 실현된손익과 미실현된손익의 구성비율에 의해 달라진다고 하였다. 이에 따라 순자산의 가치가 증감함으로써 발생하는 유가증권평가손익과 유가증권이 매매되는 시점에서 발생하는 유가증권처분손익이 주가에 미치는 영향의 크기를 검증하였다. 연구결과 유가증권처분손익의 회귀계수크기가 평가손익의 회귀계수보다는 크지만 크기 차이에 대한 유의성은 없는 것으로 나타났다. 반면 투자유가증권처분손익이 투자유가증권평가손익보다 크기가 크고 또한 유의적으로 큰 것으로 나타났다.

따라서 유가증권과 관련한 미실현손익인 유가증권평가손익과 실현이익인 유가증권처분손익의 주가관련성이 차이가 있다는 선행연구를 재검토하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2 : 유가증권평가손익과 유가증권처분손익의 주가관련성에는 차이가 있다.

한편, 이를 구체적으로 검증하기 위하여 다음과 같은 세부가설을 설정한다.

가설 2-1 : 단기매매증권평가손익과 단기매매증권처분손익의 주가관련성에는 차이가 있다.

가설 2-2 : 매도가능증권평가손익과 매도가능증권처분손익의 주가관련성에는 차이가 있다.

끝으로 유가증권평가손익과 유가증권처분손익 정보가 미래의 초과이익을 예측하는데 유용한지 살펴본다. 즉, 순자산(자본)을 통제한 경우에 유가증권평가이익 및 유가증권처분손익은 주가와 양(+)의 관계가 있는지 분석하는 것이다.

김권중·김문철(2003)은 영업외 손익항목 등을 대상으로 하여 지속적 손익인지 일시적 손익인지의 문제를 실증분석하기 위해 일시적 손익 후보로 유가증권 평가손익, 유가증권처분손익 등으로 분류하여 미래지속성 여부를 실증분석 하였다. 또 비교목적으로 특별손익도 검증하였으며 실증분석은 각 손익항목별로 미래지속성 검증과 주가관련성 검증을 하였다. 분석한 결과 일시적 손익 후보들은 대부분 특별손익처럼 미래지속성이 없는 것으로 나타났다. 유가증권처분손익의 경우 작은 정도의 지속성을 보였으나 유가증권평가손익과 유가증권처분손익을 합한 수치는 미래지속성이 없는 것으로 나타났다. 즉, 순자산(자본)을 통제한 경우에 유가증권평가이익 및 유가증권처분손익은 주가와 유의적인 관계가 나타나지 않았다. 또 일시적 손익 후보들의 주가관련성 여부에 대한 검증결과도 순자산(자본)을 통제하였을 경우 주시가격에 유의한 설명력을 갖지 않았다.

따라서 유가증권분류방법이 변경된 2003년 이후에 대하여 다음과 같은 가설을 설정하고 이를 검증하고자 한다.

가설 3 : 유가증권평가손익과 처분손익은 장부가치(자본)에 대해 추가적 정보효과가 없다.

한편, 이를 구체적으로 검증하기 위하여 다음과 같은 세부가설을 설정한다.

3-1 : 단기매매증권평가손익은 장부가치에 대해 추가적 정보효과가 없다.

3-2 : 단기매매증권처분손익은 장부가치에 대해 추가적 정보효과가 없다.

3-3 : 매도가능증권처분손익은 장부가치에 대해 추가적 정보효과가 없다.

2. 연구모형

유가증권평가손익은 주가관련성이 있다는 <가설 1>을 검증하기 위하여 먼저 단순한 기업가치평가모형인 장부가치평가모형을 이용한다.

즉, 장부가치에서 단기매매증권평가손익과 매도가능증권평가손익을 구분하여 나타내면 식(18)과 같다. YR_t 는 년도별 주가수준의 차이를 통제하기 위하여 추가하였다.

$$P_t = \alpha_0 + \beta_1 BVA_t + \beta_2 HFTPLSV_t + \beta_3 AFAPLSV_t + \beta_4 YR_t + \xi_t \quad \text{식(18)}$$

여기서, P_t : t+1년도 3월말 주가¹⁾

BVA_t : t년말 장부가치에서 HFTPLSV_t와 AFAPLSV_t를 차감한 수치
(=BV_t - HFTPLSV_t - AFAPLSV_t)

HFTPLSV_t : t년말 단기매매증권평가손익

AFAPLSV_t : t년말 매도가능증권평가손익

YR_t : 년도를 나타내는 더미변수

<가설 1>에 의하면 단기매매증권평가손익(HFTPLSV_t)의 회귀계수 β_2 와 매도가능증권평가손익(AFAPLSV_t)의 회귀계수 β_3 가 유의한 양(+)의 값을 나타낼 것으로 예상된다. 이에 따라 유가증권평가손익은 주가관련성이 있다고 할 수 있고 따라서 유가증권공정가치 정보는 유용하다고 할 수 있다.

Ohlson(1995)에 의하면, 현재의 장부가치와 미래(초과)이익이 기업가치를 결정하는 주요한 요인변수이다. 배당(D)을 오차항에 포함하여 Ohlson(1995)을 단순화하면 다음과 같다.

1) 본 연구에서는 t+1년도 3월말 주가를 사용하였으나 t년도말 주가를 사용한 경우에도 분석결과는 큰 차이가 없다.

$$P_t = \alpha_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 EPS_t + \xi_t \quad \text{식(19)}$$

여기서, P_t : t+1년도 3월말 주가

BV_t : t년말 장부가치

EPS_t : t년도 당기순이익

식(19)에서 장부가치와 이익을 분해하면 다음과 같은 식(20)의 검증모형이 도출된다.

$$P_t = \alpha_0 + \beta_1 BVA_t + \beta_2 HFTPLSV_t + \beta_3 AFAPLSV_t + \beta_4 EPSA_t + \beta_5 DEPSA_t + \beta_6 YR_t + \xi_t \quad \text{식(20)}$$

여기서, P_t : t+1년도 3월말 주가

BVA_t : t년말 장부가치(BV_t)에서 $HFTPLSV_t$ 와 $AFAPLSV_t$ 를

차감한수치($=BV_t - HFTPLSV_t - AFAPLSV_t$)

$HFTPLSV_t$: t년말 단기매매증권평가손익

$AFAPLSV_t$: t년말 매도가능증권평가손익

$EPSA_t$: t년도 당기순이익(EPS_t)에서 $HFTPLSV_t$ 를 차감한수치

($=EPS_t - HFTPLSV_t$)

$DEPSA_t$: $EPSA_t$ 가 음(-)이면 $EPSA_t$, $EPSA_t$ 가 양(+) 이면 0

YR_t : 년도를 나타내는 더미변수

Hayn(1995)은 손실보고기업에서 이익의 정보효과를 검증하였다. $DEPSA_t$ 는 손실기업의 이익계수는 이익보고기업에 비해 설명력이 낮게 나타난 Hayn(1995)의 연구결과를 반영하기 위하여 추가한 것이다. 식(18)과 마찬가지로 식(20)에서 단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)의 회귀계수 β_2 와 매도가능증권평가손익($AFAPLSV_t$)의 회귀계수 β_3 이 유의한 양(+)의 값인지 검증한다. 이에 따라 유가증권평가손익은

주가관련성이 있다는 <가설 1>이 채택되고 따라서 유가증권공정가치 정보는 유용하다고 할 수 있다.

유가증권평가손익과 유가증권처분손익의 주가관련성에는 차이가 있다는 <가설 2>를 검증하기 위하여 식(20)에서 유가증권처분손익을 구분한 다음의 검증모형을 설정한다 .

$$P_t = \alpha_0 + \beta_1 BVA_t + \beta_2 HFTPLSV_t + \beta_3 AFAPLSV_t + \beta_4 HFTPLSS_t + \beta_5 AFAPLSS_t + \beta_6 EPSA_t + \beta_7 DEPSA_t + \beta_8 YR_t + \xi_t \quad \text{식(21)}$$

여기서, P_t : t+1년도 3월말 주가

BVA_t : t년말 장부가치(BV_t)에서 $HFTPLSV_t$ 와 $AFAPLSV_t$ 및 $HFTPLSS_t$ 와 $AFAPLSS_t$ 를 차감한 수치
 (= $BV_t - HFTPLSV_t - AFAPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t$)

$HFTPLSV_t$: t년말 단기매매증권평가손익

$AFAPLSV_t$: t년말 매도가능증권평가손익

$HFTPLSS_t$: t년말 단기매매증권처분손익

$AFAPLSS_t$: t년말 매도가능증권처분손익

$EPSA_t$: t년도 당기순이익(EPS_t)에서 $HFTPLSV_t$ 와 $HFTPLSS_t$ 및 $AFAPLSS_t$ 를 차감한 수치

(= $EPS_t - HFTPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t$)

$DEPSA_t$: $EPSA_t$ 가 음(-)이면 $EPSA_t$, $EPSA_t$ 가 양(+) 이면 0

YR_t : 년도를 나타내는 더미변수

<가설 2>를 검증하기 위하여 단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)의 회귀계수 β_2 와 단기매매증권처분손익($HFTPLSS_t$)의 회귀계수 β_4 및 매도가능증권평가손익($AFAPLSV_t$)의 회귀계수 β_3 와 매도가능증권처분손익($AFAPLSS_t$)의 회귀계수 β_5 간에 차이가 있는지 F검증을 통하여 비교 분석한다.

유가증권관련 손익은 미래지속성이 없으므로 유가증권평가손익과 처분손익은 주가를 설명함에 있어서 장부가치(자본)에 대해 추가적 정보효과가 없다는 <가설 3>을 검증하기 위하여 다음과 같은 모형을 설정한다.

$$P_t = \alpha_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 EPSA_t + \beta_3 HFTPLSV_t + \beta_4 HFTPLSS_t + \beta_5 AFAPLSS_t + \beta_6 DEPSA_t + \beta_7 YR_t + \xi_t \quad \text{식(22)}$$

여기서, P_t : t+1년도 3월말 주가

BV_t : t년말 장부가치

$EPSA_t$: t년도 당기순이익(EPS_t)에서 $HFTPLSV_t$ 와 $HFTPLSS_t$ 및 $AFAPLSS_t$ 를 차감한 수치

(= $EPS_t - HFTPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t$)

$HFTPLSV_t$: t년말 단기매매증권평가손익

$HFTPLSS_t$: t년말 단기매매증권처분손익

$AFAPLSS_t$: t년말 매도가능증권처분손익

$DEPSA_t$: EPSA가 음(-)이면 EPSA, EPSA가 양(+) 이면 0

<가설 3>에 의하면 단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)의 회귀계수 β_3 와 단기매매증권처분손익($HFTPLSS_t$)의 회귀계수 β_4 및 매도가능증권평가손익($AFAPLSS_t$)의 회귀계수 β_5 가 유의한 양(+)의 값이 나타나지 않을 것으로 예상된다. 따라서 유가증권평가손익과 유가증권처분손익은 미래의 초과이익을 반영하지 않으므로 장부가치(자본)에 대해 추가적 정보효과가 없다고 할 수 있다.

3. 변수측정

검증모형에 사용되는 주요변수들은 다음과 같이 측정한다. 회귀분석에 사용하는 변수들은 이분산성(heteroscedasticity)을 통제하기 위하여 모두 주당금액으로 계산하여 사용하였다.

- ① 주가(P_t) : t시점의 주가는 t+1년 3월말의 발행주식 1주당 가격을 사용하였다. t+1년 3월말을 기준으로 하여 t년도말 보통주 발행주식수에 보통주 주가를 곱하여 산출되는 보통주식 가치와 우선주 발행주식수에 우선주 주가를 곱하여 산출되는 우선주식 가치를 합하여 총 주식가치를 구하고, 총 주식가치를 년말의 발행주식수로 나누어 발행주식 1주당 가격을 산출하였다.²⁾
- ② 장부가치(BV_t) : t년도말의 장부가치는 t년도말의 자본총계를 t년도말의 발행주식수로 나누어 측정하였다.
- ③ 당기순이익(EPS_t) : t년도의 당기순이익은 t년도의 당기순이익을 t년도말의 발행주식수로 나누어 측정하였다.

2) 보다 정확한 주당 주가를 구하기 위해서는 t년도말과 t+1년 3월말 사이의 무상증자, 주식배당 등을 고려하여야 하나 자료입수가 어려워 생략 하였다. 이러한 문제점을 보완하기 위하여 t년도말의 주가와 t년도말의 발행주식수를 이용하여 분석하였으나 분석결과에는 큰 차이가 없었다.

4. 표본선정

본 연구는 한국증권선물거래소 유가증권시장에 상장되어있는 비금융업을 영위하고 있는 회사를 대상으로 하였다. 또한, 2003년 유가증권에 관한 기업회계기준서가 제정된 후 유가증권 시가정보가 재무제표에 반영된 자료를 수집 할 수 있는 2003년부터 2007년도까지의 기간을 대상으로 하였다. 따라서 비금융업을 영위하는 다음의 조건을 충족하는 기업을 대상으로 표본을 선정하였다.

- (1) 12월 결산법인
- (2) 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE 데이터베이스에 자료가 있는 기업
- (3) 장부가치가 0을 초과하는 기업

조건(1)은 3월말 배당락 주가자료를 이용함으로써 동일성을 유지하고자 함이고 조건(2)는 자료수집상의 한계에 따른 결과이며, 조건(3)은 장부가치가 0인 기업은 주가가 정상기업과 다른 요인에 의해 결정될 가능성이 크기 때문에 이러한 영향을 통제하기 위해서이다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계분석

<표 1>에는 각 검증모형에 사용되는 변수들에 대한 기술통계치가 제시되어 있다. 표본기업의 주가(P_t)와 장부가치(BVA_t)의 평균(중위치)은 각각 34,921(10,050)과 36,576(12,794)으로 나타나고 있다.

단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)의 평균(중위치)은 5.56(0.00)이고 매도가능증권평가손익($AFAPLSV_t$)의 평균(중위치)은 1408.04(4.00)로 나타나 단기매매증권평가손익 보다는 매도가능증권평가손익이 크다는 것을 알 수 있다. 또한, 매도가능증권평가손익의 표준편차가 상대적으로 큰 것으로 나타났다.

처분손익을 보면 단기매매증권처분손익($HFTPLSS_t$)의 평균(중위치)은 6.69(0.00)이고 매도가능증권처분손익($AFAPLSS_t$)의 평균값은 71.69(0.00)으로 나타났다.

<표 1> 기술통계

| 변수 | 평균 | 표준편차 | 중위치 |
|---------|----------|-----------|----------|
| P | 34921.62 | 98306.76 | 10050.00 |
| BV | 36576.42 | 102545.48 | 12794.00 |
| BVA | 35084.40 | 96306.74 | 12394.00 |
| EPS | 2827.13 | 8714.39 | 796.00 |
| EPSA | 2743.18 | 8623.70 | 764.00 |
| HFTPLSV | 5.56 | 153.57 | .00 |
| AFAPLSV | 1408.04 | 13358.93 | 4.00 |
| HFTPLSS | 6.69 | 61.06 | .00 |
| AFAPLSS | 71.69 | 549.60 | .00 |

1) 표본수 : 2,117개

2) P_t : t+1년도 3월말 주가

BV_t : t년말 장부가치

EPS_t : t년도 당기순이익

BVA_t : t년말 장부가치(BV_t)에서 HFTPLSV_t와 AFAPLSV_t 및 HFTPLSS_t 와 AFAPLSS_t 를 차감한 수치

$$(=BV_t - HFTPLSV_t - AFAPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t)$$

$EPSA_t$: t년도 당기순이익(EPS_t)에서 HFTPLSV_t와 HFTPLSS_t 및

AFAPLSS_t를 차감한 수치

$$(=EPS_t - HFTPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t)$$

HFTPLSV_t : t년말 단기매매증권평가손익

AFAPLSV_t : t년말 매도가능증권평가손익

HFTPLSS_t : t년말 단기매매증권처분손익

AFAPLSS_t : t년말 매도가능증권처분손익

2. 주요변수간의 상관관계

주요변수간의 상관관계는 <표 2>에 나타나 있다. 주가(P_t)와 장부가치(BV_t)의 상관관계는 0.767로 높은 상관관계를 나타내고 있고, 주가(P_t)와 순당기순이익($EPSA_t$)의 상관관계는 0.755로 역시 높은 상관관계를 갖고 있다. 이 결과는 선행 연구에서와 같이 주가가 장부가치와 당기순이익과 밀접한 관계가 있음을 보여준다.

또한, 대차대조표 항목인 매도가능증권평가손익($AFAPLSV_t$)과 주가의 상관관계는 0.543으로 높게 나타나고 있다. 이에 비해 단기매매증권처분손익($HFTPLSS_t$)과 매도가능증권처분손익($AFAPLSS_t$)은 주가와 상관관계가 유의하지만 상관계수가 0.082와 0.086으로 상대적으로 낮게 나타나고 있다. 한편, 단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)은 주가와 유의적인 상관관계가 나타나지 않고 있다.

<표 2> 주요변수 상관관계

| 변수 | P | BV | BVA | EPS | EPSA | AFAPLSV | HFTPLSV | HFTPLSS | AFAPLSS |
|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------|
| P | 1 | | | | | | | | |
| BV | .767 .000 | 1 | | | | | | | |
| BVA | .740 .000 | .993 .000 | 1 | | | | | | |
| EPS | .754 .000 | .614 .000 | .597 .000 | 1 | | | | | |
| EPSA | .755 .000 | .614 .000 | .598 .000 | .998 .000 | 1 | | | | |
| AFAPLSV | .543 .000 | .515 .000 | .409 .000 | .402 .000 | .400 .000 | 1 | | | |
| HFTPLSV | .040 .064 | .014 .521 | .014 .527 | .090 .000 | .073 .001 | -.003 .874 | 1 | | |
| HFTPLSS | .082 .000 | .061 .005 | .063 .004 | .132 .000 | .125 .000 | .004 .855 | .092 .000 | 1 | |
| AFAPLSS | .086 .000 | .087 .000 | .074 .001 | .159 .000 | .097 .000 | .091 .000 | -.007 .749 | -.006 .767 | 1 |

1) P_t : t+1년도 3월말 주가

BV_t : t년말 장부가치

EPS_t : t년도 당기순이익

BVA_t : t년말 장부가치(BV_t)에서 $HFTPLSV_t$ 와 $AFAPLSV_t$ 및 $HFTPLSS_t$ 와 $AFAPLSS_t$ 를 차감한 수치

$$(=BV_t - HFTPLSV_t - AFAPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t)$$

$EPSA_t$: t년도 당기순이익(EPS_t)에서 $HFTPLSV_t$ 와 $HFTPLSS_t$ 및 $AFAPLSS_t$ 를 차감한 수치

$$(=EPS_t - HFTPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t)$$

$HFTPLSV_t$: t년말 단기매매증권평가손익

$AFAPLSV_t$: t년말 매도가능증권평가손익

$HFTPLSS_t$: t년말 단기매매증권처분손익

$AFAPLSS_t$: t년말 매도가능증권처분손익

2) 하단은 유의수준(양측검정).

3. 유가증권평가손익의 주가관련성

현재 기업회계기준에서는 단기매매증권과 매도가능증권은 원칙적으로 공정가치로 평가하도록 하고 있다. 유가증권 공정가치 평가가 회계정보이용자의 의사결정에 유용한 이유를 살펴보면, 기업은 유휴자금을 일시적으로 운용하기 위하여 현금화가 용이한 유가증권에 투자한다. 이 경우 유가증권의 시가로 대표되는 공정가치는 미래 기업의 현금창출능력을 측정하고자 하는 정보이용자에게 목적적합한 정보가 되는 것이다. 또한, 유가증권의 시가는 유가증권을 일정시점에 매수하여 미확정기간 동안 보유하려고 한 경영자의 의사결정에 따른 성과를 적시에 가장 잘 반영하기 때문에 신뢰성 있는 정보를 제공 할 수 있다.

유가증권 공정가치 정보가 유용한지 검정하기 위한 <가설 1>은 유가증권평가손익은 주가관련성이 있는지를 분석하는 모형이다. 유가증권평가손익이 취득원가에 대해 추가적 정보가 있는지 즉, 유가증권평가손익은 주가와 양(+)의 관계가 있는지 살펴보는 것이다. <가설 1>을 검정하기 위한 회귀분석 결과가 <표 3>에 제시되어 있다.

<표 3>을 보면 <모형 1>과 <모형 2>에서 모두 장부가치(BVA_t)는 유의적인 양(+)의 값을 가지고 있다. 가설을 검정하기 위한 관심변수와 관련하여 <모형 1>에 따른 회귀분석 결과를 보면 단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)의 회귀계수 β_2 는 19.03으로 5%수준에서 유의하고 매도가능증권평가손익($AFAPLSV_t$)의 회귀계수 β_3 은 2.06로 1%수준에서 유의하게 나타났다. 따라서 유가증권평가손익은 주가관련성이 있다는 <가설 1>이 채택되었다.

한편 <모형 2>결과는 단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)의 회귀계수 β_2 는 유의하지 않게 나왔고, 매도가능증권평가손익($AFAPLSV_t$)의 회귀계수 β_3 은 1.39로 1%수준에서 유의한 것으로 나타났다. 따라서 장부가치뿐만 아니라 이익도 추가한 Ohlson(1995)에 따르면 <가설 1>이 부분적으로 채택되고 있다.

<표 3> 가설 1에 대한 실증분석 결과

$$\text{모형 1 : } P_t = \alpha_0 + \beta_1 BVA_t + \beta_2 \text{HFTPLSV}_t + \beta_3 \text{AFAPLSV}_t + \beta_4 \text{YR}_t + \xi_t$$

$$\text{모형 2 : } P_t = \alpha_0 + \beta_1 BVA_t + \beta_2 \text{HFTPLSV}_t + \beta_3 \text{AFAPLSV}_t + \beta_4 \text{EPSA}_t + \beta_5 \text{DEPSA}_t + \beta_6 \text{YR}_t + \xi_t$$

| 구 분 | 모형 1 (t값) | 모형 2 (t값) |
|----------------------|-----------------|-------------------|
| BVA _t | 0.641(40.462)** | 0.308(18.805)** |
| HFTPLSV _t | 19.036(2.119)* | -2.740(-0.383) |
| AFAPLSV _t | 2.060(18.146)** | 1.392(15.070)** |
| EPSA _t | - | 6.213(33.128)** |
| DEPSA _t | - | -9.590(-14.297)** |
| F값 | 452.269 | 681.344 |
| 수정된 R ² | 0.628 | 0.766 |

1) P_t : t+1년도 3월말 주가

BVA_t : t년말 장부가치(BV_t)에서 HFTPLSV_t와 AFAPLSV_t를 차감한 수치
(=BV_t - HFTPLSV_t - AFAPLSV_t)

HFTPLSV_t : t년말 단기매매증권평가손익

AFAPLSV_t : t년말 매도가능증권평가손익

EPSA_t : t년도 당기순이익(EPS_t)에서 HFTPLSV_t를 차감한 수치
(=EPS_t - HFTPLSV_t)

DEPSA_t : EPSA가 음(-)이면 EPSA, EPSA가 양(+) 이면 0

YR_t : 년도를 나타내는 더미변수

2) (**): 5% (1%) 수준에서 유의함(양측검정).

이러한 결과가 나온 이유로는 단기매매증권평가손익을 당기에 발생한 손익으로 측정하였기 때문일 수 있다. 즉, 전기에 발생한 단기매매증권평가손익도 당기말 현재 보유하고 있다면 이를 포함한 금액이 단기매매증권평가손익으로 측정되어야 하나, 본 연구에서는 측정상의 한계로 인해 당기에 발생한 단기매매증권평가손익만 포함시켰다. 또한 단기매매증권평가손익 금액이 미미하기 때문일 수 있다.

종합적으로 볼 때 위 분석결과에 따르면 유가증권 공정가치 정보는 유용한 정보임을 알 수 있다. 즉, 유가증권평가손익 정보는 취득원가 정보에 추가적 정보를 제공하고 있다. 따라서 유가증권에 대한 공정가치평가가 유용하다고 할 수 있다.

4. 유가증권평가손익과 유가증권처분손익의 주가관련성 차이

선행연구를 재검토하기 위하여 미실현손익인 유가증권평가손익과 실현된 손익인 유가증권처분손익의 주가관련성에는 차이가 있다는 <가설 2>를 검정하였다. <가설 2>의 세부가설을 검정하기 위한 회귀분석 결과가 <표 4>에 나타나 있다. <표 4>를 보면 장부가치(BVA_t)는 유의적인 양(+)의 값을 가지고 있다. 그러나 관심변수인 단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)의 회귀계수 β_2 와 단기매매증권처분손익($HFTPLSS_t$)의 회귀계수 β_4 는 모두 유의하지 않게 나타났다. 따라서 단기매매증권평가손익과 단기매매증권처분손익의 주가관련성에는 차이가 있다는 <가설 2-1>이 기각된다.

다음으로 매도가능증권평가손익($AFAPLSV_t$)의 회귀계수 β_3 은 1.423이고 매도가능증권처분손익($AFAPLSS_t$)의 회귀계수 β_5 는 -5.162로 각각 1% 수준에서 유의한 값을 보여주고 있다. 따라서 매도가능증권평가손익과 매도가능증권처분손익의 주가관련성에는 차이가 있다는 <가설 2-2>는 채택된다. 그러나 선행연구와 반대로 미실현손익인 매도가능증권평가손익($AFAPLSV_t$)의 회귀계수 값이 실현손익인 매도가능증권처분손익($AFAPLSS_t$)의 회귀계수 값보다 유의적으로 크다.

종합적으로 볼 때 선행연구와 달리 미실현손익인 유가증권평가손익과 실현손익인 유가증권처분손익의 주가관련성에 차이가 있다는 <가설 2>는 기각이 된다.

단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)과 단기매매증권평가처분손익($HFTPLSS_t$)의 회귀계수 값 및 매도가능증권처분손익($AFAPLSS_t$)의 회귀계수 값이 유의적인 양(+)의 값으로 나타나지 않았기 때문이다. 오히려 미실현손익인 매도가능증권평가손익만

이 유의적인 양(+)의 값을 나타내고 있다.

<가설 2>를 기각한 결과는 선행연구인 김상철(2001)에서 유가증권처분손익의 회귀계수 크기가 평가손익의 회귀계수보다는 크지만 크기 차이에 대한 유의성은 없는 것으로 나타났고 반면, 투자유가증권처분손익이 투자유가증권평가손익보다 주가배수의 크기가 크고 또한 유의적인 설명력이 있는 것으로 나타난 결과와 대비된다.

본 분석에서는 예상과 달리 매도가능증권처분손익($AFAPLSS_t$)의 회귀계수 값이 유의적인 음(-)의 값으로 나타났다. 이것은 누락된 변수의 영향일 수 있다. 매도가능증권처분손익은 이익조정 수단으로 사용할 수 있다. 즉, 매도가능증권평가손익은 기타포괄손익으로 계상되지만 이를 당기손익에 포함시키기 위해서는 매각이라는 절차를 거쳐야 한다. 따라서 당기순이익을 늘리려는 의도를 가진 회사는 매각에 따른 절차가 간단한 매도가능증권을 처분함으로써 이익을 실현시킬 수 있다(김길훈 2006). 이러한 회사에 대해 투자자들은 할인하여 평가할 것이다. 따라서 매도가능증권처분손익이 높은 회사에 대한 투자자들의 할인평가 영향 때문에 매도가능증권처분손익($AFAPLSS_t$)의 회귀계수가 유의적인 음(-)의 값으로 나타난 것으로 볼 수 있다.

<표 4> 가설 2에 대한 실증분석 결과

$$P_t = \alpha_0 + \beta_1 BVA_t + \beta_2 HFTPLSV_t + \beta_3 AFAPLSV_t + \beta_4 HFTPLSS_t + \beta_5 AFAPLSS_t + \beta_6 EPSA_t + \beta_7 DEPSA_t + \beta_8 YR_t + \xi_t$$

| 구 분 | 회귀계수 (t값) |
|-------------|-------------------|
| BVA_t | 0.301(19.656)** |
| $HFTPLSV_t$ | -2.562(-0.378) |
| $AFAPLSV_t$ | 1.423(16.306)** |
| $HFTPLSS_t$ | -15.636(-0.909) |
| $AFAPLSS_t$ | -5.162(-2.702)** |
| $EPSA_t$ | 6.361(35.602)** |
| $DEPSA_t$ | -9.741(-15.758)** |
| F값 | 631.736 |
| 수정된 R^2 | 0.766 |

1) P_t : t+1년도 3월말 주가

BVA_t : t년말 장부가치(BV_t)에서 $HFTPLSV_t$ 와 $AFAPLSV_t$ 및 $HFTPLSS_t$ 와 $AFAPLSS_t$ 를 차감한 수치($=BV_t - HFTPLSV_t - AFAPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t$)

$HFTPLSV_t$: t년말 단기매매증권평가손익

$AFAPLSV_t$: t년말 매도가능증권평가손익

$HFTPLSS_t$: t년말 단기매매증권처분손익

$AFAPLSS_t$: t년말 매도가능증권처분손익

$EPSA_t$: t년도 당기순이익(EPS_t)에서 $HFTPLSV_t$ 와 $HFTPLSS_t$ 및 $AFAPLSS_t$ 를 차감한 수치 ($=EPS_t - HFTPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t$)

$DEPSA_t$: $EPSA_t$ 가 음(-)이면 $EPSA_t$, $EPSA_t$ 가 양(+) 이면 0

YR_t : 년도를 나타내는 더미변수

2) (**): 5% (1%) 수준에서 유의함(양측검정).

5. 유가증권관련 손익의 추가적 정보효과

유가증권평가손익과 유가증권처분손익 정보가 미래의 초과이익을 예측하는 데 유용한 정보라면 유가증권평가손익과 유가증권처분손익은 주가를 설명함에 있어 장부가치에 대해 추가적 정보효과가 있을 것이다. 유가증권평가손익과 처분손익 정보가 미래의 초과이익을 예측하는데 유용한지를 살펴보기 위해 유가증권평가손익과 처분손익은 장부가치(자본)에 대해 추가적 정보효과가 없다는 <가설 3>을 설정하였다. 이는 순자산(자본)을 통제된 경우에 유가증권평가이익 및 유가증권처분손익이 주가와 양(+의 관계)이 있는지 분석하는 것이다.

연구모형은 주가(P_t)를 설명하는 변수로 장부가치(BV_t)와 차감후당기순이익($EPSA_t$)와 단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$), 단기매매증권처분손익($HFTPLSS_t$), 매도가능증권처분손익($AFAPLSS_t$)과 손실더미($DEPSA_t$)를 설정 하였다.

이러한 검증모형에 따른 회귀분석 결과가 <표 5>에 나타나 있다. <표 5>를 보면 단기매매증권평가손익($HFTPLSV_t$)의 회귀계수 β_3 과 단기매매증권처분손익($HFTPLSS_t$)의 회귀계수 β_4 및 매도가능증권처분손익 ($AFAPLSS_t$)의 회귀계수 β_5 는 모두 유의하지 않는 것으로 나타났다. 따라서 유가증권평가손익과 처분손익은 장부가치(자본)에 대해 추가적 정보효과가 없다는 <가설 3>이 채택된다. 따라서 본 연구결과에 따르면 일시적인 영업외손익인 유가증권평가손익과 유가증권처분손익 정보는 미래의 초과이익을 예측하는 데 유용한 정보가 아님을 알 수 있다.

이러한 결과는 김권중·김문철(2003)의 연구결과와 유사하다. 선행연구에 따르면 일시적 손익 후보들은 대부분 특별손익처럼 미래지속성이 없는 것으로 나타났다. 유가증권처분손익의 경우 작은 정도의 지속성을 보였으나 유가증권평가손익과 유가증권처분손익을 합한 합산치는 미래지속성이 없는 것으로 나타났다. 또 일시적 손익 후보들의 주가관련성 여부에 대한 검증결과도 주식가격에 유의한 설명력을 갖지 않는 것으로 나타났다. 따라서 <가설 3>의 검정은 2003년도 이후 분류기준이 변경된 이후에 김권중·김문철(2003)의 연구결과를 재검증 하었다고 볼 수 있다.

<표 5> 가설 3에 대한 실증분석 결과

$$P_t = \alpha_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 EPSA_t + \beta_3 HFTPLSV_t + \beta_4 HFTPLSS_t + \beta_5 AFAPLSS_t + \beta_6 DEPSA_t + \beta_7 YR_t + \xi_t$$

| 구 분 | 회귀계수(t값) |
|-------------|------------------|
| BV_t | 0.311(14.810)** |
| $EPSA_t$ | 6.286(28.276)** |
| $HFTPLSV_t$ | -2.725(-0.450) |
| $HFTPLSS_t$ | -10.010(-0.648) |
| $AFAPLSS_t$ | -1.480(-0.857) |
| $DEPSA_t$ | -7.080(-9.270)** |
| F값 | 455.593 |
| 수정된 R^2 | 0.785 |

1) P_t : t년말 주가

BV_t : t년말 장부가치

$EPSA_t$: t년도 당기순이익(EPS_t)에서 $HFTPLSV_t$ 와 $HFTPLSS_t$ 및 $AFAPLSS_t$ 를 차감한 수치
(= $EPS_t - HFTPLSV_t - HFTPLSS_t - AFAPLSS_t$)

$HFTPLSV_t$: t년말 단기매매증권평가손익

$HFTPLSS_t$: t년말 단기매매증권처분손익

$AFAPLSS_t$: t년말 매도가능증권처분손익

$DEPSA_t$: EPSA가 음(-)이면 EPSA, EPSA가 양(+) 이면 0

YR_t : 년도를 나타내는 더미변수

2) (**): 5% (1%) 수준에서 유의함(양측검정).

V. 결 론

본 연구에서는 유가증권을 공정가치로 평가함에 따라 발생하는 평가손익 정보가 유용성이 있는지 살펴보았다. 즉, 유가증권공정가치 정보가 주가관련성이 있는지 검정하기 위해 유가증권의 공정가치와 취득원가의 차액인 단기매매증권평가손익과 매도가능증권평가손익이 취득원가(단기매매증권평가손익과 매도가능증권평가손익을 차감한 순자산가치)에 대해 추가적 정보가 있는지 분석하고, 순자산을 통제 한 경우에 미실현손익인 유가증권평가손익과 실현손익인 유가증권처분손익이 주가관련성이 있는지 살펴보았다.

가설검정을 위하여 Ohlson(1995)모형을 재구성하여 장부가치와 이익을 설명변수로 하여 장부가치에서 유가증권평가손익을 분리하고 이익에서는 유가증권평가손익과 처분손익을 분리하였다. 유가증권에 대한 기존연구들은 금융업을 대상으로 많이 이루어 졌지만 본 연구는 비금융업을 대상으로 하였다. 2003년도이후 유가증권분류기준과 평가손익 처리가 바뀐에 따라 본 연구는 2003년부터 2007년도까지의 기간을 분석대상으로 하였다.

유가증권평가손익은 주가관련성이 있다는 <가설 1>은 유가증권평가손익이 취득원가에 대해 추가적 정보가 있는지 즉, 유가증권 공정가치와 취득원가의 차액인 유가증권평가손익이 주가와 양(+)^의 관계가 있는지 살펴보는 것이다. 실증분석결과 유가증권을 취득원가로 평가한 장부가치(단기매매증권평가손익과 매도가능증권평가손익을 차감한 장부가치)뿐만 아니라 단기매매증권평가손익의 회귀계수와 매도가능증권평가손익의 회귀계수가 모두 유의하게 나타났다. 따라서 유가증권평가손익은 주가관련성이 있다는 <가설 1>이 채택되었다. 이러한 실증분석결과에 따르면 유가증권평가손익 정보는 취득원가 정보에 추가적 정보를 제공하고 있음을 알 수 있다. 따라서 유가증권에 대한 공정가치평가가 유용하다는 것을 알 수 있다.

한편, 장부가치와 이익을 설명변수로 한 모형의 결과는 단기매매증권평가손익 회귀계수가 유의하지 않게 나왔고 매도가능증권평가손익의 회귀계수는 유의한 것

으로 나타났다. 이러한 결과가 나온 이유는 단기매매증권평가손익을 당기에 발생한 손익으로 측정하였기 때문이거나 단기매매증권평가손익 금액이 미미하기 때문일 수 있다.

유가증권평가손익과 유가증권처분손익의 주가관련성에는 차이가 있다는 <가설 2>를 검정한 결과는 단기매매증권평가손익 회귀계수와 단기매매증권처분손익의 회귀계수 모두 유의하지 않게 나왔다. 한편, 매도가능증권평가손익의 회귀계수와 매도가능증권처분손익의 회귀계수는 각각 1% 수준에서 유의한 값이 나타났다. 또한, 미실현손익인 매도가능증권평가손익의 회귀계수 값이 유의적인 양의 값으로, 실현손익인 매도가능증권처분손익의 회귀계수 값이 유의한 음의 값으로 나타났다. 예상과 달리 매도가능증권처분손익의 회귀계수 값이 유의적인 음(-)의 값으로 나타난 것은 누락된 변수의 영향일 수 있다. 매도가능증권처분손익은 이익 조정의 수단으로 사용될 수 있기 때문에 매도가능증권을 처분함으로써 이익을 실현시킨 회사에 대해 투자자들이 할인하여 평가한 결과일 수 있다.

이러한 결과를 종합해 볼 때 미실현손익인 유가증권평가손익과 실현손익인 유가증권처분손익의 주가관련성에 차이가 있다는 <가설 2>가 기각된다. 이러한 분석결과는 유가증권회계처리규정이 개정되기 전인 2003년 이전에 대해 분석한 김상철(2001)의 연구와 대비된다. 선행연구에서는 실현손익인 유가증권처분손익이 미실현손익인 유가증권평가손익보다 크지만 크기 차이에 대한 유의성은 없는 것으로 나타난 반면, 투자유가증권처분손익은 투자유가증권평가손익보다 주가배수의 크기가 크고 또한 유의적인 설명력이 있는 것으로 나타나 본연구의 결과와 대비된다.

유가증권평가손익과 처분손익은 장부가치(자본)에 대해 추가적 정보효과가 없다는 <가설 3>의 검정결과는 단기매매증권평가손익의 회귀계수와 단기매매증권처분손익의 회귀계수 및 매도가능증권처분손익의 회귀계수 모두 유의하지 않는 것으로 나타났다. 따라서 유가증권평가손익과 처분손익은 장부가치(자본)에 대해 추가적 정보효과가 없다는 <가설 3>이 채택되었다. 이 결과로 볼때 일시적인 영업외손익인 유가증권평가손익과 유가증권처분손익 정보는 미래의 초과이익을 예측하는 데 유용한 정보가 아님을 알 수 있다.

이러한 결과는 김권중·김문철(2003)의 연구결과와 유사하다. 선행연구에서도

일시적 손익 후보들은 대부분 특별손익처럼 미래지속성이 없는 것으로 나타났다. 유가증권처분손익의 경우 작은 정도의 지속성을 보였으나 유가증권평가손익과 유가증권처분손익을 합한 합산치는 미래지속성이 없는 것으로 나타났다. 또 일시적 손익 후보들의 주가관련성 여부에 대한 검증결과도 주식가격에 유의한 설명력을 갖지 않는 것으로 나타났다. 따라서 <가설 3>의 검정은 2003년도 이후 유가증권 분류기준이 변경된 이후에 김권중·김문철(2003)의 연구결과를 재검증하였다고 볼 수 있다.

본 연구에서는 선행연구와 달리 유가증권에 관한 기업회계기준서가 제정되어 공정가치평가가 확대되고 유가증권과목 분류기준이 바뀐 후의 기간인 2003년 이후를 분석기간으로 하여 유가증권을 공정가치로 평가함에 따라 발생하는 평가손익의 유용성에 대해 실증분석 하였는데 그 의의가 있다.

본 연구의 한계점은 2003년도부터 2007년도까지의 5년간 연구이므로 분석기간이 짧은 점과 유가증권 평가와 처분관련 계정과목 분류기준이 각 회사별로 달라서 일부회사가 분석대상에서 제외되었고 자료수집을 하는데 오류가 있을 수 있다.

앞으로의 연구에서는 연구대상 기간을 확대하고 손익계산서에서 직접 자료를 추출하는 방법 등을 통해 변수측정에 있어 보다 완벽을 기해 볼 필요가 있다. 또한 유가증권뿐만 아니라 다른 자산 및 부채에 대한 시가정보의 유용성에 대한 연구로 확대 될 수 있을 것으로 본다.

참 고 문 헌

- 권수영, 2003. 자본시장에서의 회계정보 유용성. 신영사.
- 김경민, 2002. 제조기업에 있어서의 유가증권 시가정보 유용성에 관한 실증적 연구. 서강대학교 석사학위 논문.
- 김권중, 김문철, 2000. 금융업을 이용한 공정가치 회계정보의 유용성분석. 회계학 연구(제25권 제3호) : 133-154.
- 김길훈, 2001. 취득원가와 자산재평가 정보의 상대적 정보효과. 서강대학교 박사학위 논문.
- 김길훈, 2006. 유가증권 회계처리와 이익조정. 회계연구(제11권 제3호) : 229-246.
- 김상철, 2001. 유가증권 시가정보의 유용성 크기에 관한 연구 : 비금융업을 중심으로. 성균관대학교 박사학위 논문.
- 김상철, 백원선, 이효익, 2002. 유가증권 평가손익과 처분손익의 주가 관련성. 회계학연구(제27권 제2호) : 117-137.
- 신승묘, 1996. 주식가치평가에 있어 회계정보의 유용성에 관한 연구. 회계학연구(제21권) : 21-46.
- 송인만, 박철우, 양동훈, 2000. 유가증권 시가정보의 유용성에 대한 실증연구. 회계학연구(제25권 제3호) : 1-27.
- 심충진, 2002. 투자유가증권 평가방법의 유용성에 대한 실증적 연구. 세무와 회계저널(제3권 제1호) : 157-175.
- 양동훈, 1995. 유가증권시가정보의 정보가치에 관한 실증연구 : 은행 및 증권회사를 중심으로, 성균관대학교 박사학위 논문.
- 윤순석, 최관, 송인만, 2008. 중급재무회계. 신영사.
- 이광수, 2002. 투자유가증권 평가손익의 주가관련성에 대한 연구. 경희대학교 대학원 석사학위 논문.
- 한지영, 2006. 유가증권평가손익과 가치관련성에 대한 연구. 건국대 경영대학원 석사학위 논문.

기업회계기준서 제8호(2002). 한국회계기준원.

Hayn. C. 1995. "The Information Content of losses". *Journal of Accounting and Economics* (september) : 125-153.

Nelson, K.K, 1996, "Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No.107," *The Accounting Review* (Vol71), 161-182.

Ohlson. J. 1995. "Earnings, Book Value, and Dividends in security Valuation," *Contemporary Accounting Research* (Spring) : 661-687.

