

보수적 회계처리가 자기자본비용에 미치는 영향*

- Prospect 이론의 관점에서 -

전홍준** · 조광희*** · 양동훈****

<요 약>

보수적 회계처리는 회계정보에 있어서 가장 특징적인 부분이다. 그럼에도 불구하고 보수주의 회계의 역할은 논란의 대상이 되었다. 결과적으로 보수주의 회계는 회계정보에 있어서 편의를 발생시키며 중립성을 해친다는 것을 이유로 국제회계기준(IFRS)의 개념체계에서 제외되었다. 그러나 IFRS가 도입된 이후에도 지속적으로 보수적 회계처리는 이루어지고 있으며, 이에 따라 보수적 회계처리의 의미를 자기자본비용과 관련하여 재조명해 보고자 한다. 보수주의는 위험을 회피하려는 현상과 밀접한 관계를 가지고 있는 것으로 보이므로 위험회피현상과 관련이 있는 행동경제학 이론인 Kahneman and Tversky(1979)의 Prospect 이론의 관점에서 보수주의와 자기자본비용과의 관계를 실증하였다. Prospect 이론은 판단기준점(reference point)을 중심으로 위험회피적(risk-averse)인 상황과 위험추구적(risk-seeking)인 상황을 나누고 있는데, 본 연구에서도 전체 표본을 위험회피성을 기준으로 두 집단으로 나누어 보수주의와 자기자본비용과의 관계를 실증하였다.

실증결과 보수주의는 자기자본비용을 감소시키는 것으로 나타났다. 또한 위험을 기준으로 두 집단을 나누어 본 결과 위험회피적인 상황에서는 보수주의가 자기자본비용을 추가적으로 감소시킨다는 결과를 얻었다. 여기서 자기자본비용의 추가적 감소는 정보비대칭의 차이에서 기인하는 것임을 관찰할 수 있었다. 종합하면, 보수주의는 기업의 자기자본비용을 감소시키는 역할을 하지만, 특히 위험회피적 상황에 있는 기업의 자기자본비용을 낮추는 역할을 한다고 해석할 수 있다.

본 연구는 보수적 회계처리와 자기자본비용간의 관계를 실증함에 있어서 Prospect 이론의 판단기준점을 기준으로 한 상황의 구분이 중요한 역할을 할 수 있다는 새로운 시각을 제공하였다는데 공헌점이 있다.

<주제어> Prospect이론, 보수주의, 자기자본비용, 정보비대칭

* 본 논문은 주저자의 동국대학교 박사학위논문의 일부를 수정·보완한 것입니다. 논문의 질적 향상을 위해 많은 조언을 해주신 김기영 교수님(명지대), 최우석 교수님(고려대), 김갑순 교수님(동국대)께 감사드립니다.

** 신구대학교 세무회계과 조교수, 동국대학교 박사, hjjun@shingu.ac.kr, 주저자

*** 동국대학교 경영대학 회계학과 부교수, phdcho@dongguk.edu, 교신저자

**** 동국대학교 경영대학 회계학과 교수, dyang@dongguk.edu, 공동저자

I. 서 론

기업회계 상 이익은 기업의 영업활동에 따른 성과와 미래에 대한 경영자의 예측 등을 반영하여 산출된다. 특히 자산과 부채의 평가는 객관적인 가치를 반영하여 이루어지는 경우도 있지만 미래 경제상황의 불확실성으로 인하여 경영자의 예측을 반영하여 이루어지는 경우가 많다. 경영자의 예측은 미래에 대한 가정을 통해 이루어지는데, 통상 기업은 미래에 대한 불확실성을 재무제표에 반영하기 위한 방법으로 낙관적인 상황을 가정하지 않고 비관적인 가정을 사용하여 재무제표를 표시하게 되는 경향이 있는 데 이를 보수주의(accounting conservatism)라고 한다. 그러나 보수주의에 대한 통일된 정의는 없으며, 학자 혹은 기관마다 목적에 따라 다소 다른 정의를 내리고 있다. 미국의 재무회계기준서는 Statement of Financial Accounting Concepts(SFAC) No.2에서 “보수주의는 비즈니스 상황에 내재된 불확실성과 위험이 적절하게 고려되었는지 확인하려는 불확실성에 대한 신중한 조치이다. 그리하여 미래에 받거나 혹은 지불하여야 하는 금액의 두 가지 추정치가 발생할 확률이 같다면, 보수주의를 적용하는 경우 보다 덜 낙관적인 추정을 사용하게 한다.” (FASB, 1980)라고 보수주의를 설명하고 있다. 여러 가지로 보수주의를 정의하지만 보수주의 회계처리로 인해 기업의 순자산가치가 이상적인 가치 보다 낮아지는 것만은 분명하다. 이러한 특징 때문에 보수주의는 미래의 불확실성이 존재하는 상황에서 회계정보를 이용하는 의사결정자가 보다 안정적으로 회계정보를 사용할 수 있도록 한다.

보수주의 회계처리는 이론적인 회계처리라기 보다는 다분히 실무적인 회계처리이다. 이러한 실무적 처리는 현업에서 계속되고 있는 것으로 연구결과는 보여주고 있다(Beaver and Ryan, 2000 ; Dichev and Tang, 2008). 하지만 보수주의 회계처리가 지속되고 있음에도 불구하고 보수주의 회계처리와 이익의 질(Quality of earnings)의 관계에 대해서는 학자들 간에 많은 논란이 있다. Dichev and Tang(2008), Chen et al.(2014) 등은 보수주의 중 조건적 보수주의(conditional conservatism)가 이익의 변동성을 증가시키고 이익지속성을 감소시키며, Kim and Kross(2005), Bandyopadhyay et al.(2010) 등은 보수주의가 미래의 현금흐름예측에는 유용하나 그러나 순이익의 예측에는 유용하지 않다는 비판을 제기하였다. 또한 백원선과 이수로(2004)와 Chen et al. (2014)은 보수적인 회계처리를 한 기업의 이익지속성과 주가배수가 그렇지 않은 회계처리를 한 기업의 이익지속성과 주가배수에 비하여 더 낮다는 실증결과를 발표하였다. 보수주의와 이익의 속성과 관련한 수년간의 논란과 연구결과에 따라 국제회계기준(International Financial Reporting Standards : IFRS)과 미국의 회계기준에서는 그 개념체계에서 보수주의를 제외하는 상황에까지 이르렀다. 하지만, 보수주의 연구로 유명한 Basu(1997)와 Watts(2003)는 보수주의가 기업을 둘러싼 계약에 있어서 경영자의 행동을 제한함으로써 계약의 효율성을 증대시킨다고 주장하여 왔다. Holthausen and Watts(2001)는 보수주의에 대한 요구는 자본시장으로부터 나온 것이 아니므로 회계정보의 질을 평가함에 있어서 가치관련성은 중요하지 않다는 주장을 하는 등 보수주의

가 기업에 있어서 긍정적인 역할을 하고 있다는 주장이 지속되어 왔다. 특히 최근에 들어서 LaFond and Watts(2008), Kim et al.(2013) 등은 정보비대칭성을 감소시키는 보수주의의 중요성에 대해서 연구하였으며, Garcia et al.(2011)은 조건적 보수주의와 자기자본비용의 음(-)의 관계 실증하는 등 최근 들어 보수주의에 대한 가치는 재조명 되고 있다.

보수주의는 회사 경영자 혹은 자본시장의 참여자의 입장에서 보면 위험을 회피하는 회계처리로 볼 수 있다. 미래에 존재하는 불확실성에 대해서 비관적인 예측을 통해 미래의 불확실성에 대비하려는 심리적인 측면이 존재하는 데 이를 위험회피성(risk aversion)이라고 한다. 경제학에서는 합리적인 경제주체를 가정할 때 개인이 위험회피적(risk-averse)이라고 가정한다. 그러나 이러한 가정은 위험추구적(risk seeking)인 개인의 행동을 설명하지 못한다. Kahneman and Tversky는 이러한 개인의 위험회피적인 행동과 위험추구적인 행동을 설명하기 위한 이론을 1979년에 발표하는데 이를 “Prospect 이론”이라고 부른다.

Prospect 이론은 기존의 경제학자들이 주장하던 기대효용이론과는 달리 개인의 절대적인 부(wealth)의 수준이 가치(효용)를 결정하는 것이 아니라 특정한 판단기준점(reference point)을 중심으로 이득과 손해를 판단하고 이에 따라 가치(효용)의 증가와 감소가 발생한다고 주장한다. 다시 말하면 특정한 판단기준점(reference point) 이상으로 이익이 증가하면(이득상황, gain domain) 가치가 증가하고, 판단기준점 이하로 이익이 감소하면(손해상황, loss domain) 가치가 감소한다. Prospect 이론은 가치의 증가 및 감소의 강도는 이익이 증가하는 경우와 이익이 감소하는 경우에 비대칭적으로 나타나는 데, 동일한 금액의 이익 증가 혹은 감소가 있는 경우 이익 증가로 인한 가치의 증가보다 이익의 감소로 인한 가치의 감소가 더 큰 것으로 보고 있다. 그러므로 판단기준점을 중심으로 한 이익의 감소를 회피하고자 하는 경향이 있다고 주장하는데, 이는 손실회피성(loss aversion)이라 부른다.

보수주의는 이익은 실현가능성이 높은 경우에 인식하고 손실은 실현가능성이 상대적으로 낮더라도 미리 인식하는 하는 회계처리이다. 이러한 보수주의 회계처리는 이익과 손실의 인식에 있어서 비대칭적이라 할 수 있다. 이는 보수주의가 기업을 둘러싼 이해관계자들의 불확실성에 대처하는 심리적인 경향에서 나타난 것이라고 생각된다. 본 논문은 실무적으로 보수주의 회계처리 현상은 계속되고 있으나, 이러한 보수적 회계처리를 뒷받침할 이론적 근거를 찾기 위하여 연구를 수행하였다. 특히 기존의 연구에서 의문이 제기되었던 ‘보수주의는 기업 가치를 감소시키는가?’에 대해 실증적으로 연구하고자 한다. 보수주의를 적용하여 기업의 회계정보를 산출하는 경영자는 이를 통해 얻고자 하는 이득이 있을 것이다. 기존의 연구는 보수주의와 이익의 질의 관계를 연구하기 위해 전체 표본을 기준으로 연구를 진행하였으나, 본 연구는 손해가 발생하는 상황에서의 보수주의는 의미가 적은 것으로 보고 Prospect 이론의 판단기준점을 중심으로 연구의 표본을 2가지 상황으로 나누어 살펴보았다. 첫 번째 상황은 판단기준점에서 보았을 때 이익이 증가한 상황(이득상황, gain domain)이고, 두 번째 상황은 판단기준점에서 보았을 때 손실이

증가한 상황(손해상황, loss domain)이다. Prospect 이론은 이득상황에서는 위험회피적 경향이 나타나고 손해상황에서는 위험추구적 경향이 나타난다고 설명하고 있다. 본 연구는 이들 두 가지 상황의 위험성향차이에 따라 보수주의가 자기자본비용에 미치는 영향이 차별적이라는 가설을 세우고 이를 실증하였다. 여기에서 판단기준점은 전기의 손익금액으로 보고 전기 보다 이익이 증가하는 경우를 이득상황으로, 전기 보다 이익이 감소한 경우를 손해상황으로 설정하였다.

보수주의와 자기자본비용 간의 관계를 실증한 결과에서는 보수적인 회계처리가 자기자본비용을 감소시키는 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 이득상황에서의 보수적인 회계처리는 추가적으로 자기자본비용을 감소시키는 것으로 분석되었다. 이는 LaFond and Watts(2008)가 주장하는 것처럼 정보비대칭이 큰 경우 이를 해소하기 위한 외부투자자의 정보요구가 보수주의 회계처리를 발생시키고 이러한 회계처리를 통해 외부투자자에게 제공된 정보가 정보비대칭을 해소시켜 투자자의 요구수익률을 감소시켰기 때문이라고 판단된다. 특히 이득상황에 속한 위험회피적인 투자자는 정보비대칭을 해소하기 위하여 더욱 많은 정보요구를 기업에 할 것이며, 이에 따라 이득상황에서는 보수주의에 따른 추가적인 자기자본비용의 하락효과가 나타난다. 추가적으로 이러한 정보비대칭이 이득상황과 손해상황에서 어떻게 차별적으로 보수주의에 영향을 미치는지를 실증분석 하였다. 그 결과 이득상황에서의 정보비대칭이 보수주의를 더 요구하는 것으로 결론을 내릴 수 있었다. 이는 이득상황에서 자기자본비용의 추가적 감소가 정보비대칭의 감소로 인한 것임을 설명하여 준다.

기존의 연구들은 보수주의 회계처리가 이익의 질에 미치는 영향을 실증하기 위하여 전체 표본을 사용하였다. 그러나 본 연구는 기존의 연구와는 달리 Prospect 이론의 판단기준점을 중심으로 한 각 상황에서의 위험회피성향의 차이를 이용하여 보수주의와 자기자본비용에 대한 관계를 실증하고, 보수주의를 적용하는 경우 자기자본비용을 감소시키며, 이득상황에서는 추가적으로 자기자본비용을 감소시키는 역할을 한다는 것을 실증하였다는 데에 의의가 있다. 특히 Prospect 이론의 판단기준점에서 구분하는 상황에 따라 보수주의와 타 변수와의 관계가 다르게 나타날 수 있다는 새로운 시각을 제시하였다는 데에서 다른 의의를 찾을 수 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 선행연구를 통하여 본 논문의 기반이 되는 보수주의와 Prospect 이론을 조망하며, 제Ⅲ장에서는 연구가설과 이를 실증하기 위한 연구방법을 제시한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 제Ⅴ장에서 연구의 결론과 공헌점 그리고 한계점을 제시한다.

II. 선행연구의 검토

1. 보수주의와 자기자본비용

보수주의는 회계정보의 가장 기본적이며 중요한 특징 중 하나(Ruch & Taylor, 2015 ; Lin, 2006)이지만, 보수주의 측정모형의 개발이 본격화 되면서 보수주의와 이익의 질과 관련된 의문이 끊임없이 제기 되었다. 보수주의가 이익과 손실의 인식에 있어서 편향된(biased) 회계처리이므로 이익의 질의 대응치라고 볼 수 있는 이익지속성과 가치관련성을 떨어뜨리고 자기자본비용을 높여 주주의 이익극대화를 해친다는 것이다.

백원선과 이수로(2004)는 Penman and Zhang(2002)의 비밀적립금 모형, Givoly and Hayn(2000)의 비영업발생액 모형, Market-to-book 비율 및 Basu(1997)의 모형을 이용하여 보수주의를 측정하고 이익지속성 및 가치관련성을 살펴보았다. 이들은 보수주의가 미래의 불확실성을 감소시키기 위한 회계처리이지만 비용을 먼저 인식하게 되므로 수익 비용 대응원칙을 훼손시켜 이익의 지속성과 가치관련성을 떨어뜨리게 된다는 연구결과를 보여주고 있다.

Chen et al.(2014)은 보수적인 회계처리를 한 기업의 이익지속성과 주가배수가 그렇지 않은 회계처리를 한 기업의 이익지속성과 주가배수에 비하여 더 낮다는 실증결과를 발표하였다. 또한 보수주의 중에서도 조건적 보수주의를 적용한 기업의 이익지속성과 주가배수가 비조건적 보수주의를 적용한 기업의 이익지속성과 주가배수 보다 더 낮다고 보고하였다.

Francis et al.(2004)은 이익의 속성을 발생액의 질(accrual quality), 이익지속성(persistence), 예측가능성(predictability), 이익의 유연화 정도(smoothness), 가치관련성(value relevance), 적시성(timeliness) 및 보수주의(conservatism)의 7가지로 분류하고 앞의 4가지는 회계에 기초한 속성으로 분류하고 뒤의 3가지는 시장에 기초한 속성으로 분류하였다. 이들은 이익의 질에 따라 기업의 자본비용(cost of equity)이 변동될 것이라고 보고 실증분석을 수행하였으며, 그 결과 회계에 기초한 속성이 기업의 자본비용에 가장 큰 영향을 미치며 그 중에서도 발생액의 질이 가장 큰 영향을 미치는 것으로 보고 하였으나 보수주의와 자본비용은 유의한 관계가 없는 것으로 보고 하였다.

LaFond and Watts(2008)는 기업의 내부자와 외부의 주식투자자간의 정보비대칭이 재무제표에 있어서의 보수주의를 발생시킨다고 주장한다. 보수주의는 재무제표를 조작하려는 경영자의 유인과 능력을 감소시키기 때문이다. 보수주의 회계처리는 정보비대칭을 낮추는데 기여하여, 정보비대칭으로 인해 발생하는 사중손실(deadweight loss)을 감소시키고 이에 따라 기업의 가치와 주식가치를 상승시킨다고 주장하였다.

Chan et al.(2009)은 보수주의를 조건적 보수주의와 비조건적 보수주의로 나누어 자기자본비용과의 관계를 실증하였다. 영국의 자료를 통해 분석한 결과 조건적 보수주의는 자기자본비용과

양의 관계를 갖는 데에 비하여 비조건적 보수주의는 자기자본비용과 음의 관계를 갖는다고 보고하고 있다. 그러나 Garcia et al.(2011)은 주식의 초과수익률과 보수주의와의 관계 분석을 통하여 조건적 보수주의와 자기자본비용이 음의 관계가 있는 것으로 보고하여 Chan et al.(2009)의 연구와는 상반된 결론을 제시하였다.

박종일 등(2011)과 정상민과 박종일(2017)은 보수적 회계처리가 기업의 신용등급에 미치는 영향을 살펴본바, 보수적 회계처리 수준이 높은 기업일수록 기업의 신용등급이 높은 것을 발견할 수 있었다.

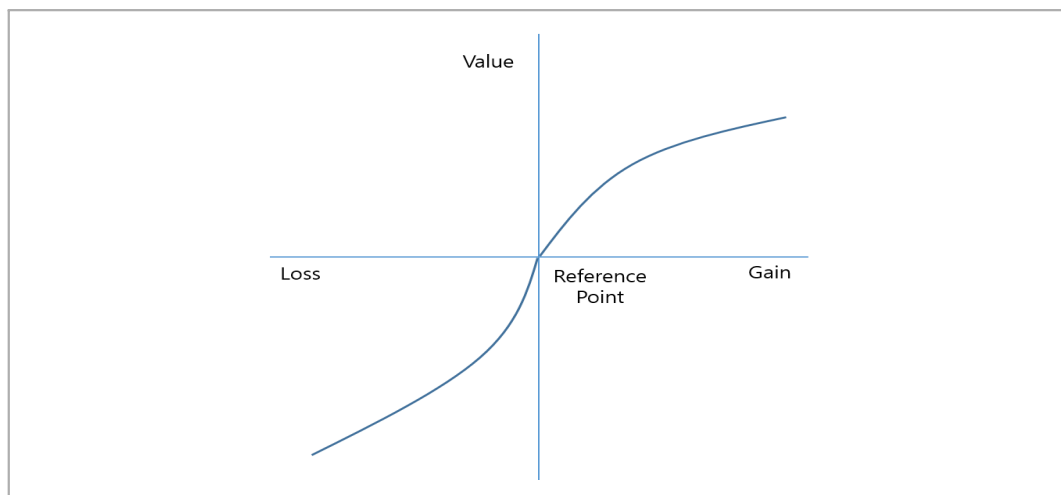
보수주의와 자기자본비용과 관련한 선행연구를 종합하여 보면 보수주의를 적용한 회계처리와 자기자본비용의 관계에 대해서는 선행연구의 실증 결과가 혼재되어 있는 상황이다.

2. Prospect 이론과 위험회피

가. Prospect 이론의 개요

Kahneman and Tversky(1979)는 불확실성이 존재하는 상황에서 종래의 기대효용이론(Expected Utility theory)이 최종적인 부에 근거하여 효용(가치)을 측정하고 있다는 점을 비판하고, 최종적인 부가 아닌 판단기준점(reference point)을 기준으로 의사결정자가 느끼는 가치는 달라질 수 있다는 Prospect 이론을 발표하였다. 즉, Prospect 이론은 의사결정자의 가치의 증가와 감소가 판단기준점이라고 불리는 특정 기준점을 상회하는지 아니면 하회하는지에 따라 결정된다는 것이다. 이러한 가치의 증가와 감소는 아래 <Figure 1>의 가치함수(value function)로 나타낼 수 있다.

<Figure 1> The Value Function of Prospect Theory



<Figure 1> 가치함수의 특징은 크게 3가지로 정리할 수 있다.

첫 번째 특징은 판단기준점 의존적(reference dependent)이라는 것이다. 이는 의사결정자가 불확실성하에서 의사결정 시에 판단기준점에 근거하는 것을 말한다. 기대효용이론은 이러한 기준점에 대한 개념이 없이 총량적 부의 증가 혹은 감소에 따라 효용의 증가 혹은 감소를 설명한다. 이에 반하여 Prospect 이론은 개인의 효용 혹은 가치의 증가는 특정한 기준점을 중심으로 이루어진다는 것이다.¹⁾ 판단기준점 의존성으로 인한 가치의 증가와 감소는 <Figure 1>을 통하여 볼 수 있다.

두 번째 특징은 손실회피성(loss aversion)이 있다는 것이다. <Figure 1>을 보면 판단기준점(reference point) 우측(gain, 이하 ‘이득상황’)의 기울기 절대값에 비하여 판단기준점 좌측(loss, 이하 ‘손해상황’)의 기울기 절대값이 더 큰 것을 볼 수 있다. 이는 동일한 크기의 이득과 손해가 발생하는 경우에 손해가 발생하는 경우에 손해에 대해서 느끼는 가치 감소의 크기가 이득에 대해서는 느끼는 가치 증가의 크기보다 더 크다는 것을 의미한다. 따라서 의사결정자는 이러한 손해상황을 회피하려한다는 것이다.

마지막 특징은 민감도 체감(diminishing sensitivity)으로 이는 판단기준점에서 멀어질수록 곡선의 기울기가 감소하는 현상을 말하며, 이는 동일한 크기의 이득이나 손해라도 판단기준점에 가까운 경우에 가치의 변동 폭이 더 크다는 것을 의미한다.

나. Prospect 이론과 위험회피 성향

가치함수에서 특히 주목할 만한 특징 중 하나는 손실회피성이다. 이 속성에 의하면 이득상황에서의 기울기 절대값이 손해상황에서의 기울기 절대값 보다 작게 나타난다. 이는 동일한 크기의 이익을 추가적으로 얻는 경우에 손해상황에 있는 경우의 가치증가가 이득상황에 있는 경우의 가치증가 보다 더 크고, 반대로 동일한 크기의 손실을 추가적으로 경험하는 경우에 손해상황에 있는 경우의 가치감소가 이득상황에 있는 가치감소 보다 더 크다는 것을 나타낸다. 이러한 가치함수의 특징에 따라 이득상황에 있는 경영자는 일정한 이익을 얻기 위한 투자에 손해상황에 있는 경영자보다 상대적으로 망설이게 될 가능성이 높아 위험회피적(risk-averse)이 되며, 반대로 손해상황의 경영자는 투자에 따른 가치의 변동이 크므로 위험추구적(risk-seeking)이 될 가능성이 높다.

다. Prospect 이론에서의 판단기준점

Kahneman and Tversky(1979)가 Prospect 이론을 통해 불확실성 하에서 의사결정자의 행동을 설명하는 관점을 제시하였음에도 불구하고, 무엇이 판단기준점이 될 것인지는 확실하지 않은 상황이다. 하지만 재무회계 분야의 선행연구들은 일정한 기준점에서의 이상 현상을 Prospect 이론

1) 이는 똑같은 20℃의 물이라도 겨울에는 따뜻하게 느껴지고 여름에는 시원하게 느껴지는 것에 비유할 수 있는데, 이러한 현상은 각각의 판단기준점(겨울과 여름)이 다르기 때문이다.

의 손실회피 현상에 기인하는 것으로 판단하였다. Burgstahler and Dichev(1997)는 이익이 “0”인 구간에서 이익의 분포가 단절되는 현상을 발견하였다. 즉, 순이익 “0”을 중심으로 기업의 이익구간이 오른쪽으로 우상향하고 있으며, 소액 이익의 감소와 소액의 손실이 드물게 발생한다는 것이다. 이들은 이러한 현상이 기업의 경영자가 이익의 감소와 손실을 회피하기 위하여 이익조정을 하고 있으며, 이러한 이익조정의 근거를 Prospect 이론의 손실회피성에서 찾고 있다. Degeorge et al.(1999)은 Prospect 이론의 판단기준점 등을 이유로 들어 기준점(threshold)이 중요하다고 보았다. 그 기준점 중 첫째는 이익/손실 여부, 그리고 양(+)의 순이익 기록여부, 둘째는 전기의 순이익 초과/미달 여부 그리고 셋째는 재무분석가 예측치의 초과/미달여부이다. Degeorge et al.(1999)은 분석을 통하여 기준점을 달성하려는 패턴이 어떻게 나타나는지를 보여주었다. 상기 연구를 종합하여 보면, Degeorge et al.(1999)가 제시한 기준점(threshold)이 Prospect 이론의 판단기준점이 될 수 있다고 보여진다.

III. 가설설정 및 연구방법

1. 가설의 설정

보수주의적인 회계처리는 LaFond and Watts(2008)가 설명하고 있듯이 경영자와 투자자간의 정보비대칭 현상을 낮추어 기업의 가치를 높이는데, 이러한 경향은 정보비대칭 감소에 의한 주주의 요구수익률 감소로 나타날 것이다(Easley and O'hara, 2004). 정보비대칭 현상은 기업 외부에 정보가 제공됨으로써 해소될 수 있는데, 자본시장에서 위험회피적인 투자자는 위험추구 혹은 위험중립적인 투자자 보다 더 많은 정보를 필요로 할 것이다. Vlastakis and Markellos(2012)는 이러한 내용을 바탕으로 투자자의 위험회피 정도가 커질수록 정보요구가 더 커지는 양(+)의 관계를 실증하였다. 위험회피적인 투자자는 투자에서의 위험을 줄이기 위하여 경영자에게 더 많은 정보요구를 하게 되고, 이러한 요구에 대해 기업은 더 많은 공시를 하거나 보수주의를 통해 정보를 제공할 수도 있을 것이다. 정보 공시 이외에도 보수주의를 통해 정보를 제공한다면 정보비대칭이 해소되므로 주주의 요구수익률인 자기자본비용은 낮아질 것이다. 특히 이득상황에 속한 위험회피적인 투자자는 정보비대칭을 해소하기 위하여 더욱 많은 정보요구를 기업에 할 것이며, 이에 따라 이득상황에서는 보수주의에 따른 추가적인 자기자본비용의 하락효과가 나타난다. 이를 근거로 다음과 같이 첫 번째 가설을 설정한다.

가설 1-1. 보수주의가 커질수록 자기자본비용은 낮아질 것이다.

가설 1-2. 이득상황에 속하는 기업의 보수주의가 클수록 기업의 자기자본비용은 추가적으로 낮아질 것이다.

자기자본비용의 감소는 정보비대칭의 해소로 인한 대리인비용의 감소로 인한 것으로서 정보비대칭 해소는 위험회피적인 투자자들의 정보요구로부터 시작될 것이다. LaFond and Watts (2008)는 기업 내부자와 외부투자자의 정보비대칭이 클수록 재무제표에 보수주의가 더 크게 나타날 것이라고 하였다. 이에 따라 가설 1에 따른 이득상황과 손해상황에 따른 자기자본비용의 차이는 정보비대칭의 차이에 따른 체계적인 차이라고 예상할 수 있어 정보비대칭과 보수주의와의 관련성에 대해 다음과 같이 가설 2를 설정한다.

가설 2. Prospect 이론의 이득상황에 존재하는 기업의 경우 정보비대칭이 클수록 보수주의가 증가할 것이다.

2. 연구모형

가. 보수주의의 측정

보수주의는 그 성격에 따라 조건적 보수주의와 비조건적 보수주의로 나눌 수 있는데 Kothari et al.(2008)은 기존 연구를 정리하여 계약과 소송비용이 큰 상황에서 조건적 보수주의가 나타나고, 소송과 세금 및 규제비용이 큰 상황에서 비조건적 보수주의가 나타난다고 하고 있다. 본 연구에서 주로 다루고 있는 보수주의는 계약의 효율성과 소송위험 등과 주로 관련되는 위험회피 성향과 관련되므로 이를 잘 나타낼 수 있는 조건적 보수주의 측정 모형을 사용하여 보수주의를 측정한다. 이득상황 및 손해상황은 연도별로 달라지므로 연도별 이득 및 손해 상황의 변화를 표현할 수 있는 보수주의 측정치가 필요하다. 이에 따라 조건적 보수주의 모형 중 연도-기업별 보수주의를 측정할 수 있는 Khan and Watts(2009) 모형을 사용한다.²⁾ 동 모형에 의한 연도-기업별 보수주의 측정방법은 다음과 같다.

$$X_i = \beta_1 + \beta_2 D_i + \beta_3 R_i + \beta_4 DR_{it} + e_i \quad \text{식 (1)}$$

X_i : i기업의 당기순이익

R_i : i기업의 수익률

D : 더미변수로 $R_i < 0$ 인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0

2) 권세원과 임상균(2015)은 한국에서 Basu(1997) 모형에 의한 추정편의가 관찰된다는 연구결과를 발표하였다. 연구결과는 유가증권 시장의 표본의 경우 Ball et al.(2013a)의 방법에 따라 Basu(1997) 모형을 적절히 통제하는 경우 추정편의가 낮아지나, 코스닥시장의 경우에는 이러한 통제를 통해서도 추정편의가 낮아지지 않는다고 하였다. 또한 Basu(1997)의 보수주의 측정모형의 파생 모형인 Khan and Watts(2009) 모형에서 산출되는 C-score는 유가증권 시장 표본을 이용하여 산출하는 경우 추정편의는 낮으나, 코스닥 시장 표본을 이용하는 경우 추정편의가 크다고 언급하고 있다. 본 연구는 Khan and Watts(2009) 모형을 통해 측정한 C-score를 사용하는 연구로 이러한 추정편의가 존재한다는 것을 검증하지 못한 것은 연구의 한계점으로 남는다.

상기 모형은 Basu(1997)의 모형으로 좋은 정보(Good news) 반영의 신속성은 β_3 로 측정하게 되며, 나쁜 정보(Bad news) 반영의 신속성을 증분적으로 반영하는 계수 즉, 보수주의와 관련한 계수는 β_4 가 된다. 각 계수는 보수주의의 결정요인인 M/B, Size 그리고 Leverage를 따르게 되어 있으므로 각 계수는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$G_Score = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 M/B_i + \mu_4 Lev_i \quad \text{식 (2)}$$

$$C_Score = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 M/B_i + \lambda_4 Lev_i \quad \text{식 (3)}$$

Size_i : i기업 총자산의 자연로그값

M/B_i : i기업 주식의 시가총액/자본총액

Lev : i기업의 부채총액/시가총액

식 (2)와 (3)을 식 (1)에 대입하면 다음과 같은 식 (4)를 얻을 수 있다.

$$X_i = \beta_1 + \beta_2 D_i + R_i(\mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 M/B_i + \mu_4 Lev_i) + DR_i(\lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 M/B_i + \lambda_4 Lev_i) + (\delta_1 + \delta_2 Size_i + \delta_3 M/B_i + \delta_4 Lev_i) + \varepsilon_i \quad \text{식 (4)}$$

G_Score 및 C_Score는 식 (4)를 회귀분석하여 $\mu_1, \mu_2, \mu_3, \mu_4$ 및 $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4$ 를 구한 후 이를 식 (2)와 (3)에 대입하여 산출한다. 본 논문에서는 보수주의를 측정하고자 하는 연구의 목적에 따라 C_Score를 사용하여 보수주의를 측정한다.

나. 보수주의와 자기자본비용의 관계 검증

보수주의와 자기자본비용 간의 관계는 Francis et al.(2004)의 모형을 이용하여 다음과 같이 측정한다.

$$CoC_{it} = b_1 + b_2 CONS_{it} + b_3 SIZE_{it} + b_4 MB_{it} + BETA_{it} + \varepsilon_i \quad \text{식 (5)}$$

CoC_{it} : i기업의 t기간의 자기자본비용

CONS_{it} : i기업의 t기간의 보수주의 측정치

SIZE_{it} : i기업의 t기 초의 총자산의 자연로그 값

MB_{it} : i기업의 t기간 말의 Market to book value ratio

BETA_{it} : i기업의 t기간의 베타 값

기업규모인 Size는 기업의 정보환경을 의미하는 통제변수로 기업의 규모가 커질수록 기업의 정보환경이 개선될 것으로 예상되므로 기업규모와 자기자본비용은 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 반면에 베타(Beta)는 자산가격결정모형(CAPM)에 따른 체계적 위험을 통제하기 위해 통제변수로 사용되었으며, 체계적 위험이 증가할수록 주주요구수익률도 증가하므로 자기자본비용과 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 시장가치 대비 장부가액 비율(MB)은 베타가

측정하지 못하는 다른 위험을 통제하기 위하여 통제변수로 사용되었고, 자기자본비용에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

상기 식 (5)에서 종속변수는 사후적 자본비용이다. 자산가격결정모형(CAPM)에 의해 산출된 체계적 위험은 사후적으로 산출된 것으로서 미래 주식수익률을 설명하기에 한계가 있다고 한다(Elton, 1999). 그러나 재무모형을 이용하여 산출하는 자본비용의 경우 자본비용의 추정을 위하여 일정한 가정이 필요하므로 측정에 어려움이 따른다(박종일과 남혜정, 2011).³⁾ 또한 본 연구에서 사용되는 보수주의 측정치도 사후적으로 측정되므로 사후적 자본비용과의 개념적 일관성이 있으며, 본 연구는 성격상 미래 주식수익률을 설명하기 위한 것이 아니므로 자본비용 산출의 객관성 등을 위하여 사후적 자본비용을 사용하였다.⁴⁾

다. 보수주의와 정보비대칭간의 관계 검증

정보비대칭은 Lang and Lundholm(1993)와 Leuz and Verrecchia(2000) 그리고 조중석과 조문희(2010)에서 사용한 일별주식수익률변동성(Daily stock return volatility : VOLA)과 연간 주식거래회전율(Trading volume turnover : VOL)로 측정하였다.

일별주식수익률변동성(VOLA)은 t년도 1월부터 12월까지의 일별수익률의 표준편차를 산출하여 측정하였다. 여기서 VOLA가 크다는 것은 일별 수익률 변동이 크다는 의미로 그만큼 기업 내부자와 외부자간의 정보의 괴리가 크다는 것으로 정보비대칭이 크다는 것을 의미한다.⁵⁾

연간 주식거래회전율(VOL)은 각 기업의 52주 평균거래량을 상장주식수로 나누어서 산출하였다. 연간 주식거래회전율은 주식의 유동성(liquidity)을 나타내는 것으로서 주식의 유동성이 크다는 것은 주식의 매도자와 매수자 간의 정보비대칭이 적어 거래량이 늘어난 것을 의미한다. 따라서 VOL이 높은 경우는 정보비대칭이 적은 것으로 반대로 VOL이 낮은 경우는 정보비대칭이 큰 것으로 해석할 수 있다. 그러나 여기에서는 정보비대칭이 증가함에 따른 보수주의 증가여부를 살펴보고자 하므로, VOLA 변수와의 부호방향을 동일하게 산출하기 위하여 VOL변수는 연간 주식거래회전율에 (-)를 곱해 산출한다. 따라서 VOL이 증가하는 경우 정보비대칭이 커지는 것으로 해석한다.

정보비대칭과 보수주의와의 관계는 다음의 모형으로 측정한다.

3) 재무모형을 사용하여 산출하는 내재적 자본비용 계산 시 발생할 수 있는 위험 등에 대해서는 박종일과 남혜정(2011) pp.206-207의 주석에서 상술하고 있다.

4) (주)에프앤가이드에서 제공하는 자기자본비용을 사용하였다.

5) 조중석과 조문희(2010)에서는 일별주식수익률 변동성의 산출기간을 4월 1일부터 이듬해 3월 31일까지로 보았다. 그러나 본 연구에서는 LaFond and Watts(2008)에 따라 정보비대칭이 보수주의에 선행하는 것으로 보았으므로 일별주식수익률 변동성의 산출기간을 1월 1일부터 12월 31일까지로 하였다. 참고로 조중석과 조문희(2010)에서도 산출기간에 관계없이 결과는 동일하게 나타난다고 설명하고 있다.

$$\text{CONS}_{it} = c_1 + c_2 \text{VOLA}_{it} + c_3 \text{SIZE}_{it} + c_4 \text{LEV}_{it} + c_5 \text{MB}_{it} + \varepsilon_i \quad \text{식 (6)}$$

$$\text{CONS}_{it} = c_1 + c_2 \text{VOL}_{it} + c_3 \text{SIZE}_{it} + c_4 \text{LEV}_{it} + c_5 \text{MB}_{it} + \varepsilon_i \quad \text{식 (7)}$$

CONS_{it} : i 기업의 t기간의 보수주의 크기
 VOLA_{it} : i 기업의 t기간의 일별주식수익률변동성
 VOL_{it} : i 기업의 t기간의 연간 주식거래회전율*(-1)
 SIZE_{it} : i 기업의 t기 초의 총자산의 자연로그 값
 LEV_{it} : i 기업의 t기간말의 부채비율
 MB_{it} : i기업의 t기간 말의 Market to book value ratio

LaFond and Watts(2008)의 연구결과에 따라 정보비대칭이 증가하는 경우 보수주의가 증가할 것으로 예상되므로 관심변수인 c_2 는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 다른 통제변수들은 Khan and Watts(2009)에 따라 사용된 것으로 SIZE 변수에 대한 계수는 규모가 큰 기업의 정보적 환경이 좋으므로 보수주의와는 음(-)의 관계를 가질 것이고, MB가 큰 기업은 정부규제가 덜 하므로 보수주의에 대한 요구가 낮아 음(-)의 값을 가질 것으로 기대한다. 또한 LEV변수에 대한 계수 값은 부채비율이 높을수록 계약적 관점에서 보수주의에 대한 수요가 증가할 것으로 예상되므로 양(+)의 값을 예상한다.

3. 표본기업의 선정

본 연구는 2001년부터 2014년까지 KOSPI 시장에 상장되어 있거나 KOSDAQ 시장에 등록되어 있는 기업 중에서 다음의 조건을 만족시키는 기업들을 표본으로 정하였다.

- 1) 비 금융업
- 2) 결산일이 12월인 기업
- 3) KIS-VALUE에 기업관련자료, 재무관련자료가 있는 기업
- 4) FnGuide에서 자기자본비용을 구할 수 있는 기업

1997년 IMF 외환위기 이후 회계투명성 강화의 일환으로 회계기준 개정에 대한 연구가 이루어져 1999년에 우리나라의 회계기준이 국제수준에 맞추어 대폭 개정되었다. 1999년 이전의 회계기준은 현행의 회계기준과 크게 달랐으나, 1999년 이후로는 국제회계기준과의 정합성이 높아진 상황이다. 이에 따라 개정된 회계기준의 영향이 반영되는 2001년부터 자료를 수집하였다. 금융업을 제외한 이유는 금융업의 특성상 계정과목과 산출되는 수치 등이 비금융업과 다를 수 있어 유사한 자료를 표본에 포함시키기 위함이며, 결산일이 12월인 기업만을 표본에 반영한 이유는 기간 차이로 인한 표본성격이 차이가 발생할 우려가 있어 반영한 것이다. 대부분의 재무데이터는 KIS-VALUE에서 구하였으나, 동 데이터베이스에 재무데이터가 존재하지 않는 기업을 제

외하였다. 이러한 기준에 따라 산출된 기업연도는 총 17,506기업-연도이다. 아래 <Table 1>은 표본의 산업별 분포를 보여주고 있다.

<Table 1> Industrial population of research sample

Name of Industry	KOSPI		KOSDAQ	
	NO. of Samples	ratio	NO. of Samples	ratio
Manufacturing	5,075	65.8%	6,512	66.5%
Professional, scientific and technical activities	792	10.3%	306	3.1%
Wholesale and retail trade	584	7.6%	762	7.8%
Construction	402	5.2%	316	3.2%
Information and communications	255	3.3%	1,391	14.2%
Transportation	249	3.2%	77	0.8%
Electricity, gas, steam and water supply	131	1.7%	16	0.2%
Agriculture, forestry and fishing	70	0.9%	0	0.0%
Business facilities management and business support services	49	0.6%	152	1.6%
Arts, sports and recreation related services	42	0.5%	71	0.7%
Real estate activities and renting and leasing	24	0.3%	42	0.4%
Mining and quarrying	14	0.2%	0	0.0%
Membership organizations, repair and other personal services	14	0.2%	0	0.0%
Education	11	0.1%	77	0.8%
Accommodation and food service activities	5	0.1%	9	0.1%
Sewerage, waste management, materials recovery and remediation activities	0	0.0%	58	0.6%
Total	7,717	100%	9,789	100%

상기 <Table 1>은 한국표준산업분류에 따른 대분류 기준의 산업분포이다. 표본 중 제조업이 전체 표본의 약 66%를 차지하고 있으며, 전문, 과학 및 기술서비스업과 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업을 제외한 나머지 업종은 10% 이내의 낮은 분포를 보이고 있다.

IV. 실증분석 결과

1. 가설의 검증과 판단기준점

본 연구에서는 Degeorge et al.(1999)이 사용한 세가지 기준점(threshold) 중 전기 순이익 초과/

미달 여부를 기본적인 판단기준점으로 간주하여 연구를 진행하며, 재무분석가 예측치 초과/미달 여부를 추가 분석에서 판단기준점으로 사용한다. 판단기준점으로 이익/손실여부를 사용하지 않은 이유는 합리적인 경영자는 기본적으로 “0”의 이익을 목표로 삼지 않을 것이기 때문이다. 경영자의 이익 목표는 기업외부로 명확히 드러나지 않으므로 이러한 이익 목표를 추정하는데 가장 객관적이고 합리적인 전기의 이익수준을 판단기준점으로 설정하고, 이를 초과하는 경우 이득 상황에 속하는 기업으로 보고 반대의 경우는 손해상황에 속하는 기업으로 보았다. 재무분석가의 예측치는 연중 갱신된다. 이에 따라 기업정보 데이터베이스에 나타나는 재무분석가의 예측치는 최종적으로 갱신된 컨센서스를 바탕으로 제공된다. 데이터베이스의 이러한 속성은 재무분석가의 예측치를 경영자의 객관적인 목표로 보아야 할지에 대한 의문을 제공한다. 하지만 재무분석가의 예측치는 실제 자본시장에 영향을 미치므로 재무분석가의 이익예측치를 판단기준점으로 보고 추가분석을 수행한다.

2. 기술통계량

본 연구에서 사용되는 주요 변수인 보수주의 측정치와 다른 변수들의 기술적 통계량은 다음의 <Table 2>와 같다.

상기 <Table 2>의 Panel A는 전체 표본기업인 17,506개 기업-연도 주요 변수의 기술통계량이다. 상기 <Table 2>에 따르면 전체 기업 및 연도의 보수주의(CONS) 평균이 0.2150로 양(+)으로 나타나고 있어, 기존의 연구와 같이 우리나라도 지난 15년간 보수주의가 지속적으로 나타난 것으로 볼 수 있다. Panel B는 전기보다 이익이 증가한 9,325개의 기업-연도 표본의 기술통계량이며, Panel C는 전기 보다 이익이 감소한 8,297개의 기업-연도 표본에 대한 기술통계량이다. Panel B와 Panel C의 보수주의 평균은 각각 0.1972와 0.2334로 전기보다 이익이 증가한 기업 보다 감소한 기업의 보수주의가 전반적으로 크게 나타나고 있다. 주당순이익인 NI는 전기 대비 이익이 증가한 Panel B의 경우 평균이 2,383으로 전기 대비 이익이 감소한 Panel C의 -144 보다 큰 값을 나타내고 있다. MB의 경우는 전기 보다 이익이 늘어난 기업이 평균적으로 더 큰 것으로 나타났으며 LEV의 평균은 이익이 감소한 기업이 더 크게 나타났다. 나머지 수치들은 전기 대비 이익이 증가한 기업과 그렇지 않은 기업에서 대부분 유사한 수준이다.

〈Table 2〉 Descriptive Statistics

Panel A : Total Samples (N=17,506)					
Variables	Mean	Median	Min	Max	Std
CONS	0.2150	0.2332	-3.8013	2.8782	0.4482
NI	1,195	321	-1,853,007	546,577	21,022
MB	1.3861	0.9317	-493.4866	483.8608	6.3631
Size	25.6212	25.3525	0.0000	32.7313	1.4576
LEV	1.4778	0.7073	0.0000	126.0697	3.1669
beta	0.7941	0.7887	-5.3863	12.6698	0.4906
CoC	9.0161	9.0300	-6.0300	26.1800	2.8834
VOLA	0.0368	0.0335	0.0003	4.5088	0.0566
VOL	-0.0203	-0.0086	-3.3784	0.0000	0.0510
Panel B : Earnings increase (N=9,276)					
Variables	Mean	Median	Min	Max	Std
CONS	0.1972	0.2193	-3.8013	2.5828	0.4641
NI	2,383	555	-368,413	546,577	11,559
MB	1.4579	1.0042	-53.6985	126.5025	2.2668
Size	25.6158	25.3471	21.1182	32.6733	1.4437
LEV	1.3739	0.6469	0.0019	88.0225	2.9551
beta	0.7820	0.7735	-5.3863	12.6698	0.5248
Equity	9.0235	9.0100	-1.9200	26.1800	2.9490
VOLA	0.0378	0.0340	0.0003	3.7860	0.0564
VOL	-0.0222	-0.0092	-3.3784	0.0000	0.0621
Panel C : Earnings decrease (N=8,230)					
Variables	Mean	Median	Min	Max	Std
CONS	0.2349	0.2507	-3.2168	2.8782	0.4287
NI	-144	101	-1,853,007	325,310	28,038
MB	1.3052	0.8592	-493.4866	483.8608	8.9625
Size	25.6273	25.3602	0.0000	32.7313	1.4731
LEV	1.5948	0.7776	0.0000	126.0697	3.3861
beta	0.8078	0.8036	-2.4602	4.4121	0.4484
CoC	9.0077	9.0400	-6.0300	19.6100	2.8078
VOLA	0.0357	0.0330	0.0071	4.5088	0.0567
VOL	-0.0181	-0.0080	-0.8514	0.0000	0.0343

* CONS : Conservatism measure by Kahn and Watts(2008), NI : Earnings per share, MB : Year-end market-to-book ratio, Size : Natural log of total assets, LEV : Leverage ratio(Total debts/Total assets), beta : systematic risk, CoC : Cost of equity capital, VOLA : Daily stock return volatility, VOL : Trading volume turnover*(-1)

<Table 3>은 분석에 사용된 변수들의 피어슨상관계수를 나타내고 있다. 보수주의와 주당순이익의 상관관계는 음(-)의 값으로 나타나고 있으며, Khan and Watts(2009)에서 제시하고 있는 것처럼 보수주의와 MB, Size는 음(-)의 값으로 그리고 LEV는 음(+)의 값으로 유의한 값이 산출되었다. 또한 체계적 위험인 beta값의 경우는 Qi(2011) 등에서 실증한대로 보수주의와 음(-)의 관계로 나타났으며, 이에 따라 자기자본비용도 음(-)의 관계로 나타났다. 보수주의와 정보비대칭의 대용치인 VOLA와 VOL의 상관관계는 예상대로 양(+)의 값으로 나타났으나, 정보비대칭의 대용치인 VOLA와 VOL의 상관관계는 음(-)의 값으로 나타나고 있다. <Table 3>에서 보듯이 연구에 사용되는 변수들 간의 상관관계가 높지 않아 변수간의 다중공선성은 거의 존재하지 않는 것으로 판단된다.

<Table 3> Correlation Matrix

구분	CONS	NI	MB	Size	LEV	beta	Equity	VOLA	VOL
CONS	1								
NI	-0.0828	1							
p-value	0.0000								
MB	-0.1400	0.0075	1						
p-value	0.0000	0.3190							
Size	-0.0778	0.0633	-0.0411	1					
p-value	0.0000	0.0000	0.0000						
LEV	0.3151	-0.1073	-0.0500	0.1590	1				
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000					
beta	-0.0629	-0.0254	0.0261	0.0912	-0.0658	1			
p-value	0.0000	0.0008	0.0006	0.0000	0.0000				
CoC	-0.0629	-0.0254	0.0261	0.0912	-0.0658	0.7135	1		
p-value	0.0000	0.0008	0.0006	0.0000	0.0000	0.0000			
VOLA	0.0241	-0.0289	0.0099	-0.0825	0.0140	0.1122	0.0803	1	
p-value	0.0014	0.0001	0.1891	0.0000	0.0635	0.0000	0.0000		
VOL	0.0143	0.0248	-0.0208	0.1747	-0.0307	-0.1226	-0.1553	-0.1309	1
p-value	0.0591	0.0010	0.0060	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

* CONS : Conservatism measure by Kahn and Watts(2008), NI : Earnings per share, MB : Year-end market-to-book ratio, Size : Natural log of total assets, LEV : Leverage ratio(Total debts/Total assets), beta : systematic risk, CoC : Cost of equity capital, VOLA : Daily stock return volatility, VOL : Trading volume turnover*(-1)

3. 보수주의와 자기자본 비용의 관계에 따른 가설 검증

가설 1을 검증하기 위하여 앞서 설정한 검증모형으로 보수주의와 자기자본비용의 관계 검증한 결과는 아래 <Table 4>와 같다.

<Table 4> Conservatism and cost of equity capital

Variables	pred. sign	full sample (1)	Earnings increase (2)	Earnings decrease (3)	full sample with earning dummy (4)	VIF
CONS	—	-0.3539*** (-10.472)	-0.4114*** (-8.083)	-0.2118*** (-4.738)	-0.2407*** (-4.701)	2.37
Size	—	-0.1732*** (-16.775)	-0.1433*** (-9.197)	-0.2088*** (-16.089)	-0.1730*** (-16.770)	1.02
MB	+	0.0018 (0.755)	0.0315*** (3.014)	0.0004 (0.21)	0.002 (0.829)	1.02
beta	+	4.2693*** (139.495)	3.8138*** (89.096)	4.9633*** (116.719)	4.2717*** (139.592)	1.01
Plus	+/-				0.1518*** (4.553)	1.24
CONS*Plus	—				-0.1888** (-2.806)	2.52
intercept		10.1365*** (38.276)	9.7479*** (24.283)	10.3973*** (31.272)	10.0453*** (37.844)	
N		17,506	9,276	8,230	17,506	
R ²		0.5312	0.4726	0.6257	0.5318	
F		4957.3176	2077.2224	3437.8798	3312.1524	

1) $CoC_{it} = b_1 + b_2CONS_{it} + b_3SIZE_{it} + b_4MB_{it} + b_5BETA_{it} + e_i$ [(1), (2), (3)]

2) $CoC_{it} = b_1 + b_2CONS_{it} + b_3Plus_{it} + b_4CONS_{it}*Plus_{it} + b_5SIZE_{it} + b_6MB_{it} + b_7BETA_{it} + e_i$ [(4)]

3) CONS : Conservatism measure by Kahn and Watts(2008), MB : Year-end market-to-book ratio, Size : Natural log of total assets, LEV : Leverage ratio(Total debts/Total assets), beta : systematic risk, CoC : Cost of equity capital, Plus : A dummy variable that takes 1 if earnings increases, otherwise 0, VIF : Variance Inflation Factor

4) The numbers in round parenthesis is t statistic calculated with heteroscedasticity consistent standard errors, and the number in square parenthesis is p-values. *** and ** represent the statistical significance at the 1% and 5% level, respectively.

<Table 4>에서 (1)은 가설 1-1을 검증하기 위하여 전체 분석표본을 이용하여 회귀분석 결과이고, (2), (3), (4)는 가설 1-2를 검증하기 위하여 이득상황과 손해상황의 기업을 분리하여 분석한 결과와 전체 표본을 분석하되 이득영역과 손해영역이 자기자본비용에 미치는 차별성을 검증하기 위하여 더미변수를 추가하여 회귀분석한 결과를 나타내고 있다.

<Table 4>의 (1)에서는 종속변수인 자기자본비용(CoC)과 독립변수인 보수주의(CONS)와의 관계를 나타내는 계수 값이 -0.3539 로 음(-)의 값을 가지며 1% 수준에서 유의하게 나타나고 있다. 이는 정보비대칭에 따른 기업 외부자의 정보요구가 보수주의로 나타나게 되며, 이를 통해 정보비대칭이 감소하여 종국적으로 자기자본비용이 낮아지게 된다는 LaFond and Watts(2008)의 주장과 Garcia et al.(2011)가 보고한 보수주의가 자기자본비용에 미치는 결과와 일치하는 결과이다. 이러한 결과는 가설 1-1이 지지됨을 확인하여 준다.

<Table 4>의 (2)는 (1)과 동일한 모형으로 회귀분석을 하였으나, 이득상황에 속하는 기업만을 분석대상으로 삼았다. (2)에서 관심변수인 보수주의(CONS)의 계수 값은 -0.4114 으로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여주고 있어 보수주의가 자기자본비용을 낮춘다는 결과인 (1)과 유사한 결과를 보여주고 있다. 다만, (2)에서 산출된 보수주의에 대한 계수의 절대값은 (1)에서 산출된 계수의 절대값 크기보다 약 16%가 큰 것으로 나타나고 있다. 이는 전체 표본에서 보다 이득상황에서 적용된 보수주의가 자기자본비용을 더 낮아지게 한다는 것으로 해석할 수 있다. <Table 4>의 (3)은 손해상황에 속하는 기업만을 표본으로 하여 (1)과 동일한 모형으로 회귀분석한 것이다. 그 결과 산출된 보수주의(CONS)의 계수 값은 -0.2118 로 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 이는 전체 표본에서 나타난 보수주의 계수 값 보다 절대값으로 비교 시 약 40% 작은 것이다. 이는 손해상황에서의 보수주의는 자기자본비용을 낮추는 데 기여도가 낮은 것으로 해석된다. (2)와 (3)을 통하여 보수주의가 자기자본비용을 낮춘다는 가설 1-1의 지지사실을 재확인하였으며, 이득상황과 손해상황의 위험회피성 차이가 자기자본비용에 차별적인 영향을 미칠 수 있음을 확인할 수 있었다. <Table 4>의 (4)는 이득상황과 손해상황을 더미변수로 구분하여 전체 표본을 대상으로 회귀분석 한 결과이며, 관심변수인 이득상황의 보수주의(CONS*Plus)가 자기자본비용에 미치는 영향이 -0.1888 로 1% 수준에서 유의하게 나타났다. 이는 전체 표본을 통해서도 이득상황과 손해상황의 위험회피성 차이가 자기자본비용에도 차별적인 영향을 미친다는 것을 재확인하여 주는 결과이다. 즉, 보수주의가 자기자본비용을 낮추는데 기여하지만 이를 이득상황과 손해상황으로 나누는 경우 이득상황에서의 보수주의는 자기자본비용을 추가적으로 낮추는 증분적인 효과가 있다는 것을 말해주는 것이다. 이는 가설 1-2를 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

4. 보수주의와 정보비대칭의 관계에 따른 가설 검증

앞서 보수주의가 자기자본비용에 미치는 영향을 살펴보았다. 이를 통해 보수주의는 자기자본

비용을 낮추는 역할을 하며, 이를 이득상황과 손해상황에 속하는 기업으로 구분하는 경우 위험 회피성이 높은 이득상황에 속하는 기업의 자기자본비용이 더 낮아질 수 있음을 볼 수 있다. LaFond and Watts(2008)는 이러한 자기자본비용의 감소가 정보비대칭에 따른 보수주의 요구로 인하여 나타나는 것이라고 주장하고 있으며, 이에 정보비대칭과 보수주의와의 관계에 대한 가설 3을 설정하였다. 가설 3에 대한 실증결과는 아래의 <Table 5>에 제시되어 있다.

<Table 5>의 Panel A는 일별 주식수익률변동(VOLA)으로 측정 한 정보비대칭과 보수주의의 관계를 회귀분석한 결과이다. (1)과 (2)는 각각 이득상황의 표본과 손해상황의 표본을 나누어 일별 주식수익률변동과 보수주의의 관계를 회귀분석한 결과를 각각 나타내고 있다. 종속변수는 보수주의(CONS)인데, (1)에서는 이득상황에서의 보수주의(CONS)와 관심변수인 일별 주식수익률변동(VOLA)의 관계를 나타내는 계수 값이 0.1958으로 5% 수준에서 유의한 값을 가지고 있음을 보여주고 있다. 즉, 일별 주식수익률변동의 크기는 정보비대칭성의 대리변수(proxy)이므로 정보비대칭이 클수록 보수주의 기업의 외부이해관계자들의 보수주의에 대한 요구가 증가한다는 것을 의미한다. 반대로 (2)에서는 손해상황에 속하는 기업의 보수주의와 일별 주식수익률변동을 분석하였는데, 관심변수인 VOLA의 계수 값이 양(+)의 값으로 나타났지만 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이 둘의 결과만 놓고 해석하면, 손해상황 보다 이득상황에서 정보비대칭을 해소하고자 하는 정보요구로 인해 보수주의가 증가하는 것으로 해석할 수 있다. (3)은 전체 표본을 가지고 두 상황을 더미변수로 구분하여 회귀분석한 것이다. 여기에서 관심변수는 이득상황에서의 정보비대칭인 VOLA*Plus이며, 동 변수의 계수 값은 0.1457로 양(+)의 값으로 산출되었으나 통계적으로 유의하지는 않았다.

<Table 5>의 Panel B는 정보비대칭을 연간 주식거래회전율(VOL)로 측정하여 보수주의와의 관련성을 실증한 결과이다. 이득상황을 표본으로 한 회귀분석 결과는 <Table 5> Panel B의 (1)에 나타나 있으며 종속변수인 보수주의(CONS)와 관심변수인 연간 주식거래회전율(VOL)관계를 나타내는 계수 값은 0.3042로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 갖는다. 즉 정보비대칭이 클수록 보수주의가 증가하는 것으로 해석된다. 손해상황을 표본으로 한 (2)에서도 보수주의와 주식거래회전율의 관계가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. (1)과 (2)의 분석결과를 종합하면, VOL을 통하여 정보비대칭을 측정하는 경우에 정보비대칭이 클수록 보수주의가 이득상황과 손해상황의 구분이 없이 증가하는 것으로 해석할 수 있다. 이는 Panel B의 (3)에서도 나타나고 있는데, 전체 표본으로 보수주의와 연간 주식거래회전율을 살펴본 경우 관심변수인 이득상황에서의 연간 주식거래회전율(VOL*Plus)의 계수 값이 -0.1278로 음(-)의 값으로 나타났으나, 통계적으로 유의하지는 않아 이득상황과 손해상황에서의 정보비대칭에 따른 보수주의의 변동이 차별적이지 않은 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 5〉 Conservatism and Information Asymmetry

Panel A. Information asymmetry measured by VOLA					
Variables	Pred. Sign	Earnings increase (1)	Earnings decrease (2)	full sample with earning dummy (3)	VIF
VOLA	+	0.1958** (2.53)	0.0058 (0.075)	0.0041 (0.051)	2.12
Size	—	−0.0450*** (−14.726)	−0.0397*** (−13.094)	−0.0414*** (−18.806)	1.03
LEV	+	0.0437*** (29.074)	0.0444*** (33.763)	0.0466*** (46.066)	1.03
MB	—	−0.0586*** (−30.160)	−0.0056*** (−11.379)	−0.0091*** (−18.272)	1.00
Plus	+ / −			−0.0321*** (−4.255)	1.42
VOLA*Plus	+			0.1457 (1.305)	2.56
Intercept		1.3679*** (17.399)	1.1892*** (15.28)	1.2331*** (21.781)	
N		9,276	8,230	17,506	
R ²		0.1878	0.1399	0.1337	
Panel B. Information asymmetry measured by VOL					
Variables	Pred. Sign	Earnings increase (1)	Earnings decrease (2)	full sample with earning dummy (3)	VIF
VOL	+	0.3042*** (4.279)	0.5117*** (3.714)	0.5038*** (3.896)	4.83
Size	—	−0.0479*** (−15.523)	−0.0426*** (−19.867)	−0.0444*** (−13.703)	1.07
LEV	+	0.0444*** (29.448)	0.0445*** (46.458)	0.0470*** (33.89)	1.03
MB	—	−0.0580*** (−29.890)	−0.0055*** (−18.167)	−0.0090*** (−11.333)	1.00
Plus	+ / −			−0.0272*** (−3.922)	1.21
VOL*Plus	—			−0.1278 (−0.843)	5.02
Intercept		1.4535*** (18.346)	1.2727*** (22.855)	1.3197*** (15.885)	
N		9276	8230	17506	
R ²		0.1889	0.1415	0.1356	

- 1) $CONS_{it} = c_1 + c_2 VOLA(VOL)_{it} + c_3 SIZE_{it} + c_4 LEV_{it} + c_5 MB_{it} + e_i$ [(1), (2)]
- 2) $CONS_{it} = c_1 + c_2 VOLA(VOL)_{it} + c_3 SIZE_{it} + c_4 LEV_{it} + c_5 MB_{it} + c_6 Plus_{it} + c_7 VOLA(VOL)_{it} * Plus_{it} + e_i$ [(3)]
- 3) CONS : Conservatism measure by Kahn and Watts(2008), MB : Year-end market-to-book ratio, Size : Natural log of total assets, LEV : Leverage ratio(Total debts/Total assets), beta : systematic risk, CoC : Cost of equity capital, Plus : A dummy variable that takes 1 if earnings increases, otherwise 0, VIF : Variance Inflation Factor
- 4) The numbers in round parenthesis is t statistic calculated with heteroscedasticity consistent standard errors, and the number in square parenthesis is p-values. *** and ** represent the statistical significance at the 1% and 5% level, respectively.

<Table 5>의 Panel A와 Panel B의 회귀분석 결과를 종합하여 보면 정보비대칭이 높은 경우 보수주의가 증가하는 것을 관찰할 수 있었다. 특히 정보비대칭을 VOLA로 측정하는 경우 대체로 이득상황에서 정보비대칭에 따른 보수주의 요구가 더 큰 것으로 볼 수 있다. 그러나 VOL로 정보비대칭을 측정한 경우 이득상황과 손해상황에서의 보수주의 요구차이가 확연하게 드러나지는 않았다. 그러나 정보비대칭이 커질수록 보수주의에 대한 요구는 증가하는 것을 볼 수 있으며, 이득상황의 정보비대칭이 보수주의에 대한 요구를 더 증가시킬 가능성이 있다는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 가설 1과 가설 2를 연결하여 해석하면 Prospect 이론의 이득상황에서는 정보비대칭이 클수록 기업 외부이해관계자의 정보요구 증가로 인하여 보수주의가 증가하게 되고, 보수주의의 증가는 정보비대칭을 감소시켜 투자자의 요구수익률인 자기자본비용을 감소시킨다는 해석이 가능할 것으로 보인다.

5. 추가 분석

Prospect 이론의 판단기준점을 논의하면서, Degeorge et al.(1999)의 연구에 따라 양(+)의 순이익 기록여부, 전기 성과 달성여부 그리고 재무분석가의 기대치 달성여부 등을 판단기준점으로 삼을 수 있을 것으로 보았다. 이번 절에서는 이 중 재무분석가의 예측치를 판단기준점으로 두고 연구가설 실증결과를 살펴보도록 한다. 이를 위해 연구표본 중 재무분석가의 예측이 존재하는 기업만을 분석의 대상으로 삼았으며, 이러한 표본은 총 8,636개의 기업-연도이다. 재무분석가의 이익 예측치를 판단기준점으로 보고 보수주의와 자기자본비용간의 관계를 회귀분석한 결과는 아래 <Table 6>과 같다.

분석결과에 따르면, 전기이익을 판단기준점으로 보고 분석한 결과와 질적으로 다르지 않았다. 즉, 아래 <Table 6>에서 관심변수인 CONS*Plus의 계수가 -0.2642로 0.1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 즉, 이득상황에 있는 기업의 경우에 추가적으로 자기자본비용이 낮아진다는 가설 1을 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

〈Table 6〉 Conservatism and cost of equity capital : analyst forecast case

Variables	pred. sign	full sample (1)	Earnings increase (2)	Earnings decrease (3)	full sample with earning dummy (4)	VIF
CONS	—	−0.3508*** (−8.354)	−0.5224*** (−6.220)	−0.2708*** (−5.464)	−0.2672*** (−5.474)	1.48
Size	—	−0.2806*** (−23.581)	−0.2185*** (−9.320)	−0.3014*** (−21.882)	−0.2816*** (−23.702)	1.02
MB	+	0.0094 (1.244)	0.0004 (0.016)	0.0097 (1.226)	0.0096 (1.279)	1.09
beta	+	4.3865*** (102.441)	4.4496*** (53.615)	4.3756*** (87.532)	4.3932*** (102.672)	1.02
Plus	+ / −				0.2363*** (5.225)	1.06
CONS*Plus	—				−0.2642*** (−2.943)	1.43
Intercept		13.3980*** (43.021)	11.9046*** (19.366)	13.8854*** (38.535)	13.3542*** (42.924)	
N		8,636	2,165	6,471	8,636	
R ²		0.556	0.5824	0.5502	0.5576	
F		2702.01	753.0948	1977.2452	1812.405	

1) $CoC_{it} = b_1 + b_2CONS_{it} + b_3SIZE_{it} + b_4MB_{it} + b_5BETA_{it} + e_i$ [(1), (2), (3)]

2) $CoCI_{it} = b_1 + b_2CONS_{it} + b_3Plus_{it} + b_4CONS_{it}*Plus_{it} + b_5SIZE_{it} + b_6MB_{it} + b_7BETA_{it} + e_i$ [(4)]

3) CONS : Conservatism measure by Kahn and Watts(2008), MB : Year-end market-to-book ratio, Size : Natural log of total assets, LEV : Leverage ratio(Total debts/Total assets), beta : systematic risk, CoC : Cost of equity capital, Plus : A dummy variable that takes 1 if earnings beat analyst forecast, otherwise 0, VIF : Variance inflation factor

4) The numbers in round parenthesis is t statistic calculated with heteroscedasticity consistent standard errors, and the number in square parenthesis is p-values. *** and ** represent the statistical significance at the 1% and 5% level, respectively.

V. 결론 및 한계점

Basu(1997)의 연구 이후에 본격적으로 보수주의에 대한 연구가 이루어져왔으나, 보수주의가 이익의 질에 미치는 영향에 대한 논란은 아직도 진행 중이다. 보수주의는 회계에 있어서 아주 특징적 현상이며, 불확실성이 존재하는 자본시장에서 회계정보의 안정성과 신뢰성을 확보하기 위한 심리적인 현상이라고 볼 수 있다.

본 연구는 이익의 질과 관련한 속성 중 보수주의와의 관계에서 가장 빈번히 언급되고 있는 자기자본비용이 보수주의와 어떠한 관련이 있는지 살펴보고자 하였다. 선행연구는 보수주의가 자기자본비용에 미치는 영향에 대해서는 실증 결과가 혼재되어 있는 상황이다. 이러한 상황에서 본 연구는 보수주의가 위험회피성향과 관련한 심리적인 현상이라는 점에 착안하여, Kahneman and Tversky(1979)의 Prospect 이론을 보수주의 현상에 대입하여 이익의 질과의 관련성을 찾고자 하였다. Prospect 이론은 판단기준점을 중심으로 위험회피성향이 달라진다는 결과를 보고하여 경제학과 재무론 등에서 인간의 행동과 경제현상을 연구하는데 있어서 유용한 분석의 틀을 제시하는 이론이다. 본 연구는 Prospect 이론에서 제시한 판단기준점을 기준으로 위험회피성향을 가지는 이득상황과 위험추구성향을 가지는 손해상황을 구분한 뒤, 구분된 각 상황에서 보수주의가 자기자본비용과 어떠한 관련성을 갖는지 살펴보았다. 연구결과에 따르면 전체표본에서 보수주의가 커질수록 자기자본비용을 낮추는 효과가 있는 것으로 나타났다. 표본을 Prospect 이론의 이득상황과 손해상황으로 구분하여 회귀분석을 한 결과 이득상황에 속하는 기업의 경우 보수주의가 커질수록 자기자본비용도 추가적으로 낮아지는 효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 위험회피성향에 따라 발생한 차이로 보수주의가 모든 기업에 있어서 외부투자자들과 의사소통을 하는 유용한 도구가 되는 것은 아니며, 보수주의가 긍정적인 효과를 발휘하기 위해서는 경영자가 보수주의를 통해 시장에 정보를 제공할 수 있는 일정한 상황이 되어야 한다는 것을 의미한다. 다시 말하면 보수주의 회계처리는 모든 상황에서 이익의 질을 높여주는 것이 아니라, 보수주의 회계처리가 신호로서 효과를 발휘하여 줄 수 있는 특정한 상황이 존재할 수 있음을 시사한다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 경영자와 기업의 외부이해관계자의 가치함수가 Prospect 이론을 따른다는 실증적인 검증이 없다는 점과 여러 가지 판단기준점에서 경영자의 행동이 다르게 나타날 수도 있음에도 불구하고 이를 고려하지 않았다는 한계점도 가진다.

참고문헌

- 권세원 · 임상균. 2015. “Basu의 비대칭적 적시성 모형의 추정편의－한국기업표본에서의 조건적 보수주의 측정”. *경영학연구* 제44권 제5호 : 1241－1275.
- 박종일 · 남혜정. 2011. “실제 이익조정 및 발생액에 기초한 이익조정과 사후적 자본비용 : 유가증권시장과 코스닥상장기업의 실증적 증거”. *회계와감사연구* 제54호 : 187－239.
- 박종일 · 남혜정 · 최성호. 2011. “이익유연화, 보수적 회계처리 및 재량적 발생액이 신용등급에 미치는 영향”. *경영학연구* 제40권 제4호 : 1015－1053.
- 백원선 · 이수로. 2004. “보수주의, 이익지속성 및 가치평가”. *회계학연구* 제29권 제1호 : 1－27.
- 정상민 · 박종일. 2017. “회계 보수주의가 기업신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향 : 상장기업과 비상장기업에 대한 실증적 증거”. *세무와회계저널* 제18권 제6호 : 9－51.
- 조중석 · 조문희. 2010. “발생액 변동이 정보비대칭, 이익예측과 자본비용에 미치는 영향”. *회계저널* 제19권 제3호 : 175－199.
- Bandyopadhyay, S. P., C. Chen, A. G. Huang, and R. Jha. 2010. Accounting Conservatism and the Temporal Trends in Current Earnings’ Ability to Predict Future Cash Flows versus Future Earnings : Evidence on the Trade-off between Relevance and Reliability. *Contemporary Accounting Research* 27 : 413－460.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1) : 3－37.
- Beaver, W. and S. Ryan. 2000. Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of Accounting Research* 38 (Spring) : 127－148.
- Burgstahler D., and I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 : 99－126.
- Chan, A. L. C., S. W. Lin, and N. Strong. 2009. Accounting conservatism and the cost of equity capital : UK evidence. *Managerial Finance* 35 (4) : 325－345.
- Chen, L. H., D. Folsom, W. Paek, and H. Sami. 2014. Accounting conservatism, earnings persistence, and pricing multiples on earnings. *Accounting Horizons* 28 (2) : 233－260.
- Degeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business* 72 (1) : 1－33.
- Dichev, I., and V. Tang. 2008. Matching and the changing properties of accounting earnings over the last 40 years. *The Accounting Review* 83 (6) : 1425－1460.
- Easley, D. and M. O’hara. 2004. Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance* 59 (4) : 1553－1583.
- Elton, E. J. 1999. Expected return, realized return, and asset pricing tests. *The Journal of*

- Finance* 54 (4) : 1199–1220.
- FASB(1980), *Statement of Financial Accounting Concepts*(SFAC) No.2
- Francis J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper. 2004. Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79 (4) : 967–1010.
- Ruch, G. W. and G. Taylor. 2015. Accounting Conservatism : A review of the literature. *Journal of Accounting Literature* 34 : 17–38.
- Givoly, D, and C. Hayn. 2000. The changing time–series properties of earnings, cash flows and accruals : Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and economics* 29.3 : 287–320.
- García Lara, J. M., Garcia Osma, B., & Penalva, F. 2011. Conditional conservatism and cost of capital. *Review of Accounting Studies* 16 (2) : 247–271.
- Holthausen, R., and R. Watts. 2001. The relevance of the value–relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1–3) : 3–75.
- Kahneman, D. and A. Tversky. 1979. Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica* 47 : 263–291.
- Khan, M. and R. L. Watts. 2009. Estimation and empirical properties of a firm–year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 48 (2) : 132–150.
- Kim, M. and W. Kross. 2005. The ability of earnings to predict future operating cash flows has been increasing not decreasing. *Journal of Accounting Research* 43 (5) : 753–780.
- Kim, Y., S. Li, C. Pan, and L. Zuo. 2013. The role of accounting conservatism in the equity market : Evidence from seasoned equity offerings. *The Accounting Review* 88 (4) : 1327–1356.
- LaFond, R. and R. L. Watts. 2008. The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review* 83 (2) : 447–478.
- Lang, M. and R. Lundholm. 1993. Cross–sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31 (2) : 246–271.
- Leuz, C. and R. E. Verrecchia. 2000. The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research* 38 : 91–124.
- Lin, H. 2006. Accounting Discretion and Managerial Conservatism : An Intertemporal Analysis. *Contemporary Accounting Research* 23 (4) : 1017–1041.
- Penman, S. H. and X. Zhang. 2002. Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review* 77 (2) : 237–264.
- Qiang, X. 2007. The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional

- and unconditional conservatism : Cross-sectional evidence at the firm level. *The Accounting Review* 82 (3) : 759–796.
- Vlastakis, N. and R. N. Markellos. 2012. Information demand and stock market volatility. *Journal of Banking and Finance* 36 (6) : 1808–1821.
- Watts, R. L. 2003. Conservatism in accounting. Part I : Explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 (3) : 207–221.

The Effects of Conservative Accounting on Cost of Equity Capital

- Perspectives from Prospect Theory -

Hong-Joon Jun* · Kwanghee Cho** · Dong-Hoon Yang***

〈Abstract〉

The role of accounting conservatism in reporting financial statements is in dispute even though it has been regarded as a fundamental feature for several decades. As a result, accounting conservatism is excluded by the international Accounting Standards Board's conceptual framework due to concerns causing biases and threatening neutrality in accounting information. However, conservative accounting is still being employed after the adoption of IFRS. At this point, the usefulness of accounting conservatism needs to be reviewed. Accounting conservatism seems to have a close relationship with the phenomenon of avoiding risk. The prospect theory of Kahneman and Tversky(1979) provides a behavioral-based alternative to the rational decision theory. It assumes the investor's utility for gains exhibits risk-averse behavior while the utility for losses exhibits risk-taking behavior. The purpose of this study is to examine the effect of accounting conservatism on cost of equity capital in terms of prospect theory. For this purpose, a research sample was divided into two groups : gain group (risk-averse) and loss group (risk-seeking). The results show that there exists a significant negative relationship between conditional conservatism and the cost of equity capital. Even in the gain group, conditional conservatism additionally decreases the cost of equity capital. Tests show the cause of the declining cost of equity capital originates from the difference of information asymmetry between the gain and loss group. This study provides a perspective that conservative accounting improves the quality of earnings such as the cost of equity capital and reference point can play an important role in studying accounting conservatism.

〈Keywords〉 prospect theory, accounting conservatism, cost of equity capital, information asymmetry

* Assistant Professor, Department of Tax Accounting, Shingu College, hjjun@shingu.ac.kr, First Author

** Associate Professor, Dongguk Business School, Dongguk University, phdcho@dongguk.edu, Corresponding Author

*** Professor, Dongguk Business School, Dongguk University, dyang@dongguk.edu, Co-author