

금융비용 자본화에 대한 주식공시의 유용성에 관한 연구*

심충진(주저자)

건국대학교 경영대학 조교수
(chjshim@konkuk.ac.kr)

오준환

건국대학교 경영대학 부교수
(juneh@konkuk.ac.kr)

본 연구의 목적은 기업회계기준서 제7호(금융비용의 자본화)의 공시내역이 중요한 정보로서 정보이용자의 판단이나 의사 결정에 영향을 미치는지를 주가수익률 및 초과이익모형을 통하여 검증하는 것이다. 즉, 주식에 공시되는 차이금액의 중요성에 따라 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R^2) 및 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R^2)에 영향을 미치는지를 검증하는 것이다.

금융비용을 자본화할 경우의 손익과 비용화할 경우의 손익의 차이금액이 중요할 경우에는 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R^2)과 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R^2)에 차이가 발생할 것이라는 연구가설을 설정하였지만 기각되었다. 즉, 금융비용을 자본화할 경우 계상되는 재무적 수치나 금융비용을 비용화할 경우 계상되는 재무적 수치를 사용할 경우 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R^2)과 초과이익모형을 이용한 기업가치에 대한 설명력(R^2)간의 차이가 없었다.

금융비용을 자본화할 경우의 손익과 비용화할 경우의 손익의 차이금액이 중요하지 않을 경우 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R^2)과 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R^2)에 차이가 없을 것이라는 연구가설은 채택되었다. 즉, 금융비용을 자본화하거나 비용화할 경우 계상되는 재무적 수치를 이용하여 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R^2)과 초과이익모형을 이용한 기업가치에 대한 설명력(R^2)을 검증하였으나 차이가 없었다.

본 연구의 결과 금융비용을 자본화할 경우 공시될 것으로 예상되는 재무적 수치를 이용하여 주가수익률 및 기업가치에 대한 설명력(R^2)을 각각 검증하였으나 설명력(R^2)에는 차이가 없었다. 이러한 결과는 기업회계기준서 제7호 '금융비용의 자본화에 대한 임의적인 회계처리 규정에 따라 공시되는 재무적 정보(회계선택에 따른 당기순이익, 자산, 자본 등의 차이내역)는 투자자 및 채권자들의 의사결정에 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 보여진다.

본 연구를 통하여 첫째, 금융비용의 자본화에 대한 선택적 회계처리로 인하여 각각 재무제표에 계상되는 재무적 수치가 주가수익률 및 기업가치에 대한 설명력(R^2)에 차이가 없으므로, 단순히 주식으로 공시되는 재무적 수치에 의한 재무제표 비율분석만으로 기업가치를 판단할 경우 의사결정이 왜곡될 수 있다. 둘째, 기업회계기준서 제7호(금융비용의 자본화)에 대한 선택적 회계처리로 인하여 기업가치의 설명력에 차이가 없으므로, 금융비용 자본화의 선택적 회계처리기준에 그 정당성을 부여할 수 있다. 셋째, 회계처리의 차이로 인한 재무적 수치가 기업가치 및 주가수익률에 대한 설명력에 차이를 나타내지 않는 결과는 주식공시의 강제적 규정에 대한 재 논의의 실증을 제시한다고 본다.

1. 서론

기업회계기준서 제7호(2001.12.17)가 제정되기 전까지는 판매, 자가사용, 임대, 투자 등을 위하여

제조·매입·건설·개발하는 재고자산(제조 등에 장기간이 소요되는 경우에 한한다), 투자자산, 유형자산 및 무형자산과 관련된 금융비용은 자본화를 하였다.

기업회계기준서 제7호(금융비용의 자본화)에서는

금융비용을 당기비용으로 처리하는 것을 원칙으로 하면서 자본화도 허용하고 있다. 즉, 금융비용의 자본화 여부는 임의 규정으로 바뀌었다. 국제회계기준(IAS 23)도 표준적 회계처리로 금융비용을 기간비용으로 처리하도록 규정하고 있으나 대체적 회계처리방안으로 자본화를 선택할 수 있도록 하고 있다(기업회계기준서 제7호 문단 도출근거A6). 반면에 미국의 재무회계기준(SFAS34)은 자본화를 원칙으로 하고, 대체적으로 비용화를 허용하고 있다.

금융비용의 자본화만을 허용할 경우 국제회계기준이나 미국의 재무회계기준에 비해 금융비용의 과도한 자본화의 가능성을 안고 있어 재무제표에 국제적 정합성과 비교가능성을 훼손시킬 수 있다. 또한, 자기자본만으로 자금을 조달하여 해당 자산을 취득할 경우의 취득원가와 타인자본으로 자금을 조달하여 자산을 취득할 경우의 취득원가가 다르게 계상됨으로써 자산의 취득자금의 원천에 따라 취득원가가 달라진다는 모순이 생긴다.

현행 기업회계기준서는 금융비용을 자본화하여 회계처리한 기업과 기간비용으로 회계처리한 기업간의 재무성과에 대한 비교가능성을 제고하기 위하여 금융비용을 자본화한 기업이 이를 기간비용으로 회계처리했을 때와 비교하여 손익계산서와 대차대조표의 주요 항목에 미치게 될 영향을 주석으로 기재하도록 하였다.

주석으로 공시하는 주요내역은 당해연도 금융비용의 자본화 대상자산 및 손익에 미치는 영향 금액 등이다. 따라서, 이러한 공시내역이 생략될 경우 정보이용자들의 판단이나 의사결정에 영향을 미칠 수 있다면 중요성의 관점에서 이러한 정보는 공시되어야 한다.(재무회계 개념체계 문단59, Eugene G. et al, 2002. p.62). 회계에서 중요성기준은 회계정보가 갖추어야 할 기본적인 속성이며 정보가

이용자의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 양적금액의 기준이 된다. 따라서, 공시내역이 정보이용자의 판단이나 의사결정에 영향을 미치는지를 검증할 필요성이 제기된다.

금융비용 회계처리에 관한 두 방법간 차이 금액이 재무제표에 미치는 영향이 중요하다면 이러한 공시내역은 해당 기업의 가치판단 등 정보이용자의 의사결정에 영향을 미칠 것이며 재무제표에 미치는 영향이 중요하지 않다면 이러한 공시내역은 정보이용자의 판단이나 의사결정에 영향을 미치지 않을 것이다. 본 연구에서 금융비용 회계처리에 따라 재무제표에 미치게 될 금액의 차이가 중요한지의 여부는 금융감독원에서 제정한 중요성 기준금액을 대용치로 사용하여 판단한다.

정보이용자들이 재무제표를 이용하는 목적은 재무회계 개념체계에 언급된 것처럼 기업가치를 평가하고 기업가치 중 주주가치에 해당하는 부문과 현재의 주식가격을 비교하여 주식의 매각 또는 매입 여부의 의사결정을 하는 것이다(재무회계 개념체계 문단 25). 따라서, 금융비용의 자본화 여부가 손익계산서 및 대차대조표에 계상되는 금액의 차이를 공시함으로써 인하여 기업가치 평가 및 주가수익률의 설명력(R^2)에 영향을 주게 된다면 금융비용의 자본화와 관련된 공시내역은 중요한 정보가 될 것이다.

따라서, 본 연구는 기업회계기준서 제7호(금융비용의 자본화)의 공시내역이 중요한 정보로서 정보이용자의 판단이나 의사결정에 영향을 미치는지를 주가수익률 및 초과이익모형을 통하여 검증한다. 본 연구는 구체적으로 첫째, 금융비용을 자본화할 경우와 비용화할 경우 어떠한 회계처리가 주가수익률을 더 잘 설명하는지를 검증한다. 둘째, 금융비용을 자본화할 경우 계상되는 재무적 수치가 기업가치를 더 잘 설명하는지 아니면 금융비용을 비용

화할 경우 계상되는 재무적 수치가 기업가치를 더 잘 설명하는지를 초과이익모형을 이용하여 검증한다. 셋째, 금융비용을 자본화할 경우 자본화된 금액은 기업가치와 가치관련성이 있는지를 검증한다.

본 연구의 결과 금융비용을 자본화할 경우 공시될 것으로 예상되는 재무적 수치를 이용하여 추가수익률 및 기업가치에 대한 설명력(R^2)을 각각 검증하였으나 설명력(R^2)에는 차이가 없었다. 이러한 결과는 기업회계기준서 제7호 '금융비용의 자본화'에 대한 임의적인 회계처리 규정에 따라 공시되는 재무적 정보(회계선택에 따른 당기순이익, 자산, 자본 등의 차이내역)는 투자자 및 채권자들의 의사결정에 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 보여진다. 또한, 회계처리 방법을 달리하더라도 각각의 재무적 수치가 추가수익률 및 기업가치에 미치는 설명력(R^2)에 차이가 없다면 금융비용과 관련하여 공시되는 주식사항은 중요하지 않을 수 있으므로 본 연구의 결과는 강제적인 주식 공시 규정의 존폐에 대한 논의를 제공할 수 있다.

논문의 구성은 다음과 같다.

제 I 장 서론에 이어 제 II 장에서는 선행연구를 살펴보고, 제 III 장에서는 연구목적을 달성하기 위한 연구설계를 기술한다. 제 IV 장에서는 각 검증모형별로 연구결과를 나타내며, 제 V 장에서는 결론을 언급한다.

II. 선행연구

신현걸(2003)은 금융비용 자본화에 대한 재무제표 주식자료를 이용하여 금융비용을 자본화하는 경우와 자본화하지 않는 경우 주요 재무비율이 얼마

나 영향을 받는지 실증분석함으로써 선택적으로 적용할 수 있도록 규정한 금융비용 자본화와 관련된 회계기준의 문제점을 논의하였다. 연구결과 금융비용 자본화 여부를 선택적용할 수 있도록 함으로써 재무제표의 비교가능성이 저해될 수 있으며 건설업과 비건설업간의 자본화된 금융비용의 비용배분 기간이 다름으로 경영성과가 왜곡표시될 수 있다고 주장하였다. 금융비용의 자본화 여부가 재무비율에 미치는 영향을 분석한 결과 세전이익률은 유의한 차이를 보였다. 이자보상비율은 표본기업을 세전이익을 보고한 기업과 세전손실을 보고한 기업으로 구분하였을 때 모든 분석대상기간에서 유의한 차이를 보였으며, 부채비율은 표본기업을 업종별로 구분하였을 때 건설업에서 유의한 차이를 보였다.

김성은·윤관호(2001)은 금융비용의 자산성 인정여부를 우리 나라 기업회계기준상의 견해, 그리고 선행연구의 내용을 중심으로 정리하였으며, 한국, 미국 및 국제회계기준을 대상으로 자본화 대상 자산, 자본화 기간, 자본화할 금융비용 산정을 비교함으로써 자산 취득원가에 산입되는 금융비용에 대한 회계처리방법의 개선방안들을 연구하였다.

노직수(2000)는 1973년 앤소니(R.N. Anthony)가 제안한 모든 비용(자기자본과 타인자본)의 자본화 방안을 재검토하여 두 자본의 자본화와 관련된 논점을 다루었다. 자본비용에 대한 회계처리방법으로 제조간접비계정과 비슷한 지급이자총괄계정을 만들어 부채에 대한 지급이자와 자기자본에 대한 이자발생액을 이 계정에 차기하고 동시에 이익잉여금과 현금 또는 미지급이자계정에 대기하는 것이 있다. 타인자본 뿐만 아니라 자기자본에 대한 이자비용을 자본화하는 것은 이해관계자 각각의 이익에 막대한 영향을 미치게 된다고 주장하면서 Anthony의 제안을 재조명할 필요가 있다고 주장하고 있다.

정건영·조성표(1998)는 기업회계기준에서 포괄적으로 규정하고 있는 차입비용의 자본화와 관련한 자본화 대상자산, 자본화되는 차입비용의 금액산출 방법, 자본화 기간 그리고 공시방법 등에 대하여 세부적인 사항을 논의함으로써 이 규정의 실무적인 적용을 용이하게 하였다. 차입비용의 지출금액이 지출 당시 당해 자산의 제조·제작, 매입 혹은 건설을 위해 빌린 차입금과 다른 차입금의 합계액을 초과할 때는 초과지출부분에 대한 차입비용은 자본화 할 수 없도록 하였다. 그 이유는 기업 전체 차입금 총액을 초과하는 지출은 자기자본으로 조달된 자금으로서, 이에 대한 이자를 계상하면 이는 자기자본에 대한 이자를 인식하는 모순을 범하게 되기 때문이다. 본 연구 제안의 대부분은 이후 기업회계기준 해석의 개정에서 반영되었다.

전성빈(1998)은 차입금의 이자비용 자본화에 대한 우리나라 회계기준의 전반적인 문제점을 제기하였다. 이자비용 자본화 회계의 가장 근본적인 문제점으로는 자본조달 방법에 따라 자산취득원가가 달라진다는 것을 언급하였다. 최근 개정된 기업회계기준에서는 재고자산과 유형자산 뿐만 아니라 투자자산과 무형자산까지 이자비용을 자본화함으로써 부채비율이 높고 외화차입금의 비중이 상대적으로 큰 우리나라 기업에 적용될 때 과도한 이자비용의 자본화로 인해 손익계산서상의 이자비용은 낮아지는 대신 감가상각비나 매출원가 등이 높아지는 결과를 가져온다고 지적하였다.

Means and Kazenski(1998)는 SFAS No.34의 규정을 적용함에 있어 건설자금이자에 적용할 이자율을 어떻게 적용하느냐에 따라 건설자금이자는 달라질 수 있기에 결국 자본화되는 금융비용이 달라질 수 있음을 지적하였다. Scofield(1994)은 미국 회계기준(SFAS No.34)의 내용을 여러 가지

로 해석할 수 있다고 하면서 기업이 차입금 상환의 시점을 조절함으로써 자본화되는 금융비용의 크기를 조작할 수 있다고 주장하고 있다.

본 연구는 회계선택에 의하여 재무적 수치가 변화될 경우 중요성 관점에서 추가수익률에 대한 주당순이익(EPS)의 설명력(R^2)과 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R^2)에 차이가 있는지를 검증한 것으로서 자본화 여부의 회계처리에 따라 재무비율의 영향을 분석한 신현걸(2003)의 연구와 다르다. 또한, 계약비용가설을 검증한 실증회계이론과 다르며 기업의 가치는 이익과 장부가치의 상대적 크기에 따라 이들의 가치평가적 중요성이 다른지를 검증한 Burgstahler and Dichev(1997)의 연구와 차이가 있다.

III. 연구설계

본 연구의 목적을 달성하기 위하여 다음과 같이 연구가설과 검증모형을 설정한다.

3.1 연구가설

정보이용자들이 재무제표를 이용하는 목적은 재무회계 개념체계 문단25에서도 언급하고 있는 바와 같이 기업가치를 평가하고 이 기업가치 중 주주가치에 해당하는 부문과 현재의 주시가격을 비교하여 주식의 매각 또는 매입 여부의 의사결정으로 볼 수 있다. 재무제표를 이용하여 의사결정을 하는 정보이용자 입장에서 보면 선택적 회계처리로 인하여 재무제표에 공시되는 금액 중 어떠한 금액을 기준으로 의사결정을 하여야 할지 혼돈이 발생할 여지가 있다.

신현걸(2003)의 연구에서 보듯이 금융비용을 자본화할 경우와 비용화할 경우 세전이익률, 이자보상비율 및 부채비율의 중앙값은 1%수준에서 유의적인 차이가 발생되고 있다. 건설업과 비건설업으로 구분하여 금융비용의 자본화 여부의 회계처리에 따라 세전이익률, 이자보상비율 및 부채비율에 차이가 있는지를 중앙값을 기준으로 z 검증한 결과 모두 유의적인 차이가 발생하고 있다. 따라서, 단순히 선택적 회계처리의 결과로 나타나는 재무적 수치만을 이용하여 정보이용자가 의사결정을 하면 의사결정에 왜곡이 발생될 수 있다. 실증회계이론은 효율적시장하에서 기업의 현금흐름에 영향을 주지 않는 회계원칙의 선택이나 변경이 계약비용의 변동을 가져와 기업의 가치와 주가에 영향을 줄 수 있다고 보고 있다(권수영 등, 2003. p.325). 또한 장부가치와 이익을 각각 보유자산의 가치와 이들 자산의 활용으로 측정된 Burgstahler and Dichev (1997)는 이익과 장부가치의 상대적 크기에 따라 이들의 가치평가적 중요성이 달라질 수 있다고 검증하였다.

금융비용을 자본화할 경우 비용화한 기업과의 재무성과에 대한 비교가능성을 제고하기 위하여 금융비용을 자본화한 기업은 이를 기간비용으로 회계처리했을 때와 비교하여 손익계산서와 대차대조표의 주요항목에 미치게 될 영향을 주석으로 기재하도록 하였다. 이러한 공시내역의 생략이 정보이용자들의 판단이나 의사결정에 영향을 미칠 수 있다면 개념적으로 볼 때 그러한 정보는 중요하다고 언급하고 있다[(재무회계 개념체계 문단59), (SFAC No. 2, FASB, 1980), (Eugene G. et al. 2002, p.62)].

금융비용의 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 재무적 수치를 비교형식으로 공시한 금액의 차이가 중요할 경우 각 회계처리별 재무적 수치를 이용하

여 추가수익률 및 기업가치에 대한 설명력(R^2)을 검증해 보면 각 회계처리별로 설명력에 차이가 발생할 것으로 예상된다.

금융비용의 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 공시되는 금액의 차이가 중요한지의 여부는 금융감독원에서 제정한 중요성 기준금액을 기준으로 판단한다. 즉, 금융비용을 자본화할 경우와 금융비용을 비용화할 경우 재무제표에 미치는 손익의 차이 금액이 중요성 기준금액보다 크면 중요하다고 판단하고 적다면 중요하지 않다고 판단할 수 있다.

따라서, 연구가설은 다음과 같이 설정한다.

연구가설 1-1: 금융비용 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 공시되는 손익의 차이 금액이 중요할 경우 추가수익률에 대한 주당순이익(EPS)의 설명력(R^2)에는 차이가 있을 것이다.

연구가설 1-2: 금융비용 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 공시되는 손익의 차이금액이 중요하지 않을 경우 추가수익률에 대한 주당순이익(EPS)의 설명력(R^2)에는 차이가 없을 것이다.

연구가설 2-1: 금융비용 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 공시되는 손익의 차이금액이 중요할 경우 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R^2)에는 차이가 있을 것이다.

연구가설 2-2: 금융비용 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 공시되는 손익의 차이 금액이 중요하지 않을 경우 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R^2)에는 차이가 없을 것이다.

3.2 검증모형

정보이용자들은 금융비용의 자본화의 선택적 회계처리에 의하여 주식으로 공시되는 재무적 수치를 통하여 주가수익률 및 기업가치를 평가한다. 이때, 금융비용의 자본화에 대한 선택적 회계처리의 결과로 계상되는 재무적 수치 중 어떠한 회계처리의 재무적 수치가 주가수익률 및 기업가치를 더 잘 설명하는지를 검증함으로써 연구가설의 채택 여부를 판단한다.

3.2.1 주가수익률에 대한 설명력(R²) 검증

금융비용을 자본화할 경우의 주당순이익(EPS)과 금융비용을 비용화할 경우의 주당순이익(EPS)이 주가수익률을 설명하는 설명력(R²)에 차이가 있는지를 검증하기 위하여 다음과 같은 검증모형을 설정한다(Dechow1994, Guay2001).

(검증모형 1)

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t}^c + \varepsilon_{i,t}$$

(검증모형 2)

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t}^b + \varepsilon_{i,t}$$

여기서, $R_{i,t}$: i기업 t 연도 연간 시장조정수익률(t 연도 4월부터 t+1년도 3월말까지의 월간주가수익률에서 동기간의 동일가중지수를 차감함)

$EPS_{i,t}^c$: 금융비용을 자본화할 경우 t 연도의 주당순이익/기초주식가격

$EPS_{i,t}^b$: 금융비용을 비용화할 경우 t 연도의 주당순이익/기초주식가격

주가수익률은 회계수치가 공표된 이후 시점인 t년 4월부터 t+1년 3월까지의 12개월의 월간 주식수익률로부터 누적계산된 연간 주식수익률에서 동일한 기간에 누적계산된 동일가중지수(EWI)를 차감한 시장조정수익률로 한다(Dechow 1994, Guay 2001). 김권중(1993,1998)의 연구에 의하면 시장수익률의 대응치로서 동일가중시장수익률(equally-weighted index return:EWI)이 종합주가지수수익률(KOSPI return:KSI)보다 더 의미있다는 검증결과를 보여주고 있으므로 본 연구에서도 EWI를 시장수익률의 대응치로 사용한다.

3.2.2 초과이익모형을 이용한 기업가치의 설명력(R²) 검증

Ohlson(1995)의 초과이익모형을 이용하여 금융비용을 자본화할 경우 인식되는 재무적 수치가 기업가치를 더 잘 설명하는지 아니면 금융비용을 비용화할 경우 인식되는 재무적 수치가 기업가치를 더 잘 설명하는지를 검증하기 위하여 다음과 같은 모형을 설정한다.

Ohlson(1995)의 회계변수에 의한 기업가치평가 모형은 다음과 같으며 i 기업의 아래첨자는 편의상 생략하였다.

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

여기에서, P_t : t 시점의 기업가치

BV_t : t 시점의 장부상 순자산가치

ρ : $1 + r$ (할인율)

X_t : 기간(t-1, t)에 대한 회계이익

$X_t^a \equiv X_t - r BV_{t-1}$

초과이익 X_t^c 는 신규기업의 진입을 초래하여 점
점 감소할 것이며, X_t^c 의 확률과정을 $X_{t+1}^c = \omega$
 $X_t^c + \varepsilon_{t+1}$, ($0 \leq \omega \leq 1$, $E_t[\varepsilon_{t+1}] = 0$, $\tau \geq$
1)의 자기회귀과정(auto-regressive process)으
로 가정해 볼 수 있다. 이 경우 식(1)의 모형은 다
음과 같이 된다.

$$P_t = BV_t + \alpha(X_t - rBV_{t-1}) \quad (2)$$

$$\alpha = \omega / (\rho - \omega) \geq 0$$

본 검증에서는 α 를 산출하기 위하여 할인율 8%
및 ω (지속계수)의 계수는 0.5로 하여 검증한 결
과를 제시하고 할인율 및 ω 계수 값에 의하여 검
증결과가 달라질 수 있으므로 추가적으로 할인율은
10%, ω 계수를 0.25로 하여 민감도 분석을 한다.

따라서, 검증모형은 식(2)를 통하여 다음과 같이
설정한다.

(검증모형 3)

$$P_t = \gamma_0 + \gamma_1 BV_t^c + \gamma_2 \alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c) + \varepsilon_t$$

(검증모형 4)

$$P_t = \gamma_0 + \gamma_1 BV_t^i + \gamma_2 \alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i) + \varepsilon_t$$

여기서, P_t : 기업의 시장가치(t+1연도 3월말 시장
가치)

BV_t^c : 금융비용을 자본화했을 경우의 순장
부가치

$\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$: 금융비용을 자본화했
을 경우의 초과이익

BV_t^i : 금융비용을 비용화했을 경우의 순장
부가치

$\alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i)$: 금융비용을 비용화했을
경우의 초과이익

3.3 중요성 기준금액

금융비용을 자본화한 기업은 이를 기간비용으로
회계처리 했을 때와 비교하여 손익계산서와 대차대
조표의 주요 항목에 미치게 될 영향을 주식으로 기
재해야 한다. 이러한 공시내역의 생략이 정보이용
자들의 판단이나 의사결정에 영향을 미칠 수 있다
면, 중요성의 관점에서 이러한 정보는 공시되어야
한다(재무회계 개념체계 문단59).

정보이용자들이 주식에 공시한 금액에 의하여 주
가수익률 및 기업가치의 평가에 영향을 받게 된다
면 그러한 공시금액은 중요한 정보가 될 것이다.
이때 공시된 금액의 차이금액이 중요한지의 여부는
금융감독원이 제정한 중요성 기준금액에 의한다.
즉, 공시된 금액의 차이금액이 중요성 기준금액 보
다 크면 중요하다고 본다.

당기순이익, 자기자본 및 잉여금에 대한 중요성
기준금액의 계량적 기준은 다음에서 산출된 금액의
75%로 한다.

$\text{기준금액} = (\text{자산} + \text{매출}) / 2 \times 1\% \div \text{규모조정계수}$

자산총액의 크기에 따라서 규모조정계수를 <표 1>
과 같이 산출한다.

〈표 1〉 규모조정계수 산출표

(단위: 억)

규모금액구간		규모조정계수 산출표				
최소	최대	기본		보간율		최소금액 초과값
-	100	0.4	+	0.002	x	
100	300	0.6	+	0.001	x	
300	700	0.8	+	0.0005	x	
700	1,000	1.0	+	0.00066667	x	
1,000	2,000	1.2	+	0.0003	x	
2,000	5,000	1.5	+	0.0001	x	
5,000	10,000	1.8	+	0.00006	x	
10,000	20,000	2.1	+	0.00003	x	
20,000	50,000	2.4	+	0.00002	x	
50,000		3				

3.4 금융비용의 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액

금융비용을 자본화할 경우 손익에 미치는 금액과 금융비용을 비용화할 경우 손익에 미치는 금액과의 차이금액은 자산의 유형별로 아래와 같이 산출한다. 무형자산 및 투자자산과 관련된 금융비용의 자본화는 〈표 3〉 및 〈표 4〉에서 보듯이 해당 기업 및 금액이 미미하므로 분석에서 제외한다.

3.4.1 재고자산

재고자산에 포함된 금융비용을 자본화할 경우 손익에 미치는 금액과 비용화할 경우 손익에 미치는 금액과의 차이금액은 다음과 같다. 재고자산에 포함된 금융비용의 자본화는 건설업이 대부분이므로 선입선출법을 가정하여 손익에 미치는 영향을 산출한다.

$$\Delta NI_t = (CAPITAL_{t-1} - CAPITAL_t) \times (1 - BTAX_t) \quad (3)$$

여기서, ΔNI_t : t년도 손익에 미치는 차이금액 = 금융비용을 자본화할 경우 손익에 미치는 금액 - 금융비용을 비용화할 경우 손익에 미치는 금액

$CAPITAL_{t-1}$: t-1년도에 자본화 대상금액 중 재고자산에 해당되는 금액

$CAPITAL_t$: t년도에 자본화 대상금액 중 재고자산에 해당되는 금액

$BTAX_t$: t년도 '법인세비용/법인세비용차감전 순이익'

2001년도의 경우를 예로 들면, 금융비용을 자본화할 경우 선입선출법에 의하여 2000년도에 인식한 자본화대상 금융비용이 기간비용화된다. 그러나, 금융비용을 비용화할 경우에는 2001년도 자본화 대상 금융비용이 기간비용화 될 것이다. 따라서, 금융비용의 자본화여부에 따른 손익의 차이금액은 세후금액으로 위 식(3)과 같이 된다.

3.4.2 유형자산

유형자산은 세법규정에 의하여 건축물을 제외하고 정률법을 적용하며 대부분의 기업들이 세법규정을 준용하므로 정률법을 적용하는 것으로 가정한다. 일반적으로 상각기간은 업종별로 약간의 차이는 있지만 내용연수를 5년으로 가정하고 금융비용의 자본화여부에 따른 손익의 차이금액은 다음과 같이 산출한다. 아래 식은 <표 2>를 이용하여 도출한 것이다.

$$\begin{aligned} \Delta NI_t = & - TAN_t \times 0.549 \times (1 - BTAX_t) \\ & + TAN_{t-1} \times 0.24759 \times (1 - BTAX_t) \\ & + TAN_{t-2} \times 0.1359 \times (1 - BTAX_t) \\ & + TAN_{t-3} \times 0.0746 \times (1 - TAX_t) \end{aligned} \quad (4)$$

여기서, ΔNI_t : t년도 손익에 미치는 차이금액 = 금융비용을 자본화할 경우 손익에 미치는 금액 - 금융비용을 비용화할 경우 손익에 미치는 금액

TAN_t : t년도 자본화 대상금액 중 유형자산에 해당되는 금액

$BTAX_t$: t년도 '법인세비용/법인세비용차감전 순이익'

금융비용의 자본화에 대한 선택적인 회계처리로 인하여 각 연도별로 손익에 미치는 크기는 다르게 나타나지만 감가상각의 기간이 종료되는 시점에서 누적적으로 보면 손익에 미치는 영향의 크기는 같다.

3.4.3 주당순이익에 미치는 차이금액

금융비용을 비용화 할 경우 주당순이익($EPS_{i,t}$)은 다음과 같이 산출한다.

$$\begin{aligned} & \text{주당순이익}(EPS_{i,t}) \\ & = \text{금융비용을 자본화한 주당순이익}(EPS_{i,t}) \\ & + (\text{금융비용비용을 자본화하지 않고 비용화할 경우 손익에 미치는 금액}) / (\text{t-1년 3월말 주식수} + \text{t년 3월말 주식수}) \div 2 \end{aligned}$$

<표 2> 금융비용의 자본화 여부가 법인세비용 차감전 순이익에 미치는 차이금액

구 분	1999년도	2000년도	2001년도	2002년도
① 자본화 대상금액 (TAN)	1원	1원	1원	1원
② 자본화 대상금액이 상각을 통하여 비용화되는 금액	1원*0.451 = 0.451(a)	a*0.549=0.24759(b) 1원(2000년도분)*0.451=0.451(d)	b*0.549=0.1359(c) d*0.549=0.24759(e) 1원(2001년도분)*0.451=0.451(f)	c*0.549=0.0746 e*0.549=0.1359 f*0.549=0.24759 1원(2002년도)*0.451
③ 즉시 비용화할 경우 손익에 미치는 금액 (가정치입)	1원	1원	1원	1원
④ 자본화 여부가 법인세비용 차감전 순이익에 미치는 차이금액: ② - ③	-1원(t년도)*0.549	-1원(t년도)*0.549 + TAN _{t-1} *0.24759	-1원(t년도)*0.549 + TAN _{t-1} *0.24759 + TAN _{t-2} *0.1359	-1원(t년도)*0.549 + TAN _{t-1} *0.24759 + TAN _{t-2} *0.1359 + TAN _{t-3} *0.0746

3.5 추가검증

3.5.1 자본화된 금융비용금액과 기업가치 관련성

금융비용의 자본화여부는 임의규정으로서 기업은 금융비용을 자본화할 수도 있고 비용화할 수도 있다. 만약, 금융비용을 자본화할 경우 자본화된 금융비용이 기업가치와 관련성이 있는지를 검증하기 위하여 다음과 같은 검증모형을 설정한다.

금융비용을 자본화한 후의 장부상 순자산가치 BV_t 를 식(5)와 같이 세 부분으로 구분한다(i기업의 아래 첨자는 편의상 생략하였다).

$$BV_t = BV_t^b + INV_t + TAN_t \quad (5)$$

여기에서, BV_t^b : 자본화된 금융비용을 제외한 t시점의 장부상 순자산가치

INV_t : t시점에 금융비용의 자본화 대상금액 중 재고자산에 포함된 금액

TAN_t : t시점에 금융비용의 자본화 대상금액 중 유형자산에 포함된 금액

식(5)을 식(2)에 대입하면 다음과 같이 된다.

$$P_t = BV_t^b + INV_t + TAN_t + \alpha(X_t - rBV_{t-1}) \quad (6)$$

여기서, $\alpha = \omega / (\rho - \omega) \geq 0$

식(6)를 이용하여 검증모형을 설정하면 다음과 같다.

(검증모형 5)

$$P_t = \delta_0 + \delta_1 BV_t^b + \delta_2 INV_t + \delta_3 TAN_t + \delta_4 \alpha(X_t - rBV_{t-1}) + \varepsilon_t$$

여기서, P_t : 기업의 시장가치

(t+1 연도 3월말의 시장가치)

BV_t^b : 금융비용을 자본화하기 전의 순장부가액

INV_t : t 연도에 금융비용의 자본화 대상금액 중 재고자산에 포함된 금액

TAN_t : t 연도에 금융비용의 자본화 대상금액 중 유형자산에 포함된 금액

$\alpha(X_t - rBV_{t-1})$: 금융비용을 자본화했을 경우 t 연도의 초과이익

3.5.2 건설업과 기업가치관련성

자본화된 금융비용과 기업가치 관련성에 업종의 차이가 영향을 미치는지를 검증하기 위하여 금융비용 중 재고자산에 자본화되는 금액이 상대적으로 큰 건설업을 더미변수로 하여 다음과 같이 검증한다.

(검증모형 6)

$$P_t = \phi_0 + \phi_1 BV_t^b + \phi_2 INV_t + \phi_3 INV_t^* D + \phi_4 TAN_t + \phi_5 TAN_t^* D + \phi_6 \alpha(X_t - rBV_{t-1}) + \varepsilon_t$$

여기서, P_t : 기업의 시장가치(t+1 연도 3월말의 시장가치)

BV_t^b : 금융비용을 자본화하기 전의 순장부가액

INV_t : t 연도 금융비용의 자본화 대상금액 중 재고자산에 포함된 금액

TAN_t : t 연도 금융비용의 자본화 대상금
 액 중 유형자산에 포함된 금액
 D : 건설업이면 1, 그렇지 않으면 0
 $a(X_t - rBV_{t-1})$: 금융비용을 자본화했
 을 경우 t 연도의 초과이익

3.6 연구대상 및 연구기간

연구대상 기업은 증권거래소에 상장된 기업을 대
 상으로 하며 다음의 요건이 충족되어야 한다.
 첫째, 1999년부터 2002년까지 전자공시시스템
 에서 금융비용의 자본화 대상금액이 있는 기업
 둘째, KIS-FAS 및 KIS-SMAT에서 재무자료
 및 월간 추가수익률 자료가 있는 기업
 셋째, 12월 결산 법인

IV. 연구결과

기술통계량 및 검증결과는 다음과 같다.

4.1 기술통계량

4.1.1 금융비용 자본화 대상기업 및 금액

감사보고서에 나타난 금융비용의 자본화를 선택
 한 기업의 수는 <표 3>과 같다. 1999년도의 경우
 를 보면 전체기업 517기업 중 금융비용을 재고자
 산에 포함시킨 기업은 32개 기업이며 이 중 금액
 이 구체적으로 제시된 기업은 28개 기업이다. 유
 형자산을 금융비용에 자본화시킨 기업수는 116개
 기업이며 그 중 자본화된 금액을 확인할 수 있는
 기업 수는 80개 기업이다. 금융비용을 무형자산에
 포함시킨 기업은 3개 기업이며 금융비용을 투자자
 산에 포함시킨 기업은 없다. 금융비용을 재고자산
 에 포함시킨 기업 수는 연도별로 고른 분포를 보여
 주고 있다. 금융비용을 재고자산에 포함시킬 수 있
 는 기업은 대부분 건설업에 해당된다.

금융비용의 자본화는 대부분 유형자산에서 발생
 되고 있으며 연도별로 금융비용을 유형자산에 자본
 화시킨 기업수는 1999년도에 116개 기업, 2000
 년도에 189개 기업, 2001년도에 177개 기업 및

<표 3> 금융비용을 자본화한 기업수

(단위: 기업수)

구 분	1999년도		2000년도		2001년도		2002년도	
	공시한 기업수①	①중 금액이 제시된 기업수						
재고자산	32	28	38	33	38	33	35	27
유형자산	116	80	189	134	177	123	161	102
무형자산	3	3	3	3	7	7	7	7
투자자산	-	-	-	-	1	0	1	0
전체기업수	517		522		536		554	

(주) 전체기업수: KIS-FAS에 재무자료가 있는 기업수

〈표 4〉 금융비용 중 자본화 대상금액

(단위: 천원)

구 분	1999년도		2000년도		2001년도		2002년도	
	평균금액	기업수	평균금액	기업수	평균금액	기업수	평균금액	기업수
재고자산	10,573,587	28	8,803,312	33	6,143,165	33	3,195,246	27
유형자산	8,930,156	80	7,669,496	134	9,003,267	123	4,226,845	102
무형자산	5,134,154	3	1,393,936	3	1,630,552	7	535,465	7
투자자산	-	-	-	-	-	-	-	-

(주) 기업수: 금융비용 자본화금액이 공시된 기업수

2002년도에 161개 기업이다. 금융비용을 무형자산이나 투자자산에 자본화시킨 기업은 없는 것으로 나타나고 있다. 따라서, 금융비용 자본화의 대상자산에 재고자산과 유형자산만을 포함시킨다.

금융비용을 자본화시킨 기술통계량을 보면 〈표 4〉와 같다. 금융비용 자본화 대상금액 중 재고자산에 포함된 기업당 평균금액은 1999년도, 2000년도, 2001년도 및 2002년도에 각각 105억원, 88억원, 61억원 및 31억원이다. 금융비용 자본화 대상금액 중 유형자산에 포함된 기업당 평균금액은 연도별로 89억원, 76억원, 90억원 및 42억원이며 금융비용 자본화 대상금액 중 무형자산에 포함된 기업당 평균금액은 연도별로 51억원, 13억원, 16억원 및 5억원이다.

4.1.2 금융비용 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액

재고자산 및 유형자산에 포함된 금융비용을 자본화하지 않고 비용화할 경우 손익에 미치는 차이금액을 산정한 결과 〈표 5〉와 같다. 2000년도의 경우 기업당 평균 (-)18억원이며 2001년도에는 기업당 평균 (-)4억원이며 2002년도에는 기업당 평균 13억원의 금액 만큼 손익에 차이를 발생시킨다. 금융비용을 자본화하지 않고 비용화함으로써 손익에 미치는 차이금액을 손익계산서상 당기손익으로 나누어 보면 연도별로 각각 (-)3.18%, (-)2.91% 및 0.6% 정도로 낮게 나타나고 있다.

금융비용을 자본화하지 않고 비용화할 경우 손익

〈표 5〉 금융비용 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액^(주)

(단위: 천원)

구분	N (기업수)	평균값	표준편차	25%분위수	75%분위수	손익에 미치는 차이금액/당기손익
2000년도	163	-1,817,416	8,497,289	-673,816	843,89	-0.0318
2001년도	179	-417,010	12,043,330	-186,254	281,666	-0.0291
2002년도	188	1,311,959	5,408,212	334	556,378	0.0061

(주) 금융비용 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액 = 금융비용을 자본화할 경우의 당기손익 - 금융비용을 비용화할 경우의 당기손익

〈표 6〉 금융비용의 자본화 여부가 손익에 미치는 절대적인 차이금액^(주)

(단위: 천원)

구분	N (기업수)	평균값	표준편차	25%분위수	75%분위수	손익에 미치는 차이금액의 절대값/당기손익
2000년도	163	2,975,260	8,162,138	55,304	1,777,900	0.0804
2001년도	179	2,661,076	11,751,407	26,915	1,686,120	0.0050
2002년도	188	1,885,148	5,235,114	40,362	793,344	0.0048

(주) 절대값(금융비용을 자본화할 경우 당기손익 - 금융비용을 비용화할 경우 당기손익)

에 미치는 절대적인 금액은 〈표 6〉과 같으며 연도별 평균값은 각각 29억원, 26억원 및 18억원이다. 금융비용을 자본화하지 않고 비용화할 경우 손익에 미치는 차이금액의 절대값이 손익계산서상의 당기손익에서 차지하는 비율은 연도별로 8.04%, 0.5% 및 0.48% 정도로 높지 않다.

4.1.3 주당순이익 및 주가수익률

금융비용을 자본화할 경우와 비용화할 경우 주당순이익의 기술적 통계량은 〈표 7〉과 같다. 주당순이익은 Dechow(1994)의 검증방법을 벤치마킹하여 기초주식가격으로 나누어 산출된 값이다. 주가수익률의 평균값을 보면 2000년도는 -0.198618,

〈표 7〉 주당순이익 및 주가수익률의 기술통계량

연도	구분	평균값	표준편차	중위값	25%분위수	75%분위수
2000년도	$R_{i,t}$	-0.198618	0.646023	-0.263038	-0.569936	0.089234
	$EPS_{i,t}^c$	-0.310136	1.975528	0.0614770	-0.000046	0.180702
	$EPS_{i,t}^b$	-0.447597	2.350255	0.0586533	-0.011714	0.180886
2001년도	$R_{i,t}$	-0.150387	0.635080	-0.174337	-0.596941	0.151666
	$EPS_{i,t}^c$	-1.252064	9.946113	0.097377	-0.126836	0.267154
	$EPS_{i,t}^b$	-1.246973	9.963649	0.095910	-0.132572	0.270936
2002년도	$R_{i,t}$	-0.168295	0.928411	-0.270647	-0.529320	-0.060062
	$EPS_{i,t}^c$	-0.598323	4.473924	0.1210348	0.017513	0.196098
	$EPS_{i,t}^b$	-0.597267	4.480409	0.1210666	0.014938	0.197749

(주1) $R_{i,t}$: i기업 t 연도 연간 시장조정수익률(t년도 4월부터 t+1년도 3월말까지의 월간주가수익률에서 동기간의 동일가중치수를 차감함)

(주2) $EPS_{i,t}^c$: 금융비용을 자본화할 경우 't 연도의 주당순이익/기초주식가격'

(주3) $EPS_{i,t}^b$: 금융비용을 비용화할 경우 't 연도의 주당순이익/기초주식가격'

(주4) 극단치 값을 조정하기 위하여 '평균 ± 3×표준편차'보다 큰(작은) 값은 '평균 ± 3×표준편차'로 조정함

2001년도는 -0.150387, 2002년도는 -0.168295
 으로 모두 음(-)의 값을 가지고 있으며 연도별로 약
 간의 차이가 발생된다. 금융비용을 자본화할 경우 주
 당순이익의 평균값을 보면 2000년도는 -0.310136,
 2001년도는 -1.252064, 2002년도는 -0.598323
 이다. 금융비용을 비용화할 경우 주당순이익의 평
 균값을 보면 각 연도별로 -0.447597, -1.246973
 및 -0.597267이다. 금융비용의 자본화 여부로
 인하여 주당순이익의 영향은 2000년도를 제외하
 고 크지 않다. 특이한 것은 주가수익률은 평균값

및 중위값이 모두 음(-)의 값을 가지고 있으며 주
 당순이익의 평균값도 모두 음(-)의 값을 나타내고
 있다.

4.1.4 기업가치, 순장부가치 및 초과이익

기업가치의 중위값을 보면 2000년도 546억원,
 2002년도 1,014억원, 2002년도 598억원이다.
 금융비용을 자본화할 경우 순장부가치의 중위값을
 보면 2000년도 1,776억원, 2001년도 1,735억

〈표 8〉 기업가치, 순장부가치 및 초과이익의 기술통계량

(단위: 백만원)

연도	구 분	평균값	표준편차	중위값	25%분위수	75%분위수
2000년도 (N=163)	P_t	666,259	3,156,020	54,607	21,319	182,651
	BV_t^c	759,125	1,993,032	177,664	65,731	575,111
	BV_t^i	746,709	1,955,253	173,506	63,270	565,547
	$\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$	-38,684	477,839	-5,069	-34,525	2,581
	$\alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i)$	-39,957	480,165	-4,888	-36,856	2,600
2001년도 (N=179)	P_t	1,156,840	5,065,630	101,401	36,601	455,904
	BV_t^c	944,501	3,195,375	173,541	76,351	629,605
	BV_t^i	964,867	3,252,089	180,849	69,802	626,637
	$\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$	-40,958	396,931	-3,202	-35,194	2,501
	$\alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i)$	-41,203	394,822	-3,061	-34,065	3,553
2002년도 (N=188)	P_t	742,102	3,604,100	59,858	23,052	266,787
	BV_t^c	966,997	3,402,388	168,001	70,887	609,652
	BV_t^i	975,595	3,388,838	182,263	79,486	630,754
	$\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$	30,582	398,350	334	-8,397	9,462
	$\alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i)$	31,740	398,790	157	-8,862	9,731

- (주1) P_t : 기업의 시장가치(t+1연도 3월말 시장가치)
- (주2) BV_t^c : 금융비용을 자본화했을 경우의 순장부가치
- (주3) $\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$: 금융비용을 자본화했을 경우의 초과이익
- (주4) BV_t^i : 금융비용을 비용화했을 경우의 순장부가치
- (주5) $\alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i)$: 금융비용을 비용화했을 경우의 초과이익

〈표 9〉 중요성 기준금액의 기술통계량

(단위: 백만원)

구분	N (기업수)	평균값	중위값	표준편차	25%분위	75%분위
2000년도	163	5,313	1,655	10,526	787	4,821
2001년도	179	5,454	1,712	11,619	77	4,569
2002년도	188	5,509	1,759	12,530	763	4,134

원, 2002년도 1,680억원이다. 금융비용을 비용화할 경우 순장부가액의 중위값은 2000년도 1,735억원, 2001년도 1,808억원, 2002년도 1,822억원이다. 금융비용을 자본화할 경우 초과이익은 2000년도 -50억원, 2001년도 -32억원, 2002년도 3억원이다. 금융비용을 비용화할 경우 초과이익의 중위값은 2000년도 -48억원, 2001년도 -30억원, 2002년도 1억원이다. 중위값을 보면 기업가치는 연도별로 큰 차이가 있지만 순장부가치와 초과이익은 연도별로 큰 차이는 발생되지 않고 있다.

4.1.5 중요성 기준금액

금융비용의 자본화 여부에 따라 손익에 영향을 미치는 기업만을 대상으로 금융감독원 규정에 의한 중요성 기준금액을 산출하면 〈표 9〉와 같다.

금융감독원에서 설정한 중요성 기준금액의 중위값을 보면 2000년도 16억원, 2001년도 17억원 및 2002년도 17억원이다.

4.2 검증결과

4.2.1 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R^2) 검증

본 연구는 금융비용을 자본화하여 회계처리하였

을 경우 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R^2)이 높은지 아니면 금융비용을 비용화하여 회계처리하였을 경우 주당순이익에 대한 주가수익률의 설명력(R^2)이 높은지를 검증하는 것이다. 이를 위하여 주가수익률은 Dechow(1994)의 연구에서 같이 월간주가수익률을 사용하였으며 독립변수는 기초주가로 나누어 주당순이익(EPS)을 산정하였다.

연구가설 1-1을 검증하기 위하여 금융비용의 자본화여부가 손익에 미치는 금액의 차이금액이 중요성 기준금액을 초과하는 경우의 검증결과를 살펴보면 〈표 10〉과 같다.

〈표 10〉을 보면 금융비용 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액의 절대값이 금융감독원에서 규정하고 있는 중요성 기준금액 보다 큰 기업수는 전체적으로 66개 기업이다. Dechow(1994)의 연구와 달리 EPS에 대한 유의성은 없는 것으로 나타나고 있으며 검증모형의 설명력을 나타내는 R^2 의 값도 낮게 나타나고 있다.

2002년도의 검증결과를 보면 금융비용을 자본화할 경우 R^2 값은 0.7851이며 금융비용을 비용화할 경우 검증모형의 설명력(R^2)은 0.7828으로 R^2 간의 차이는 거의 없는 것으로 나타나고 있다. 전체 검증기간을 대상으로 보면 금융비용을 자본화할 경우 R^2 값은 0.0033이며 금융비용을 비용화할 경우 검증모형의 설명력(R^2)은 0.0035으로 R^2 간

〈표 10〉 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R²) 검증결과:
중요성 기준금액 < |금융비용 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액|

연도	구분	$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t}^c + \varepsilon_{i,t}$ $R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t}^b + \varepsilon_{i,t}$			
		β_0	β_1	R ²	N
2000년도	자본화의 경우	-0.30816 (-2.86)***	0.01544 (0.51)	-0.0334	24
	비용화의 경우	-0.30968 (-2.89)***	0.01452 (0.49)	-0.0341	
2001년도	자본화의 경우	-0.16517 (-1.29)	-0.00119 (-0.19)	-0.0437	24
	비용화의 경우	-0.16483 (-1.29)	-0.00109 (-0.17)	-0.0440	
2002년도	자본화의 경우	-0.46101 (-3.01)***	0.23895 (7.94)	0.7851	18
	비용화의 경우	-0.46165 (-3.00)***	0.23828 (7.89)**	0.7828	
전체연도	자본화의 경우	-0.21495 (-2.07)**	0.00894 (1.10)	0.0033	66
	비용화의 경우	-0.21514 (-2.07)**	0.00894 (1.11)	0.0035	

(주1) $R_{i,t}$: i기업 t 연도 연간 시장조정수익률(t년도 4월부터 t+1년도 3월말까지의 월간주 가수익률에서 동기간의 동일 가중지수를 차감함)

(주2) $EPS_{i,t}^c$: 금융비용을 자본화할 경우 't 연도의 주당순이익/기초주식가격'

(주3) $EPS_{i,t}^b$: 금융비용을 비용화할 경우 't 연도의 주당순이익/기초주식가격'

(주4) 극단치 값을 조정하기 위하여 '평균 ± 3×표준편차'보다 큰(작은) 값은 '평균 ± 3× 표준편차'로 조정함

(주5) ***, **: 1%, 5% 유의수준에서 유의함

의 차이는 거의 없는 것으로 나타나고 있다.¹⁾

각 연도별 및 전체연도에서 금융비용을 자본화할 경우의 R²와 비용화할 경우의 R²의 값을 비교해보면 거의 차이가 없는 것으로 나타나고 있다. 이는 금융비용의 자본화 여부에 따라 손익에 미치는

절대금액이 중요성 기준금액을 초과하여도 주당순이익이 주가수익률에 미치는 설명력(R²)에는 차이가 없다. 따라서, 금융비용 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 공시되는 손익의 차이금액이 중요할 경우 주가수익률에 대한 주당순이익(EPS)의 설명

1) 검증모형간의 설명력(R²)의 차이가 있는지를 검증하기 위해서는 Vuong(1989)의 Z값을 구하여 비교하여야 하나 〈표 10〉에 나타난 바와 같이 각 검증모형간의 설명력이 거의 비슷하여 Vuong(1989)의 Z값을 산정하여도 큰 의미가 없을 것으로 보아 생략하였다.

력(R²)에는 차이가 있을 것이라는 연구가설 1-1은 기각된다.

연구가설 1-2의 검증결과는 <표 11>과 같이 전체적인 기업수(N)는 66개 기업이다. 금융비용 자본화 여부가 당기손익에 미치는 차이금액이 중요성 기준금액 보다 작을 경우 연도별 및 전체 검증기간 동안 금융비용을 자본화할 경우 주가수익률에

대한 주당순이익의 설명력(R²)과 금융비용을 비용화할 경우 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R²)은 거의 차이가 없는 것으로 나타나고 있다. 2000년도를 보면 금융비용을 자본화할 경우 설명력(R²)은 -0.0066이고 비용화할 경우 설명력(R²)은 -0.0000으로 검증모형간의 설명력(R²)의 차이는 없다. 2001년도를 보면 금융비용을 자본화할

<표 11> 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R²) 검증결과:
 중요성 기준금액 > |금융비용 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액|

연도	구분	$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t}^c + \epsilon_{i,t}$ $R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t}^b + \epsilon_{i,t}$			
		β_0	β_1	R ²	N
2000년도	자본화의 경우	-0.17484 (-3.06)***	0.01151 (0.32)	-0.0066	139
	비용화의 경우	-0.16721 (-2.91)***	0.02732 (1.00)	-0.0000	
2001년도	자본화의 경우	-0.15063 (-2.89)***	-0.00205 (-0.28)	-0.0060	155
	비용화의 경우	-0.15075 (-2.89)***	-0.00219 (-0.30)	-0.0060	
2002년도	자본화의 경우	-0.14727 (-2.17)**	0.02495 (1.63)	0.0097	170
	비용화의 경우	-0.14733 (-2.17)**	0.02488 (1.63)	0.0097	
전체연도	자본화의 경우	-0.15989 (-4.60)***	0.00600 (0.86)	-0.0006	464
	비용화의 경우	-0.15896 (-4.57)***	0.00689 (1.00)	-0.0000	

(주1) $R_{i,t}$: i기업 t 연도 연간 시장조정수익률(t년도 4월부터 t+1년도 3월말까지의 월간주가수익률에서 동기간의 동일가중지수를 차감함)

(주2) $EPS_{i,t}^c$: 금융비용을 자본화할 경우 't 연도의 주당순이익/기초주식가격'

(주3) $EPS_{i,t}^b$: 금융비용을 비용화할 경우 't 연도의 주당순이익/기초주식가격'

(주4) 극단치 값을 조정하기 위하여 '평균 ± 3×표준편차'보다 큰(작은) 값은 '평균 ± 3×표준편차'로 조정함

(주5) ***, **: 1%, 5% 유의수준에서 유의함

경우와 비용화할 경우 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R²)은 모두 -0.0060으로 차이가 없다. 2002년도를 보면 금융비용을 자본화할 경우 설명력(R²)과 비용화할 경우의 설명력(R²)은 모두 0.0097으로 차이가 없다. 전체 검증기간을 대상으로 보면 금융비용을 자본화할 경우 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R²)은 -0.0006이며 금융비용을 비용화할 경우 주가수익률에 대한 주당순이익

의 설명력(R²)은 0.0000으로써 각 검증모형별로 설명력(R²)의 차이는 없는 것으로 나타나고 있다. 따라서, 금융비용 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 공시되는 손익의 차이금액이 중요하지 않을 경우 주가수익률에 대한 주당순이익(EPS)의 설명력(R²)에는 차이가 없을 것이라는 연구가설1-2는 채택된다.

중요성 기준금액을 기준으로 구분하지 않고 전체적으로 검증한 결과는 <표 12>에서 보듯이 2000년

<표 12> 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R²) 검증결과(전체표본)

연 도	구분	$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t}^c + \epsilon_{i,t}$ $R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t}^i + \epsilon_{i,t}$		
		β_0	β_1	R ²
2000년도	자본화의 경우	-0.193 (-3.77)***	0.016 (0.65)	-0.0036
	비용화의 경우	-0.187 (-3.64)***	0.024 (1.15)	0.0020
2001년도	자본화의 경우	-0.152 (-3.17)***	-0.001 (-0.32)	-0.0051
	비용화의 경우	-0.152 (-3.18)***	-0.001 (-0.32)	-0.0051
2002년도	자본화의 경우	-0.138 (-2.08)***	0.049 (3.36)***	0.0522
	비용화의 경우	-0.138 (-2.09)**	0.049 (3.36)***	0.0520
전체연도	자본화의 경우	-0.166 (-5.04)***	0.007 (1.48)	0.0023
	비용화의 경우	-0.165 (-5.02)***	0.007 (1.58)	0.0046

(주1) $R_{i,t}$: i기업 t 연도 연간 시장조정수익률(t년도 4월부터 t+1년도 3월말까지의 월간주 가수익률에서 동기간의 동일 가중치수를 차감함)

(주2) $EPS_{i,t}^c$: 금융비용을 자본화할 경우 't 연도의 주당순이익/기초주식가격'

(주3) $EPS_{i,t}^i$: 금융비용을 비용화할 경우 't 연도의 주당순이익/기초주식가격'

(주4) 극단치 값을 조정하기 위하여 '평균 ± 3×표준편차'보다 큰(작은) 값은 '평균 ± 3×표준편차'로 조정함

(주5) ***, **: 1%, 5% 유의수준에서 유의함

도 금융비용을 자본화하여 회계처리할 경우 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R^2)은 -0.0036이며 금융비용을 비용화하여 회계처리할 경우 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R^2)은 0.0020으로 큰 차이는 없는 것으로 나타나고 있다. 2001년도를 보면 금융비용을 자본화할 경우와 비용화할 경우 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R^2)은 모두 -0.0051로 차이가 없다. 2002년도를 보면 금융비용을 자본화하였을 경우 주당순이익은 1% 수준에서 양(+)의 유의성이 있으며 검증모형의 설명력을 나타내는 R^2 는 0.0522이다. 그리고 금융비용을 비용화하였을 경우 검증모형의 설명력(R^2)은 0.0520으로써 금융비용을 자본화했을 때와 큰 차이는 없다. 전체연도를 대상으로 검증해 보면 금융비용을 자본화했을 때 검증모형의 설명력(R^2)은 0.0023이며 금융비용을 비용화했을 때 검증모형의 설명력(R^2)은 0.0046이다. 따라서, 연도별 및 전체기간별로 검증한 결과 금융비용의 자본화 여부에 따른 검증모형의 설명력(R^2)은 차이가 없는 것으로 나타나고 있다.

4.2.2 초과이익모형을 이용한 기업가치의 설명력 (R^2) 검증

Ohlson(1995)의 초과이익모형을 이용하여 기업가치의 설명력(R^2)을 검증하고자 한다. 즉, 초과이익모형에서 금융비용을 자본화한 결과 나타나는 재

무적 수치가 기업가치를 더 잘 설명하고 있는지 아니면 금융비용을 비용화한 결과 나타나는 재무적 수치가 기업가치를 더 잘 설명하고 있는지를 다중회귀분석을 통하여 검증한 결과는 다음과 같다.

〈표 13〉은 연구가설 2-1을 검증한 결과로서 금융비용의 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액의 절대값이 금융감독원에서 규정한 중요성 기준금액보다 클 경우 어떠한 회계수치가 기업가치를 더 잘 반영할 수 있는지를 검증한 결과를 나타낸 것이다.

금융비용을 자본화한 회계수치를 초과이익모형에 사용하여 기업가치를 검증한 결과 2000년도, 2001년도, 2002년도 및 연구대상 전체기간동안 R^2 는 각각 0.5029, 0.9982, 0.7402, 0.7167이며 금융비용을 비용화한 회계수치를 초과이익모형에 사용하여 기업가치를 검증한 결과 2000년도, 2001년도, 2002년도 및 연구대상 전체기간동안 검증모형의 R^2 는 각각 0.4991, 0.9983, 0.7259 및 0.7170이다. 따라서, 금융비용의 선택적 회계처리로 인하여 계상될 수 있는 각각의 재무적 수치는 기업가치를 설명하는데 차이를 나타내지 않는다.

할인율과 ω 의 크기에 의하여 α 값이 달라짐으로서 기업가치에 영향을 미칠 수 있다. 따라서, 민감도 분석에 의하여 할인율10%, ω 0.25를 적용하여 검증한 결과도 각 모형별로 설명력(R^2)에는 차이가 없다.²⁾ 검증결과는 할인율 8%와 ω 0.50을 적용하여 α 값이 0.86을 적용한 것이며 민감도 분석(할인율10%, ω 0.25)을 하면 α 값이 0.29

2) 검증모형의 결과 : (단위: R^2)

구분	2000년도	2001년도	2002년도	전체기간
자본화의 경우	0.5026	0.9982	0.7361	0.7176
비용화의 경우	0.4988	0.9983	0.7219	0.7180
N(기업수)	24	24	18	66

〈표 13〉 초과이익모형을 통한 기업가치의 설명력(R²) 검증결과:
중요성 기준금액 < |금융비용의 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액|

연도	구분	$P_t = \gamma_0 + \gamma_1 BV_t^c + \gamma_2 \alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c) + \varepsilon_t$ $P_t = \gamma_0 + \gamma_1 BV_t^i + \gamma_2 \alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i) + \varepsilon_t$					N
		γ_0	γ_1	γ_2	R ²		
2000년도	자본화의 경우	117318124 (1.13)	0.354 (4.89)***	0.106 (0.84)	0.5029	24	
	비용화의 경우	115593238 (1.11)	0.357 (4.84)***	0.099 (0.79)***	0.4991		
2001년도	자본화의 경우	47804045 (1.65)	0.483 (112.60)***	0.235 (7.99)***	0.9982	24	
	비용화의 경우	45246433 (1.57)	0.487 (122.86)***	0.246 (8.28)***	0.9983		
2002년도	자본화의 경우	-59840541 (-0.98)	0.686 (6.63)***	1.291 (5.05)***	0.7402	18	
	비용화의 경우	-55315559 (-0.89)	0.664 (6.40)***	1.263 (4.84)***	0.7259		
전체연도	자본화의 경우	65395319 (1.35)	0.405 (13.19)***	-0.546 (-0.89)	0.7167	66	
	비용화의 경우	63014075 (0.42)	0.403 (11.21)***	-0.565 (-2.99)**	0.7170		

- (주1) P_t : 기업의 시장가치(t+1연도 3월말 시장가치)
- (주2) BV_t^c : 금융비용을 자본화했을 경우의 순장부가치
- (주3) $\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$: 금융비용을 자본화했을 경우의 초과이익
- (주4) BV_t^i : 금융비용을 비용화했을 경우의 순장부가치
- (주5) $\alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i)$: 금융비용을 비용화했을 경우의 초과이익
- (주6) 괄호() : 이분산성의 문제를 통제하기 위하여 White(1980) t값을 이용함
- (주7) ***, **: 1%, 5% 유의수준에서 유의함

로 낮게 나타난다. 따라서, α 값이 '0.29 < α 값 < 0.86' 사이의 값을 가질 경우에도 검증결과에 영향이 없는 것으로 볼 수 있다. 검증결과 VIF(분산팽창요인)값이 3이하이므로 다중공선성의 문제는 없다. 따라서, 금융비용 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 공시되는 손익의 차이금액이 중요할

경우 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R²)에는 차이가 있을 것이라는 연구가설 2-1은 기각된다.

〈표 14〉는 연구가설 2-2의 검증결과이며 금융비용의 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액의 절대값이 금융감독원에서 규정한 중요성 기준금액 보

〈표 14〉 초과이익모형을 통한 기업가치의 설명력(R²) 검증결과:
중요성 기준금액 > |금융비용의 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액|

연도	구분	$P_t = \gamma_0 + \gamma_1 BV_t^c + \gamma_2 \alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c) + \epsilon_t$ $P_t = \gamma_0 + \gamma_1 BV_t^i + \gamma_2 \alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i) + \epsilon_t$					N
		γ_0	γ_1	γ_2	R ²		
2000년도	자본화의 경우	-113922417 (-1.05)	1.055 (16.86)***	3.354 (9.97)***	0.8838	139	
	비용화의 경우	-116650161 (-1.07)	1.063 (17.00)***	3.320 (9.88)***	0.8829		
2001년도	자본화의 경우	-122761082 (-1.07)	1.725 (7.67)***	9.632 (3.42)***	0.8778	155	
	비용화의 경우	-122532737 (-1.06)	1.727 (7.62)***	9.668 (3.41)***	0.8779		
2002년도	자본화의 경우	159816456 (2.72)***	0.291 (14.45)***	7.740 (41.69)***	0.9623	170	
	비용화의 경우	160284717 (2.72)***	0.281 (13.82)***	7.769 (41.54)***	0.9620		
전체연도	자본화의 경우	203845984 (1.32)**	0.779 (3.14)***	8.136 (6.64)***	0.8180	464	
	비용화의 경우	204954703 (1.77)*	0.777 (3.07)***	8.108 (6.49)***	0.8156		

- (주1) P_t : 기업의 시장가치(t+1연도 3월말 시장가치)
- (주2) BV_t^c : 금융비용을 자본화했을 경우의 순장부가치
- (주3) $\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$: 금융비용을 자본화 했을 경우의 초과이익
- (주4) BV_t^i : 금융비용을 비용화했을 경우의 순장부가치
- (주5) $\alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i)$: 금융비용을 비용화했을 경우의 초과이익
- (주6) 괄호() : 이분산성의 문제를 통제하기 위하여 White(1980) t값을 이용함
- (주7) ***, **, * : 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

다 작을 경우 어떠한 회계수치가 기업가치를 더 잘 반영할 수 있는지를 검증한 결과를 나타낸 것이다.

초과이익모형에 금융비용을 자본화한 결과 나타난 회계수치를 사용하여 기업가치를 검증한 결과 2000년도, 2001년도, 2002년도 및 연구대상 전체연도 동안 R²는 각각 0.8838, 0.8778, 0.9623, 0.8180이며 초과이익모형에 금융비용을 비용화한

회계수치를 사용하여 기업가치를 검증한 결과 2000년도, 2001년도, 2002년도 및 연구대상 전체기간동안 검증모형의 R²는 각각 0.8829, 0.8779, 0.9620, 0.8156이다. 따라서, 금융비용의 회계처리 선택에 따른 검증모형의 R²는 차이가 없다. 민감도 분석에 의하여 이자율10%, ω 0.25를 적용하여 검증한 결과도 각 모형별로 설명력(R²)에는 차이가 없

다.³⁾ 그리고 검증모형의 다중공선성의 문제는 없었다. 따라서, 금융비용 자본화와 관련하여 각 회계처리별로 공시되는 손익의 차이금액이 중요하지 않을 경우 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R^2)에는 차이가 없을 것이라는 연구가설 2-2는 채택된다.

금융비용의 회계처리는 금융비용을 자본화 할 수도 있고 또는 비용화 할 수도 있다. Ohlson(1995)의 초과이익모형을 이용하여 기업가치를 평가할 경우 금융비용에 대하여 어떠한 회계처리방법이 기업가치를 더 잘 설명하는지를 전체표본에 대한 검증 결과는 <표 15>와 같다.

(표 15) 초과이익모형을 통한 기업가치의 설명력(R^2) 검증결과(전체표본)

연도	구분	$P_t = \gamma_0 + \gamma_1 BV_t^c + \gamma_2 \alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c) + \varepsilon_t$ $P_t = \gamma_0 + \gamma_1 BV_t^i + \gamma_2 \alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i) + \varepsilon_t$					N
		γ_0	γ_1	γ_2	R^2		
2000년도	자본화의 경우	-167986073 (-2.62)***	1.196 (7.26)***	1.923 (2.70)***	0.8356	163	
	비용화의 경우	-171309659 (-2.68)***	1.205 (7.30)***	1.890 (2.69)***	0.8352		
2001년도	자본화의 경우	191985674 (0.78)	1.179 (16.02)***	3.645 (6.15)***	0.6163	179	
	비용화의 경우	185671684 (0.76)	1.193 (16.29)***	3.780 (6.39)***	0.6228		
2002년도	자본화의 경우	144632353 (1.60)	0.426 (14.00)***	6.043 (23.58)***	0.8919	188	
	비용화의 경우	144611930 (1.61)	0.417 (13.88)***	6.079 (23.66)***	0.8923		
전체연도	자본화의 경우	163105872 (1.06)	0.966 (4.17)***	4.042 (2.62)**	0.6748	530	
	비용화의 경우	16013930 (1.04)	0.969 (4.19)***	4.032 (2.64)**	0.6750		

- (주1) P_t : 기업의 시장가치(t+1연도 3월말 시장가치)
- (주2) BV_t^c : 금융비용을 자본화했을 경우의 순장부가치
- (주3) $\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$: 금융비용을 자본화했을 경우의 초과이익
- (주4) BV_t^i : 금융비용을 비용화했을 경우의 순장부가치
- (주5) $\alpha(X_t^i - rBV_{t-1}^i)$: 금융비용을 비용화했을 경우의 초과이익
- (주6) 괄호() : 이분산성의 문제를 통제하기 위하여 White(1980) t값을 이용함
- (주7) ***, **: 1%, 5% 유의수준에서 유의함

3) 검증모형의 결과 : (단위: R^2)

구분	2000년도	2001년도	2002년도	전체기간
자본화의 경우	0.8837	0.8779	0.9595	0.8152
비용화의 경우	0.8828	0.8779	0.9592	0.8128
N(기업수)	139	155	170	464

검증한 결과 기업가치에 대한 설명력(R^2)은 각 검증모형별로 차이가 없다. 즉, 금융비용의 자본화 여부에 의하여 기업가치의 설명력(R^2)이 달라지지는 않는다는 것이다.

금융비용을 자본화한 결과 계상되는 회계수치를 이용하여 기업가치를 검증할 경우 검증모형의 설명력(R^2)은 2000년도에 0.8356, 2001년도에 0.6163, 2002년도에 0.8919 및 전체검증기간을 대상으로 할 경우 0.6748이다. 금융비용을 비용화한 결과 계상되는 회계수치를 초과이익모형에 산입하여 기업가치에 대한 설명력(R^2)을 검증한 결과 2000년도 R^2 의 값은 0.8352이며 2001년도 R^2 의 값은 0.6228이고 2002년도 R^2 의 값은 0.8923이며 전체검증기간을 대상으로 할 경우 R^2 의 값은 0.6750이다. 따라서, 각 연도별·전체검증기간동안 및 각 검증모형별로 기업가치에 대한 독립변수의 설명력(R^2)은 차이가 없다.

4.2.3 금융비용의 자본화 여부가 손익에 미치는 차이금액의 크기별 분석

금융비용을 자본화할 경우 손익계산서상에 계상되는 당기손익과 금융비용을 비용화할 경우 손익계산서상에 계상되는 당기손익과의 차이금액을 4분위수로 나누어 각 그룹별로 회계처리에 따라 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R^2)이 다르게 나타나는지를 추가검증하였다.

검증결과 각 그룹별로 초과이익모형에 금융비용을 자본화할 경우 계상될 회계수치를 이용하여 기업가치를 평가한 모형과 초과이익모형에 금융비용을 비용화할 경우 계상될 회계수치를 이용하여 기

업가치를 평가한 모형의 R^2 값을 비교해보면 차이가 나타나지 않고 있다.⁴⁾

즉, 초과이익모형을 사용하여 기업가치를 평가할 경우 금융비용의 자본화 여부가 검증모형의 설명력(R^2)에 차이를 발생시키지 않는다.

4.3 추가검증결과

4.3.1 자본화된 금융비용금액과 기업가치 관련성

금융비용을 자본화한 결과의 재무적 수치와 금융비용을 비용화한 결과의 재무적 수치를 이용하여 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R^2)과 초과이익모형을 통한 기업가치에 대한 설명력(R^2)을 검증한 결과 대부분 설명력(R^2)의 차이는 없는 것으로 나타났다. 이에 자본화된 금융비용금액이 기업가치와 관련성이 있는지를 검증할 필요성이 제기된다. 자본화된 금융비용이 기업가치와 관련성이 있다면 δ_2 와 δ_3 의 계수값은 유의적인 양(+)의 반응이 나타나야 한다.

금융비용을 자본화한 금액이 가치관련성이 있는지를 검증한 결과는 <표 16>과 같다.

<표 16>에 의하면 재고자산에 포함된 금융비용은 연도별로 기업가치와 음(-) 또는 양(+)의 관계를 가지며 전체적으로 볼 때 음수(-)와 양수(+)의 값이 상쇄되어 유의성은 없지만 음(-)의 반응을 나타내고 있다. 그러나, 유형자산에 포함된 금융비용은 2001년도에 기업가치와 1%수준에서 음(-)의 관계를 가지고 있으나 검증대상 기간동안 전체적으로 보면 10% 수준에서 양(+)의 가치관련성을 가지고 있다. 민감도 분석에 의하여 이자율 10%, ω 가

4) 검증결과는 지면관계상 생략하였다.

〈표 16〉 금융비용 자본화와 가치관련성

구분	$P_t = \delta_0 + \delta_1 BV_t^b + \delta_2 INV_t + \delta_3 TAN_t + \delta_4 \alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c) + \epsilon_t$						R ²	N
	δ_0	δ_1	δ_2	δ_3	δ_4			
2000년도	-76876974 (-0.98)	1.124 (4.13)***	-5.998 (-1.99)**	20.017 (0.49)	2.901 (2.85)***	0.8499	163	
2001년도	-105925994 (-0.70)	2.139 (4.18)***	-8.018 (-1.16)	-241.916 (-2.85)***	4.153 (2.79)***	0.7886	179	
2002년도	167015452 (1.82)*	0.410 (11.08)***	2.742 (1.80)*	16.557 (0.78)	5.901 (21.89)***	0.8924	188	
전체연도	174140669 (1.47)	0.874 (14.09)***	-0.794 (-0.51)	23.806 (1.70)*	4.364 (13.14)***	0.6761	530	

- (주1) P_t : 기업의 시장가치(t+1 연도 3월말의 시장가치)
- (주2) BV_t^b : 금융비용을 자본화하기 전의 순장부가액
- (주3) INV_t : t 연도에 금융비용 자본화대상 금액 중 재고자산에 포함된 금액
- (주4) TAN_t : t 연도에 금융비용 자본화대상 금액 중 유형자산에 포함된 금액
- (주5) $\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$: 금융비용을 자본화했을 경우 t 연도의 초과이익
- (주6) 괄호() : 이분산성의 문제를 통제하기 위하여 White(1980) t값을 이용함
- (주7) ***, **, * : 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

0.25를 적용하여 전체기간동안 검증한 결과도 δ_2 계수의 부호는 음(-)의 값을 가지나 유의성은 없으며, δ_3 계수의 값은 10%수준에서 양(+)의 값을 가지고 있으므로 할인율 및 ω 의 값에 의하여 검증 결과는 영향을 받지 않는 것으로 나타나고 있으며 다중공선성의 문제도 없었다.

따라서, 자본화된 금융비용 금액이 기업가치와 연도별로 차이가 있고 전체기간을 대상으로 할 때와 각 연도별로 검증할 때와의 부호가 달리 나타나므로 자본화된 금액이 양(+) 또는 음(-)의 가치관련성을 가지고 있다고 강력하게 주장하기에는 어려움이 있다.

4.3.2 건설업의 경우 금융비용의 자본화와 가치관련성

금융비용 중 자본화 대상 금액을 재고자산금액에 산입한 기업은 대부분 건설업이므로 건설업이 다른 업종과 달리 자본화된 금액이 가치관련성이 있는지를 추가로 검증하였다.

건설업을 더미변수(D)로 하여 초과이익모형을 확장하여 검증하면 〈표 17〉과 같다. 건설업의 경우 자본화된 재고자산의 계수 ϕ_3 는 연도별로 양(+) 또는 음(-)의 부호를 가지며 전체기간을 대상으로 할 경우 타 산업에 비하여 초과이익모형에서 기업가치와 관련성이 없는 것으로 나타나고 있다.⁵⁾ ϕ_5 의

5) 민감도 분석에 의하여 할인율 10%, ω 가 0.25일 경우에도 음(-)의 값을 가지지만 유의성은 없다.

〈표 17〉 금융비용의 자본화와 가치관련성: 건설업

연도	$P_t = \phi_0 + \phi_1 BV_t^b + \phi_2 INV_t + \phi_3 INV_t^* D + \phi_4 TAN_t + \phi_5 TAN_t^* D + \phi_6 \alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c) + \varepsilon_t$							
	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_3	ϕ_4	ϕ_5	ϕ_6	R ²
2000	-87554547 (-1.11)	1.042 (4.73)***	-3.833 (-0.93)	-7.324 (-0.81)	30.331 (0.39)	89.492 (0.79)	2.965 (3.39)***	0.8535
2001	-6927431 (-0.04)	2.030 (4.02)***	-11.061 (-1.34)	18.159 (2.15)**	-233.043 (-2.89)***	323.093 (1.77)	4.399 (3.06)***	0.7951
2002	159121840 (1.71)*	0.411 (11.04)***	3.243 (1.85)*	-2.338 (-0.57)	16.807 (0.79)	-57.281 (-0.14)	5.873 (21.37)***	0.8915
전체 연도	15933850 (1.33)	0.875 (14.08)***	0.231 (0.13)	-4.623 (-1.34)	26.240 (1.86)*	-60.137 (-0.50)	4.315 (12.92)***	0.6761

- (주1) P_t : 기업의 시장가치(t+1 연도 3월말의 시장가치)
- (주2) BV_t^b : 금융비용을 자본화하기 전의 순장부가액
- (주3) INV_t : t 연도에 금융비용 자본화 대상 금액 중 재고자산에 포함된 금액
- (주4) TAN_t : t 연도에 금융비용 자본화 대상 금액 중 유형자산에 포함된 금액
- (주5) D : 건설업이면 1, 그렇지 않으면 0
- (주6) $\alpha(X_t^c - rBV_{t-1}^c)$: 금융비용을 자본화했을 경우 t 연도의 초과이익
- (주7) 괄호() : 이분산성의 문제를 통제하기 위하여 White(1980) t값을 이용함
- (주8) ***, **, * : 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

계수 값도 각 연도별 및 전체기간을 대상으로 할 경우 유의적인 수준은 아니므로⁶⁾ 건설업의 경우 금융비용 자본화 대상 금액 중 유형자산에 포함된 금액은 기업가치와 관련성이 없다고 본다. 검증모형에 대한 다중공선성의 문제는 발생되지 않았다.

V. 결 론

본 연구의 목적은 기업회계기준서 제7호(금융비용의 자본화)의 공시내역이 중요한 정보로서 정보

이용자의 판단이나 의사결정에 영향을 미치는지를 주가수익률 및 초과이익모형을 통하여 검증하는 것이다. 즉, 주식에 공시되는 차이금액의 중요성에 따라 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R²) 및 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R²)에 영향을 미치는지를 검증하는 것으로 중요성의 기준금액은 금융감독원에서 제정한 중요성기준금액을 대용치로 사용하였다.

금융비용을 자본화할 경우의 손익과 비용화할 경우의 손익의 차이금액이 중요할 경우에는 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R²)과 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R²)에 차이가 발생할 것이

6) 민감도 분석에 의하여 할인율 10%, ω 가 0.25일 경우에도 음(-)의 값을 가지지만 유의성은 없다.

라는 연구가설을 설정하였지만 기각되었다. 즉, 금융비용을 자본화할 경우 계상되는 재무적 수치나 금융비용을 비용화할 경우 계상되는 재무적 수치를 사용할 경우 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R^2)과 초과이익모형을 이용한 기업가치에 대한 설명력(R^2)간의 차이가 없었다.

금융비용을 자본화할 경우의 손익과 비용화할 경우의 손익의 차이금액이 중요하지 않을 경우 주가수익률에 대한 EPS의 설명력(R^2)과 기업가치에 대한 재무적 수치의 설명력(R^2)에 차이가 없을 것이라는 연구가설은 채택되었다. 즉, 금융비용을 자본화하거나 비용화할 경우 계상되는 재무적 수치를 이용하여 주가수익률에 대한 주당순이익의 설명력(R^2)과 초과이익모형을 이용한 기업가치에 대한 설명력(R^2)을 검증하였으나 차이가 없었다.

중요성에 관계없이 전체표본을 대상으로 검증하여도 금융비용의 선택적 회계처리는 주가수익률 및 기업가치에 대한 설명력(R^2)에 영향을 미치지 않았다. 또한, 주식에서 공시되는 손익의 차이금액의 크기를 4분위수로 구분하여 각 그룹별로 추가검증하였으나 금융비용의 선택적 회계처리는 주가수익률 및 기업가치에 대한 설명력(R^2)에 영향을 미치지 않았다.

자본화 여부에 따른 재무적 수치에 대한 주가수익률 및 기업가치에 대한 설명력(R^2)에 차이가 없을 경우 금융비용의 자본화 대상금액이 가치관련성을 가지고 있는지를 추가로 검증한 결과, 전체검증기간에 대하여 금융비용 중 자본화된 재고자산금액은 유의성이 없었으며 금융비용 중 자본화된 유형자산은 양(+)의 유의성이 있었다. 금융비용 중 자본화된 재고자산금액은 건설업의 경우에도 전체검증기간에 대하여 기업가치와 유의적인 관련성이 없는 것으로 나타나고 있었다.

본 연구를 통하여 첫째, 금융비용의 자본화에 대

한 선택적 회계처리로 인하여 각각 재무제표에 계상되는 재무적 수치가 주가수익률 및 기업가치에 대한 설명력(R^2)에 차이가 없으므로, 단순히 주식으로 공시되는 재무적 수치에 의한 재무제표 비율 분석만으로 기업가치를 판단할 경우 의사결정이 오도될 수 있다. 둘째, 기업회계기준서 제7호(금융비용의 자본화)에 대한 선택적 회계처리로 인하여 기업가치의 설명력에 차이가 없으므로, 금융비용 자본화의 선택적 회계처리기준에 그 정당성을 부여할 수 있다. 셋째, 회계처리의 차이로 인한 재무적 수치가 기업가치 및 주가수익률에 대한 설명력에 차이를 나타내지 않는 결과는 주식공시의 강제적 규정에 대한 재논의의 실증을 제시한다고 본다.

향후 연구과제로서 금융비용의 자본화와 관련하여 계속적으로 선택적인 규정으로 할 것인지 아니면 어떤 하나의 회계처리만으로 규정할 것인지에 대한 연구가 더 필요하다고 본다.

참고문헌

- 김권중 (1993), "대체적 EPS 측정방법과 이를 이용한 이익, 매출액 및 비용의 정보가치분석," *회계학연구* 제17권, 1-28.
- 김권중 (1998), "베타 및 시장위험프리미엄 측정과 시장수익률 대응치의 선택," *회계학연구* 제23권 제4호, 139-159.
- 김성은 · 윤관호 (2001), "금융비용에 관한 회계기준의 비교연구," *세무회계연구* 제19권, 257-280.
- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최관 · 한봉희 (2003), 자본시장에서의 회계정보 유용성, *신영사*, 325.
- 기업회계기준서 제7호 (2003), 회계편람, 한국공인회계사회.
- 노직수 (2000), "이자비용의 자본화 문제에 대한 연구."

- 산업경제연구 제13권 제6호, 109-122.
- 신현걸 (2003), "금융비용 자본화가 재무제표에 미치는 영향." *회계저널* 제12권 제4호, 39-63.
- 재무회계개념체계 문단59 (2003), 한국회계연구원.
- 전성빈 (1998), 금융비용 자본화의 문제점. *서강경영논총*, 1-17.
- 정건영 · 조성표 (1998), "차입비용의 자본화에 대한 연구." *회계저널* 제7권 제1호, 29-60.
- Anthony, R.N (1973), "Accounting for the Cost of Equity." *Harvard Business Review* (November, December).
- Burgstahler, D. and I. Dichev (1997), "Earnings, Adaption and Equity Value." *The Accounting Review*: April, 187-215.
- Dechow, P.M. (1994), "Accountign Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals." *Journal of Accounting and Economics*, Vol18, 3-42.
- Eugene G. Chewning Jr. and Julia L.Higgs (2002), "What does "Materiality" Really Mean?." *The Journal of Corporate Accounting & Finance*: May/June 2002, 61-67.
- Guay, W.R. and Sidhu, B.K. (2001), "The Useful of Long-term Accruals." *Abacus*, Vol37, NO.1, 110-131.
- Means, K.M and Pau.M.Kazenski (1998), "SFAS 34: A recipe for Diversity." *Accounting Horizons* (September), 62-67.
- Scofield, B.W (1994), "Full Disclosure of Interest capitalization Decisions." *The National Public Account* 39 (April), 20-44.
- FASB (1979), Statements of Financial Accounting Standards No.34: Capitalization of Interest Cost (amended).
- IAS (1984), International Accounting Standards No.23: Capitalization of Borrowing Costs.
- Vuong, Q. H. (1989), "Likelihood Ratio Tests for Model Selection and Non-Nested Hypotheses." *Econometrica*, Vol. 57, No.2 (March), 307-333.
- White, H (1980), "A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity." *Econometrica*, 817-838.

Disclosure in Capitalization of Interest Cost

Chung-Jin Shim* · JoonWhan Oh**

Abstract

Before the KAS No. 7 was issued on December 17, 2001, the interest costs associated with acquisition of inventory, investment, tangible and nontangible assets had been capitalized. In principle the KAS No. 7 treats the interest costs as expenses, but allows alternative treatment of the capitalization. Namely, firms may choose either the capitalization method or the expended method. The KAS No. 7 aligns with the IAS No. 23 and the SFAS No. 34 which allow both methods of capitalizing and expending.

The major issues involved are the possibility of excessive capitalization or expenditure under the each treatment, and diverse recognition of acquisition costs depending on the financing methods. However, the accounting standard requires firms to disclose the differential amounts between two alternatives, to enhance the comparability of financial statements adopting different accounting treatments. The footnote disclosure includes the types of assets capitalized and the effects to the income under alternate expended approach. The omission of these footnote items may mislead the users of financial statements, if the information omitted is material. The materiality is the fundamental attributes of accounting information as a basis of judging the materially important amount which has an influence on users' decision making. In this regard, this study examines whether or not the footnote disclosure influences to investors.

If the amount difference between two alternative methods is material, then the footnote disclosure may have effects on users' decision making with regard to the firm valuation or investment. But the amount difference is not material, then the disclosure may have no effects on users' decision making process. To investigate the effects of the footnote disclosure,

* Assistant Professor, College of Business Administration, Konkuk University, Seoul, Korea.

** Associate Professor, College of Business Administration, Konkuk University, Seoul, Korea.

this paper uses the materiality basis imposed by the Korean Financial Supervisory Service.

The main purpose of financial statements is to provide useful information to the participants in the capital markets, as described in the conceptual framework of financial accounting. Therefore, if the differential amount disclosed in the footnote has influences on the firm value or the stock return, the footnote disclosure is a material information. This study investigates whether the footnote disclosure is material, by testing the explanatory power in the traditional return-earnings model and excess-earnings model.

Firstly, this study examines which accounting treatment better explains the stock return in the traditional return-earnings model. Secondly, this study examines which accounting treatment better explains firm's value in excess-earnings model. Thirdly, this study examines whether the capitalized amount has value-relevance.

The result shows that the footnote disclosure under the capitalization method has no significant difference of the explanatory power(R^2) with regard to firm's return and value. Namely, the changes of financial statements' figures such as earnings and assets under alternative accounting methods have no effects on the capital markets. Specifically, contrary to the expectation, the footnote disclosure notifying the accounting differences has no effect on the investment decisions. However, the result implies that the mandatory disclosure of the effect of alternative method may not be necessary, guaranteeing further examination and discussion of the possibility of eliminating the mandatory disclosure requirements of KAS No. 7.

Key words: interest costs, capitalization, disclosure effect, firm's valuation, alternative accounting methods.