

K-IFRS 도입 이후 연결재무제표의 가치관련성*

공경태(주저자)
전주대학교 경영대학
(kgong@jj.ac.kr)
최중서(교신저자)
부산대학교 경영대학
(jschoi@pusan.ac.kr)

본 논문에서는 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표 정보의 가치관련성 변화를 조사하기 위하여 2009년부터 2012년까지 연속하여 연결재무제표를 공시한 494개 기업의 자료로 패널표본을 구성하였다. 공시전 2년간과 공시후 2년간 4년에 걸친 1,976개 기업-년 관찰치를 대상으로 K-IFRS 도입 전후의 연결재무제표 및 별도재무제표 정보의 가치관련성 변화를 검증하고 아울러 K-IFRS 도입 전후기간의 개별(별도)재무제표와 연결재무제표의 가치관련성도 상호 비교하였다. 주요 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, K-IFRS 도입이후 연결주당순자산 정보의 가치관련성은 증가하였으나 연결주당순이익 정보의 가치관련성은 감소한 것으로 나타났다. 둘째, 별도재무제표와 연결재무제표정보의 주가에 대한 설명력을 비교한 결과 주가를 종속변수로 한 수준모형의 비교에서 도입전 기간인 2009년~2010년은 별도재무제표와 연결재무제표 정보의 설명력이 유사하였으나, 도입후 기간인 2011년~2012년에는 연결재무제표 정보의 설명력이 별도재무제표보다 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 주식수익률을 종속변수로 한 변동모형에서도 유사한 것으로 나타났다. 즉 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표 정보의 가치관련성은 수준 및 변동모형을 막론하고 별도재무제표 정보에 비해 더 높음을 의미한다. 셋째, 추가분석에서 K-GAAP에서 K-IFRS로 회계기준이 변경되면서 발생하는 전환조정효과는 주가에 대해 양(+)의 가치관련성을 갖는 것으로 관찰되었는데 이는 K-IFRS 도입 이후 연결주당순자산의 가치관련성 향상이 양의 전환조정효과에 영향을 받았을 가능성을 시사한다. 넷째, 시장유형별 분석에서 유가증권시장에서는 수준 및 변동모형 모두에서 K-IFRS 도입이후 연결주당순자산의 가치관련성은 상승하고 연결주당순이익의 가치관련성은 감소한 것으로 나타났으나 코스닥시장에서는 연결주당순이익의 가치관련성은 하락하였으나 연결주당순자산의 가치관련성 변화는 관찰되지 않았다. 마지막으로 감가상각방법을 정률법에서 정액법으로 변경한 기업집단에서 주당순이익 정보의 가치관련성 하락이 특히 현저하게 나타난다는 증거도 제시하였다.

본 논문은 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표가 주재무제표화 됨에 따라 도입 이전에 비하여 연결주당순이익정보의 가치관련성이 기대와는 달리 하락하였음을 실증적으로 제시하였다는 점에 주목할 가치가 있다. 아울러 이러한 가치관련성의 변화 양상의 한 가지 원인으로서는 K-IFRS 도입 이후의 감가상각방법 변경이 관련을 지닐 수 있을 가능성에 대해서도 주의를 환기함으로써 K-IFRS 도입에 따른 다차원적 영향에 대한 포괄적 검토의 필요성을 제기한 점에서 공헌점을 찾을 수 있다.

주제어: 연결재무제표, 개별재무제표, 별도재무제표, 가치관련성

1. 서론

한국 정부는 2007년 3월 국제회계기준 도입과 관련한 로드맵을 발표하고 2007년 11월에 한국채택

국제회계기준(Korea International Financial Reporting Standards, 이하 K-IFRS)을 제정, 발표하였다. 이에 따라 국내 상장기업들은 K-IFRS 도입을 위한 준비과정을 거쳐 2011년부터 전면적으로 K-IFRS에 준거한 재무제표를 작성하고 공시하

최초투고일: 2013. 10. 15 수정일: (1차: 2014. 4. 1) 게재확정일: 2014. 5. 12

* 본 연구는 주저자의 부산대학교 대학원 경영학 박사학위논문을 기초로 작성된 것을 수정 보완한 것입니다. 논문의 질적 향상을 위해 값진 조언을 해주신 익명의 심사자들에게 사의를 표합니다.

기 시작하였다. K-IFRS는 과거의 기업회계기준(K-GAAP)과 비교하여 여러 가지 다른 회계처리규정을 지니고 있으나, 그 중에서도 현저한 차이점의 하나로 K-IFRS 하에서는 개별재무제표가 아닌 연결재무제표를 주재무제표로 취급하게 된 사실을 지적할 수 있다. 즉 K-IFRS에서는 연결재무제표를 주재무제표로 하고 지배회사의 개별재무제표인 별도재무제표를 보충적 재무제표로 삼고 있다. 이에 따라 2011년 이후 국내 자본시장에서는 지배회사가 자신과 종속회사를 하나의 경제적 실체로 간주하여 작성하는 연결재무제표, 종속회사가 있는 지배회사가 회사별로 작성하는 개별재무제표인 별도재무제표, 그리고 종속회사가 없는 회사가 작성하는 개별재무제표 등 세 가지 형식의 재무제표가 제공되고 있다.

국제회계기준위원회가 제정한 국제회계기준은 연결재무제표를 중심으로 회계기준을 제정하되 별도재무제표의 작성 원칙에 대해서는 국가별로 선택적으로 적용할 수 있도록 허용하고 있다. 우리나라의 경우는 국제회계기준과의 적합성을 위하여 별도재무제표에 대해서도 국제회계기준을 적용하고 있으나,¹⁾ 독일과 프랑스와 같이 별도재무제표에 대하여 자국 회계처리기준을 제정하여 작성하는 나라도 있고 네덜란드처럼 기업이 국제회계기준과 자국회계처리기준을 선택적으로 적용할 수 있도록 하는 국가도 있다.²⁾ K-IFRS의 도입으로 연결재무제표의 위상은 2011년 이후 크게 달라졌다. 우선 연결재무제표는

별도재무제표와 동일하게 이사회 및 주주총회의 승인을 받아야 하는 재무제표가 되었고 공시기한도 별도재무제표와 동일하게 사업연도 말 이후 90일까지로 종전보다 30일 앞당겨졌다. 또한 자산 2조원이상의 기업은 연결재무제표를 매분반기마다 공시하도록 의무화되었다.³⁾

영미권의 회계환경을 배경으로 제정된 국제회계기준에서는 연결재무제표를 주재무제표로 하고 있고 각국의 회계정보 이용자도 연결재무제표에서 제공되는 정보에 주로 의존하는 관행에 익숙해 있으나 한국에서는 과거부터 개별 혹은 별도재무제표 정보가 중심이 되어 왔고 실무적으로도 연결재무제표보다 개별 혹은 별도재무제표가 오히려 더 중요한 의미를 지니어 왔다. 구체적으로 개별(별도)재무제표는 개별기업실체의 배당, 세금계산에 필요한 정보제공의 원천이 되며 투자자와 채권자 등 주요 정보이용자의 관점에서도 투자대상기업의 고유한 재무상태와 경영성과의 평가 및 기업 가치평가에 필요한 개별기업정보를 제공하는 역할을 담당한다(최종서 외, 2013). 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법) 및 상법에서도 개별(별도)재무제표의 작성과 공시를 요구하고 있다. 이러한 상황을 감안할 때 K-IFRS의 전면 시행과 더불어 개별(별도)재무제표 위주의 오랜 관행으로부터 연결재무제표 중심의 제도로 이행하는 데는 적지 않은 마찰과 갈등이 수반될 소지가 있다. 관련된 제도의 완전한 수정과 오랜 실무관행으로부터의 탈피가 전제되지 않는 한 한국

1) 우리나라의 경우 별도재무제표에 대하여 기업회계기준서제1027호(연결재무제표와 별도재무제표)를 적용하여 별도재무제표의 종속기업 및 관계기업 투자주식에 대하여 원가법 또는 공정가치법을 적용하고 있으므로 국제회계기준을 충실하게 이행하고 있는 입장이라고 볼 수 있다.
 2) 출처: 금융감독원 "국제회계기준의 이해와 도입 준비, 2009년 12월"
 3) 자산2조이상의 기업은 2011년부터 매분반기말 이후 60일까지 분반기연결재무제표를 공시하여야 하고 2013년부터는 매분반기말 이후 45일까지 이를 공시하여야 한다. 한편 자산2조미만의 기업은 2013년부터 매분반기말 이후 60일까지 공시하고 2015년부터는 45일까지 공시하여야 한다.

적 특수 상황 속에서는 K-IFRS 체제하에서도 연결 재무제표와 더불어 개별(별도)재무제표의 필요성이 매우 높다고 할 수 있다.

일부 선행 연구에서는 K-IFRS 도입 이전에 개별(별도)재무제표의 회계정보가 연결재무제표에 비해 가치관련성이 높은 것으로 보고하였으나 K-IFRS가 전면 시행되기 시작한 2011년 이후 연결재무제표의 주재무제표화와 더불어 당해 재무제표 정보의 가치관련성에 구조적 변화가 발생했을 가능성이 있다. 연결재무제표 정보의 가치관련성이 상대적으로 향상되었을 것으로 추론할 수 있는 근거로는 공시기간의 단축에 따른 정보 적시성의 제고, 법적 지위의 향상에 따른 정보이용자에 대한 영향력 증대, 공정가치 적용이 확대된 K-IFRS 기준 적용에 따른 효과 등을 고려할 수 있다. 반면에 연결재무제표가 주재무제표가 되었음에도 불구하고 이용자들의 친숙도 부족, K-IFRS하에서의 경영자의 회계적 재량의 증대, 제도변화에 따른 이행기의 혼란 등으로 정보의 가치관련성이 오히려 저하되었을 가능성도 배제할 수 없다. 이와 더불어 개별(별도)재무제표는 K-IFRS 도입 이후에도 연결재무제표와 더불어 공시되고 있고 상법 등에서도 별도재무제표의 승인 및 공시를 요구하고 있으며 배당결정, 세무정보의 중요한 원천의 역할을 수행하고 있기 때문에 별도재무제표 정보의 가치관련성이 여전히 높을 수도 있다.

이러한 맥락에서 K-IFRS의 도입을 전후하여 연결재무제표 정보의 가치관련성이 추세적으로 향상 혹은 하락하였는지의 여부 및 별도재무제표 정보에 비해 상대적 가치관련성이 향상 혹은 하락하였는지

를 조사하는 것은 시의적절한 연구주제가 될 수 있다. 본 연구에서는 먼저 K-IFRS의 도입으로 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따른 가치관련성의 변화를 조사한다. 이를 위하여 2009년부터 2012년까지 연결재무제표를 계속 작성한 494개사의 4년간의 연결재무제표 자료 1,976기업-년 관찰치로 패널 표본⁴⁾을 구성하여 K-IFRS 도입 이전과 이후의 연결재무제표정보의 가치관련성 변화를 살펴보고자 하였다. 이와 더불어 도입 이전 및 이후의 각 기간별로 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성에 대한 상대적 비교도 실시하였다. 가치관련성 검증을 위한 실증모형으로는 주가를 종속변수로 하는 Ohlson (1996)의 수준모형과 주식수익률을 종속변수로 하는 변동모형을 상호보완적으로 이용하였다. 상대적 가치관련성의 검증을 위해서는 계수간 비교와 모형의 설명력을 비교하는 방법을 함께 사용하였다. 추가분석에서 종속변수의 측정을 다각화하고 K-GAAP에서 K-IFRS로 전환함에 따른 전환효과와 가치관련성을 검증하며, 자본시장의 유형별로 표본을 나누어 분석을 반복하였다. 마지막으로 2011년 이후 감가상각방법을 정률법에서 정액법으로 변경한 기업들의 가치관련성 변화를 추가 분석하였다.

분석 결과, 2011년 이후 연결재무제표의 주당순자산 정보의 가치관련성은 증가하였으나 연결주당순이익 정보의 가치관련성은 감소한 것으로 나타났다. 또 연결재무제표와 별도재무제표 회계정보의 상대적 가치관련성을 비교한 결과, 도입 이전기간인 2009년~2010년에는 두 가지 재무제표 정보의 가치관련성에 차이가 없었으나 이후기간인 2011년~2012

4) 연구 설계는 기본적으로 연도별 횡단면 표본을 이용하되 시계열적인 관점에서 K-IFRS의 도입 전후기간별로 연결재무제표 회계정보의 가치관련성 변동을 확인한다. 횡단면 자료에 의존하여 시기별 효과분석을 수행하기 위해서는 각 시기별로 새로운 표본이 추가되거나 기존의 표본이 제외됨으로써 기간별 비교가능성을 제약할 수 있으므로 분석대상 전 기간에 걸쳐 동일한 표본을 이용한 패널표본(balanced panel)을 구성함이 바람직한 것으로 판단된다.

년에는 연결회계정보의 설명력이 별도회계정보보다 높은 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 수준모형과 변동모형을 이용한 분석에서 동일하게 나타났다. 연구결과의 강건성을 확보하기 위한 일련의 추가분석에서도 질적으로 유사한 결과가 확인되었다. 또 시장유형별로 표본을 구분하여 분석한 결과 유가증권 시장 표본에서는 전체적으로 대동소이한 결과가 관찰되었으나 코스닥시장에서는 약간의 차이가 확인되었다. 감가상각방법 변경에 따라 표본을 구분하여 추가분석을 실시한 경우 정률법에서 정액법으로 변경한 기업에서 순이익정보의 가치관련성의 하락이 상대적으로 큰 것으로 분석되었다.

신현결(2008)의 연구에서는 K-IFRS가 도입되기 이전의 기간을 대상으로 연결재무제표와 개별재무제표 회계정보의 가치관련성을 비교분석하여 개별 회계정보의 가치관련성이 연결 회계정보의 가치관련성보다 높다는 결론을 도출한 바 있다. 또한 한중수와 박선영(2013)의 연구에서는 2007년~2011년을 연구기간으로 하여 K-IFRS 도입 이후 별도재무제표 정보가 추가적인 가치관련성을 지니며 연결재무제표와 별도재무제표가 상호 보완적인 가치관련성을 갖는다고 주장하였다. 기현희 등(2013)의 연구에서는 2011년 한 해에 국한하여 연결재무제표와 별도재무제표의 상대적 비교를 수행하였다. 또 박홍조와 지현미(2010)는 연결재무제표의 공시기한이 단축된 기업과 그렇지 않은 기업 사이에 2007년부터 2008년 사이의 연결재무제표의 가치관련성 차이를 비교하였다. 상술한 국내의 선행연구에 비해 본 연구에서는 K-IFRS 도입 이전과 이후의 연결재무제표 및 별도재무제표 정보의 절대적 및 상대적 가치관련성의 변화에 초점을 맞추으로써 K-IFRS 도입효과를 재무제표 유형을 고려하면서 포괄적으로 검토하고자 한 점에 차별성이 있다. 아울러 가치관련성 변화의

양상 및 가능한 원인을 규명하려 한 점에도 특징이 있다. 이하 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 이론적 배경, 선행연구의 검토 및 가설을 제시한다. 제3장에서는 연구 설계를 제시하고 제4장에서 실증분석 결과를 요약한다. 제5장에서는 연구의 시사점에 대한 논의와 더불어 결론을 맺는다.

II. 선행연구

연결재무제표와 관련한 국내의 선행연구들은 연결재무제표 정보의 질적 속성에 관한 연구, 연결재무제표 주재무제표화의 타당성 여부를 논증한 연구, K-IFRS 도입이 연결재무제표의 정보 효과에 미치는 영향에 관한 연구 등으로 구분할 수 있다. 연결재무제표 정보의 질적 속성에 관한 연구에서는 연결재무제표의 공시가 시장에서 시장구성원들에게 유용한 정보를 제공하는 것으로 나타나고 있다(정연해 1996, 김권중과 남상오 1994, 황인태 1995, 김경호 1996, 김권중 등 2001). 이만우와 신현결(2002)은 지분법을 적용하기 시작한 1999년 이후 연결재무제표를 이용하여 연결재무제표 공시일을 전후한 누적초과수익률의 변동을 검증하였는데, 원가법을 적용한 경우에 비하여 지분법의 경우 주가에 유의한 영향을 주고 있지 않음을 발견하였다. 김권중과 나인철(2002)은 1994년~1999년의 표본기간을 대상으로 실증분석한 결과, 현재의 연결매출액과 연결비용 정보들에 의해 추정된 미래의 이익 증가 예측치는 지배회사의 주시가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있었다. 이러한 모든 분석결과들은 연결재무제표가 개별재무제표 이상의 정보유용성을 갖고 있음을 실증적으로 뒷받침하고 있다고 할 수 있다.

신현결(2008)은 2001년부터 2006년까지를 분석기간으로 하여 Ohlson(1995)모형을 이용하여 개별재무제표와 연결재무제표의 주가관련성을 비교한 결과, 개별재무제표정보의 가치관련성이 연결재무제표정보의 가치관련성보다 크게 나타나 우리나라에서는 투자자들이 개별재무제표에서 제공되는 회계정보에 더 의존하는 것으로 해석하였다. 황규진과 이아영(2010)의 연구에서는 연결재무제표 이익정보와 이익조정 사이의 관련성을 분석한 결과 비지배지분 및 비지배지분 당기순이익이 클수록(작을수록) 이익조정이 감소(증가)하여 양자 사이에 음의 관계가 존재함을 보고하였다. 박홍조와 지현미(2010)의 연구에서는 연결재무제표의 공시시점에 따른 가치관련성의 차이를 파악하기 위하여 2007년부터 2008년까지 연결재무제표를 공시한 기업을 대상으로 개별재무제표와 동시에 연결재무제표를 공시한 기업과 개별재무제표보다 30일 늦게 연결재무제표를 공시한 기업의 가치관련성 차이를 분석한 결과 연결재무제표를 개별재무제표와 동시에 공시한 기업들의 가치관련성이 그렇지 않은 기업에 비해 높은 것으로 나타났다. 최정호(2013)는 2010년 중에 K-GAAP에 따라 작성된 개별재무제표의 순자산 및 순이익정보와 K-IFRS로 재작성된 재무제표의 순자산 및 순이익정보의 가치관련성의 차이를 비교하였으나 유의적인 차이를 발견하지 못했으며 K-IFRS와 K-GAAP의 증분적 차이의 가치관련성을 분석한 결과 순자산의 가치관련성이 약한 음의 값을 가진다고 보고하였다.

K-IFRS 도입 이후 등장한 별도재무제표에 대한 연구로서 기현희 등(2013)의 연구에서는 2011년의 별도재무제표와 연결재무제표의 상대적 가치관련

성을 비교하여 연결재무제표의 가치관련성이 높은 것으로 보고하였다. 한중수와 박선영(2013)의 연구에서는 2007년부터 2011년을 연구기간으로 하여 개별재무제표와 별도재무제표의 가치관련성을 비교하여 별도회계정보가 보다 높은 가치관련성을 지닌 것으로 보고하였으며 연결재무제표를 고려하더라도 별도재무제표는 추가적인 가치관련성을 지녀 연결재무제표와 별도재무제표는 상호보완적인 역할을 할 수 있음을 주장하였다.⁵⁾ 최종서 외(2013)의 연구에서는 K-IFRS도입 이후 별도재무제표의 유용성에 대해 설문조사와 실증분석을 병행한 결과 현행 별도재무제표정보와 연결재무제표 정보의 비교가능성 저하 및 지분법 도입의 필요성을 지적하고 지분법 적용을 배제하고 있는 현행 별도재무제표가 개별재무제표에 비해 정보유용성이 낮다는 결과를 제시하였다.

국의 선행연구로서 Niskanen et al.(1998)은 35개 핀란드 상장기업을 대상으로 연결재무정보와 개별재무정보의 가치관련성을 비교·분석한 결과, 연결이익 정보는 주식수익률에 유의적인 추가설명력을 가지는 것으로 나타났으나 개별이익정보는 그렇지 못한 것으로 보고하였다. Bartov et al.(2005)은 독일 기업을 대상으로 분석한 결과, 미국기준 및 국제회계기준을 적용한 연결이익 정보가 자국기준에 의한 개별이익 정보보다 주식수익률에 대한 설명력이 더 높은 것으로 나타났고 국제회계기준으로 변경한 기업들은 변경 후 주당순이익의 가치관련성이 상승한 것으로 보고하였다. 반면에 Hermann et al.(2001)은 일본의 주식시장을 대상으로 하여 연결재무제표가 공시되는 시점에서 그 이전에 개별재무제표 공시에 의해서 형성된 주가가격이 조정되는지를

5) 한중수와 박선영(2013)의 연구에서 연결 주당순이익의 추가적인 가치관련성을 연결주당순이익에서 별도주당순이익과 비지배지분이익을 차감하여 산정하였으므로, 이러한 차이는 주로 관계기업 주식에 대한 연결재무제표의 지분법평가와 별도재무제표의 원가법 평가차이로 인한 지분법평가손익에 해당한다.

조사한 결과, 지배회사의 개별이익정보에 대해서는 주식이 가격이 일관되게 조정되는 반면 종속회사 이익 정보에 대해서는 주가가 민감하게 반응하지 않음을 확인하였다.

한편 국제회계기준인 IFRS 혹은 IAS가 보다 공정하고 투자자에게 목적 적합한 회계정보라면 이들 기준적용 후 회계정보는 가치관련성이 증가할 것으로 기대할 수 있다. 이와 관련하여 일부 선행연구에서는 IFRS/IAS 회계정보의 가치관련성을 높이 평가했다. 대표적으로 Barth et al.(2008)의 연구에서는 IAS가 높은 이익의 질과 관련이 있는가를 분석하였다. 연구기간을 1994년~2003년으로 설정하고 IAS를 도입한 21개국에서 1,896개 기업을 표본으로 선정한 다음 이 중 IAS를 자발적으로 적용한 327개 기업들을 대상으로 분석한 결과 IAS를 도입한 기업들은 이익조정을 줄이고 손실을 적시에 인식하며 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. IAS를 적용하기 전에는 실험집단과 통제집단 기업의 이익의 질에 차이가 나타나지 않았으나 IAS를 적용한 후에는 적용한 기업과 적용하지 않은 기업 간의 이익의 질에 차이가 발생하였다.

반면에 다른 선행연구들에서는 자국회계기준과 IFRS/IAS로 산출된 회계정보 중에서 어느 회계정보가 품질이 더 높은가에 대해 일관성 있는 결과를 보고하지 않고 있다. Capkun et al.(2008)의 연구는 2004년과 2005년에 IFRS를 도입한 1,722개의 유럽기업을 표본으로 하여 IFRS 도입 효과를 분석하였다. 분석 결과 IFRS로의 전환은 기업의 총자산, 자기자본, 영업권, 무형자산, 유형자산, 비품, 장기차입금 및 유동자산과 부채에 작지만 유의한 영향을 주는 것으로 나타났다. 특히 IFRS하에서 총자산이익률(ROA)이 크게 증가하였는데 자국회계처리 기준 하에서 낮은 ROA를 보이던 기업들에서 증가

폭이 큰 것으로 나타났다. 또한 이러한 변화는 규제가 약한 국가에서 가장 분명하게 나타났다. Jarva and Lantto(2010)의 연구에서는 핀란드의 자국회계처리기준(Finnish Accounting Standards, FAS)와 IFRS의 정보력을 비교하였다. 비교의 객관성을 확보하고 생략변수의 문제를 완화하기 위하여 동일기업과 동일연도로 표본을 설정하였다. 연구 결과 IFRS는 평균적으로 이익을 증가시키고 자산을 감소시키며 부채를 증가시키는 것으로 나타났으나 이익의 가치관련성은 IFRS와 FAS에서 차이가 나지 않았으며 총자산 장부가액, 부채도 유사하였다. 또한 IFRS 전환조정이익은 미래 현금흐름과 이익에 대해 정보효과를 가지지 못하였다. 이러한 결과는 IFRS가 자산과 부채에 대하여 공정가치를 중요시하는 회계처리라는 주장과 일치하지 않는다.

Hung and Subramanyam(2007)은 1998년부터 2002년까지 독일의 회계처리기준인 HGB(Handelsgesetzbuch)와 IAS로 전환된 보고이익을 공표한 80개 독일 기업을 대상으로 양 회계처리 기준에 의한 회계정보의 질적 특성과 순이익 정보 및 순자산 정보의 HGB와 IAS에 따른 가치관련성의 차이를 비교·분석하였다. 그 결과, IAS 하에서는 총자산과 자기자본이 HGB에 비해 더 크게 나타났고 자기자본과 순이익의 변동폭도 확대되었다. 또한 IAS 도입 후 자기자본의 가치관련성은 증가하였으나 순이익의 가치관련성은 감소한 것으로 나타났으며 자기자본의 IAS 전환조정액은 가치관련성이 있는 것으로 나타났으나 순이익의 IAS 전환조정액은 가치관련성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 바탕으로 이들은 IAS가 HGB보다 가치관련성을 높인다는 증거를 찾을 수 없다고 판단하였다. 그리고 HGB는 보수적 관점과 이익유연화를 중요시하는 회계기준인데 비하여 IAS는 공정가치의 평가를

강조하여 이익변동성을 증폭시키므로 이익지속성의 저하를 초래하는 경향이 있음을 주장하였다. 보수주의 및 공정가치 평가의 차이로 인하여 IAS로 보고된 순자산정보는 HGB에 비하여 가치관련성이 높은 반면 순이익정보는 오히려 가치관련성이 감소한 것으로 해석하였다.

본 연구는 특히 국내의 선행연구에 비하여 다음의 차별성을 갖는다. 먼저 신현걸(2008)의 연구에서는 K-IFRS 도입 이전 기간을 대상으로 하여 개별재무제표와 연결재무제표 정보의 주가에 대한 설명력을 비교하는 데 초점을 두었으나 본 연구에서는 K-IFRS가 도입된 2011년 이후 연결재무제표가 주재무제표의 위치로 격상됨에 따른 연결재무제표 및 별도재무제표 정보의 상대적 가치관련성 변화를 확인하는데 중점을 두고 있다. 박홍조와 지현미(2010)의 연구에서는 2007년부터 연결재무제표의 공시기한이 단축된 자산 2조원 이상의 기업 집단과 그렇지 않은 집단의 집단간의 비교를 수행하였으나, 본 연구에서는 2009년에서 2012년까지 연결재무제표를 계속 작성·공시한 기업을 대상으로 K-IFRS 도입 전후의 연결재무제표 정보의 가치관련성 변화를 포괄적으로 검정하는데 초점을 두었다. 이를 위하여 K-IFRS 도입 이전기간인 2009년~2010년과 도입 이후기간인 2011년~2012년의 각각에 대하여 연결재무제표와 별도재무제표 정보의 가치관련성을 별도로 비교하였다. 또 K-IFRS 전환에 따른 전환조정가액의 가치관련성을 분석하였고 표본을 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분하여 분석을 반복하였으며 감가상각변경기업의 가치관련성 변화에 대해 추가적인 분석을 진행하였다.

III. 연구설계

3.1 연구가설의 설정

국내에서는 1992년부터 상장법인을 대상으로 연결재무제표가 의무적으로 작성·공시되었고 1993년부터는 상장법인뿐만 아니라 외부감사를 받는 모든 법인을 대상으로 작성 범위가 확대되었다. 2007년에 제정된 기업회계기준서 제5호는 이후의 연결재무제표 작성의 준거기준이 되었다. 그러나 K-IFRS의 전면 도입 이전기간동안 연결재무제표는 개별재무제표의 보조적인 역할만을 수행하였으며 공시시점도 후속되었다. 연결재무제표와 개별재무제표의 상대적 가치관련성을 비교한 선행연구에서도 연결재무제표의 주가에 대한 가치관련성은 개별재무제표에 비해 낮은 것으로 보고되어 왔다.

K-IFRS의 도입으로 연결재무제표는 2011년부터 주재무제표의 역할을 하게 되었다. K-IFRS에 의하면 연결재무제표를 중심으로 회계규정이 마련되어 있으며 별도재무제표는 연결재무제표의 보조적 역할을 수행하게 된다. 기업회계기준서 제1027에서는 별도재무제표에 대한 회계처리가 간략히 규정되고 있다. K-IFRS가 도입된 2011년부터 자산 2조원이상의 기업은 사업연도 말 연결재무제표뿐만 아니라 매분반기의 연결재무제표도 공시하게 되었다. 자산 2조원미만의 회사는 분반기말 연결재무제표를 2013년부터 공시를 하여야 하고, 자산규모에 관계없이 모든 상장법인의 사업연도 말 공시는 종전의 공시기한보다 30일 앞당겨져서 이루어지게 되었다. 또한 연결재무제표의 공시기한 단축과 더불어 개정상법에서는 연결재무제표를 이사회 승인대상 재무제표로 규정하여 주주총회에서 의결하도록 하는 등 법적 성

격도 강화되었다.

K-IFRS의 도입에 따른 연결재무제표의 주재무제표화는 연결회계정보 및 개별/별도회계정보의 가치관련성에 구조적 변화를 초래했을 가능성이 있다. 연결재무제표 정보의 가치관련성이 상대적으로 향상되었을 것으로 추론되는 근거로는 첫째 공시기한의 단축을 들 수 있다. 회계정보의 적시성은 유용성을 제고하기 위한 보강적 질적 속성에 해당한다. K-IFRS 도입 이전에는 개별재무제표가 공시된 이후 연결정보가 제공됨으로써 투자자들에게 추가적 정보를 전달하는데 한계가 있었으나 도입 이후에는 개별정보와 연결정보가 동시에 공시됨으로써 투자자의 의사결정에 보다 적시적인 영향을 초래할 수 있게 되었다. 둘째, K-IFRS는 K-GAAP에 비하여 자산·부채의 공정가치 평가 확대를 수반함으로써 보다 목적 적합한 회계정보를 산출하도록 하여 연결회계정보로 하여금 기업가치를 보다 충실히 반영하도록 할 것으로 기대할 수 있다. 셋째, 연결재무제표가 K-IFRS 체제하에서 주재무제표의 위상을 갖게 됨으로써 이사회 및 주주총회의 승인 절차를 거치는 등 법적 지위가 강화됨에 따라 정보이용자에 대한 영향력도 증대될 것으로 추론할 수 있다. 정보이용자는 연결회계정보가 기업의 각종 계약체결이나 공적 의사결정 과정에서 보다 높은 구속력을 지닐 것으로 기대할 수 있다.

이와는 달리 K-IFRS체제하에서 연결재무제표의 형식적 위상이 강화되었음에도 불구하고 회계정보의 가치관련성이 향상되었을 것으로 예측하기 어려운 측면도 존재한다. K-IFRS는 규정중심의 기존 회계기준에 비하여 경영자의 회계처리의 재량권을 확대하는 경향이 있는 것으로 평가되고 있다. 영업이익

공시기준이 모호함에 따라 다수의 상장기업들이 영업이익을 자의적으로 표시하여 국내 자본시장에 혼란이 야기된 것은 이의 단적인 예에 해당한다. 경영자에 의한 기회주의적 이익조정 여지를 확대시킴과 더불어 계정과목 순서나 형식을 정하지 않는 손익 내용의 간략 표시 허용은 회계정보의 비교가능성을 저하시키는 부정적 효과를 수반할 수도 있는 것으로 지적된다.⁶⁾ 또한 연결재무제표의 주재무제표화에도 불구하고 연결정보에 대한 이용자의 친숙도가 낮을 뿐 아니라 후술하는 바와 같이 개별/별도재무제표가 배당, 세금계산 등에 필요한 정보를 제공하는 원천으로 기능하고 있어 연결정보의 상대적 유용성은 여전히 그리 크지 않을 수도 있다. 이러한 관점에서 결국 K-IFRS 도입이후 연결재무제표 정보의 상대적 가치관련성이 향상되었는지의 여부는 실증적 문제(empirical question)라 할 수 있다. 이에 따라 K-IFRS 도입 이후의 연결재무제표 정보의 가치관련성 변동과 관련하여 다음과 같이 양방향의 가설을 설정한다.

가설 1: K-IFRS 도입 이후 연결재무제표 정보의 가치관련성은 변화를 보일 것이다.

상술한 바와 같이 K-IFRS의 도입과 더불어 연결재무제표는 주재무제표로 그 지위가 격상되었으나 별도재무제표는 여전히 국내 자본시장에서 주요한 기능을 담당하고 있다. 별도재무제표는 개정상법에서도 이사회에 승인대상 재무제표이고 주주총회의 결의를 받아야 하는 법적 재무제표의 위치를 가지고 있으며 상법상 배당가능이익은 별도재무제표의 회계정보에 기초하여 계산되어 지고 있

6) 금융감독원, 보도자료 "국제회계기준(K-IFRS) 도입 2년의 평가와 향후 과제", 2013년 7월 4일

다.⁷⁾ 회사가 매년 사업연도의 법인세 신고를 할 때 각종 세무정보의 기초자료 역시 별도재무제표에서 제공되고 있고 법인세 세무신고서에 별도재무제표가 첨부되어 과세관청에 제출되고 있으며, 공시에 있어서도 별도재무제표는 사업연도 말 뿐만 아니라 매분반기 별로 공시되고 있다. 즉 K-IFRS 도입 이후에도 별도재무제표는 우리 자본시장에서 매분반기와 사업연도 말에 공시되고 있고 상법과 세법상 주요한 기능을 담당하고 있다. 따라서 K-IFRS의 도입 이후 개별 혹은 별도재무제표 정보의 가치관련성이 연결재무제표의 그것에 비해 차이가 있을지의 여부 역시 실증적 문제라 할 수 있으며 이러한 맥락에서 이들 재무제표 사이의 상대적 가치관련성과 관련하여 다음의 가설을 설정한다.

가설 2: K-IFRS 도입 이후 별도재무제표 정보의 가치관련성은 연결재무제표 정보에 비해 차이가 있을 것이다.

3.2 연구설계

3.2.1 K-IFRS도입 이전과 이후의 가치관련성 비교

본 연구에서는 K-IFRS 도입 전후의 회계정보의 가치관련성을 비교하는 방식으로 연결재무제표 회계정보의 유용성 변화를 수준모형과 변동모형을 추정함으로써 평가하고자 한다. 수준모형으로는 주식가

격으로 대리되는 기업가치와 연결재무제표 회계정보의 관련성을 살펴보기 위하여 Ohlson(1995) 모형을 이용한다. 구체적으로 연결재무제표의 주재무제표화에 따른 가치관련성 변화를 분석하기 위하여 K-IFRS 도입 전 2년⁸⁾과 도입 후 2년 사이의 연결재무제표의 주당 순자산 및 주당 순이익 수치의 가격승수 변화의 통계적 유의성 여부를 검정한다. 수준모형의 추정에 병행하여 주식수익률을 종속변수로 하고 연결주당 순이익의 변동을 독립변수로 하는 변동모형도 추정한다. 연결재무제표와 별도재무제표 정보의 가치관련성 차이를 비교하기 위해서는 수준모형과 변동모형에 대한 연결회계정보와 개별회계정보의 설명력 차이를 검정한다. 나아가 K-IFRS 도입으로 인한 K-GAAP로부터의 전환조정효과의 가치관련성을 조사하고 표본을 유가증권시장과 코스닥 시장 표본으로 구분하여 분석을 반복한다. 마지막으로 감가상각방법 변경기업의 가치관련성 변화에 대해서도 추가 분석하였다.⁹⁾

K-IFRS 도입이후 연결재무제표의 주재무제표화에 따른 연결회계정보의 가치관련성 변화를 검증하기 위한 연구모형은 식 (1)과 같다. 여기서는 K-IFRS 도입 전후를 식별하는 더미변수를 주당순자산 장부 가치 및 주당순이익과 곱하는 형태로 모형에 포함시킴으로써 Ohlson(1995)의 기본모형을 확장한다.

$$P = \beta_0 + \beta_1 CEPS + \beta_2 CBPS + \beta_3 IFRS_i + \beta_4 IFRS \times CEPS + \beta_5 IFRS \times CBPS$$

7) 상법452조 이익의 배당에서는 배당가능이익은 대차대조표의 순자산에서 자본금, 결산일까지 적립된 자본준비금과 이익준비금, 결산기에 적립할 이익준비금과 미실현이익을 차감하여 계산하도록 규정되어 있다. 여기서 대차대조표의 순자산은 별도대차대조표의 순자산을 의미한다.

8) 도입전의 기간을 2009년~2010년의 2년간으로 하였다. 그 이유는 2008년은 금융위기로 인한 외부환경 요인이 주가에 크게 영향을 미쳤을 것이기 예상되어 분석대상기간에서 제외하였다.

9) 최성호 등(2011)의 연구에서 K-IFRS를 조기 도입한 59개 기업에 대해 주당순이익의 전환조정차이에 대한 가치관련성은 입증하였으나 주당순자산에 대해서는 가치관련성을 확인하지 못했다. 본 연구에서는 K-IFRS가 전면적으로 도입된 이후인 2011년에 연결재무제표의 연결주당순자산의 K-IFRS와 K-GAAP의 전환조정차이의 가치관련성을 확인하였다는 점에서 차이가 있다.

$$+ \beta_6 NCEPS + \sum IND + \epsilon \quad (1)$$

여기서,

- P : 2009년~2012년 기간의 각 년도 말 이후 3월말의 증가
- $CEPS$: 2009년~2012년의 연간 연결재무제표의 지배기업 주당순이익
- $CBPS$: 2009년~2012년의 연간 연결재무제표의 지배기업 주당순자산
- $IFRS$: IFRS 도입 이후이면 1, 아니면 0인 더미변수
- $NCEPS$: 연결주당순이익이 음이면 연결주당순이익, 아니면 0
- $\sum IND$: 산업더미

위 실증모형에서의 주요 검증변수는 $IFRS \times CBPS$ 와 $IFRS \times CEPS$ 로 각각 연결재무제표의 지배회사 귀속 순자산 및 당기순이익 정보가 K-IFRS 도입 후 차별적 가치관련성을 갖는지의 여부를 검증하기 위해 도입되었다.¹⁰⁾ K-IFRS 도입으로 연결재무제표는 개별실체의 재무제표인 별도재무제표와 동시에 공시되고 있고 개정상법에 의하면 연결재무제표도 이사회 또는 주주총회의 승인을 받아야 한다. 연결재무제표의 주재무제표화로 인하여 연결회계정보는 보조적 재무제표에 불과하던 과거의 연결회계정보에 비하여 주가에 대한 차별적인 가치관련성을 기대할 수 있으며 만일 연결 순자산정보 혹은 순이익 정보가 K-IFRS 도입 이전에 비해 더 높은 가치관련성을 갖는다면 식(1)에서 β_4 과 β_5 는 유의한 양(+)

값을 가질 것이며 반대로 가치관련성이 하락한다면 음(-)의 계수부호를 지닐 것이다. 한편, 주당순이익 적자인 경우, 시장반응은 흑자인 경우와 구조적으로 다르므로¹¹⁾ 연결주당순이익이 0보다 작은 경우를 통제하기 위해 $NCEPS_t$ 를 추가하였다(Hayn 1995).

변동모형은 수준모형에 비해 생략변수에 의한 오류의 가능성이 적고, 규모 효과(scale effect)의 문제가 상대적으로 적은 것으로 평가되고 있다. 본 연구에서는 식(2)와 같이 주식수익률을 종속변수로 하고 연결주당순이익의 변동에 K-IFRS 도입전후를 나타내는 더미변수를 덧셈 및 곱셈형태로 포함하는 회귀식을 추정하여 전술한 수준모형 추정 결과를 보완한다(Easton 1999; Aboody and Lev 1998). 식(2)의 종속변수는 익년 3월말 증가를 기준으로 각각 전년 1년 대비 수익률¹²⁾이다. 식(3)의 설명변수는 2009년~2012년의 연결주당순이익변동을 t-1기 3월말 증가로 나누어 산정하였다.

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta CEPS_{i,t} + \beta_2 IFRS + \beta_3 IFRS \times \Delta CEPS_{i,t} + \sum IND + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

여기서,

- $RET_{i,t}$: 2010년 3월말~2013년3월말 기준 전년 대비 절대수익률
- $\Delta CEPS_{i,t}$: 2009년~2012년 연결 지배기업 주당순이익의 변동/t-1기 3월 말 증가
- $\sum IND$: 산업더미

10) 한중수와 박선영(2013)의 연구에서 비지배지분 귀속 순자산과 순이익의 추가적인 가치관련성이 나타나지 않았으며, 본 연구에서도 모형에 비지배지분 변수를 포함하여 실증분석해 보았으나 결과는 질적으로 유사하였다.
 11) Hayn(1995)의 연구에서 기업의 손실이 지속될 경우 주주들은 청산권(liquidation option)을 행사할 수 있으므로 손실보고에 대하여 덜 민감하게 반응할 것으로 예측하고 실증연구를 수행한 결과, 이익의 가치관련성의 회귀계수는 손실의 그것에 비해 3배 정도 더 크다는 사실을 입증하였다.
 12) 1년간 수익률은 KIS-VALUE 데이터베이스에서 추출하였고 KIS-VALUE에서는 1년간 시장조정수익률((해당 종목의 증가/1년 전 증가)/(KOSPI 또는 KOSDAQ 당일 지수/ 1년 전 KOSPI 또는 KOSDAQ 지수))과 초과수익률((해당종목의 증가/1년 전 증가)-(KOSPI 또는 KOSDAQ 당일 지수/1년 전 KOSPI 또는 KOSDAQ 지수))을 주식수익률을 제공하고 있다.

3.2.2 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성 비교

연결재무제표와 별도재무제표 정보의 가치관련성 차이를 검증하기 위해서는 수준모형 및 변동모형에서 연결회계정보와 개별회계정보의 설명력 차이를 검증하는 방법을 사용하였다.¹³⁾ K-IFRS 도입 이전인 2009년~2010년 및 도입 이후인 2011년~2012년 기간에 대해 개별재무제표 정보와 연결재무제표 정보의 주가 혹은 주식수익률에 대한 수정결정계수를 산출하고 동일 기간별 설명력의 차이를 Vuong 검정에 의해 확인하였다. 개별(별도)재무제표 및 연결재무제표의 주당순자산과 주당순이익의 주가에 대한 설명력을 계산하기 위한 회귀모형은 각각 (3) 및 (4)식과 같다.

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 SEPS_i + \beta_2 SBPS_i + NSEPS_i + \sum IND + \epsilon_i \quad (3)$$

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 CEPS_i + \beta_2 CBPS_i + NCEPS_i + \sum IND + \epsilon_i \quad (4)$$

여기서,

- P_i : 익년 3월말의 주가
- $SEPS_i$: 개별(별도)재무제표의 주당 순이익
(=개별(별도)재무제표상의 당기순이익 / 평균발행주식수¹⁴⁾)
- $SBPS_i$: 개별(별도)재무제표의 주당 순자산
(=개별(별도)재무제표상의 순자산가액 / 평균발행주식수)

- $NSEPS_i$: 개별(별도)재무제표의 주당순이익이 음이면 1아니면 0인 더미변수×주당순이익
- $CEPS_i$: 연결재무제표의 지배기업 순이익
(=연결재무제표상의 지배기업 순이익/지배기업 평균발행주식수)
- $CBPS_i$: 연결재무제표와 지배기업 순자산
(=연결재무제표상의 기업기업지분/지배회사 평균발행주식수)
- $NCEPS_i$: 연결재무제표의 지배기업 순이익이 음이면 1아니면 0인 더미변수×연결주당순이익
- $\sum IND$: 산업더미

상술한 식(3)은 주식의 시장가치에 대해 개별(별도)재무제표 순자산 정보와 순이익 정보가 갖는 주가에 대한 설명력을 검증하기 위한 모형이며 식(4)은 연결재무제표 순자산 정보와 순이익 정보의 주가에 대한 설명력을 검증하기 위한 모형이다. 연결재무제표상 주당순자산은 지배기업 귀속 주당순자산이며 주당순이익은 지배기업 귀속 주당순이익이다. 연결재무제표 회계정보가 개별(별도)재무제표의 회계정보에 비해 주식의 시장가격에 대한 설명력에 차이가 있는가를 확인하기 위해 식(3)과 식(4)를 개별적으로 추정한 다음 각 식에서 구해지는 수정 R²의 값에 유의한 차이가 존재하는지를 Vuong(1989)의 Z값을 이용하여 검증한다. 만약 연결재무제표가 주재무제표의 역할을 수행함으로써 K-IFRS 도입 이후 기간에 주식가치에 대한 설명력이 향상된다면 특히 K-IFRS 도입 이후의 기간에 식(4)의 수정 R²는 식(3)의 수정 R²에 비해 유의적으로 높을 것으로 예상할 수 있다.

13) 도입전후를 비교하는 경우와 마찬가지로 더미변수를 사용하여 차별적 기울기계수의 유의성을 검증하는 방법도 고려할 수 있으나 이 경우 재무제표의 유형 여부와 K-IFRS 도입여부를 나타내는 더미변수가 동시에 투입되어 불필요하게 분석과정을 복잡화를 초래할 수 있다. 실제로 동일한 구조를 지닌 회귀모형에 상이한 두 표본자료를 투입하여 추정되는 회귀계수의 값이 유의하게 상이할 경우 두 표본을 별도로 추정하여 얻어지는 설명력에도 유의적인 차이가 존재하는 것으로 확인되었다. 이러한 설명력의 차이는 Vuong 검정을 통하여 통계적 유의성을 확인할 수 있다.

14) 평균발행주식수 = ((보통주 × 유통일수) + (우선주 × 유통일수) + (자기주식 × 유통일수)) / 365

수준모형의 추정에 병행하여 개별(별도)재무제표와 연결재무제표 주당순이익의 변동정보를 이용하여 각각 별도로 주식수익률을 종속변수로 하는 변동모형을 추정함으로써 수준모형에 의한 결과의 강건성을 확인하였다(Easton 1999; Aboody and Lev 1998). 아래의 식(5)와 식(6)의 두 모형을 추정하여 각각 도출되는 수정 R² 차이의 통계적 유의성을 검증하는 절차는 수준모형의 경우와 동일하다.

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta SEPS_{i,t} + \Sigma IND + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta CEPS_{i,t} + \Sigma IND + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

여기서,

$RET_{i,t}$ 익년 3월말 증가기준 1년간 수익률

$\Delta SEPS_{i,t}$ 개별(별도)주당순이익변동

$\Delta CEPS_{i,t}$ 연결 지배기업 주당순이익변동

ΣIND 산업더미

단, 모든 변수는 기초증가로 나누어 줌.

식(5)과 (6)의 종속변수는 익년 3월말 증가를 기준으로 산출된 각각 전년 1년 대비 수익률이다. 식(5)의 설명변수는 별도주당순이익의 변동을 익년 3월말 증가로 나누어 산정하였고 식(6)의 설명변수는 연결주당순이익의 변동을 익년 3월말 증가로 나누어 산정하였다.

3.2.3 K-IFRS 전환조정 가치관련성 검증

추가분석으로 K-IFRS 도입으로 인한 연결재무제표의 주재무제표로서의 효과를 보다 명시적으로 확인하기 위해 K-IFRS와 K-GAAP의 차이에 해당

하는 연결순자산의 전환효과 변수(CONVEFF)를 Ohlson(1995)의 가치평가 모형에 기타정보변수로 포함한 회귀식을 추정하였으며 이를 표기하면 식(7)과 같다. 이 식에서는 2012년 3월 말 증가를 종속변수로 하고 2011년 연결주당순이익변수(CEPS)와 2011년 연결주당순자산에서 K-IFRS로 전환되면서 발생한 연결주당순자산 전환효과를 차감한 금액변수(CBPS_{CONV})를 설명변수로 하고, 연결주당순자산에서 차감하였던 연결주당순자산 전환효과변수(CONVEFF)를 관심변수로 투입하여 모형을 구성하였다. 연결재무제표가 K-IFRS 도입으로 추가적인 가치관련성을 지닌다면 식(7)에 포함된 연결순자산의 전환효과변수의 회귀계수인 β_3 는 유의적인 양(+)의 값을 나타낼 것으로 예측된다.¹⁵⁾

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 CEPS_i + \beta_2 CBPS_{CONV} + \beta_3 CONVEFF_i + \beta_4 NCEPS_i + \Sigma IND + \epsilon_i \quad (7)$$

여기서,

P_i : 2012년 3월말의 주식의 증가

$CEPS_i$: 2011년 연결 지배기업 주당순이익

$CBPS_{CONV}$: 2011년 연결 주당 지배기업자산 - 연결 주당 지배기업지분 전환효과

$CONVEFF_i$: 연결 지배기업지분 주당전환효과

$NCEPS_i$: 2011년 연결주당순이익이 0보다 적으면 연결주당순이익, 아니면 0

ΣIND : 산업더미

3.3 표본선정 및 자료수집

본 연구는 연결재무제표의 주재무제표화에 따른 회

15) 이러한 추가분석을 위해서는 전환조정효과의 자료가 필요한데 금융감독원에서는 2011년에 한해 K-GAAP로부터 K-IFRS로 전환함에 따르는 효과에 대한 정보를 제공하였다. 따라서 상술한 추가분석은 2011년의 1개년도에만 국한된다.

계정보의 가치관련성 변화를 검증하기 위하여 IFRS 도입 전 2년과 도입 후 2년간의 연결재무제표 정보의 가치관련성 변화를 분석하고 도입 이전기간인 2009년~2010년과 도입 이후기간인 2011년~2012년의 별도재무제표와 연결재무제표의 가치관련성의 설명력을 비교한다. 이러한 연구목적 달성을 위하여 2009년부터 2012년까지의 기간 중 계속회사 연결재무제표를 작성한 기업 중 다음 결격기준에 해당하는 관찰치를 제외한 나머지 기업으로 표본을 구성하였다.

- (1) 12월 결산법인이 아닌 회사
- (2) 금융업 또는 지주회사에 해당하는 회사
- (3) K-IFRS를 조기도입한 회사
- (4) 자본잠식 기업
- (4) Fn-Guide로부터 자료추출이 불가능한 회사

12월 결산법인이 아닌 회사는 2011년 IFRS를 적용하여 연결재무제표를 작성하지 않았기 때문에 제외하였고 K-IFRS를 조기 도입한 회사는 자발적 조기도입에 따른 자기선택 편의의 가능성을 배제함과 동시에 2011년 이전에 K-IFRS를 도입함에 따라 본 연구에서의 도입 전후의 기점인 2011년¹⁶⁾과 비교시점이 일치하지 않음에 따른 분석의 번거로움을 회피하기 위하여 표본에서 제외하였다. 금융업과 지주회사는 업종 및 재무제표 구성의 차이로 인하여 표본에서 제외되었고 자본잠식 기업은 재무구조악화에 따른 정보력의 왜곡을 통제하기 위하여 제외하였다.

K-IFRS 도입 전과 후의 연결재무제표 정보의 가

치관련성을 비교하기 위한 모형인 식(1)을 추정하기 위하여 본 연구에서는 연도별 횡단면 표본을 이용하되 시계열적인 관점에서 K-IFRS 도입 전후의 연결재무제표의 가치관련성 변화추세를 검토함으로써 K-IFRS 도입 이후의 가치관련성의 변동을 확인한다. 횡단면 자료에 의존하여 시기별 효과분석을 수행하기 위해서는 각 시기별로 새로운 표본이 추가되거나 기존의 표본이 제외됨으로써 기간별 비교가능성을 제약할 수 있으므로 분석대상 전 기간에 걸쳐 동일한 기업으로 표본을 구성하였다.¹⁷⁾

결과적으로 2009년부터 2012년까지 연결재무제표를 연속적으로 작성공시하고 4개년간 자료추출이 가능한 회사로 494개사의 종단패널을 구성하였다. 분석기간이 4년이므로 전체 관찰치 수는 1,976 기업-년도가 된다. 또한 재무제표의 주재무제표화에 따른 별도재무제표와의 상대적 가치관련성 변화를 확인하기 위한 연구모형 식(3)과 식(4)를 검증하기 위하여 표본회사 494개사에 대하여 도입 이전기간(2009년~2010년)과 도입 이후기간(2011년~2012년)의 별도재무제표와 연결재무제표의 주가 및 주식수익률에 대한 회귀모형의 설명력을 비교하였다. 또 K-IFRS 도입으로 인한 연결재무제표의 K-IFRS와 K-GAAP의 자본의 전환조정차이의 가치관련성을 확인하기 위한 연구모형 식(7)을 추정하기 위하여 2011년의 표본회사 546개사의 K-IFRS도입에 따른 연결주당 전환조정액 자료를 이용한다. 연결재무제표의 가치관련성 변화에 대한 실증분석에 사용된 표본의 수와 산업별 분포는 <표 1>에 나타나 있다.

16) 2011년을 도입 전후의 비교 시점으로 설정한 이유는 2011년 이후에 연결재무제표의 공시기한이 단축되었고 연결재무제표가 상법상의 법적 재무제표가 되는 등 외부환경이 변경되었기 때문이다.

17) 패널표본의 구성은 2단계로 이루어졌다. 1단계에서는 2009년부터 2012년까지 연속해서 연결재무제표를 작성공시한 회사를 선정한다. 2단계에서는 1단계의 표본으로부터 전 연구기간 동안 FnGuide데이터베이스로부터 자료가 추출이 가능한 회사를 선정하여 표본을 확정한다.

〈표 1〉 표본 선정과 산업별 분포

패널 A : 표본 선정			
2009년부터 2012년까지 연속적으로 연결재무제표를 작성하고 FnGuide 데이터로부터 자료추출이 가능한 기업		631	
(제외) K-IFRS 조기도입 기업		(43)	
(제외) 금융업과 지주회사		(42)	
(제외) 자본잠식 회사		(52)	
패널 표본에 포함된 기업 수		494	
연구기간		4 years	
총 표본		1,976	
패널 B: 표본의 산업별 분포			
산업	기업수	산업	기업수
도매 및 상품중개업	35	고무 및 플라스틱제조업	31
식료품 제조업	34	1차 금속 제조업	46
화학 물질 및 화학제품 제조업	32	전자부품 및 영상제품 제조업	52
의료용 및 의학제품 제조업	30	전기장비 제조업	42
출판업	24	기타 기계장비 제조업	45
종합건설업	14	자동차 및 트레일러 제조업	32
소매업	38	기타	39
		계	494

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계 및 상관관계 분석

주요 검증모형에 포함된 모든 변수는 극단치의 영향을 완화시키기 위해 상하위 1%를 초과하는 값은 1% 및 99%의 값으로 조정(winsorization)하였다. 〈표 2〉에서는 K-IFRS 도입 전·후 연결재무제표의 가치관련성 변화를 검증하는 모형에서 사용되는 주요변수의 기술통계량이 나타나 있다. 우선 패널A에서 2009년~2012년의 각 년도별 익년 3월 말 주가의 평균(P)은 32,073원이고 중위수는 8,000원으

로서 평균이 중위수보다 훨씬 높게 나타나고 있다. 이는 우리 주식시장의 주가분포가 양의 비대칭성(right-skewed)을 지님을 제시한다. 연결재무제표의 주당순이익($CEPS$)의 평균은 2,759원이고 중위수는 498원이며 주당순자산($CBPS$)의 평균은 32,323원이고 중위수는 7,538원이다. 연결재무제표의 주당순이익과 주당순자산의 분포에서도 각각의 중위수보다도 평균이 크게 나타나 양의 비대칭성이 관찰된다.

패널B에서는 K-IFRS 도입 이전기간인 2009년~2010년의 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성 차이를 비교하기 위한 모형에 포함되는 변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. 이에 의하면 도입 이전기간의 3월 말 주가평균은 28,484원이고 별

〈표 2〉 기술통계량

	평균	표준편차	최소값	25%	50%	75%	최대값
패널 A IFRS 도입전후 전 기간 (n=1,976)							
<i>P</i>	32,073	62,004	603	3,390	8,000	26,200	299,500
<i>CEPS</i>	2,759	9,286	-10,077	35	498	2,280	34,440
<i>CBPS</i>	32,323	60,809	694	3,758	7,538	29,164	348,909
패널 B 도입 이전기간의 연결 및 별도재무제표 정보 (n=988)							
<i>P₁</i>	28,484	52,252	630	3,382	8,235	27,450	282,000
<i>SEPS</i>	2,461	6,120	-5,238	117	647	2,473	32,461
<i>SBPS</i>	29,324	59,565	742	3,765	7,302	27,979	374,011
<i>CEPS</i>	2,419	6,149	-5,343	101	620	2,399	32,452
<i>CBPS</i>	27,086	54,528	703	3,556	7,064	25,528	348,909
패널 C 도입 이후기간의 연결 및 별도재무제표 정보 (n=988)							
<i>P₂</i>	30,670	59,313	603	3,395	7,600	25,750	299,500
<i>SEPS</i>	1,601	6,203	-11,464	6	388	1,556	32,603
<i>SBPS</i>	32,038	63,252	698	3,607	7,714	28,015	401,309
<i>CEPS</i>	2,137	7,107	-10,077	-71	426	2,094	34,400
<i>CBPS</i>	33,789	65,324	694	3,825	7,806	28,607	347,102

주 1) 변수정의 : *P* =익년 3월 말의 증가; *P₁* = 2010년 3월 말과 2011년 3월 말의 증가; *P₂* = 2012년 3월말과 2013년 3월말의 증가; *CEPS* =연결 지배기업 주당순이익; *CBPS* =연결 지배기업 주당순자산; *SEPS*=개별(별도)주당순이익; *SBPS*=개별(별도)주당순자산

도주당순이익은 2,461원, 별도주당순자산은 29,324원의 평균치를 나타냄으로써 연결주당순이익 2,419원 연결주당순자산 27,086원과 유사한 값을 가진다. 패널C에서는 도입 이후기간인 2011년~2012년의 주요변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. 패널C에서 3월말의 증가평균은 30,670원이고 별도주당순이익은 1,601원, 별도주당순자산은 32,038원이고 연결주당순이익은 2,137원, 연결주당순자산은 33,789원의 평균을 나타내고 있다. 패널B와 패널C에서 주당순이익과 주당순자산의 평균은 모두 중위수보다 큰 값을 나타내고 있어 증가와 더불어 대부분의 주요 변수들도 양의 비대칭 현상을 보이고 있다.

〈표 3〉에서는 연결재무제표의 가치관련성 검증을

위한 주요 변수들 간의 상관계수를 제시하고 있다. 패널A에서 제시되고 있는 주요 변수들 간의 상관관계를 살펴보면, K-IFRS 도입 전 증가와 연결주당순이익의 상관계수는 0.85이고 연결주당순자산의 상관계수는 0.81인데 비하여 K-IFRS 도입 이후 증가와 연결주당순이익의 상관계수는 0.68이고 연결주당순자산의 상관계수는 0.83로 나타나 K-IFRS 도입 이후 연결주당순이익의 상관계수는 도입 이전보다 큰 폭으로 감소한 반면 연결주당순자산의 상관계수는 다소 증가한 것으로 나타났다. 패널B에서는 K-IFRS 도입 이전기간에 대한 별도재무제표 및 연결재무제표 정보와 증가와의 상관계수를 제시하고 있는데 이 기간 중 3월말 증가와 별도주당순이익,

〈표 3〉 주요변수간의 상관계수

패널 A: K-IFRS 도입 이후 가치관련성의 변화 (n=1,976)				
	연결재무제표 정보			
	K-IFRS 도입 전		K-IFRS 도입 후	
	EPS	BPS	EPS	BPS
<i>P</i>	0.85(<.00)	0.81(<.00)	0.68(<.00)	0.83(<.00)
<i>EPS</i>		0.79(<.00)		0.62(<.00)
패널 B: 2009년~2010년 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성(n=988)				
	별도재무제표 정보		연결재무제표 정보	
	EPS	BPS	EPS	BPS
<i>P₁</i>	0.82(<.00)	0.80(<.00)	0.82(<.00)	0.75(<.00)
<i>EPS</i>		0.77(<.00)		0.70(<.00)
패널 C: 2011년~2012년 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성(n=988)				
	별도재무제표 정보		연결재무제표 정보	
	EPS	BPS	EPS	BPS
<i>P₂</i>	0.66(<.00)	0.80(<.00)	0.76(<.00)	0.81(<.00)
<i>EPS</i>		0.78(<.00)		0.70(<.00)

(주1) 표(괄호 속)에 제시된 수치는 각각 Pearson의 적률상관계수(p-값)을 나타냄.
 (주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).
 (주3) 변수정의: (표 2)를 참조

별도주당순자산의 상관계수는 각각 0.82 및 0.80이고 주가와 연결주당순이익 및 연결주당순자산의 상관계수는 각각 0.82 및 0.75로 나타나 별도 주당순이익과 연결 주당순이익의 상관관계가 대동소이함을 확인할 수 있다. 그러나 K-IFRS 도입 이후기간인 2011년~2012년의 주가에 대한 별도주당순이익, 별도주당순자산의 상관계수는 각각 0.66 및 0.80이고 연결주당순이익과 연결주당순자산의 상관계수는 각각 0.76 및 0.81로서 별도주당순이익의 상관계수가 연결 주당순이익의 상관계수보다 낮은 것으로 나

타나고 있다.¹⁸⁾

4.2 회귀분석 결과

4.2.1 K-IFRS 도입 이전과 이후의 가치관련성 비교

연결재무제표가 2011년부터 IFRS의 도입과 더불어 주재무제표화하면서 이로부터 제공되는 순자산 및 순이익 정보의 가치관련성이 K-IFRS 도입 전에

18) K-IFRS 도입 이후기간의 주가와 별도 주당순이익의 상관관계 감소는 K-IFRS하에서 별도재무제표에서 보고되는 관계기업주식 등에 대하여 원가법이 적용되고 지분법이 배제됨에 따라 별도재무제표가 지배기업이 보고하는 연결실체의 가치를 충실히 반영하지 못함에 따른 결과인 것으로 해석된다(최종서 등, 2013).

비하여 향상 혹은 감소했는지를 검정한 회귀분석 결과는 <표 4>에 나타나 있다. 패널 A에서는 수준모형의 추정결과를 제시하고 있는데, 이에 의하면 연결 지배회사의 주당순이익(CEPS)과 주당순자산(CBPS)의 회귀계수는 모두 0.01수준에서 유의한 양의 값을 보이고 있다. 연결주당순이익이 음인 경우를 통제하기 위한 NCEPS변수는 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있어 선행연구의 결과와 일치한다. 주요 관심변수인 K-IFRS 적용 더미와 연결주당순이익의 교차항($IFRS \times CEPS$)은 0.01수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내는 반면 연결주당순자산과의 교차항($IFRS \times CBPS$)은 0.01수준에서 유의한 양(+)의 값을 시현하고 있다. 이러한 결과는 K-IFRS 도입 이후 연결주당순자산 정보의 가치관련성은 이전기간에 비해 증가했으나 연결주당순이익 정보의 가치관련성은 하락했음을 의미한다. 패널 B에서는 연결주당순이익의 변동을 연간 주식수익률에 대해 회귀 분석한 변동모형의 추정결과를 나타내고 있다. 여기서도 관심변수인 K-IFRS 도입 이후의 연결주당순이익 변동변수의 차별적 가치관련성을 반영하는 교차항 $IFRS \times \Delta CEPS$ 의 회귀계수는 0.01수준에서 유의한 음(-)의 값을 가져 수준모형의 결과와 질적으로 동일하다.¹⁹⁾

아울러 상술한 회귀식의 추정과정에서 이분산성이 탐지되어²⁰⁾ 이를 교정하기 위한 White의 이분산-

일치 분산(Heteroscedasticity-Consistent Variance)을 사용하여 이를 극복하고자 사용하였다. White의 이분산교정방법을 사용할 경우 이분산 교정 표준오차는 OLS 표준오차보다 커서 검정통계치 t 값이 OLS에 비해 보수적으로 산출된다. <표 4>에서는 OLS에 의한 t 통계치와 이분산교정 표준오차를 사용한 White의 t 값을 함께 제시하고 있다. 관심변수인 $IFRS \times CEPS$ 의 OLS t 값은 -14.72이었으나 이분산 교정후 White t 값은 -4.75로 큰 폭으로 하락하고 있다. 또 $IFRS \times CBPS$ 의 t 값도 9.35에서 3.92로 떨어지고 있음을 볼 수 있다. 이러한 현상은 <패널 B>의 주식수익률을 종속변수로 한 모형 추정결과에서도 동일하게 관찰된다. 그럼에도 불구하고 K-IFRS 도입 이후 연결주당순이익 정보의 가치관련성은 하락하고 연결주당순자산 정보의 가치관련성은 상승한다는 결과에는 변화가 없다.

한편, 유형자산의 평가와 관련하여 K-GAAP와 K-IFRS는 기본적으로 원가모형 또는 재평가모형의 선택적용을 허용하고 있어 표면적인 회계기준상의 차이는 발생하지 않는다. 그러나 K-IFRS하의 감가상각 규정을 실행하는 과정에서 실무적으로 주목할 만한 변화가 초래되었다. 종전의 K-GAAP하에서는 대부분의 기업이 세무상 감가상각비 범위내에서 손금을 인정받기 위하여 법인세법상의 내용연수를 적용하면서 상각비를 조기에 인식할 목적으로 정률법

19) 고전적 선형회귀모형의 중요한 가정 가운데 하나가 설명변수의 선택된 값들을 조건으로 한 각 교란항의 분산이 일정한 값을 갖는다는 것이다. 이것이 동분산(homoscedasticity)가정이다. 그러나 횡단면 연구에서 교란항은 일반적으로 이분산성을 갖는 경향이 있으며, 본 분석의 경우에 있어서도 변수의 기술통계량을 표시한 <표 2>에서 K-IFRS 도입 이후의 연결재무제표 가치관련성 변화를 검증하는 모형에 대한 <패널 A>를 살펴보면, 주가의 경우 평균은 32,073원임에도 불구하고 최대값은 299,500원이고 최소값은 603원으로 우편향 왜도가 존재한다는 것을 알 수 있다. 이와 같이 우리나라 주식시장의 특성상 종속변수와 독립변수에 모두 우편향 왜도가 존재함으로써 이분산성을 탐지하는 작업을 수행할 필요가 있을 것으로 판단하여 이분산성에 대한 분석을 추가적으로 수행하였다. 이분산의 존재에도 불구하고 통상적인 검정절차를 사용한다면 그로부터 도출되는 결론이나 통계적 추론은 측정의 효율성이 저하되는 결과를 초래한다.

20) 이분산성을 탐지하기 위하여 Park검정과 Glejser검정을 사용하여 이분산을 탐지한 결과, Park검정에서 연결재무제표 회귀모형의 잔차 분산에 대한 추정된 \hat{Y} 의 회귀계수는 0.01수준에서 양의 유의적인 값을 나타내었고 Glejser검정의 결과도 연결재무제표 회귀모형의 추정된 \hat{Y} 의 회귀계수는 0.01수준에서 유의한 값을 가지고 있는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표의 가치관련성의 변화

패널 A: 수준모형

$$P = \beta_0 + \beta_1 CEPS + \beta_2 CBPS + \beta_3 IFRS_i + \beta_4 ICEPS + \beta_5 ICBPS + \beta_6 NCEPS + \sum IND + \epsilon$$

변수	기대부호	계수값	OLS t값	White t값
<i>Intercept</i>		4.929	6.41***	8.47***
<i>CEPS</i>	(+)	5.656	23.86***	10.55***
<i>CBPS</i>	(+)	0.307	10.59***	5.41***
<i>IFRS</i>	(+/-)	-5.258	-10.81***	-6.10***
<i>IFRS</i> × <i>CEPS</i>	(+)	-3.692	-14.72***	-4.75***
<i>IFRS</i> × <i>CBPS</i>	(+)	0.298	9.35***	3.92***
<i>NCEPS</i>	(-)	-2.929	9.54***	-3.19***
<i>Industry Dummy</i>			Included	
<i>Observations</i>			1,976	
<i>F-statistics</i>			1,102.38***	
<i>Adj-R²</i>			0.7712	

패널 B: 변동모형

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta CEPS_{i,t} + \beta_2 IFRS + \beta_3 IFRS \times \Delta CEPS_{i,t} + \sum IND + \epsilon_{i,t}$$

변수	기대부호	계수값	OLS t값	White t값
<i>Intercept</i>		0.324	19.05***	16.64***
$\Delta CEPS$	(+)	0.635	11.62***	4.65***
<i>IFRS</i>	(+/-)	-0.219	-9.27***	-9.21***
<i>IFRS</i> × $\Delta CEPS$	(+)	-0.457	-7.17***	-2.95***
<i>Industry Dummy</i>			Included	
<i>Observations</i>			1,976	
<i>F-statistics</i>			96.92***	
<i>Adj.-R²</i>			0.1291	

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).

(주2) 변수정의 : P = 익년 3월 말의 증가; CEPS = 연결 지배회사 주당순이익의 CBPS = 연결 지배회사 주당순자산; IFRS = 연결재무제표가 IFRS를 적용하였으면 1 아니면 0인 더미변수; NCEPS = 연결주당순이익이 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수; RET = 1년간 수익률(t기 증가/t-1기 증가); $\Delta CEPS$ = 연결주당순이익의 변동

을 선택하는 경우가 많았다. 그런데 K-IFRS에서는 유형자산의 내용연수와 잔존가치의 추정 및 감가상각방법의 선택을 모두 당해자산의 경제적 실질에 맞게 적용할 것을 규정하고 있다. 이에 따라 국내 기업들은 K-IFRS의 도입과 더불어 유형자산의 경제적

실질을 재평가하는 과정에서 내용연수를 늘리고 감가상각방법은 종전의 정률법에서 정액법으로 변경하는 사례가 대거 발생한 것으로 알려지고 있다. 그 결과 2011년 이후 감가상각비는 감소하고 유형자산의 장부금액은 증가하는 결과를 초래하게 되었다. 실제

로 2010년과 2011년의 상장기업의 재무제표 주석 공시로부터 감가상각 변경여부에 대한 정보를 확인한 결과 조사대상 546개 기업 중 281개의 기업이 2011년에 정률법에서 정액법으로 감가상각방법을 변경한 것으로 확인되었다.²¹⁾

K-IFRS 도입과 함께 다수의 기업이 감가상각방법을 정률법에서 정액법으로 변경하게 되고 세법상 내용연수에서 경제적 내용연수로 변경하였다면 최성호 등(2011)의 연구에서와 같이 K-IFRS 도입 후 기업의 감가상각비는 종전에 비하여 감소하고 보고 이익은 증가하게 된다. 더욱이 2010년 12월 30일이 속하는 사업연도부터 K-IFRS 도입에 따른 감가상각비 감소로 인한 세 부담을 완화하기 위하여 유, 무형자산 감가상각비의 신고조정이 허용되었다. 이에 의하면 사업용 유형고정자산과 비한정 내용연수 무형자산을 대상으로 결산상 인식한 감가상각비에 추가하여 신고조정 한도까지 손금산입이 가능하며 K-IFRS상 자산이 개별적으로 상각될 가능성이 있어 개별자산별로 신고조정이 가능하게 되었다(법인세법 제23조). 그러나 종전 감가상각비까지 세무상 손금을 인정받을 수 있는 유형자산은 2013년 12월 31일까지 취득한 자산만 해당되고 2014년 1월 1일 이후 취득하는 유형자산은 세법상 인정되는 내용연수에 의하여 계상된 감가상각비만 비용으로 인정받을 수 있게 되어 과거 기준에 의하여 유형자산에 대하여 정률법을 통한 조기상각으로 인한 세금 이연효과를 누릴 수 없게 되었다. 따라서 K-IFRS 도입 기업들은 감가상각비를 종전보다 적게 계상하여 보고 이익이 증가할 수는 있지만 세제상으로는 오히려 불리한 입장에 놓이게 된다. 이러한 현금흐름상의 불리한 효과가 K-IFRS 이후 연결주당순이익 회계정

보의 증가에 대한 가치관련성이 감소하게 된 한 가지 원인으로 볼 수 있다.

4.2.2 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성 비교

K-IFRS도입으로 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따라 별도재무제표의 위상은 보조적 지위로 격하되었다. 그럼에도 불구하고 연결재무제표와 별도재무제표는 상호보완적으로 작성·공시되고 있고 실질적으로 대등한 지위는 유지되고 있다. 본 절에서는 K-IFRS가 도입되기 이전과 이후의 각 기간에 있어서 별도재무제표와 연결재무제표 정보의 상대적 가치관련성을 비교하기 위하여 각 정보의 증가 및 주식수익률에 대한 설명력 차이를 비교한다. 이를 위해 별도재무제표 상의 회계정보를 이용한 가치평가 모형과 연결재무제표의 회계정보를 이용한 가치평가 모형을 각각 추정한 후 수정 결정계수 차이의 통계적 유의성을 검정하였으며 그 결과는 <표 5>를 통하여 확인할 수 있다. <표 5>의 패널 A에서는 2009년부터 2010년까지 2년간의 별도재무제표의 주당순이익 및 주당순자산의 가치관련성과 연결재무제표의 주당순이익 및 주당순자산의 상대적 가치관련성을 비교하고 있다. 또 패널 B에는 K-IFRS 도입 후인 2011년부터 2012년까지 2년간에 걸친 별도재무제표의 주당순이익 및 주당순자산의 상대적 가치관련성을 비교한 결과가 제시되고 있다.

분석결과에 따르면 패널 A에서 별도재무제표의 회계정보를 이용한 추정모형의 수정 R^2 는 0.7977이고 연결재무제표의 그것은 0.7839로서 별도재무제

21) 감가상각방법 변경여부는 TS2000 데이터베이스의 2010년과 2011년의 주석공시에서 추출하였다. 이동주(2010)의 연구에서도 K-IFRS 조기도입기업 53개 기업 중 20개 기업이 상각대상자산의 내용연수를 변경하였다고 보고한 바 있다.

〈표 5〉 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성 비교-수준분석

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 BPS_{i,t} + \beta_3 NEPS_{i,t} + \sum IND + \epsilon_{i,t}$$

패널 A: 도입이전 기간의 비교 (2009년~2010년)

변수	별도재무제표		연결재무제표	
	계수값	t 값	계수값	t 값
<i>Intercept</i>	4.558	5.30***	5.279	5.96***
<i>EPS</i>	6.582	27.09***	7.178	31.01***
<i>BPS</i>	0.193	7.98***	0.126	5.28***
<i>NEPS</i>	-7.123	-14.85***	-7.796	-16.42***
<i>No. of Obs.</i>	988		988	
<i>Industry Dummy</i>	Included		Included	
<i>Model F-statistic</i>	1,289***		1,185***	
<i>Adj R²</i>	0.7977		0.7839	
<i>Vuong's Z value</i>	0.42			

패널 B: 도입이후 기간의 비교 (2011년~2012년)

변수	별도재무제표		연결재무제표	
	계수값	t 값	계수값	t 값
<i>Intercept</i>	5.325	4.85***	0.7394	4.58***
<i>EPS</i>	5.20856	17.94***	5.39373	23.07***
<i>BPS</i>	0.43519	18.37***	0.33144	14.87***
<i>NEPS</i>	-5.25622	-11.04***	-5.65500	-13.53***
<i>No. of Obs.</i>	988		988	
<i>Industry Dummy</i>	Included		Included	
<i>Model F-statistic</i>	927***		1,202***	
<i>Adj R²</i>	0.7394		0.7862	
<i>Vuong's Z value</i>	2.07**			

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).

(주2) 변수정의:

- P* 익년 3월말 증가
- EPS* 주당순이익
- BPS* 주당순자산
- NEPS* 주당순이익이 음(-)이면 1 아니면 주당순이익, 아니면 0

표 정보의 설명력이 미미하게나마 높게 나타나고 있으나 설명력의 차이에 대한 Vuong의 Z-값은 통계적으로 유의하지 않다. 반면 패널 B에서 제시된 별도재무제표 회계정보를 이용한 추정모형의 수정R²인 0.7394는 연결재무제표의 0.7862보다 낮게 나

타하며 이러한 설명력의 차이에 대한 Vuong의 Z-값은 0.05수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타나 K-IFRS도입 이후에 별도재무제표 정보의 가치관련성이 연결재무제표 정보에 비해 구조적으로 약화되었음을 확인할 수 있다. 2011년 이후 연결재무

제표의 가치관련성이 별도재무제표에 비해 상대적으로 높아진 이유는 K-IFRS의 도입으로 연결재무제표가 주재무제표화 된 배경도 있지만 별도재무제표에서 관계기업주식에 원가법 또는 공정가치법을 적용하게 하고 지분법 적용을 배제한 효과가 가치관련성에 영향을 미친 것으로 보인다.

또한 주식수익률을 종속변수로 한 변동모형의 추정 결과는 <표 6>에 나타나 있다. 분석결과에 따르

면 도입 이전기간에 대한 분석결과를 제시한 패널A에서 별도재무제표의 회계정보에 대한 수정R²는 0.124이고 연결재무제표의 수정R²는 0.130로서 설명력의 차이를 확인하는 Vuong의 Z-값은 통계적으로 유의하지 않다. 반면에 패널 B에서는 별도재무제표 회계정보의 수정R²는 0.019이고 연결재무제표의 그것은 0.039로서 후자의 설명력이 전자보다 높게 나타나고 설명력의 차이는 0.05수준에서 통계

<표 6> 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성 비교-변동분석

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta EPS_{i,t} + \Sigma IND + \epsilon_{i,t}$$

패널 A: 2009년~2010년 별도재무제표와 연결재무제표 비교

변수	별도재무제표		연결재무제표	
	계수값	t 값	계수값	t 값
Intercept	0.331	17.75***	0.328	17.62***
ΔEPS	0.640	11.73***	0.651	12.05***
No. of Obs.	988		988	
Industry Dummy	Included		Included	
Model F-statistic	137***		145***	
Adj R ²	0.124		0.130	
Vuong's Z value	0.96			

패널 B: 2011년~2012년 별도재무제표와 연결재무제표 비교

변수	별도재무제표		연결재무제표	
	계수값	t 값	계수값	t 값
Intercept	0.104	7.05***	0.106	7.28***
ΔEPS	0.159	4.47***	0.362	6.36***
No. of Obs.	988		988	
Industry Dummy	Included		Included	
Model F-statistic	20***		40***	
Adj R ²	0.019		0.039	
Vuong's Z value	1.63**			

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).

(주2) 변수정의:

- $RET_{i,t}$ 1년간 수익률
 - $\Delta EPS_{i,t}$ 주당순이익변동
 - ΣIND 산업더미
- 모든 변수는 기초주가로 나누어 줌.

적으로도 유의한 것으로 확인되어 수준모형의 분석 결과와 일치하고 있다.²²⁾

지금까지의 분석결과를 요약하면 대체로 다음과 같이 정리할 수 있다. K-IFRS의 도입에 따른 연결 재무제표 정보의 가치관련성 변화를 분석한 결과, 연결주당순자산의 가치관련성은 도입 이전보다 증가하였으나 연결주당순이익의 증가에 대한 가치관련성은 오히려 감소한 것으로 나타났다. 또한 별도재무제표와 연결재무제표 정보의 가치관련성 차이에 대한 검증에서 K-IFRS 도입 이전에는 양자 간에 유의한 차이가 없었으나 도입 이후기간에는 별도재무제표의 가치관련성이 연결재무제표에 비해 낮아진 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 K-IFRS 도입으로 연결재무제표가 주재무제표가 되면서 연결재무제표의 공시기한이 별도재무제표와 동일하게 단축되고 연결재무제표의 상법상의 지위가 상승하게 됨에 따라 상대적 중요성이 높아진 효과도 있을 수 있으나 K-IFRS하에서 별도재무제표의 관계기업 주식 평가에 지분법 적용이 배제되어 별도주당순이익의 가치관련성이 체계적으로 감소한 데에도 중요한 원인이 있는 것으로 해석할 수 있다. 무엇보다 주목되는 점은 별도와 연결재무제표 여부를 불문하고 주당순이익 정보의 가치관련성이 K-IFRS 도입이후 일관되게 저하하고 있는 현상으로서 향후 원인을 규명하기 위한 추가적인 분석이 요청된다.

4.3 강건성 분석결과

앞서의 분석에서 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표 가치관련성의 변화를 분석한 결과 연결주당순자

산의 가치관련성은 증가하였지만 연결주당순이익의 가치관련성은 하락한 것으로 나타났다. 또 별도재무제표와 연결재무제표 정보의 상대적 가치관련성 비교에서는 2009년~2010년에는 별도재무제표와 연결재무제표의 가치관련성에 차이가 없었으나 2011년~2012년에는 별도재무제표의 가치관련성이 연결재무제표에 비해 약화된 것으로 나타났다. 본 절에서는 전절의 분석결과에 강건성을 더하기 위하여 두 가지 분석을 실시하였다. 첫째, 본 분석에서 사용한 익년 3월말 증가와 수익률 대신에 K-IFRS 도입 전인 2009년~2010년에 대하여 익년 4월말 증가를 투입하여 회귀분석을 반복해 보았다. 4월말 증가를 사용한 이유는 K-IFRS 도입 이전에는 연결재무제표의 공시 기한이 사업연도 종료일 이후 120일이었기 때문이다. 둘째, 연결재무제표와 별도재무제표의 상대적 가치관련성을 비교한 앞서의 분석에서 익년 3월 말 증가를 종속변수로 하는 분석결과를 제시하였으나 본 절에서는 연도 말 증가를 종속변수로 하여 연결재무정보와 별도재무정보의 가치관련성 차이를 검증해 보았다. <표 7>에서는 2009년~2010년에 익년 4월말 증가를 종속변수로 하여 회귀분석한 결과가 나타나있다. <패널 A>의 결과를 보면 IFRS×CEPS는 0.01수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지고 있으며 IFRS×CBPS는 0.01수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있어 전절의 분석결과와 대동소이하다.

<표 8>에서는 12월말 증가를 종속변수로 사용한 별도재무제표와 연결재무제표의 상대적 비교결과가 나타나있다. 분석결과에 따르면 <패널 A>에서 2009년~2010년 기간에 대해 12월 말 증가를 종속변수

22) 2011년~2012년의 수정 R²가 2009년~2010년에 비하여 급격히 감소하고 있는 것은 <표 4>에서도 나타난 바와 같이 K-IFRS 도입 이후 주당순이익의 가치관련성이 하락한 결과에 기인한 것이다. 이익변동변수만으로 주식수익률을 설명하는 형태의 변동분석에서는 이익정보의 가치관련성 하락이 모형의 설명력에 민감한 영향을 미칠 수 있다.

〈표 7〉 K-IFRS 도입 이전기간 종속변수 대체(익년 4월말 증가)

패널 A: 수준모형

$$P = \beta_0 + \beta_1 CEPS + \beta_2 CBPS + \beta_3 IFRS_i + \beta_4 IFRS \times CEPS + \beta_5 IFRS \times CBPS + \beta_6 NCEPS + \sum IND + \epsilon$$

변수	기대 부호	계수값	OLS t값	White t값
<i>Intercept</i>		4.716	4.19***	5.54***
<i>CEPS</i>	(+)	6.027	24.00***	10.32***
<i>CBPS</i>	(+)	0.361	10.34***	8.16***
<i>IFRS</i>	(+/-)	-2.703	-1.69*	-5.61***
<i>IFRS</i> × <i>CEPS</i>	(+)	-3.897	-14.78***	-6.05***
<i>IFRS</i> × <i>CBPS</i>	(+)	0.336	8.51***	3.60***
<i>NCEPS</i>	(-)	-3.111	-9.82***	-3.17***
<i>Industry Dummy</i>			Included	
<i>Observations</i>			1,976	
<i>F-statistics</i>			1.155***	
<i>Adj-R²</i>			0.7794	

패널 B: 변동모형

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta CEPS_{i,t} + \beta_2 IFRS + \beta_3 IFRS \times \Delta CEPS_{i,t} + \sum IND + \epsilon_{i,t}$$

변수	기대부호	계수값	OLS t값	White t값
<i>Intercept</i>		0.344	8.85***	9.35***
$\Delta CEPS$	(+)	0.156	6.13***	4.16***
<i>IFRS</i>	(+/-)	-0.281	-8.95***	-9.89***
<i>IFRS</i> × $\Delta CEPS$	(+)	-0.137	-3.07***	-2.56***
<i>Industry Dummy</i>			Included	
<i>Observations</i>			1,976	
<i>F-statistics</i>			41***	
<i>Adj.-R²</i>			0.0725	

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).

(주2) 변수정의는 〈표 4〉를 참조.

로 사용한 모형에서 산출된 별도재무제표의 수정R²는 0.476로서 연결재무제표의 수정R²인 0.465보다 높으나 그 차이가 통계적으로 유의하지는 않다. 그러나 2011년~2012년의 12월말 증가를 종속변수로 사용할 경우 별도재무제표의 수정R²는 0.384

이고 연결재무제표의 수정R²는 0.425이며 설명력의 차이는 Vuong의 Z검정에서 1%수준에서 통계적으로 유의한 것으로 확인되고 있다. 따라서 2011년 말 주가를 종속변수로 사용할 경우도 전절에서의 분석결과는 지지된다.

〈표 8〉 별도재무제표와 연결재무제표의 비교-연도 말 증가사용

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 BPS_{i,t} + \beta_3 NEPS_{i,t} + \sum IND + \epsilon_{i,t}$$

패널A: 2009년~2010년 별도재무제표와 연결재무제표의 비교

변수	별도재무제표		연결재무제표	
	계수값	t 값	계수값	t 값
<i>Intercept</i>	4.168	1.83*	5.122	2.23**
<i>EPS</i>	6.572	10.19***	7.400	12.33***
<i>BPS</i>	0.440	6.85***	0.362	5.83***
<i>NEPS</i>	-8.143	-6.40***	-8.999	-7.31***
<i>No. of Obs.</i>	988		988	
<i>Industry Dummy</i>	Included		Included	
<i>Model F-statistic</i>	297***		285***	
<i>Adj R²</i>	0.476		0.465	
<i>Vuong's Z value</i>	-1.77			

패널B: 2011년~2012년 별도재무제표와 연결재무제표의 비교

변수	별도재무제표		연결재무제표	
	계수값	t 값	계수값	t 값
<i>Intercept</i>	3.256	0.98	2.810	0.87
<i>EPS</i>	5.728	6.54***	7.763	10.31***
<i>BPS</i>	0.747	10.45***	0.482	6.73***
<i>NEPS</i>	-6.796	-4.78***	-7.790	-5.79***
<i>No. of Obs.</i>	988		988	
<i>Industry Dummy</i>	Included		Included	
<i>Model F-statistic</i>	205***		242	
<i>Adj R²</i>	0.384		0.425	
<i>Vuong's Z value</i>	5.75***			

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).

(주2) 변수정의는 〈표 5〉를 참조.

4.4 추가분석

4.4.1 K-IFRS 전환으로 인한 연결주당순자산 전환조정액의 가치관련성

지금까지 K-IFRS 도입 전·후의 연결재무제표

정보의 가치관련성 변화를 검증하고 별도재무제표와 연결재무제표 정보의 가치관련성 차이에 대해서도 분석하였다. 식(2)의 분석에 대한 보완적 의미의 추가분석으로 본 절에서는 K-GAAP에 입각하여 산출되는 주당순자산과 K-IFRS를 적용하여 산출되는 주당순자산의 차이로 계산되는 지배회사귀속 주당순

자산 전환조정액의 가치관련성을 검증한다.²³⁾ <표 9>를 보면 2011년 말의 주식증가를 종속변수(P_1)로 하는 모형에서 연결주당순이익변수($CEPS$)는 0.01의 유의수준에서 양(+)의 계수 값을 나타내고 연결주당순자산에서 K-IFRS전환일(2010년말)까지의 IFRS와 GAAP의 전환조정액을 차감한 변수($CBPS_{CONV}$)의 회귀계수도 0.01수준에서 유의한 계수 값을 나타내고 있다. 관심변수인 K-IFRS와 K-GAAP의 주당순자산 차이로 측정되는 전환조정 효과 변수($CONVEFF$)의 회귀계수는 0.01수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내어 K-IFRS 도입 이후에 연결주당순자산의 가치관련성이 증가하는데 전환조정효과가 영향을 미쳤음을 제시하고 있다.

4.4.2 K-IFRS 도입 이후의 시장유형별 가치관련성 변화

이 절에서는 표본을 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분하여 K-IFRS 도입 이후 가치관련성의 변화를 측정된 결과를 제시한다. <표 10>에서는 시장유형별 분석결과를 제시하고 있으며 <패널 A>에서는 수준모형의 추정결과, <패널 B>에서는 변동모형의 추정결과를 각각 나타내고 있다. <패널 A>에서 유가증권시장 표본에 대한 K-IFRS 도입 후 연결주당순이익의 차별적 가치관련성을 포착하는 IFRS×CEPS 교차항의 회귀계수는 -3.827로서 0.01수준에서 유의한 음(-)을 나타내고 있고 코스닥시장 표본에 대

<표 9> 연결전환조정액의 가치관련성

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 CEPS_i + \beta_2 CBPS_{IFRS-GAAP} + \beta_3 IFRS_GAAP_i + \beta_4 NCEPS_i + \sum IND + \epsilon_i$$

변수	기대부호	P_1		P_2	
		계수값	t값	계수값	t값
<i>Intercept</i>		6.9265	4.24***	6.6386	4.06***
<i>CEPS</i>	(+)	0.0016	9.35***	0.0016	9.38***
$CBPS_{IFRS-GAAP}$	(+)	0.0004	15.38***	0.0005	16.64***
<i>IFRS_GAAP</i>	(+)	0.0010	9.40***	0.0011	10.28***
<i>NCEPS</i>	(-)	-0.0014	-2.94***	-0.0013	-2.82***
<i>Industry Dummy</i>		Included		Included	
<i>Observations</i>		546		546	
<i>F-statistics</i>		223.25		251.48	
<i>Adj R²</i>		0.6199		0.6477	

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).

(주2) 변수정의: P_1 = 2011년 말 증가, P_2 = 2012년 3월 말 증가, $CEPS_i$ = 2011년 연결 지배회사 주당순이익, $CBPS_{IFRS-GAAP}$ = 2011년 연결 지배회사 주당순자산-지배회사 귀속 IFRS 주당 전환조정액, $IFRS_GAAP_i$ = 지배회사귀속 IFRS 주당 전환조정액, $NCEPS_i$ = 연결주당순이익이 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수 × 연결주당순이익, $\sum IND$ = 산업더미

23) 상장법인의 2011년 연결감사보고서의 주식에 2010년 1월 1일(한국채택국제회계기준으로의 전환일)의 전환 인한 자본의 차이조정과 2010년 12월 31일의 전환으로 인한 자본의 차이조정액이 공시되고 있다. 이 주당전환조정차이조정액은 Fnguide 데이터베이스에서 IFRS기준 주당순자산과 K-GAAP기준 주당순자산의 차이금액으로 추출하였다.

〈표 10〉 시장유형별 연결재무제표의 가치관련성 변동

패널 A: $P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEPS + \beta_2 CBPS + \beta_3 IFRS_i + \beta_4 IFRS \times CEPS + \beta_5 IFRS \times CBPS + \beta_6 NCEPS + \sum IND + \epsilon$

변수	기대 부호	KOSPI		KOSDAQ	
		계수값	t 값	계수값	t 값
<i>Intercept</i>		8.147	4.31***	3.798	8.41***
<i>CEPS</i>	(+)	5.721	18.46***	3.416	11.60***
<i>CBPS</i>	(+)	0.280	7.08***	0.392	10.06***
<i>IFRS</i>	(+/-)	-2.352	-0.88	5.663	0.96
<i>IFRS×CEPS</i>	(+/-)	-3.827	-11.63***	-1.228	-4.09***
<i>IFRS×CBPS</i>	(+/-)	0.334	7.29***	-0.056	-1.54
<i>NCEPS</i>	(-)	-2.705	-6.67***	-0.962	-1.57
<i>Industry Dummy</i>		Included		Included	
<i>Observations</i>		1,164		812	
<i>F-statistics</i>		592***		161***	
<i>Adj-R²</i>		0.7541		0.5424	

패널 B: $RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta CEPS_{i,t} + \beta_2 IFRS + \beta_3 \Delta IFRS \times \Delta CEPS_{i,t} + \sum IND + \epsilon_{i,t}$

변수	기대 부호	KOSPI		KOSDAQ	
		계수값	t 값	계수값	t 값
<i>Intercept</i>		0.330	16.53***	0.306	10.20***
$\Delta CEPS$	(+)	0.522	8.42***	0.843	8.29***
<i>IFRS</i>	(+/-)	-0.249	-8.94***	-0.169	-4.08***
<i>IFRS×ΔCEPS</i>	(+/-)	-0.408	-5.72***	-0.502	-4.10***
<i>Industry Dummy</i>		Included		Included	
<i>Observations</i>		1,164		812	
<i>F-statistics</i>		61***		42***	
<i>Adj.-R²</i>		0.1363		0.1351	

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).

(주2) 변수정의는 〈표 4〉를 참조

한 K-IFRS 도입 후 연결주당순이익의 교차항 회귀 계수도 -1.228으로서 0.01수준에서 유의한 음(-) 값을 나타내어 주당순이익 정보의 가치관련성은 두 시장 모두에서 하락하였음을 보여주고 있다. 또 유가증권시장표본의 K-IFRS 도입 이후 연결주당순자산의 차별적 가치관련성을 반영하는 교차항 IFRS×

CBPS의 회귀계수는 0.334로서 0.01수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있으나 코스닥시장에서는 연결주당순자산의 교차항에 대한 회귀계수가 유의한 값을 가지지 않은 것으로 나타났다.²⁴⁾ 코스닥시장 표본에서 순자산의 가치관련성이 증가하지 않은 것은 K-IFRS 도입 이후 일부 코스닥 기업들

24) 〈표 10〉에서 제시된 내용은 시장별 표본에 대해 극단치를 조정한 이후 분석한 결과를 반영하고 있다. 즉 유가증권시장과 코스닥시장 표본에 대해 시장유형에 따라 표본을 분할한 후 상하 1%로 극단치의 값을 조정(winsorization)하였다.

〈표 11〉 감가상각방법 변경기업의 가치관련성 변화

패널 A: 수준모형

$$P = \beta_0 + \beta_1 CEPS + \beta_2 CBPS + \beta_3 IFRS_i + \beta_4 IFRS \times CEPS + \beta_5 IFRS \times CEPS \times DEC + \beta_6 IFRS \times CBPS$$

변수	기대부호	계수값	t값
<i>Intercept</i>		6.133	5.70***
<i>CEPS</i>	(+)	5.815	24.64***
<i>CBPS</i>	(+)	0.278	9.40***
<i>IFRS</i>	(+/-)	-2.508	-1.65*
<i>IFRS</i> × <i>CEPS</i>	(+)	-3.502	-13.69***
<i>IFRS</i> × <i>CEPS</i> × <i>DEC</i>		-0.982	-5.57***
<i>IFRS</i> × <i>CBPS</i>	(+)	0.338	9.93***
<i>NCEPS</i>	(-)	-3.172	-10.28***
<i>Industry Dummy</i>		Included	
<i>Observations</i>		1,976	
<i>F-statistics</i>		941***	
<i>Adj-R²</i>		0.7706	

패널 B: 변동모형

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta CEPS_{i,t} + \beta_2 IFRS + \beta_3 IFRS \times \Delta CEPS_{i,t} + \beta_4 IFRS \times \Delta CESP \times DEC + \sum IND + \epsilon_{i,t}$$

변수	기대부호	계수값	t값
<i>Intercept</i>		0.313	11.53***
$\Delta CEPS$	(+)	0.466	6.45***
<i>IFRS</i>	(+/-)	-0.193	-5.48***
<i>IFRS</i> × $\Delta CEPS$	(+)	-0.090	-2.86***
<i>IFRS</i> × $\Delta CEPS$ × <i>DEC</i>	(+/-)	-0.054	-1.72*
<i>Industry Dummy</i>		Included	
<i>Observations</i>		1,976	
<i>F-statistics</i>		29	
<i>Adj-R²</i>		0.1069	

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).

(주2) 변수정의 : P = 익년 3월 말의 증가; CEPS = 연결 지배회사 주당순이익; CBPS = 연결 지배회사 주당순자산; IFRS = 연결재무제표가 IFRS를 적용하였으면 1 아니면 0인 더미변수; DEC = 감가상각방법 변경기업이면 1 아니면 0인 더미변수; NCEPS = 연결주당순이익이 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수; RET = 1년간 수익률(t기 증가/t-1기 증가); $\Delta CEPS$ = 연결주당순이익의 변동

의 영업이익의 자의적인 분류 혼란 등의 잡음이 회계정보의 신뢰성에 불리한 영향을 미친 사실과도 무관하지 않은 것으로 사료된다. 한편 변동모형의 분석결과를 제시하는 〈패널 B〉에서는 유가증권시장기업의 K-IFRS 도입 이후 연결주당순이익 변동의 차

별적 가치관련성을 나타내는 변수 *IFRS* × *CEPS*의 회귀계수는 -0.408으로서 0.01수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지고 있으며 코스닥시장 표본에 있어서도 연결주당순이익의 교차항의 회귀계수는 -0.502로서 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 즉 연결

순이익 정보에 관한 한 유가증권시장이나 코스닥시장에서는 공통적으로 K-IFRS 도입 이후 가치관련성이 저하한 것으로 확인되었다.

4.4.3 감가상각방법 변경기업의 가치관련성 변화

이 절에서는 K-IFRS 도입과 더불어 감가상각방법을 정률법에서 정액법으로 변경한 기업을 대상으로 가치관련성의 변화를 살펴보았다. 546개의 제조상장기업 가운데 감가상각방법을 정률법에서 정액법으로 변경한 281개 기업의 가치관련성 변화에 초점을 맞추었다. 이를 위하여 감가상각방법을 변경한 기업을 식별하기 위한 더미변수 DEC를 추가하여 3차 교류항 IFRS×CEPS×DEC를 관심변수로 설정하여 회귀분석을 실시한 결과는 <표 11>에 나타나 있다. <패널A>에 제시된 수준모형의 추정결과를 살펴보면 IFRS×CEPS변수의 회귀계수는 본 분석의 결과와 동일하게 0.01수준에서 음(-)의 유의한 값을 가지는 반면 IFRS×CBPS변수는 0.01수준에서 양(+)의 유의한 값을 나타내고 있다. 관심변수인 IFRS×CEPS×DEC의 회귀계수는 -0.982로서 0.01수준에서 유의한 음(-)값을 가지고 있는데 이러한 결과는 감가상각방법을 정률법에서 정액법으로 변경한 기업들의 가치관련성이 IFRS 도입 이후 하락했음을 의미한다. 한편 <패널 B>에서 제시된 변동모형의 분석결과도 수준 모형과 질적으로 동일하였다.

V. 결론

본 논문에서는 K-IFRS 도입 이후의 연결재무제표 정보의 가치관련성의 변화를 분석하기 위하여

2009년부터 2012년까지 연속하여 연결재무제표를 공시한 494개 회사로 패널표본을 구성하고 4년간에 걸친 총 1,976기업-년 관찰치를 대상으로 하여 K-IFRS 도입 전후의 연결재무제표의 가치관련성 변화를 조사하였다. 이와 함께 K-IFRS 도입 이전과 이후의 각 기간별로 개별(별도)재무제표와 연결재무제표의 가치관련성을 상호 비교하였다. 주요 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, K-IFRS 도입이후 연결주당순자산 정보의 가치관련성은 증가하였으나 연결주당순이익의 가치관련성은 감소한 것으로 나타났다. 둘째, 별도재무제표와 연결재무제표 정보의 추가 설명력을 비교한 결과 K-IFRS 도입 이전의 기간에 있어서는 두 가지 재무제표의 설명력이 유사하였으나, 도입 이후 기간에 있어서는 연결재무제표의 설명력이 별도재무제표에 비해 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 셋째, K-GAAP에서 K-IFRS로 회계기준이 변경되면서 발생하는 순자산에 대한 전환조정효과와의 추가에 대한 관련성을 추정 한 결과 양의 값을 가져 K-IFRS 도입 이후 연결주당순자산의 가치관련성 상승을 재확인할 수 있었다. 넷째, 시장유형별 분석에서 유가증권시장에서는 K-IFRS 도입이후 연결주당순자산의 가치관련성은 상승하고 연결주당순이익의 가치관련성은 감소한 것으로 나타났으나 코스닥시장에서는 연결주당순이익의 가치관련성은 하락하였으나 연결주당순자산의 가치관련성은 변화하지 않은 것으로 관찰되었다. 다섯째, 감가상각방법을 정률법에서 정액법으로 변경한 기업의 경우 K-IFRS 도입 이후 연결주당순이익의 가치관련성 감소폭이 더욱 큰 것으로 나타났다.

K-IFRS 도입 이후의 정보효과를 조사한 국내외의 선행연구에서는 별도재무제표를 중심으로 연결재무제표의 추가적인 가치관련성을 확인한 바 있다. 본 연구에서는 K-IFRS 도입에 따른 연결재무제표

정보의 가치관련성 변동을 일차적으로 K-IFRS 도입 이전과 비교하여 측정하였다는데 의의가 있다. 아울러 K-IFRS 도입 이전과 이후의 회계정보의 가치관련성을 비교하는 외에도 이전기간과 이후기간의 개별재무제표와 연결재무제표 정보의 가치관련성에 대한 상호비교도 수행하였다. 이 과정에서 수준모형과 변동모형을 상호보완적으로 사용하였고 회귀계수의 비교와 추정모형의 설명력을 비교하는 방법도 병행하였다. 이와 같이 다각적인 분석방법을 동원함으로써 K-IFRS의 도입 이후 연결재무제표 정보의 가치관련성 변화에 대한 포괄적인 분석결과를 제시하고자 노력한 점이 본 연구의 특징이라 할 수 있다. 또한 추가 분석을 통하여 정률법에서 정액법으로 감가상각방법을 변경한 기업의 가치관련성 감소가 연결 지배회사 당기순이익의 가치관련성 하락에 기여했을 가능성을 제기한 점은 본 연구의 공헌점이라 할 수 있다. 그러나 본 연구의 실증분석결과는 2011년~2012년까지 K-IFRS 도입 초기의 자료에 의존한 결과에 지나지 않는다. 새로운 제도의 도입초기의 혼란이 연구의 결과에 영향을 미쳤을 가능성을 배제하기 어려우며 향후 K-IFRS를 기반으로 하는 회계실무가 정착되어 감에 따라 지속적인 정보유용성의 추세 변화를 점검할 필요성이 인정된다.

참고문헌

- 김경호, "연결재무제표정보의 유용성에 관한 연구" **한국회계학회 춘계학술연구발표회 논문집**, 1996, pp. 21-47.
- 김권중, 나인철, 권해숙, "연결회계이익의 정보 유용성 분석," **회계학연구** 제26권 제4호, 2001년 12월 pp.157-198.
- 김권중, 나인철, "지분법회계와 연결재무제표 정보의 유용성에 대한 실증적 연구," **회계학연구** 제27권 제4호, 2002 pp.115-144.
- 김권중, 남상오, "연결회계정책 정립을 위한 실증적 연구," **회계학연구** 제18호, 1994년 7월, pp.19-45.
- 김중대, 신승묘, 정재연, "연결공시제도 도입에 따른 관련 규정 및 제도의 정비 방안," **세무와 회계저널** 제8권, 2007, pp.199-221.
- 기현희, 왕현선, 박정산, "국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 별도재무제표의 정보효과 비교," **한국국제회계학회 제48집**, 2013년 4월, pp.55-76.
- 신현걸, "국제회계기준도입에 따른 연결재무제표와 개별재무제표의 가치관련성 비교," **대한경영학회지** 제21권 제3호(통권68호), 2008, pp.1109-1136.
- 이동주, "국제회계기준 도입으로 인한 유형자산 세무회계 개선방안" 서울시립대학교 세무전문대학원 석사학위논문, 2010.
- 이만우, 신현걸, "지분법 적용시 연결재무제표 정보의 유용성," **세무와 회계저널**, 제3권, 2002, pp.67-92.
- 박홍조, 지현미, "연결재무제표 공시제도 변경이 연결회계정보의 가치관련성에 미치는 영향," **세무와 회계저널** 제11권 제2호, 2010년 6월, pp.67-84.
- 정연해, "연결재무제표 비율의 정보효과," **대한경영학회지**, 14, 1996, pp.267-290.
- 최성호, 김인숙, 최관, "K-IFRS 조기도입기업의 이익특성과 회계정보의 가치관련성," **회계학연구** 제36권 제2호, 2011년, pp. 1-29.
- 최정호, "IFRS 채택과 회계정보의 가치관련성" **회계학연구** 제38권 제1호, 2013년 3월, pp.391-424.
- 최중서, 광영민, 공경태, "별도재무제표의 유용성 제고 방안에 관한 연구," **한국회계학회 회계저널** 제22권 제3호, 2013년 6월, pp.101-158.
- 한중수, 박선영, "K-IFRS하에서의 별도재무제표와 연결재무제표의 상호보완적 가치관련성에 대한 연구," **대한회계학회 회계연구** 제18권 제2호, 2013년 6월, pp.175-208.

- 황규진, 이아영, "연결재무제표의 비지배지분 관련 정보에 대한 연구," *대한경영학회지* 제23권 제6호, 2010년 12월, pp. 3231-3249.
- 황인태, "연결재무제표의 유용성에 관한 실증적 연구," *회계학연구* 제20권, 1995년, pp. 55-75.
- Aboody, D., and B. Lev, "The Value Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalization," *Journal of Accounting Research*, 36(Supplement) 1998, pp.161-191.
- Barth, M. E., W. R. Landsman and M. H. Lang, "International Accounting Standards and Accounting Quality," *Journal of Accounting Research* 46(3), 2008, pp. 467-498
- Bartov, E., Stephen R. Goldberg, and Myungsun Kim, "Comparative value relevance among German, U.S., and International Accounting Standards: A German stock market perspective," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, April 2005, pp.95-119.
- Capkun, V., A. Cazavan-Jeny, T. Jeanjean, and L. A. Weiss, "Earnings Management and Value Relevance during the Mandatory Transition from Local GAAPs to IFRS in Europe." Working Paper, HEC Paris, 2008.
- Easton, P. D., "Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data," *Accounting Horizons*, 1(4), 1999, pp.399-412
- Hayn, C., "The Information Content of Losses," *Journal of Accounting and Economics* 20 (September) 1995, pp.125-153.
- Hermann, Don., Tatsuo Inoue, and Wayne B. Thomas, "The relation between incremental subsidiary earnings and future stock returns in Japan," *Journal of Business Finance and Accounting*, 28, 2001, pp.1115-1139.
- Hung, M., and K. R. Subramanyam., "Financial Statement Effects of Adopting International Accounting Standards: The Case of Germany", *Review of Accounting Studies* 12(4), 2007, pp.623-657.
- Jarva, H., and A. M. Lantto, "The Value-Relevance of IFRS versus Domestic Accounting Standards: Evidence from Finland," Working Paper, University of Oulu, 2010
- Niskanen, Jyrki., Juha Kinnunen, and Eero Kasanen, "A note on the information content of parent company versus consolidated earnings in Finland," *The European Accounting Review*, 7, 1998, pp.31-40.
- Ohlson, J. A., "Earnings, book values, and dividends in equity valuation," *Contemporary Accounting Research*, 11, 1995, 661-687.
- Vuong, Q. H. "Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypothesis," *Econometrics*, 57, 1989, pp. 307-333.

The Changes in the Value Relevance of Consolidated Financial Statement Information Associated with K-IFRS Adoption

Kyung-Tae Gong* · Jong-Seo Choi**

Abstract

The purpose of this paper is to examine the changes in the value relevance of accounting information provided by consolidated as well as separate financial statements under the K-IFRS regime. The sample consists of 494 firms which prepared consolidated financial statements on a consecutive basis during the four year period from 2009 to 2012, or 1,976 firm-years over the sample period. The value relevance of accounting information is primarily measured by the price multiples of EPS and BVPS as well as the adjusted R^2 's obtained by estimating Ohlson (1996) type models over the periods both before and after the adoption of K-IFRS for comparison purposes. In supplementary analyses, annual return was regressed on the EPS changes with a view to examine the earnings response coefficient changes and the coefficients of determination for the two periods under consideration. Similar approaches are employed to compare the value relevance of accounting information between consolidated versus separate financial statements. These research schemes aim to investigate whether the usefulness of consolidated financial statements information improved in accordance with the designation of consolidated financial statements as the primary media for disseminating corporate financial information under the K-IFRS regime.

Main results of the analyses are summarized as follows. First, in comparisons between pre- and post-K-IFRS adoptions, the value relevance of BVPS increased after the adoption, whereas EPS exhibited a contrary trend, inconsistent with expectation. As a possible explanation, we consider the changes in the depreciation policies implemented by a great majority of sample

* First Author, Assistant Professor, Jeonju University, College of Business Administration

** Corresponding Author, Professor of Accounting, Pusan National University, School of Business

companies in line with the adoption of K-IFRS, whereby the dominant fixed percentage methods were substituted by straight-line methods, resulting in lower depreciation expenses and larger bottom-line earnings numbers.

Second, in comparisons between consolidated versus separate financial statements, the value relevance of the latter statements exceeded those of consolidated statements during the pre-adoption period, which trend is reversed after the adoption of K-IFRS, corroborating the enhancement of the usefulness of consolidated statements information. The differences in the explanatory power of separate versus consolidated financial statements were confirmed by conducting Vuong tests. Also, in a series of additional tests, the entire sample was broken down into KOSPI and KOSDAQ market-based sub-samples. The KOSPI sub-sample provided qualitatively the same results as the aggregate analyses, whereas in KOSDAQ sub-sample, the value relevance of BVPS did not exhibit significant change. These initial confusions at the introductory phase of K-IFRS may have impacted results of this research so that the generalization of the research findings warrants caution. A further elaboration of the research on the basis of augmented data covering extended research period appears necessary in the foreseeable future.

Key words: consolidated financial statements, individual financial statements, separated financial statements, value relevance