

세무와회계저널
제11권 제4호 2010년 12월 pp.39~66
한국세무학회

국제금융위기에 대응한 회계기준 개정의 시장반응*

이지현** · 김광윤***

<요 약>

본 연구는 2008년도 12월 하반기 ‘기업 및 금융기관에 대한 회계부담 완화대책’의 일환으로 추진된 기업회계기준 개정에 대한 시장의 반응을 사건연구를 통해 고찰하고자 시도한 것이다. 먼저 기업회계기준 개정 사건 공시 전 후의 비정상 초과수익률을 측정하여 주식시장에서의 반응이 업종별로 차이가 있는지 확인하고, 다음에 기업의 특성이 이번 개정에 미치는 영향을 가설 설정과 회귀모형을 구성하여 확인한다. 본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 회계기준 개정으로 인한 시장의 반응은 선박해운업의 경우 다른 업종에 비해 긍정적인 반응을 확인하였다. 이는 선박해운업의 경우 경제적인 실질을 더 잘 반영하는 방향으로 회계기준이 개선되었기 때문에 시장에서 긍정적인 반응을 보인 것이라 할 수 있다. 다른 업종의 경우 공시 전부터 유의한 반응을 나타내거나 공시 전 후 유의한 반응이 없어, 이번 공시로 인한 반응을 확인할 수 없었다.

둘째, 이번 회계기준 개정이 유형자산 재평가를 허용하게 됨에 따라 유형자산 비율이 높은 기업의 경우 재평가를 통해 부채비율 감소 등 재무지표 개선이 가능하게 되어 시장에서 긍정적인 반응이 나타날 것이라고 기대하였으나, 시장의 반응은 오히려 부정적으로 나타났다. 2011년 상장기업에 대해서 전면 적용될 한국채택국제회계기준에서는 자산재평가가 허용되었고, 이에 대한 정보는 시장에서 이미 알고 있었기 때문에 자산재평가로 인한 기업의 유형자산의 공정가치 정보는 이미 주가에 반영이 되었다고 추측할 수 있다. 본 연구에서는 자산재평가가 예정보다 조기도입이 가능한 이번 회계기준 개정의 정보가 시장에 부정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이는 공정가치 평가를 위한 인프라가 갖추어지지 않은 상황에서 공정가치 평가도입이 회계정보의 신뢰성을 훼손한다는 자본시장의 우려일 수 있다.

셋째, 외화부채 비율이 높은 기업일수록 회계기준 개정의 공시 이후 시장에서 부정적인 반응을 보였다. 이는 이번 개정으로 인해 외화환산손실이 개선된다고 하여도 외화부채 비율이 높다는 것은 여전히 시장에서 좋지 않은 정보로 작용하고 있음을 확인하는 것으로 보인다.

<주제어> 국제금융위기, 회계기준 개정, 사건연구

* 본 논문은 김광윤 교수 지도 아래 이지현이 작성한 “국제금융위기에 대응한 회계기준 개정의 시장반응 연구”, 아주대학교 대학원 경영학석사 학위논문, 2010(2)을 발췌 수정한 것임.

** 아주대학교 경영학석사, kamira@hanmail.net, 031-219-2716, 주저자

*** 아주대학교 교수, kimkyn@ajou.ac.kr, 010-9279-4883, 교신저자

I. 서 론

국제금융위기는 2006년 말 서브프라임모기지(비우량주택담보대출) 부실사태로 미국에서 촉발되어 전 세계적으로 확대되었다. 2008년 9월에는 금융위기가 최고조로 달해 금융의 문제뿐만 아니라 실물경제를 심각한 침체로 빠뜨렸다. 대형 금융기관의 모기지 관련 손실이 확대되었고, 이러한 주택금융 시장의 침체는 금융기관뿐만 아니라 기업에 대한 신용위기로 번져서 세계 금융시장의 주가가 폭락했다. 이에 따라 세계주요국들은 글로벌 금융위기를 극복하기 위해 각종 대책을 쏟아냈다.

우리나라도 IMF사태 때와 마찬가지로 주가가 폭락하고 환율은 폭등하여 경상수지가 적자를 보였다. 수출은 둔화되었고, 소비는 위축되었으며, 은행의 자금사정 악화 등 한국경제의 위기는 심각한 수준에 이르렀다. 이에 금융당국은 2008년 12월 국내에서의 경제위기 극복을 지원하기 위해 ‘기업 및 금융기관에 대한 회계부담 완화대책’ 추진의 일환으로 회계기준 개정을 추진하였다. 이번 개정의 기본방향은 상장기업과 비상장 대기업이 2011년 도입예정인 국제회계기준 중 재무제표 개선에 도움이 되는 사항을 조기 도입하고, 비상장 중소기업의 경우 외국의 경우도 국제회계기준 적용이 비교적 덜 엄격한 점을 감안하여 회계처리 특례를 인정하는 것이다.

기업회계기준에서는 회계정보의 유용성이 높아지는 경우 또는 기업회계기준이 새로 제정되거나 개정되었을 때 회계정책 또는 회계추정의 변경을 허용하고 있다. 이번 개정의 특징은 개정된 기업회계기준을 기업이 의무적으로 적용하여 기존의 회계정책이나 회계추정을 변경하는 것이 아니라 기업 경영자의 판단에 따라 회계정보의 유용성이 증가되었다고 판단되었을 때 이를 재량적으로 적용할 수 있다는 점이다.

본 연구는 금융위원회가 2008년 대통령 업무보고와 경제·금융대책회의(이상 '08.12.18.)를 거쳐 확정된 ‘외화환산 관련 회계처리 개선방안’인 기업회계기준 개정이 주식가격에 미치는 영향을 평가함으로써 이번 대책이 시장에 미치는 영향을 확인해 보고자 한 것이다. 이번 기업회계기준 개정 사건 공시 전후의 주식의 비정상 초과수익률을 측정하여 주식시장에서의 반응이 업종별로 차이가 있는지 확인하고, 기업의 특성이 이번 개정으로 인한 주식가격에 미치는 영향을 확인하고자 하는 것이다.

이번 회계기준 개정의 공시가 주식가격에 어떠한 영향을 주는가를 연구하는 것은 기업의 많은 이해관계자들에게 매우 중요하다. 정책당국은 회계기준 개정을 통해 기업이 회계변경을 할 수 있게 됨으로써 국내 경제위기 극복을 지원하기 위한 정책 목적이 원하는 방향으로 달성되고 있는지 확인할 수 있고, 기업의 경영자는 기업의 재무제표와 부(주)에 어떠한 영향을 미치는지를 확인할 수 있으며, 일반 투자자들은 변경된 회계정보가 더 합리적인 정보인지 의사결정을 하게 될 것이다.

본 연구에서는 사건연구방법론(event study methodology)을 통하여 회계기준 개정의 공시에

대한 시장의 업종별 반응 차이를 확인하였다. 사건연구는 특정한 경제적인 사건이 시장에 미치는 영향을 설명하는 방법으로 주로 쓰인다. 사건연구에서 중요 관심사는 사건 전후의 비정상 주식수익률을 측정하는 것이다. 본 연구에서는 금융위기 관련 회계기준 개정에 대한 시장의 반응을 살펴보는 것으로, 다른 연구와의 차이점은 사건이 개별기업의 경제적인 사건이 아니라 시장 전체에 미치는 특정한 경제적인 사건인 회계기준 개정이라는 것이다. 연구 결과 회계기준 개정으로 인한 시장의 반응은 선박해운업의 경우 공시일 후 초과누적수익률이 유의한 양(+)의 반응을 보여 이번 회계기준 개정이 선박해운업의 경우 상당한 호재로 작용하고 있음을 확인하였다. 이는 선박해운업의 경우 기능통화제의 도입 가능 등의 회계기준 개정으로 인해 경제적인 실질을 더 잘 반영할 것이라고 시장에서 기대하기 때문이다. 추가로 시장반응에 영향을 미칠 수 있을 것이라 예상이 되는 기업의 특성을 가설을 설정하여 회귀분석을 통해 살펴보았다. 이번 회계기준 개정이 유형자산 재평가를 허용하게 됨에 따라 유형자산의 비율이 높은 기업 경우에는 회계기준 개정으로 긍정적인 반응을 보일 것이라고 예상하였으나, 유의한 음(-)의 반응을 나타내었다. 이는 자산재평가가 예정보다 조기도입 가능하다는 정보가 시장에서 부정적인 영향을 미쳤다는 것이다. 공정가치 평가를 위한 인프라가 갖추어지지 않은 상황에서 공정가치 평가도입이 회계정보의 신뢰성을 훼손할 수 있다는 자본시장의 우려를 반영한 결과이다. 또한 외화부채비율이 높은 기업의 경우에는 이번 회계기준 개정으로 긍정적인 반응을 보일 것이라고 예상하였으나, 외화부채비율이 높을수록 시장에서 부정적인 반응을 보였다. 이는 회계기준 개정으로 인해 외화환산손실이 개선이 되더라도 외화부채 비율이 높다는 것이 여전히 시장에서 좋지 않은 정보로 작용하고 있기 때문이다. 수출비중이 높은 기업의 경우에도 이번 회계기준 개정으로 긍정적인 반응을 보일 것이라고 예상하였으나 유의한 반응을 보이지 않았다.

본 논문의 구성은 제 I 장 서론에 이어, 제 II 장에서는 회계기준 개정까지의 사건 경과를 살펴본다. 제 III 장에서는 회계기준변경 관련 선행 연구들을 살펴보고, 제 IV 장에서는 연구 가설을 도출한 후, 제 V 장에서는 연구 방법 및 연구모형을 설명한다. 제 VI 장에서 실증분석 결과를 제시하고 마지막 제 VII 장에서 연구결과를 요약하고 연구의 한계점을 제시한다.

II. 회계기준 개정까지의 사건 경과

2008년 10월 금융위원회는 환율 급등으로 인한 환차손 확대에 의해 기업이 증시에서 퇴출되는 것을 막기 위해 회계기준변경을 검토하기 시작했다.

대다수 조선업체는 선박도급계약의 환율변동 위험에 대한 헤지를 위해 통화선도 매도계약을 체결하고, 이를 위험회피회계 중 ‘현금흐름위험회피’ 회계처리방법을 사용해 통화선도 매도로 인한 미실현평가손실을 자기자본에서 차감 처리해왔다. 이로 인해 당시 급격한 환율상승으로 미실현평가손실 금액이 증가하여, 일부 회사의 경우 경제적 실질과 달리 회계상으로 자본이 크게

감소하여 자본잠식이 우려되고 있었다. 상장 규정상 사업연도 말 기준 자본금이 전액 잠식이 되면 상장폐지가 되는데 상당수의 조선업체가 연말까지 상장폐지 가능성이 커지게 되었다. 이를 막기 위해 금융당국은 조선업체의 환차손 회계처리의 개선을 검토하게 되었다.

2008년 12월 8일 금융위원회는 금융위기에 따른 ‘기업 및 금융기관 회계부담 완화대책’의 일환으로 기업의 외화환산손실 관련 회계처리 개선을 검토한다고 밝혔다. 당시 방안들이 확정된 것은 아니었으나, 회계기준 변경으로 인해 외화부채가 많은 선박해운업체와 항공업체, 철강업체 등이 혜택을 입어 실적 개선으로 대외신용도가 개선되어 회사채 발행 등을 통한 자금조달에 도움을 줄 것으로 기대가 높아졌다.

금융위원회는 2008년 12월 14일 회의를 열고 외화환산·장외파생상품 관련 한국회계기준원이 개정·보고한 기업회계기준 개정내용을 최종 확정했다. 그리고 기업의 외화환산손실 관련 회계처리를 개선하기 위해 회계기준 개정을 2009년 1월까지 완료할 계획이라고 하였으며, 주요 내용으로 자산재평가 등 국제회계기준 중 효과가 큰 기준을 조기 도입하는 것임을 밝혔다.

금융위원회는 2008년 12월 26일자로 현행 기업회계기준 중 일부를 개정하도록 한국회계기준원에 수정을 요구하였고, 한국회계기준원의 회계기준위원회는 2008년 12월 30일 관련 회계처리 기준을 개정기로 의결하였다. 마침내 회계기준위원회는 2009년 1월 14일자로 금융위원회의 수정요구에 따라 회계기준을 개정하여 공표하였다.

〈표 1〉 회계기준 개정 내용¹⁾

개선내용(안)	개선효과 (’08년 기준)		적용대상	
	부채 비율	당기 손익	상장 기업등	비상장 중소기업
자산 재평가 허용	○		○	○
기능통화 회계제도 조기 도입	○	○	○	○
장기차입금 등 금융상품의 환위험 헤지수단 인정		○	○	○
확정계약에 대한 위험회피회계 중단시 회계처리 개선	○	○	○	○
(비상장 중소기업만 해당) 외화자산·부채 등의 평가시 특정일자 환율 적용 허용	○	○	×	○

본 연구에서는 금융위원회가 2009년 대통령 업무보고와 경제·금융대책회의(이상 ’08.12.18)를 거쳐 확정된 ‘외화환산 관련 회계처리 개선방안’인 기업회계기준 개정이 주가가격에 미치는

1) 이것은 한국회계기준원, ‘외화환산 관련 회계처리 개선방안 설명회 자료집’. 2009. p.13을 참조하여 요약 정리한 것임.

영향을 평가함으로써 이번 대책이 시장에 미치는 영향을 확인해 보고자 한다. 위의 개정 내용 중 ‘비상장 중소기업의 회계처리(특정일자 환율 적용)’의 영향은 해당기업의 주가를 확인할 수 없으므로 검증대상에서 제외되었다.

III. 선행연구

1. 회계정보의 유용성 검증에 관련한 연구

자본시장에서 회계정보가 유용하게 사용되는지를 조사하는 방법으로 일반적으로 행해진 연구는 순이익 공시시점에서 순이익정보가 주가에 영향을 주는가를 측정하여 검증하는 것이었다. 가장 대표적인 연구는 Ball and Brown(1968)의 연구이다. Ball and Brown은 순이익의 공시를 좋은 소식과 나쁜 소식으로 나누어 이의 주가변화를 관찰하였다. 순이익이 투자자들의 기대보다 증가하여 순이익의 공시가 좋은 소식인 경우에는 주식수익률이 상승할 것이고, 반대의 경우에는 주식수익률이 하락할 것이다. 기준이 되는 수익률을 시장수익률로 보고 개별기업의 주식수익률과 시장의 주식수익률과의 차이를 공시 정보로 인해 반영이 된 초과수익률로 보아 순이익의 공시시점 12개월 전부터 공시시점 6개월까지의 주식초과수익률을 조사하였다. 조사결과 순이익의 공시가 좋은 정보인 기업의 경우 양의 초과수익률을 나타내었고, 나쁜 소식의 기업인 경우 음의 초과수익률을 나타내었다. Ball and Brown(1968)의 연구를 시작으로 이익이 투자자들에게 미치는 정보효과가 검증되어 왔다.

2. 회계변경의 시장반응에 관련한 연구

회계변경에 대한 선행연구들은 많지만 시장반응연구를 중심으로 몇몇 주요 연구를 검토하면 다음과 같다.

이성규(1985)는 1981년부터 1983년에 회계변경을 한 상장법인 36개사에 대하여 회계변경으로 인해 이익이 증가한 기업군과 이익이 감소한 기업군 간에 재무제표 공시시점에서 주가 반응의 유의적인 차이를 발견하지 못하였다. 따라서 이 연구에서는 회계변경에 의한 이익 증감이 시장참여자를 현혹시키지 않아 주가에 중대한 영향을 주지 못한다고 결론지었다. 또한 이 연구에서 이익유연화에 대한 직접적인 검증을 실시하지는 않았지만 표본기업들은 회계변경을 통하여 이익유연화를 시킨다고 주장하였다.

송인만·최 관(1992)은 우리나라 상장기업들이 회계변경을 하는 동기가 이익유연화에 있는 지 여부를 검증하고, 회계변경 정보가 주가에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과에 따르

면 우리나라 상장기업들이 회계변경을 하는 주요 목적이 이익유연화가 될 수 있다는 것이며, 회계변경으로 인하여 이익의 증감이 발생할 때 투자자가 이익증감수치에 기계적으로 반응하는 것으로 나타났다.

심충진·이준규(2002)는 자산재평가의 공시에 대한 시장반응을 사건연구 방법을 통해 살펴보고 시장반응의 요인을 분석하였다. 연구의 결과 1998년 자산재평가법이 개정된 이후에도 공시일을 전후하여 누적초과수익률이 유의함을 확인하였다. 공시일 전에 누적평균초과수익률이 상당히 발생하는 것을 확인하게 되어 재평가실시정보가 사전에 누출됨으로 인하여 발생하는 결과임을 알 수 있었다. 또한 초과수익률의 발생요인 중 조세효과의 현재가치가 유의한 수준임을 확인하였다.

이준규·신승묘(2003)는 1994년부터 2000년까지의 기간 중에 감가상각방법의 변경을 공시한 기업의 감가상각방법 변경공시일 전후의 주식의 초과수익률을 검토하였다. 이는 감가상각방법의 변경으로 인하여 이익 및 과세소득 증가를 통한 조세부담의 증가를 감수하면서 이익을 증가시키는 행위에 대해 시장이 어떤 반응을 보이는지 살펴보기 위함이었다. 회귀분석 결과 감가상각방법변경전의 수익률이 클수록 그리고 감가상각방법 변경으로 인한 당기순이익 증가효과가 클수록 누적초과수익률이 낮은 것으로 나타났다. 이는 수익성이 낮은 기업일수록 이익증가가 부채차입조건을 상대적으로 더 크게 개선함에 따른 것이라고 보았고, 감가상각변경으로 인한 당기순이익이 증가하면 법인세 부담이 상대적으로 커져 조세효과가설을 지지하는 것으로 해석하였다.

전영순·정도진(2009)은 유가증권거래소 상장기업을 대상으로 국제회계기준 도입과정에서 중요한 이정표가 되는 여덟 가지 사건이 일어난 시점의 주가반응을 연구하였다. 연구 결과 국제회계기준의 도입가능성이 증가하는 사건에 대하여 국내 자본시장의 투자자들은 긍정적인 반응을 보이며, 도입이 지연되는 사건에 대하여 부정적인 반응을 보였다. 그러나 국제회계기준의 도입에 대한 자본시장의 평가는 개별기업이 제공하는 회계정보의 질적 수준과 정보비대칭에 따라 차별화된다. 회계정보의 질적 수준이 높거나 정보비대칭이 작은 기업은 국제회계기준의 의무적용 이후에도 유사한 회계정보를 제공하지만 재무보고시스템 변경 등의 비용을 추가로 부담하여야 하기 때문에 이러한 기업이 국제회계기준을 의무 적용할 경우 자본시장에서는 이를 부정적으로 평가하는 것으로 나타났다. 반면에 회계정보의 질적 수준이 낮거나 정보비대칭이 큰 기업에 대하여 국제회계기준의 의무적용은 자본시장에서 기업가치에 긍정적인 사건으로 평가되었다. 그리고 국내 자본시장의 투자자들은 공정가치 평가대상인 파생상품자산과 유형자산 및 영업권의 비중이 높은 기업에 대하여 부정적으로 반응하였다. 이는 공정가치 평가를 위한 인프라가 갖추어지지 않은 상황에서 공정가치중심의 국제회계기준 도입은 오히려 회계정보의 신뢰성을 훼손할 수 있다는 자본시장의 우려를 반영한 결과라고 할 수 있다.

IV. 가설의 도출

본 연구에서는 금융위원회가 2009년 대통령 업무보고와 경제·금융대책회의(이상 '08.12.18)를 거쳐 확정된 '외화환산 관련 회계처리 개선방안'인 기업회계기준 개정이 주가가격에 미치는 영향을 평가하고자 한다. 회계기준 개정이 미래이익에 유리한 변수로 나타난다면 기업의 시장가치는 공시를 접할 때 증가하며, 이때는 양(+)의 비정상수익률이 나타나게 된다. 회계기준 개정이 미래이익에 불리한 변수인 경우에는 기업의 시장가치는 공시를 접할 때 감소하고, 이때는 음(-)의 비정상수익률을 나타내게 될 것이다.²⁾ 이러한 사건연구(event study)를 통하여 회계기준 개정 전후의 누적초과수익률을 측정하여 시장의 반응을 살펴보고자 하는 것이다. 먼저 상장기업 전체, 유가증권기업 및 코스닥기업으로 구분하여 업종별로 미치는 영향이 다른지를 확인한다.³⁾

또한 이번 개정이 기업의 특성에 따라 미치는 영향을 확인해 보고자 한다. 만일 기업의 특성 변수가 시장의 반응에 영향을 미친다면, 누적초과수익률을 종속변수로 하고 기업특성을 독립변수로 하여 모형을 만들어 회귀분석을 하면 종속변수와 독립변수의 관계는 사이에는 유의한 상관관계를 보여줄 것이다. 회계기준 변경의 사건으로 인한 시장의 반응에 영향을 줄 수 있는 기업 특성 변수를 설정하고 가설을 세워 검토를 하기로 한다.

1. 수출비율 관련 가설

이번 개정의 주요 목적은 당시 환율 상승으로 장부상 외환평가손실이 급등한 기업들의 외화부채 부담을 줄여주기 위함이다. 당시 상당수의 수출기업이 양호한 실적에도 환율상승으로 인하여 외화부채 규모가 커져 재무제표상 적자를 기록하게 되었고, 이러한 문제를 해결하기 위해 정부에서 회계기준 개선을 검토하게 된 것이다.

수출이 많은 기업은 주된 경제활동이 외화를 기준으로 일어나게 되는데, 만일 수출을 통해 확보된 자금으로 외화차입금을 상환하는 것이 회사의 환위험회피전략인 경우 미래 수출과 현행

- 2) 효율적 자본 시장에서는 회계 선택이 기업의 미래 현금흐름에 영향이 없다면 주가에 영향을 미치지 않을 것으로 예상한다. 그러나 부채와 보상계약에서는 회계정책 변경이 비록 기업의 현금흐름에 영향을 주지 않더라도, 주가에 영향을 미칠 수 있을 것이라고 한다. 회계 기준을 변경하면 기업의 기존의 계약은 계약 작성시점에서 사용한 회계수치가 아닌 변경된 회계 기준에 따라 산출된 회계수치를 사용하므로 미래의 계약에 영향을 주게 된다. 이로 인해 채무불이행 확률을 줄이게 된다면 주가는 상승할 것이고 채무불이행 확률을 줄일 수 있던 기존 절차가 기준에 의해 소멸된다면 주가는 하락하게 될 것이다. 또한 경영자가 보너스를 증가시키려는 능력이 커지면 주가는 하락하게 되고, 경영자가 보너스를 증가시키려는 능력이 작아지면 주가는 상승하게 될 것이다. (권수영·김문철·손성규·최 관·한봉희, 2003, pp. 346~347.)
- 3) 회계기준 개정에 대해 업종간 주식수익률의 차이를 보이는 것은, 업종에 따라 회계처리 방법을 선택함에 있어 기업의 성장가능성·부채 및 보상계약 등 업종간에 경제적인 차이가 존재하기 때문이라 추측할 수 있다.

외화차입금을 현금흐름을 공식적으로 문서화하여 외화위험에 대한 회피수단으로 지정한다면, 외화차입금 등 금융자산·금융부채에 대한 환산손익을 자본항목으로 처리하여 당기순이익 개선이 가능하다. 이번 개정이 수출기업의 실적에 도움이 되어 투자자들에게 좋은 정보로 작용한다면, 비정상초과수익률은 유의한 양(+)의 값을 보일 것이다. 따라서 아래와 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 1 : 수출 비율이 높은 기업일수록 금융위기 관련 회계기준 개정에 긍정적인 반응을 보일 것이다.

2. 유형자산 비율 관련 가설

외환위기 당시 한시적으로 도입이 됐던 자산재평가는 2001년 이후에는 허용이 되지 않아 과거 10년간의 자산 가치 상승분이 재무제표에 미반영 되었다. 이번 회계기준 개정에서는 국제회계기준 도입(2011년 예정)에 앞서 부동산·항공기·선박 등 유형자산에 대한 재평가가 허용이 되어, 기업들이 보유한 유형자산의 가치를 현실화함으로써 기업의 재무구조를 개선시킬 수 있을 것이라 기대할 수 있다. 자산재평가를 시행하면 장부금액의 상승분은 재평가잉여금(자본항목)으로 반영이 되고, 이로 인해 부채비율 감소 등 재무지표 개선이 가능하게 된다. 이로 인해 전체 자산에서 공정가치 평가대상인 유형자산의 비중이 높은 기업이 이번 개정에 긍정적인 반응을 보일 것이라고 예상할 수 있다. 또한 공정가치는 역사적 원가에 비해 목적적합성이 상대적으로 더 높은 것으로 평가되고 있어, 공정가치 평가를 하는 기업들은 외부 정보이용자들에게 정보를 추가적으로 제공할 수 있을 것이다. 따라서 유형자산 재평가 조기 도입과 관련하여 아래와 같은 가설을 설정하였다.

가설 2 : 유형자산 비율이 높은 기업은 금융위기 관련 회계기준 개정에 긍정적인 반응을 보일 것이다.

3. 외화부채 비율 관련 가설

회계기준 개정 당시 비정상적인 환율 급등으로 우리 기업들은 대규모의 환손실로 연말 재무제표의 악화가 예상되었다. 이번 회계기준 개정으로 인해 금융당국은 환율 변동에 따른 부정적인 영향(당기손익 감소, 부채비율 상승)등을 완화시킬 수 있을 것이라 기대했다. 특히 현금흐름 위험회피회계 적용요건을 충족한 경우에는 위험회피수단으로 지정된 외화차입금 등 금융자산·부채에 대한 환산손익을 자본항목으로 처리하여 당기순이익이 개선될 수 있도록 하였다. 또한 해운업체 등 주된 활동이 해외에서 발생하는 기업은 기능통화제도를 도입함으로써 환율변동효과가 완화되어 실질적인 영업실적 보고가 가능하게 되었다. 따라서 이번 개정으로 인해 외화부

채가 많은 기업의 부담을 줄여 기업경영에 실질적 도움이 된다면, 투자자들에게 좋은 정보로 작용할 것이고 회계개정의 사건으로 인해 비정상초과수익률이 유의한 양(+)의 값을 보일 것이라 예상할 수 있다. 따라서 아래와 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 3 : 외화부채비율이 높은 기업일수록 금융위기 관련 회계기준 개정에 긍정적인 반응을 보일 것이다.

V. 연구 설계

1. 연구 방법

자본시장 회계연구에서 회계수치의 정보성을 검증하기 위해서는 회계이익 등의 정보가 공표된 시점의 시장반응을 측정하여야 한다. 시장반응을 측정하는 방법에는 여러 가지가 있으나 가장 널리 사용되는 방법이 초과수익률을 이용하는 방법이다.

본 연구는 기업회계기준 개정이 시장에 미치는 영향을 검증하기 위하여, 특정사건의 공시일을 기준으로 공시일 전·후의 비정상초과수익률(AR : abnormal return)을 측정하는 사건연구(event study)를 실시한다. 비정상수익률이란 특별한 사건으로 기업의 주가가 평균적으로 시장 전체의 움직임보다 비정상적으로 움직였음을 의미한다. 회계기준 개정이 미래이익에 유리한 변수로 나타난다면 기업의 시장가치는 공시를 접할 때 증가하며, 이때는 양의 비정상수익률이 나타나게 된다.

연구대상 기간은 금융당국이 외화부채부담을 줄이기 위해 회계기준변경을 검토 중이라는 기사가 신문에 발표된 '08년 12월 8일을 사건일로 하며, 사건일 전 7일부터 후 7일까지를 사건기간으로 하여 검토한다. 회계기준 개정의 구체적인 내용에 대한 보도자료 배포는 '08년 12월 22일에 이루어졌으나, 이와 관련된 내용은 12월 8일부터 주요 경제 신문 등에 보도되었고, 개정의 세부 내용은 12월 14일에 보도되었다. 따라서 사건일을 '08년 12월 22일이 아닌 '08년 12월 8일로 지정하였고, 사건일 후 7일까지를 사건기간으로 하여 추가적인 개정 내용의 공시에 대한 시장 반응을 확인할 수 있도록 하였다. 본 연구에서는 회계기준 개정의 공시효과를 측정하기 위하여 시장조정(market-adjusted)모형을 사용하며, 시장수익률의 대용치로 동일가중시장수익률(equally-weighted index return : EWI)을 사용하였다.⁴⁾

4) 김권중(1998)의 실증연구에 의하면 종합주가지수수익률에는 주식수익률이 아닌 수치들에 의해 영향을 받는 부분이 존재하고 있어 정확한 베타 추정이 어렵고 또한 종합주가지수수익률은 소수의 대형주 주가 변동에 너무 민감하게 반응하는 문제점도 가지고 있어 동일가중시장수익률을 시장수익률의 대용치로 사용할 것을 권고하고 있다.

$$EWI = \sum_{j=1}^n (1/N_t) R_{jt} \quad (1)$$

N_t : t시점의 상장종목의 수

위와 같이 EWI를 이용한 초과수익률은 t시점 주식수익률의 단순평균으로 측정되며, 이는 t시점의 모든 주식에 대해 동일한 비율로 투자한 포트폴리오의 수익률을 나타낸다.

시장조정(market-adjusted)모형은 시장수익률이 모든 주식에 대한 기대수익률이 된다고 본다. 즉 $E(R_{jt}) = R_{mt}$ 의 관계를 가정한다. 본 연구에서는 시장수익률을 동일가중시장수익률(EWI)로 하여 초과수익률을 계산한다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt} \quad (2)$$

단, R_{jt} : 표본기업 j의 t일의 실제수익률

R_{mt} : t일의 시장조정수익률

t : 사건기간(-7 ~ +7)

식 (3)으로 계산한 N개의 표본기업의 일별 초과수익률을 사건기간동안 일별로 평균한 일별 평균초과수익률(AAR : Average Abnormal Return)은 식 (3)과 같다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \times \sum_{j=1}^N AR_{jt} \quad (3)$$

t_1 시점부터 t_2 시점까지의 누적평균초과수익률(CAAR : Cumulative Average Abnormal Return)은 식 (4)와 같다.

$$CAAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (4)$$

사건의 영향이 없는 경우 AAR_t 와 $CAAR_{(t_1, t_2)}$ 의 기대값은 0이므로, 사건기간의 초과수익률이 통계적으로 0과 같다는 귀무가설을 검증하기 위해 t-test를 실시한다.

2. 연구 모형 및 변수의 정의

앞에서 설정한 가설을 검토하기 위하여 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 종속변수로 하고 이에 영향을 미칠 것이라 예상되는 변수인 수출비중(EXR) · 유형자산비율(TAR) · 외화부채비율(FCDER)을 독립변수로 하고, 기업규모(Size) · 부채자산비율(DAR) · 업종변수(Industry)를 통제변수로 하여 아래와 같이 회귀모형을 구성하고 이를 검토한다.

$$AAR_t \text{ or } CAAR_{(t1,t2)} = \beta_0 + \beta_1 EXR + \beta_2 TAR + \beta_3 FC DER \\ + \beta_4 Size + \beta_5 DAR + \beta_6 Industry + \epsilon \quad (6)$$

회계변경의 공시에 따른 영향에 시장의 다른 사건의 영향을 최대한 제거하기 위해 공시일을 기준으로 네 가지 사건기간으로 나누어 누적평균초과수익률과 평균초과수익률을 측정하고 이를 종속변수로 하여 회귀모형을 검토하기로 한다.

- ① CAAR(-7,-1) : 공시 전의 업종별 추이를 살펴볼 수 있음.
- ② CAAR(-1,+1) : 공시 전후 1일의 초과수익률 누적평균데이터로 사건에 따른 시장의 반응을 확인할 수 있음.
- ③ CAAR(-2,+2) : 공시 전후 2일의 초과수익률 누적평균데이터로 사건에 따른 시장의 반응을 확인할 수 있음.
- ④ CAAR(0,+2) : 공시일부터 공시 후 2일의 초과수익률누적평균 데이터로 사건에 따른 시장의 반응을 확인할 수 있음.
- ⑤ AAR(0) : 공시 당일의 사건에 따른 시장의 반응을 확인할 수 있음.

공시 3일 이후의 결과를 확인하지 않은 것은 공시 후 3일인 '08년 12월 11일에 한국은행에서 금융통화위원회 회의를 열어 기준금리를 연 4%에서 3%로 1%p를 인하하기로 결정하여, 금리인하로 인한 효과를 제거하기 위해서이다.

독립변수로는 수출비율(EXR)·유형자산비율(TAR) 그리고 외화부채비율(FC DER)을 설정하였다.

이번 회계기준 개정으로 인해 수출이 많은 기업의 실적에 도움이 되어 비정상초과수익률은 유의한 양(+)의 값을 보일 것이라고 예상을 하여 <가설 1>을 설정하였다. 이를 검증하기 위해 수출비율을 독립변수로 정하였다. 수출비율은 아래와 같이 정의된다.

$$\text{수출비율}(EXR) = \frac{\text{수출액}}{\text{총 매출액}}$$

또한, 이번 회계기준 개정으로 자산재평가가 허용이 되어, 기업들이 보유한 유형자산의 가치를 현실화하여 기업의 재무구조를 개선시킬 수 있다는 기대가 커질 것이므로, 유형자산 비중이 높은 기업이 이번 개정에 긍정적인 반응을 보일 것이라 예상이 되어 <가설 2>를 설정하였다. 이를 검증하기 위해 유형자산비율을 독립변수로 설정하고, 아래와 같이 정의하였다.

$$\text{유형자산비율}(TAR) = \frac{\text{유형자산총계}}{\text{자산총계}}$$

금융위원회가 환율 급등으로 인한 기업들의 환차손 부담을 줄이기 위해 이번 개정을 실시하

게 되었다. 이번 개정이 외화부채가 많은 기업의 부담을 줄여 기업경영에 실질적 도움이 되었다면, 비정상초과수익률이 유의한 양(+)의 값을 보일 것이고, 이에 <가설 3>을 설정하였다. 가설을 검증하기 위해 외화부채 비율을 독립변수로 설정하고 아래와 같이 정의하였다.

$$\text{외화부채비율}(FCDER) = \frac{\text{외화부채 총계}}{\text{부채 총계}}$$

추가적으로 통제변수를 기업규모(Size) · 부채자산비율(DAR) · 업종(Industry)을 설정하였다. 통제변수인 기업규모는 아래와 같이 정의한다.

$$\text{기업규모}(Size) = \ln(\text{자산총계})$$

통제변수로 기업규모(Size)를 설정한 것은, 기업의 규모가 클수록 이해관계자의 수가 증가하고 이에 따라 재무분석가와 투자분석가의 수도 증가하여 기업규모가 작은 기업에 비해 공시의 영향이 다르게 반영될 가능성을 제거하기 위함이다. 일반적으로 기업의 경영성과에 대한 공시의 사건에 대한 반응에서는 기업의 규모가 증가할수록, 많은 정보가 이미 자본시장에 전달이 되어 공시 정보가 상당부분 미리 주가에 반영됨으로서 시장 반응이 작게 나타나는 것을 확인할 수 있다.

두 번째 통제변수로 부채자산비율(DAR)을 설정하고 아래와 같이 정의하였다.

$$\text{부채자산비율}(DAR) = \frac{\text{부채총계}}{\text{자산총계}}$$

부채자산비율(DAR)이 높은 기업은 공시의 사건으로 인해 순이익이 증가하면 상대적으로 주주의 부의 증가보다는 채권자에게 더 많은 효익을 가져다 주게 된다. 따라서 부채자산비율이 높은 기업은 공시로 인한 시장의 반응이 부채자산비율이 낮은 기업과 다르게 나타날 수 있어 이를 통제할 필요가 있다.

마지막 통제변수로 업종변수(Industry)를 설정하였다. 이번 회계개정으로 인해 선박해운업 등 특정 업종의 초과누적수익률에 영향이 클 것으로 예상되어, 업종의 통제의 필요성이 있었다.

3. 표본의 선정 및 자료의 수집

가. 표본의 선정

표본기업은 연구대상 기간 동안 KIS-VALUE에서 회계 자료와 주가를 확인할 수 있는 유가증권기업과 코스닥기업으로 다음 조건을 만족시키는 기업으로 한다.

- ① 사건기간 중 관리종목으로 분류되지 않은 기업
- ② 적정의견의 감사의견을 받은 기업
- ③ 외화부채가 있는 기업

표본 선정에 있어서 관리종목으로 분류되어 있는 기업의 특성은 그렇지 않은 기업과 차이가 있을 것으로 예상되고, 적정의견을 받지 못한 기업은 재무제표 자료가 신뢰하기 어렵다고 판단되어 표본기업 제외 조건으로 설정하였다. 또한 이번 회계기준 개정은 환율급등 등으로 인한 기업의 환손실을 완화하려는 것이 주된 목적이므로 회계기준개정으로 인해 영향을 클 것으로 예상되는 기업을 외화부채가 있는 기업으로 한정시켰다. 회계자료 및 주가자료는 한국신용평가정보(주)의 재무제표자료 데이터 베이스인 KIS-VALUE에서 추출한다.

〈표 2〉 표본기업 선정 절차

	유가증권기업	코스닥기업
최초 표본기업	710	1063
제외 : 관리 종목 분류 기업	(10)	(32)
비적정 감사의견 표명 기업	(12)	(29)
외화부채가 없는 기업	(185)	(362)
분석 표본의 수	503	640
합 계	1,143	

유가증권기업과 코스닥기업에 대한 전체 표본 중 위의 조건을 만족하는 기업은 유가증권기업이 503개이고, 코스닥기업이 640개이다. 선정된 표본의 업종에 따른 분포를 살펴보면 <표 3>과 같다.

〈표 3〉 표본기업 업종별 구분

	유가증권기업	코스닥기업	합 계
건 설	15	6	21
금융보험	26	5	31
기 계	34	42	77
선박해운	10	0	5
운 송	10	4	19
자동차	31	24	55
전기전자	59	272	332
철강금속	39	41	80
기 타	279	246	524
합 계	503	640	1,143

본 연구에서는 전체 업종을 건설·금융보험·기계·선박해운·운송·자동차·전기전자·철강금속·기타로 나누었다. 이번 회계기준 변경으로 외화부채가 많은 해운업체가 혜택을 입어 실적 개선의 영향이 있을 것으로 예상되어 운송업체 중 해운업체를 따로 분리하여 선박제조업과 함께 선박해운업으로 분류하였다.

나. 자료의 수집

사건 기간 동안의 표본기업의 주가데이터와 재무제표 회계자료는 한국신용평가정보(주)의 재무제표자료 데이터베이스인 KIS-VALUE에서 추출하였다. 재무제표 회계자료는 공시 사건이 발생한 2008년의 재무제표 자료를 사용하였다.

주가데이터는 2008년 12월 8일을 전후 7일(2008년 11월 29일~2008년 12월 16일)의 일별데이터를 사용하였다. 동일가중시장수익률(EWI)은 KIS-VALUE에서 제공하는 데이터를 이용하였다. 평균초과수익률(AAR : Average Abnormal Return)과 누적평균초과수익률(CAAR : Cumulative Average Abnormal Return)은 상장기업 전체·유가증권기업·코스닥기업으로 나누어 업종별로 살펴보았다. 회귀분석 시에 금융업종은 KIS-VALUE 데이터에서 유형자산을 확인할 수 없어 제외하였고, 건설업종은 사건일 전부터 초과수익률이 다른 업종에 비해 비정상적인 움직임이 있어 제외하였다. 회귀분석 시에도 상장기업 전체·유가증권기업·코스닥기업으로 나누어 검증하였다.

VI. 실증분석 결과

1. 회계변경 공시일 전 후의 주가반응

본 연구에서는 시장조정모형을 사용하고 시장수익률을 동일가중시장수익률로 하여 개별기업의 초과수익률을 다음과 같이 계산하였다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - EWI$$

단, R_{jt} : 표본기업 j의 t일의 실제수익률

EWI : 동일가중시장수익률(equally weighted index return)

t : 사건기간(-7 ~ +7)

위의 식으로 계산한 N개의 표본기업의 일별 초과수익률을 사건기간동안 일별로 평균한 일별 평균초과수익률(AAR : Average Abnormal Return)과 기업회계기준 변경의 공시 전후 7일의 표본기업의 누적평균초과수익률(CAAR : Cumulative Average Abnormal Return)은 업종별로 <표 4> 그리고 <표 5>와 같이 나타났다.

〈표 4〉 평균초과수익률(AAR)

기간	건설	금융보험	기계	선박해운	운송	자동차	전자전기	철강금속	기타
-7	0.038*** (3.29)	-0.001 (-0.14)	0.008 (1.29)	0.004 (0.27)	-0.005 (-0.97)	0.005 (0.83)	0.000 (-0.15)	0.025*** (4.42)	-0.004** (-2.21)
-6	0.017* (1.73)	0.009 (1.33)	0.005 (0.97)	-0.044*** (-6.37)	-0.003 (-0.43)	-0.001 (-0.18)	-0.003 (-1.10)	-0.008** (-1.97)	0.002 (0.94)
-5	0.009 (0.98)	-0.009 (-1.37)	0.008 (1.04)	0.018 (1.20)	-0.002 (-0.20)	0.002 (0.37)	0.006*** (2.75)	0.006 (1.33)	-0.006*** (-3.38)
-4	-0.004 (-0.32)	0.001 (0.17)	0.000 (0.04)	-0.004 (-0.64)	-0.009 (-1.00)	0.000 (-0.01)	0.001 (0.22)	-0.010*** (-2.95)	0.003* (1.87)
-3	0.005 (0.35)	0.011** (2.00)	-0.007 (-1.29)	0.032** (2.46)	0.010 (0.77)	-0.001 (-0.27)	0.003 (1.09)	0.001 (0.25)	-0.002 (-1.26)
-2	-0.034** (-2.58)	-0.016*** (-3.07)	-0.001 (-0.24)	-0.005 (-0.66)	-0.016 (-1.39)	-0.001 (-0.26)	0.001 (0.41)	0.002 (0.39)	0.002 (1.23)
-1	0.003 (0.35)	-0.001 (-0.20)	-0.001 (-0.01)	-0.004 (-0.56)	0.005 (1.20)	0.002 (0.41)	0.001 (0.30)	0.012*** (2.71)	-0.001 (-0.44)
0	0.031*** (3.14)	0.029*** (4.04)	0.001 (0.15)	0.054*** (3.50)	0.006 (0.77)	-0.001 (-0.18)	0.001 (0.31)	0.009** (2.03)	-0.001 (-0.58)
1	-0.003 (-0.31)	-0.003 (-0.49)	0.000 (0.10)	0.019 (1.19)	-0.010* (-1.66)	0.007 (1.44)	0.004 (1.55)	0.005 (1.14)	-0.002 (-1.45)
2	0.013 (1.07)	0.000 (0.00)	0.007 (1.15)	0.012 (1.16)	0.009 (1.52)	0.011** (2.15)	0.000 (0.17)	0.005 (1.14)	0.000 (-0.21)
3	0.023* (1.88)	-0.004 (-0.58)	0.012** (2.12)	0.014 (0.89)	-0.002 (-0.18)	-0.002 (-0.46)	0.001 (0.32)	0.007 (1.36)	-0.005*** (-2.65)
4	0.010 (0.74)	-0.034*** (-3.82)	-0.010* (-1.87)	-0.012 (-1.31)	-0.012 (-1.19)	0.001 (0.14)	-0.009*** (-3.15)	0.000 (-0.01)	0.002 (0.75)
5	0.069*** (6.55)	0.010 (1.37)	0.006 (1.28)	0.050*** (3.93)	-0.002 (-0.48)	0.005 (1.01)	-0.001 (-0.20)	0.011** (2.03)	-0.005** (-2.50)
6	0.029** (2.12)	0.000 (-0.06)	0.001 (0.28)	-0.026*** (-3.81)	-0.001 (-0.11)	0.015** (2.22)	-0.002 (-0.76)	0.006 (1.16)	-0.004** (-2.45)
7	-0.026*** (-3.59)	0.017* (1.76)	-0.006 (-1.39)	-0.038*** (-5.18)	-0.016 (-1.59)	-0.008* (-1.77)	-0.003 (-1.18)	-0.006 (-1.02)	0.004** (2.36)

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

2) 괄호()는 t값임.

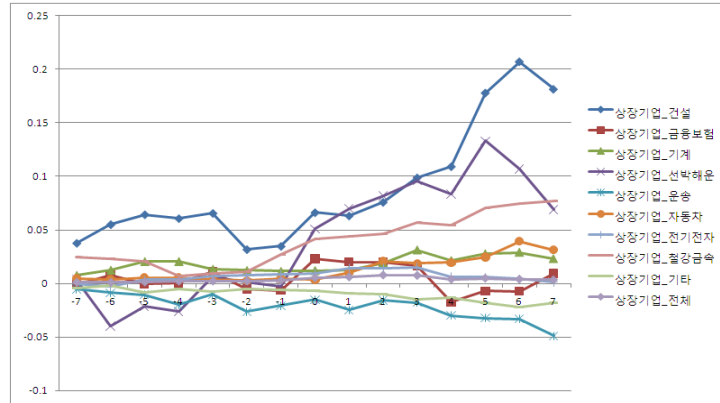
〈표 5〉 누적평균초과수익률(CAAR)

기간	건설	금융보험	기계	선박해운	운송	자동차	전자전기	철강금속	기타
-7	0.038*** (3.19)	-0.001 (-0.14)	0.008 (1.29)	0.004 (0.27)	-0.005 (0.97)	0.005 (0.83)	0.000 (-0.15)	0.025*** (4.42)	-0.004** (-2.21)
-6	0.072*** (5.08)	0.000 (-0.03)	0.015* (1.70)	0.009 (0.66)	-0.012 (-1.47)	0.010 (1.35)	0.010 (1.35)	0.049*** (6.01)	-0.008*** (-3.05)
-5	0.064*** (2.74)	-0.001 (-0.06)	0.020** (1.99)	-0.022 (-1.05)	-0.011 (-0.84)	0.005 (0.53)	0.003 (0.84)	0.022*** (2.67)	-0.008** (-2.48)
-4	0.061** (2.00)	0.000 (0.01)	0.021* (1.85)	-0.026 (-1.05)	-0.020 (-1.37)	0.005 (0.42)	0.004 (0.80)	0.013 (1.47)	-0.005 (-1.32)
-3	0.066** (2.16)	0.011 (0.87)	0.013 (1.13)	0.006 (0.20)	-0.010 (-0.48)	0.004 (0.30)	0.007 (1.17)	0.013 (1.51)	-0.007* (-1.68)
-2	0.032 (1.00)	-0.005 (-0.41)	0.012 (0.97)	0.001 (0.04)	-0.026 (-1.61)	0.003 (0.21)	0.008 (1.28)	0.015* (1.83)	-0.005 (-1.06)
-1	0.035 (1.02)	-0.006 (-0.50)	0.011 (0.90)	-0.003 (-0.09)	-0.021 (-1.33)	0.004 (0.36)	0.009 (1.36)	0.027*** (2.70)	-0.006 (-1.17)
0	0.066** (2.01)	0.023 (1.54)	0.012 (0.85)	0.051 (1.24)	-0.015 (-0.86)	0.003 (0.24)	0.010 (1.27)	0.036*** (3.45)	-0.007 (-1.26)
1	0.063 (1.60)	0.020 (1.37)	0.013 (0.81)	0.070* (1.69)	-0.025 (-1.30)	0.010 (0.67)	0.014* (1.71)	0.041*** (3.79)	-0.009* (-1.70)
2	0.076** (2.04)	0.020 (1.01)	1.005 (1.15)	0.082* (1.77)	-0.016 (-0.85)	0.021 (1.27)	0.014* (1.65)	0.046*** (3.72)	-0.010 (-1.74)
3	0.099*** (2.58)	0.016 (0.77)	0.031 (1.90)	0.096** (2.08)	-0.018 (-0.74)	0.019 (1.18)	0.015* (1.72)	0.053*** (4.03)	-0.015** (-2.56)
4	0.109*** (2.97)	-0.017 (-0.82)	0.021 (1.30)	0.084** (2.10)	-0.030 (1.11)	0.020 (1.15)	0.007 (0.70)	0.053*** (3.96)	-0.013** (-2.26)
5	0.178*** (4.27)	-0.007 (-0.30)	0.028 (1.51)	0.133*** (2.73)	-0.032 (-1.25)	0.025 (1.50)	0.006 (0.61)	0.065*** (4.39)	-0.018*** (-2.82)
6	0.207*** (4.24)	-0.007 (-0.30)	0.029 (1.43)	0.107** (2.24)	-0.033 (-1.35)	0.040** (2.34)	0.004 (0.41)	0.071*** (4.18)	-0.022*** (-3.25)
7	0.181*** (3.73)	0.009 (0.37)	0.023 (1.18)	0.069 (1.58)	-0.049** (-2.19)	0.031* (1.91)	0.001 (0.12)	0.065*** (3.69)	-0.018** (-2.51)

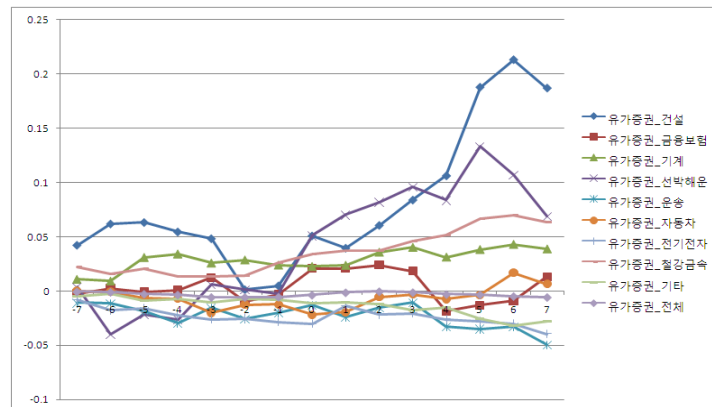
주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

2) 괄호()는 t값임.

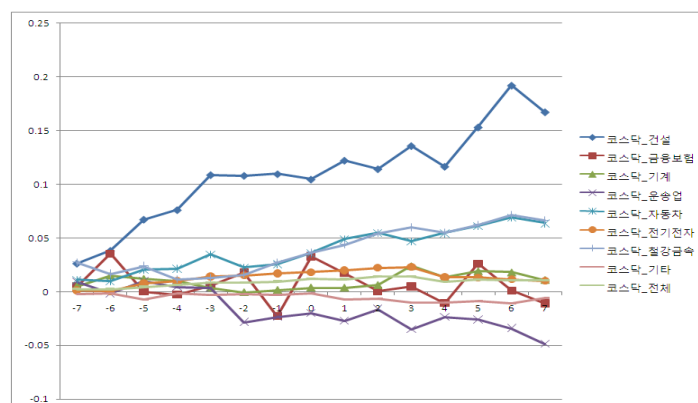
〈그림 1〉 상장기업 전체의 누적평균초과수익률



〈그림 2〉 유가증권기업의 누적평균초과수익률



〈그림 3〉 코스닥기업의 누적평균초과수익률



<표 4>에서 나타난 결과를 보면 회계변경 공시일의 평균초과수익률(AAR) 값은 건설업3.1%, 금융보험업 2.9%, 선박해운업 5.4%로 다른 업종에 비해 높은 값을 보였고, 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 반응을 나타내었다. 철강금속업은 0.9%로 5%수준에서 유의한 양(+)의 반응을 나타냈다. <표 5>의 누적평균초과수익률에서는 공시일에 건설업과 철강금속업이 각각 5%와 1%로 유의한 양(+)의 반응을 나타내었다.

업종별 평균초과수익률을 살펴보면 건설업은 공시 전 7일, 공시일, 공시 후 5일, 공시 후 6일, 공시 후 7일에 평균초과수익률이 1%수준에서 유의한 값을 나타내었고, 공시 전 2일과 공시 후 6일에는 5%수준에서 유의한 값을 나타내었고, 공시 후 3일에는 10%로 유의한 값을 나타내 전체 사건기간 15일 중 8일 동안 유의한 값을 나타냈다. 금융보험업은 공시 전 2일, 공시일, 공시 후 4일에 1%수준에서 유의한 값을 나타내었고, 공시 전 3일에는 5%수준에서 유의한 값을, 공시 후 7일에는 10%수준에서 유의한 값을 나타냈다. 선박해운업은 공시 전 6일, 공시일, 공시 후 5일에서 7일까지 1%수준에서 유의한 값을 나타냈다. 철강금속업은 공시 전 7일, 공시 전 4일, 공시 전 1일에 1%수준에서 유의한 값을 나타냈고, 공시 전 6일, 공시일, 공시 후 5일에 유의한 값을 나타냈다.

기계업, 운송업, 자동차업, 전기전자업은 사건기간동안 공시일 전 후 유의한 값을 나타나는 날이 다른 업종에 비해 비교적 적었다.

누적평균초과수익률(CAAR)에서는 건설업이 사건기간 전체 15일 중 3일을 제외한 날에 유의한 값을 나타내고 있다. <그림 1>부터 <그림 3>을 보면 건설업은 사건기간 중에 다른 업종에 비해 누적평균초과수익률의 값이 공시일 전 후 모두 크고, 특히 코스닥기업에서는 비정상적인 누적평균초과수익률을 보여주고 있어, 공시일의 사건에 의한 반응이라고 볼 수 없다. 선박해운업은 공시 후 1일부터 6일까지 모두 유의한 값을 나타냈고, 철강금속업은 공시 전 4일과 공시 전 3일을 제외한 날에 모두 유의한 값을 나타내고 있다. 누적평균초과수익률의 결과를 보면, 사건기간 동안 건설업, 선박해운업, 철강금속업의 누적수익률의 값이 다른 업종에 비해 상당히 유의한 값을 보여주고 있고, 특히 선박해운업은 건설업과 철강금속업이 공시 전부터 유의한 값을 보이는 것과 달리 공시 후 1일부터 유의한 값을 나타냄을 확인할 수 있다. 공시일 후에 누적평균초과수익률이 유의하게 양(+)의 값을 나타내는 것은 회계변경의 사건의 공시가 선박해운업에서 상당한 호재로 작용한다는 결과를 확인하는 것이다. 선박해운업의 누적수익률을 살펴보면 공시 후 5일까지는 상승하다가 공시일 후 6일부터 하락하는 것으로 나타나고 있다.

회계변경의 공시에 따른 영향에 시장의 다른 사건의 영향을 최대한 제거하여 살펴 보기위해 공시일을 기준하여 네 가지 사건기간으로 나누어 누적평균초과수익률과 공시일의 평균초과수익률을 측정하였다. 이 결과는 <표 6>에서 확인할 수 있다. 공시 3일 이후의 결과를 확인하지 않은 것은 공시 후 3일인 '08년 12월 11일에 한국은행에서 금융통화위원회 회의를 열어 기준금리를 연 4%에서 3%로 1%p를 인하하기로 결정하여, 금리인하로 인한 효과가 혼동되어 나타난 것으로 보았기 때문이다.

〈표 6〉 기간별 누적평균초과수익률

PANEL 1 : 상장기업 전체									
상장기업 전체	건설	금융보험	기계	선박해운	운송	자동차	전자전기	철강금속	기타
CAAR (-7,-1)	0.035 (1.02)	-0.006 (-0.50)	0.013 (1.00)	-0.003 (-0.09)	-0.021 (-1.33)	0.004 (0.36)	0.009 (1.42)	0.027*** (2.70)	-0.006 (-1.17)
CAAR (-2,+2)	0.010 (0.60)	0.009 (0.55)	0.007 (0.73)	0.076** (2.47)	-0.005 (-0.35)	0.017 (1.50)	0.008 (1.12)	0.033*** (3.18)	-0.002 (-0.66)
CAAR (-1,+1)	0.031** (2.37)	0.025*** (2.71)	0.002 (0.22)	0.069*** (2.80)	0.001 (0.16)	0.007 (1.06)	0.006 (1.22)	0.025*** (3.07)	-0.004 (-1.43)
CAAR (0,+2)	0.041* (1.99)	0.027* (1.91)	0.009 (1.07)	0.085*** (2.94)	0.005 (0.51)	0.016* (1.93)	0.006 (1.15)	0.019** (2.35)	-0.004 (-1.21)
AAR (0)	0.031*** (3.14)	0.029*** (4.04)	0.001 (0.22)	0.054*** (3.50)	0.006 (0.77)	-0.001 (-0.18)	0.001 (0.39)	0.009** (2.03)	-0.001 (-0.58)
PANEL 2 : 유가증권 기업									
유가증권 기업	건설	금융보험	기계	선박해운	운송	자동차	전자전기	철강금속	기타
CAAR (-7,-1)	0.005 (0.19)	-0.003 (-0.23)	0.024 (1.40)	-0.003 (-0.09)	-0.020 (-1.11)	-0.012 (-1.17)	-0.029* (-1.82)	0.026** (2.42)	-0.008 (-1.47)
CAAR (-2,+2)	0.012 (0.56)	0.012 (0.96)	0.010 (0.73)	0.076** (2.47)	0.000 (0.00)	0.014 (1.12)	0.004 (0.27)	0.023* (1.78)	-0.002 (-0.38)
CAAR (-1,+1)	0.038** (2.45)	0.030*** (3.21)	-0.005 (-0.48)	0.069*** (2.80)	0.002 (0.12)	-0.007 (-0.92)	0.012 (0.98)	0.023** (1.97)	-0.004 (-0.99)
CAAR (0,+2)	0.056** (2.03)	0.027** (1.98)	0.012 (1.00)	0.085*** (2.94)	0.004 (0.30)	0.007 (0.75)	0.007 (0.53)	0.011 (1.10)	-0.005 (-1.20)
AAR (0)	0.046*** (4.02)	0.024*** (3.47)	-0.001 (-0.18)	0.054*** (3.50)	0.007 (0.66)	-0.010* (-1.91)	-0.002 (-0.24)	0.008 (1.55)	-0.003 (-1.35)
PANEL 3 : 코스닥 기업									
코스닥기업	건설	금융보험	기계	운송	자동차	전기	철강금속	기타	
CAAR (-7,-1)	0.110 (1.08)	-0.023 (-0.99)	0.004 (0.20)	-0.023 (-0.63)	0.026 (1.13)	0.017** (2.47)	0.027* (1.65)	-0.003 (-0.39)	
CAAR (-2,+2)	0.005 (0.21)	-0.005 (-0.06)	0.004 (0.32)	-0.019 (-1.17)	0.020 (1.00)	0.008 (1.10)	0.041*** (2.65)	-0.003 (-0.53)	
CAAR (-1,+1)	0.014 (0.55)	-0.001 (-0.02)	0.007 (0.68)	0.001 (0.10)	0.026** (2.23)	0.005 (0.90)	0.028** (2.33)	-0.005 (-1.03)	
CAAR (0,+2)	0.005 (0.25)	0.023 (0.44)	0.006 (0.54)	0.007 (0.89)	0.029* (1.86)	0.005 (1.02)	0.027** (2.10)	-0.003 (-0.57)	
AAR (0)	-0.005 (-0.47)	0.056** (2.16)	0.002 (0.42)	0.003 (0.43)	0.010 (1.04)	0.001 (0.55)	0.009 (1.37)	0.001 (0.44)	

주1) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

2) 괄호()는 t값임.

사건기간을 나누어 업종별로 초과누적수익률을 살펴보면, 철강금속업은 모든 경우에서 대체적으로 유의한 양(+)의 누적초과수익률을 보여주고 있다. 사건일 전부터 유의한 결과를 보여주고 있으므로, 공시 후 누적초과수익률이 유의한 양(+)의 값을 보이는 것이 공시의 사건으로 인해서 나타나고 있는 것이라고 결론을 내리기는 힘들다. 건설업의 경우 공시 전 7일에서 1일까지의 누적초과수익률이 유의한 값을 보여주지는 않고 있으나, 앞에서 살펴보았듯이 공시 전 사건기간동안 일별로 유의한 양(+)의 수익률과 음(-)의 수익률을 보여주고 있었다. 따라서 7일동안 누적된 공시전 누적초과수익률이 유의한 값을 보여주고 있지 않다고 하여 공시 후의 양(+)의 누적초과수익률이 공시의 사건으로 인해 발생한 것이라고 할 수 없다. 오히려 당시 정부의 ‘4대강 살리기 프로젝트 추진’ 소식 등으로 인해 건설업종에 대한 투자자들의 기대심리가 높아 발생한 결과라고 할 수 있을 것이다.

선박해운업은 공시 후 다른 업종에 비해 상당히 유의한 양(+)의 누적초과수익률을 보여주고 있다. 당시 선박해운업은 막대한 파생상품 평가손실을 입고 있었고, 이로 인해 순이익의 감소와 자본잠식이 우려되었다. 이번 개정에서는 기능통화제 도입 등이 가능함으로써 장부상으로 재무구조를 크게 개선할 수 있게 되어 실적 기대에 도움이 될 것이라는 기대가 컸고 이를 반영한 결과라 할 수 있을 것이다.

2. 기술통계량 및 상관관계 분석

본 연구에서 사용하는 표본기업에 대한 주요 변수의 기술통계량을 <표 7>에 요약하였다.

<표 7> 주요 변수에 대한 기술통계량

	전체표본 (N=1,091)				
	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
EXR	0.3417	0.2374	0.3348	0.0000	1.0000
TAR	0.2877	0.2742	0.1778	0.0000	0.8519
FCDER	0.4295	0.1267	5.1152	0.0000	125.9458
Size	25.6348	25.3252	1.4218	22.2329	31.9149
DAR	0.4673	0.4653	0.2622	0.0124	4.7171

$$\text{주) EXR : 수출비율} = \frac{\text{수출액}}{\text{총 매출액}}$$

$$\text{TAR : 유형자산비율} = \frac{\text{유형자산 총계}}{\text{자산 총계}}$$

$$\text{FCDER : 외화부채비율} = \frac{\text{외화부채 총계}}{\text{부채 총계}}$$

$$\text{Size : 기업규모} = \ln(\text{자산 총계})$$

$$\text{DAR : 부채자산비율} = \frac{\text{부채 총계}}{\text{자산 총계}}$$

회귀분석 시 사용하는 표본기업은 앞에서 일별 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 살펴볼 때의 표본기업에서 KIS-VALUE에서 유형자산 데이터를 확인할 수 없는 금융업종과 사건일 전후에 비정상적인 초과수익률을 보인 건설업종을 제외한 1,091개의 기업이다. 독립변수인 표본기업 수출비율의 평균은 34.17%였으며, 유형자산비율의 평균은 28.77%, 외화부채비율의 평균은 42.95%이다. 또한 통제변수인 기업규모의 자연로그 값의 평균은 25.63이며, 부채자산비율의 평균은 46.73%이다. 연구대상기간동안 초과수익률에 영향을 미칠 것이라고 예상되는 변수간의 상관관계는 <표 8>에서 보는 바와 같다. 상장기업 전체 그리고 유가증권기업과 코스닥기업으로 나누어 살펴봤을 때, 통제변수인 기업규모 변수(Size)는 독립변수인 유형자산비율(TAR)과 부채자산비율(DAR)과 높은 상관관계를 보여주고 있다. 또한 통제변수인 부채자산비율(DAR)과 독립변수인 유형자산비율(TAR)이 높은 상관관계를 보여주고 있다. 그러나 독립변수들 간 상관관계는 높지 않은 것으로 나타나고 있다.

<표 8> 변수들 간의 상관관계

PANEL 1 : 상장기업 전체										
	AAR (0)	CAR (-7, -1)	CAR (-2, +2)	CAR (-1, +1)	CAR (0, +2)	EXR	TAR	FCDER	Size	DAR
EXR	0.064 (0.03)	0.019 (0.53)	0.048 (0.11)	0.064 (0.03)	0.090 (0.01)	1				
TAR	-0.010 (0.15)	-0.043 (0.17)	-0.045 (0.13)	-0.041 (0.18)	-0.005 (0.88)	0.044 (0.14)	1			
FCDER	-0.056 (0.063)	-0.026 (0.38)	-0.049 (0.10)	-0.032 (0.30)	-0.033 (0.28)	-0.033 (0.27)	-0.031 (0.30)	1		
Size	0.222 (<0.0001)	0.008 (0.79)	0.152 (<0.0001)	-0.032 (0.30)	-0.033 (0.28)	-0.033 (0.27)	0.261 (<0.0001)	-0.016 (0.60)	1	
DAR	0.027 (0.37)	-0.065 (0.03)	0.026 (0.39)	0.033 (0.27)	0.057 (0.06)	0.019 (0.53)	0.166 (<0.0001)	0.010 (0.74)	0.070 (0.02)	1
PANEL 2 : 유가증권 기업										
	AAR (0)	CAR (-7, -1)	CAR (-2, +2)	CAR (-1, +1)	CAR (0, +2)	EXR	TAR	FCDER	Size	DAR
EXR	0.098 (0.04)	-0.043 (0.035)	0.068 (0.14)	0.087 (0.06)	0.131 (0.01)	1				
TAR	-0.008 (0.87)	-0.029 (0.54)	-0.029 (0.53)	-0.036 (0.44)	-0.015 (0.76)	-0.038 (0.42)	1			
FCDER	-0.088 (0.06)	-0.037 (0.42)	-0.087 (0.06)	-0.048 (0.30)	-0.055 (0.24)	-0.060 (0.20)	-0.064 (0.17)	1		
Size	0.451 (<0.0001)	0.100 (0.03)	0.320 (<0.0001)	0.318 (<0.0001)	0.309 (<0.0001)	0.159 (0.01)	0.191 (<0.0001)	-0.060 (0.20)	1	
DAR	0.201 (<0.0001)	-0.004 (0.94)	0.122 (0.01)	0.136 (0.01)	0.142 (0.01)	0.056 (0.23)	0.171 (0.01)	0.021 (0.65)	0.068 (0.15)	1

〈표 8〉 변수들 간의 상관관계 (계속)

PANEL 3 : 코스닥 기업										
	AAR (0)	CAR (-7, -1)	CAR (-2, +2)	CAR (-1, +1)	CAR (0, +2)	EXR	TAR	FCDER	Size	DAR
EXR	0.046 (0.25)	0.054 (0.18)	0.039 (0.33)	0.051 (0.20)	0.067 (0.09)	1				
TAR	0.001 (0.98)	-0.030 (0.44)	-0.054 (0.17)	-0.042 (0.30)	0.007 (0.87)	0.096 (0.02)	1			
FCDER	-0.035 (0.38)	-0.035 (0.39)	-0.013 (0.74)	-0.043 (0.29)	-0.003 (0.95)	0.037 (0.36)	-0.008 (0.84)	1		
Size	0.152 (0.01)	0.021 (0.61)	0.083 (0.04)	0.093 (0.02)	0.132 (0.01)	0.116 (0.01)	0.184 (<0.0001)	0.009 (0.83)	1	
DAR	-0.049 (0.22)	-0.088 (0.03)	-0.012 (0.77)	-0.009 (0.81)	0.021 (0.60)	0.002 (0.97)	0.174 (<0.0001)	-0.003 (0.95)	0.130 (0.01)	1

주) 괄호()는 p값임

3. 회귀분석

본 연구에서는 누적평균초과수익률에 영향을 미칠 것이라고 예상되는 독립변수를 수출비율(EXR), 유형자산비율(TAR), 외화부채비율(FCDER)로 하고, 통제변수를 기업규모(Size), 부채자산비율(DAR), 업종(Industry)으로 하여 회귀분석을 실시하였다. 금융업종은 KIS-VALUE 데이터에서 유형자산을 확인할 수 없어 회귀분석시 제외하였고, 건설업종은 사건일 전부터 초과수익률이 다른 업종에 비해 비정상적인 움직임이 있어 제외하였다. 회귀분석은 상장기업 전체, 유가증권기업, 코스닥기업으로 나누어 검증하였다.

회계변경의 공시에 대한 시장의 반응에 영향을 미치는 변수를 살펴보기 위한 회귀분석의 결과는 <표 9>와 같다.

공시일 전 7일에서 1일까지의 누적평균초과수익률을 종속변수로 하였을 때는, 어떤 독립변수도 유의적이지 않았다. 표본기업을 상장기업전체와 유가증권기업과 코스닥기업으로 나누어 살펴보았을 때도 같은 결과를 보인다.

공시일 전 후 기간을 달리하여 살펴보았을 경우에는 전체적으로 유가증권기업의 경우 모델의 설명력이 높았으나, 코스닥기업의 경우 모델의 설명력이 떨어졌다. 또한 누적평균초과수익률을 종속변수로 하였을 때, 상장기업 전체와 유가증권기업에서 유형자산비율(TAR)이 5% 또는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미쳤다. 공시일 전 2일에서 공시일 후 2일까지의 누적평균초과수익률을 종속변수로 하였을 때는 상장기업 전체와 유가증권 기업에서 외화부채비율(FCDER)이 10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미쳤다.

〈표 9〉 실증분석 결과

모형 : AAR_t or $CAAR_{(t1,t2)} = \beta_0 + \beta_1 EXR + \beta_2 TAR + \beta_3 FCDE + \beta_4 Size + \beta_5 DAR + \beta_6 Industry + \epsilon$

		EXR	TAR	FCDE	R ²	F-value
CAAR (-7, -1)	상장기업 전체	-0.00208 (-0.19)	-0.03011 (-1.50)	-0.00059 (-0.89)	0.017	1.70
	유가증권 기업	-0.015835 (-1.08)	-0.03567 (-1.38)	-0.00035 (-0.64)	0.043	1.85
	코스닥 기업	0.01020 (0.65)	-0.03419 (-1.14)	-0.00614 (-0.95)	0.023	1.42
		EXR	TAR	FCDE	R ²	F-value
CAAR (-2, +2)	상장기업 전체	-0.00167 (-0.17)	-0.06102*** (-3.47)	-0.00098* (-1.69)	0.048	4.93
	유가증권 기업	-0.00987 (-0.78)	-0.05622** (-2.51)	-0.00086* (-1.81)	0.143	6.81
	코스닥 기업	0.00608 (0.44)	-0.05857** (-2.21)	-0.00233 (-0.41)	0.025	1.55
		EXR	TAR	FCDE	R ²	F-value
CAAR (-1, +1)	상장기업 전체	0.00136 (0.18)	-0.04555*** (-3.40)	-0.00048 (-1.09)	0.051	5.28
	유가증권 기업	-0.00532 (-0.53)	-0.04753*** (-2.69)	-0.00039 (-1.04)	0.148	7.13
	코스닥 기업	0.00786 (0.75)	-0.04124** (-2.07)	-0.00505 (-1.18)	0.029	1.86
		EXR	TAR	FCDE	R ²	F-value
AAR (0)	상장기업 전체	0.00054 (0.13)	-0.02080*** (-2.67)	-0.00049** (-1.89)	0.067	7.09
	유가증권 기업	-0.00332 (-0.59)	-0.03113*** (-3.13)	-0.00040** (-1.87)	0.265	14.72
	코스닥 기업	0.00454 (0.75)	-0.00682 (-0.60)	-0.00238 (-0.97)	0.031	2.01
		EXR	TAR	FCDE	R ²	F-value
CAAR (0, +2)	상장기업 전체	0.00820 (1.06)	-0.03178** (-2.27)	-0.00048 (-1.05)	0.050	5.15
	유가증권 기업	0.00472 (0.44)	-0.03721** (-1.97)	-0.00041 (-1.01)	0.140	6.66
	코스닥 기업	0.01178 (1.09)	-0.02024 (-0.99)	-0.00068 (-0.16)	0.028	1.75

주1) 괄호()는 t값임.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

수출비율(EXR)은 어떤 경우에도 누적평균초과수익률을 설명하지 못했다.

특이할 만한 사항은 유가증권기업의 경우 공시일 전후 기간을 달리해 살펴보았을 때, 모델의 설명력을 나타내주는 R^2 값이 상당히 높다는 것이다. “주가/이익” 관계를 연구한 논문들에서 사건기간을 짧게 한 사건연구에서는 R^2 가 2~5%이고 사건기간을 길게 한 상관연구에서도 R^2 가 4~7%정도로 일반적으로 10%를 초과하지 않는다. 그러나 본 연구의 회귀분석에서는 유가증권기업의 경우 공시당일의 평균초과수익률의 경우에는 R^2 가 26.5%, 공시 전후의 누적평균초과수익률의 경우에는 약 14%의 설명력을 가지고 있다.

이번 연구의 결과를 종합해 보면, 이번 회계기준 개정으로 인해 유가증권기업에서는 업종별로 반응이 다름을 확인할 수 있다. 유가증권기업에서의 업종별 초과수익률을 살펴보았을 때, 금융보험업, 선박해운업, 철강금속업이 회계기준 개정의 공시 후 유의한 양(+)의 결과를 보였다. 그러나 코스닥기업의 경우 업종별 반응이 철강금속업의 경우를 제외하고는 특이한 변화가 없었다. 특히, 선박해운업의 경우 회계변경의 사건의 공시가 상당한 호재로 작용한다는 것을 확인할 수 있었는데, 이는 ‘기능통화 제도’의 도입과 같은 업종의 경제적인 실질을 더 잘 반영하는 방향으로 회계기준을 적용할 수 있게 되었기 때문에 시장에서 긍정적인 반응을 보인 것이라고 추측해 볼 수 있다.

회귀분석에서는 모든 경우에 유가증권기업이 모델의 설명력이 높은 것으로 나타났다. 이는 코스닥기업보다 유가증권기업에서 이번 회계기준 변경에 따른 시장의 반응이 높다는 것을 의미한다.

한국채택국제회계기준은 2007년 11월에 제정·공포되어 상장기업에 대해서 2011년부터 전면 적용될 예정이다. 이번 회계기준 개정에서는 국제회계기준 중에서 기업의 재무제표 개선에 도움을 줄 수 있는 사항을 조기 도입하는 것이다. 수출이 많은 기업은 주된 경제활동이 외화를 기준으로 일어나게 되는데, 외화위험에 대한 회피수단의 지정을 금융상품까지 확대할 수 있는 등 환손실의 부담이 감소하는 방향으로 회계기준이 개정이 되어 수출기업의 실적에 도움이 될 것이다. 이에 수출 비중이 높은 기업은 이번 회계기준 개정으로 인해 시장에서 긍정적인 반응을 보일 것이라고 예상하였으나 유의한 반응을 보이지 않아 <가설 1>을 지지하지 못하고 있다. 이번 회계기준 개정이 수출이 많은 기업에게 좀 더 호재로 작용하지 않음을 확인할 수 있다.

한국채택국제회계기준은 자산재평가를 허용하는데, 이번 회계기준 개정에서는 자산재평가의 조기도입을 허용하고 있다. 본 연구에서는 유형자산 비율이 높은 기업이 자산재평가를 통해 유형자산의 가치를 현실화함으로써 기업의 재무구조를 개선시킬 수 있는 기대가 반영이 되어 이번 개정에 긍정적인 반응을 보일 것이라고 예상을 했다. 그러나 유형자산비율은 누적초과수익률과 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보여 <가설 2>와 반대의 결과를 확인하였다. 이는 자산재평가를 조기에 도입할 수 있는 이번 회계기준의 개정이 시장에 부정적인 신호임을 나타낸다. 이는 전영준·정도진(2009)의 연구 결과와도 일치한다.

전영순·정도진(2009)은 유가증권거래소 상장기업을 대상으로 국제회계기준의 도입과정에서 중요한 이정표가 되는 사건이 일어난 시점의 주가반응을 연구하였다. 국내 자본시장의 투자자들은 국제회계기준의 도입에 대하여 국제회계기준의 구체적인 내용에 따라 차별화된 반응을 보이는데, 공정가치 평가대상인 파생상품자산과 유형자산 및 영업권의 비중이 높은 기업에 대하여 자본시장은 부정적으로 반응하였다. 이는 공정가치 평가를 위한 인프라가 갖추어지지 않은 상황에서 공정가치중심의 국제회계기준 도입은 오히려 회계정보의 신뢰성을 훼손할 수 있다는 자본시장의 우려를 반영한 결과로 해석하였다.

한국채택국제회계기준이 2007년 11월에 제정·공포가 되었고 2011년 상장기업에 대해서 전면 적용될 것이다. 한국채택국제회계기준에서는 자산재평가가 허용이 되었고, 이에 대한 정보는 시장에서 이미 알고 있었기 때문에 자산재평가로 인한 기업의 유형자산의 공정가치 정보는 이미 주가에 반영이 되었다고 추측할 수 있다. 본 연구에서는 자산재평가가 예정보다 조기도입이 가능한 이번 회계개정의 개정이 정보가 시장에 어떤 영향을 미치는지 확인하고자 하였다. 연구 결과, 자산재평가 조기도입이 가능함이 시장에 부정적인 영향을 미침을 확인하였다. 이는 전영순·정도진의 연구 결과를 재확인 하는 것으로, 이는 공정가치 평가를 위한 인프라가 갖추어지지 않은 상황에서 공정가치 평가도입이 회계정보의 신뢰성을 훼손할 수 있다는 자본시장의 우려를 반영한 결과이다.

외화부채가 많은 기업이 이번 회계기준 개정을 적용하게 되면 환손실로 인한 부담이 완화됨으로써 재무지표 개선에 큰 효과가 있을 것으로 기대되어 시장에서 좋은 뉴스로 받아들여질 것이라고 예상하였으나, 시장은 오히려 유의한 음(-)의 반응을 보여주어 <가설 3>과 반대의 결과를 확인할 수 있었다. 이는 회계개정을 적용하여 재무지표를 개선하게 되더라도 외화부채비율이 많다는 것이 시장에서는 여전히 좋지 않은 정보로 받아들여지고 있음을 확인하는 것이다. 즉 회계기준이 변경되어 재무지표의 개선이 나타났다고 하더라도 실질의 변화가 없는 회계정보의 변화만으로는 시장에서 좋은 정보가 될 수 없다는 것을 나타냈다.

VII. 결 론

미국에서 시작된 글로벌 금융위기는 금융기관뿐만 아니라 기업에 대한 신용위기로 번져가 세계 금융시장과 실물경제를 심각한 침체에 빠뜨렸다. 이에 따라 세계주요국들은 글로벌 금융위기를 극복하기 위해 각종 대응방안을 준비하였다.

우리나라의 금융당국은 2008년 12월에 국내에서의 경제위기 극복을 지원하기 위해 ‘기업 및 금융기관에 대한 회계부담 완화대책’ 추진의 일환으로 회계기준 개정을 추진하였다. 이번 개정의 기본방향은 상장기업과 비상장 대기업이 2011년 도입예정인 국제회계기준 중 재무제표 개선에 도움이 되는 사항의 조기도입을 기본 내용으로 하는 것이다.

본 연구에서는 회계기준 개정의 공시에 대한 시장반응을 사건연구를 통하여 상장 기업전체와 유가증권기업 그리고 코스닥기업으로 분리하여 업종별로 반응의 차이를 확인하였다. 또한 시장 반응에 영향을 미칠 수 있는 기업 특성을 살펴보고자, 사건기간 전후의 초과누적수익률을 종속 변수로 하고 시장반응에 영향을 미칠 수 있을 것이라 예상되는 기업 특성을 독립변수로 하여 연구모형을 설정하고 결과를 확인하였다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 회계기준 개정으로 인한 시장의 반응은 선박해운업의 경우 초과누적수익률이 공시일 후 유의한 양(+)의 반응을 확인하였다. 이는 이번 회계기준 개정이 선박해운업의 경우 경제적인 실질을 더 잘 반영하는 방향으로 개선이 되었기 때문에 시장에서 긍정적인 반응을 보인 것이라 할 수 있다. 다른 업종의 경우 공시 전부터 유의한 반응을 나타내거나 공시 전후 유의한 반응이 없어, 이번 공시로 인한 반응을 확인할 수 없었다.

둘째, 유형자산의 비율이 높은 기업의 경우 누적초과수익률이 유의한 음(-)의 반응을 나타내었다. 이번 회계기준 개정이 유형자산재평가를 허용하게 됨에 따라 유형자산 비율이 높은 기업의 경우 재평가를 통해 부채비율 감소 등 재무지표 개선이 가능하게 되어 양(+)의 반응이 나타날 것이라고 기대하였으나, 시장의 반응은 오히려 유의한 음(-)의 반응을 보였다. 한국채택국제회계기준이 2007년 11월에 제정·공포가 되었고 2011년 상장기업에 대해서 전면 적용될 것이다. 한국채택국제회계기준에서는 자산재평가가 허용이 되었고, 이에 대한 정보는 시장에서 이미 알고 있었기 때문에 자산재평가로 인한 기업의 유형자산의 공정가치 정보는 이미 주가에 반영이 되었다고 추측할 수 있다. 본 연구에서는 자산재평가가 예정보다 조기도입이 가능한 이번 회계개정의 개정이 정보가 시장에 부정적인 영향을 미침을 확인하였다. 이는 전영순·정도진의 연구 결과를 재확인 하는 것으로, 이는 공정가치 평가를 위한 인프라가 갖추어지지 않은 상황에서 공정가치 평가도입이 회계정보의 신뢰성을 훼손할 수 있다는 자본시장의 우려를 반영한 결과이다.

셋째, 기업의 외화부채 비율이 높을수록 회계기준 개정의 공시 이후 누적초과수익률이 유의한 음(-)의 반응을 확인하였다. 이는 이번 개정으로 인해 환손실이 개선이 된다고 하여도 외화부채 비율이 높다는 것은 여전히 시장에서 좋지 않은 정보로 작용하고 있음을 확인할 수 있는 것이다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다.

첫째, 주가에 영향을 미치는 정보는 매우 포괄적이고 다양하나, 사건기간 동안 회계기준 개정의 공시 사건 이외에의 시장의 다른 사건을 완벽히 통제할 수 없었다. 본 연구에서는 회귀분석 시에 사건기간을 짧게 하고, 다른 업종에 비해 비정상적인 움직임을 보인 건설업을 제외하여, 노이즈 문제를 통제하고자 하였다.

둘째, 회계변경으로 인한 시장의 반응에 영향을 주는 변수는 본 연구에서 독립변수로 설정한 변수 이외에 다른 많은 변수들이 있을 수 있다. 이로 인하여 생략된 변수문제(omitted variable problem)가 존재할 수 있다는 점이다.

참고문헌

- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최 관 · 한봉희. 2003. 「자본시장에서의 회계정보 유용성」. 신영사.
- 김권중. 1998. “베타 및 시장위험프리미엄 측정과 시장수익률 대응치의 선택”. 회계학연구 제23권 제4호 : 139 - 159.
- 김지홍 · 고윤성. 2002. “회계방법 변경 동기에 따른 주가 반응에 관한 연구”. 세무와회계저널 제3권 1호 : 219 - 246.
- 김찬웅 · 김경원. 1997. “사건연구에서의 주식성과 측정”, 증권학회지 제20호 : 310 - 327.
- 송인만 · 최 관. 1992. “회계변경의 이익유연화 현상과 주가 반응”, 회계학연구 제14호 : 221 - 246.
- 신현걸. 2008. “국제회계기준 도입에 따른 토지의 공정가치 모형의 가치관련성”. 세무와회계저널 제9권 3호 : 285 ~ 311.
- 심충진 · 이준규. 2002. “자산재평가에 대한 시장의 반응”, 세무학연구 제19권 제2호 : 161 ~ 179.
- 이성규. 1985. “우리나라 증권시장에 있어서 회계방법의 변경이 주가에 미치는 영향에 관한 연구”. 증권학회지 제7호 : 119 ~ 163.
- 이준규 · 신승묘. 2003. “감가상각방법의 변경에 대한 시장반응”. 세무학연구 제20권 제3호 : 35 ~ 55.
- 이지현. 2010. “국제금융위기에 대응한 회계기준 개정의 시장반응 연구”, 아주대학교 대학원 경영학 석사 학위논문.
- 장지인 · 전영순. 2003. “가결산결과의 사전공시 현황 및 공시기업의 특성과 주가반응의 선점효과”. 회계학연구 제28권 제1호 : 79 ~ 107.
- 전영순 · 정도진. 2009. “국제회계기준의 도입에 대한 주가반응”. 회계와 감사연구 제 49호 : 1 ~ 38.
- 정형찬. 1997. “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안”. 재무관리연구 제14권 제2호 : 273 ~ 312.
- 한국경제연구원. 2009. 「국제회계기준 도입의 영향과 기업 대응방안」. 한국경제연구원.
- 한국회계기준원. 2009. 「외화환산 등 회계기준 개정 설명회 발표 자료집」.
- Ball, R. and S. P. Kothari. 1991. "Security Returns Around Earnings Announcements". *The Accounting Review* (October) : 718 - 738.
- Ball, R. and P. Brow. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". *Journal of Accounting Research* 6(Autumn) : 159 ~ 178.
- Brown, S and J. Warner. 1980. "Measuring Security Price Performance". *Journal of Financial Economics* 8 : 205 ~ 258.

Market Response to the Revision of Accounting Standards with Respect to Global Financial Crisis

Ji Hyun Lee* · Kwang-yoon Kim**

— <Abstract> —

This study examines stock market response to the revision of accounting standards with respect to global financial crisis by event study methodology using the Korean Stock Exchange data. We first measure the differences of abnormal return among industries. Moreover we investigate the relations between company's characteristics and abnormal return.

The empirical results are as follows :

First, investor responses to the revision of accounting standards are likely to be positive for shipbuilding industry and marine transportation industry. These companies have advantages of revised accounting standards to show their true reflection of economic substance on the financial statements. The other industries have not reacted to the revision of accounting standards significantly.

Second, investor responses to announcement are negative for firms with higher tangible asset ratio. Under the revised accounting standards, the fair value measurement of tangible asset is allowed. The current stock prices have already included the fair value information of tangible assets. Thus this results suggest that investors react negatively to early adoption of fair value measurement for the tangible asset. Fair value measurement can reduce usefulness of accounting information in the absence of the infrastructure to determine fair value. This result shows investors' such concern.

Third, investor responses to announcement are negative for firms with higher foreign debt ratio. This results suggest that higher foreign debt ratio is still considered as a bad information to investors even though the revision of accounting standards could reduce foreign translation losses on financial statements.

<Key words> global financial crisis, revision of accounting standards, event study methodology

* Master of Arts in Business, Graduate School, Ajou University, prime author.

** Professor, Business School, Ajou University, corresponding author.