

세무회계저널

제13권 제2호 2012년 6월 pp.297~325

한국세무학회

국제회계기준의 기업가치 관련성에 관한 연구*

- 조기도입 기업을 대상으로 -

최해동** · 김광윤***

— <요 약> —

본 논문에서는 Ohlson(1995)과 Feltham and Ohlson(1995)의 기업가치평가모형을 각각 이용하여 국제회계기준이 종전의 회계기준에 비해 추가 설명력이 더 우수한지 여부를 2009년과 2010년에 걸쳐 국제회계기준을 조기 도입한 기업의 사례를 통해 실증적으로 규명하고자 한다. 국제회계기준을 적용하여 재무제표를 공시할 경우 해당연도 재무제표뿐만 아니라 비교표시되는 직전연도 재무제표도 국제회계기준을 적용하여 변환하여 공시해야 하므로, 동일한 기업의 동일한 회계연도에 대해 다른 회계기준을 적용하여 산출된 재무제표를 직접 비교할 수 있다.

본 실증연구에서는 국제회계기준이 모든 상장회사에 의무적으로 적용되는 2011년 이전인 2009년과 2010년에 국제회계기준을 조기 도입한 61개 기업 중에서 일정 기준을 충족하는 50개 기업을 표본으로 선정하여 회귀분석을 하였으며, 분석결과 도출된 주요 결론은 다음과 같다. 첫째, 순장부가치와 순이익은 그 자체로서 기업가치에 추가적인 설명력을 제공하나, 순영업자산은 기업가치에 추가적인 설명력을 제공하지 못하였다. 둘째, 국제회계기준을 적용한 재무정보(순장부가치, 순이익, 순영업자산)는 종전 회계기준을 적용한 재무정보에 비해 기업가치에 추가적인 설명력을 제공하지 못하였다. 이러한 결과는 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 분석을 하든 Feltham and Ohlson(1995) 모형을 이용하여 분석을 하든 동일하였다.

국제회계기준이 추가적인 기업가치 관련성을 제공하지 못 한다는 결론은 우리나라의 경우 국제회계기준을 전면적으로 도입하기 이전에도 이미 국제회계기준의 내용을 상당한 정도로 도입하고 있었다는 사실에 의해 설명될 수도 있을 것이다. 즉, 국제회계기준 재무정보의 기업가치 추가 관련성이 없는 것이 아니라, 우리나라의 경우 이미 국제회계기준의 내용을 상당한 정도로 도입하고 있어 도입의 효과가 상대적으로 미미하다고 할 수도 있다.

한편 본 연구는 국제회계기준을 조기도입한 50개 기업을 대상으로 진행되어 자기선택 편의

* 이 연구는 주저자의 석사학위논문(2012)에 기초하고 있으며, 논문심사교수님과 익명의 학술지 심사위원님들께 깊이 감사드린다.

** 한국수자원공사 해외사업처 차장, 공인회계사, chdchd@hanmail.net, 주저자

*** 아주대학교 경영대학 교수, kimkyn@ajou.ac.kr, 교신저자

(self-selection bias)가 존재할 수 있다. 그러므로 국제회계기준이 모든 상장회사에게 의무적으로 도입되는 2011년 이후의 재무자료를 이용하여 보다 심층적으로 분석하여야 국제회계기준의 추가적인 기업가치 설명력을 보다 정확히 파악할 수 있을 것으로 판단된다.

〈주제어〉 국제회계기준, 기업가치, 조기도입 기업, Ohlson 모형, Feltham and Ohlson 모형

I. 서 론

그 동안 우리나라는 국제사회에서 국제회계기준과 다른 기준을 사용하는 나라로 분류되어 대외 신뢰도 확보에 어려움이 있어 왔다가, 2007년 3월 15일 국제회계기준도입준비단¹⁾에서 국제회계기준 전면 도입을 선언하였다. 국제회계기준은 공정가치평가를 강조하고, 연결재무제표를 주 재무제표로 하며, 거래의 실질에 맞는 회계처리방법을 규정하고 있어 종전의 기업회계기준보다 재무정보 이용자에게 더 유용한 정보를 제공할 수 있으리라 기대된다. 본 논문에서는 Ohlson(1995)의 기업가치평가모형과 Feltham and Ohlson(1995)의 기업가치평가모형을 이용하여 국제회계기준이 종전의 회계기준에 비해 주가 설명력이 더 우수한지 여부를 2009년과 2010년에 걸쳐 국제회계기준을 조기 도입한 기업의 사례를 통해 실증적으로 규명하고자 한다.

우리나라는 2011년부터 모든 상장사가 국제회계기준을 적용하여 재무제표를 작성하여야 하며, 원하는 기업은 2009년부터 조기 적용도 가능하다. 이에 따라 2009년에 STX팬오션, KT&G 등 14개사(유가증권상장 7사, 코스닥 7사), 2010년에 삼성, LG 등 47개사(유가증권상장 26사, 코스닥 21사)가 IFRS 조기도입을 선언했다.(금융감독원, 알기쉬운 국제회계기준 2010, 129) 국제회계기준을 적용하여 재무제표를 공시할 경우 당해연도 재무제표뿐만 아니라 비교표시되는 직전연도 재무제표도 국제회계기준을 적용하여 변환하여 공시해야 한다. 따라서 2010년에 국제회계기준을 도입한 기업의 경우 종전의 회계기준을 적용하여 이미 공시한 2009년 재무제표를 국제회계기준을 적용하여 재작성하여 공시해야 하므로, 2009년 재무제표의 경우 동일한 기업에 대해 종전의 회계기준을 적용하여 공시한 재무제표와 국제회계기준을 적용하여 공시한 재무제표 모두 입수 가능하다. 마찬가지로 2009년에 국제회계기준을 도입한 기업의 경우 2008년 재무제표의 경우 동일한 기업에 대해 종전의 회계기준을 적용하여 공시한 재무제표와 국제회계기준을 적용하여 공시한 재무제표 모두 입수 가능하다. 본 논문에서는 동일한 기업의 동일한 회계연도에 대해 다른 회계기준을 적용하여 산출된 재무제표를 직접 비교할 수 있는 흔치 않은 기회를 활용하여 서로 다른 회계기준에 대한 직접 비교를 시도하고자 한다.

본 논문은 서로 다른 회계기준의 주가 설명력을 비교하기 위해 자본시장 회계연구(market-based accounting research : MBAR)에서 널리 사용되고 그 효용성이 검증된 Ohlson(1995)의 기

1) 금융감독위원회, 재정경제부, 한국회계기준원, 한국회계학회, 한국공인회계사회 등으로 구성

업가치평가모형과 Feltham and Ohlson(1995)의 가치평가모형을 사용한다. Ohlson(1995)의 기업가치평가모형에서는 주가의 설명 변수로 순장부가치와 순이익을 제시하고 있으며, Feltham and Ohlson(1995)의 기업가치평가모형에서는 순장부가치, 순이익, 순영업자산을 제시하고 있어 재무제표에 제시된 회계정보를 직접 사용하여 기업가치를 평가하는 것이 가능하다. 국제회계기준의 도입으로 기업의 재무정보에 변동이 예상되며, 변동된 회계정보가 종전의 회계정보보다 주가 설명력이 우수할 경우에 국제회계기준 도입의 정당성이 확보될 것이다.

II. 선행연구

한봉희(2006)는 우리나라가 1999년에 국제회계기준과의 정합성을 고려하여 기본적으로 이와 일치하게 개정 한 이후 연구개발 지출의 회계처리에 관련된 항목들의 가치관련성이 변동하였는지를 실증적으로 분석하였다. 새로운 기준 하에서 연구개발 지출의 자본화는 보다 엄격히 제한되었는데 이로 인해 연구개발 지출 중 자본화되는 부분은 축소되었으며 비용처리되는 부분은 확대되었다. 검증 결과, 1999년의 기준 개정 이후 연구개발비의 가치관련성은 이를 전액 비용처리한 기업의 경우 그다지 변하지 않았으나, 부분적으로라도 자본화한 기업의 경우 자본화한 부분과 비용처리한 부분 모두 상승하였다. 결과적으로 1999년 이후로 자본화된 연구개발비의 가치관련성은 전액이든 부분적으로든 비용처리된 연구개발비에 비해 높게 되었다.

신현걸(2008)은 K-IFRS이 적용될 경우 공정가치 평가대상이 되는 비화폐성자산 중 규모가 크고 공정가치의 대용치를 수집하는데 어려움이 상대적으로 적은 토지를 대상으로 하여 공정가치와 장부금액의 차이가 주가 관련성에 추가적인 설명력을 제공하는지 분석하였다. 분석 결과 토지의 공시지가(공정가치)와 장부금액의 차이는 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다. 이러한 분석결과에 대하여 토지의 공정가치 정보가 자본시장에서 유용하지 않은 정보라고 해석하기 보다는 주식으로 공시되는 토지의 공정가치 정보가 이미 주가에 상당부분 반영되어 있다고 해석하는 것이 타당하다고 결론을 내리고 있다.

강선민 외(2009)는 2005년에 최초로 국제회계기준을 도입한 170개 영국기업과 432개 호주기업을 대상으로 국제회계기준 도입의 영향을 분석하였다. 연구결과 국제회계기준 도입으로 영국과 호주기업들의 자산, 부채, 자본 및 이익 수치는 상당한 변동이 있었으며, 소기업에 비해 대기업의 경우 국제회계기준 도입의 영향이 크게 나타났다. 자본항목의 변동에 대해 살펴보면, 유형자산과 투자자산에 대한 손상평가의 엄격한 적용 및 충당부채 인식의 확대는 이익잉여금을 감소시키는 효과가 있다. 반면에 무형자산 인식기준의 완화 및 영업권의 상각폐지는 비용 인식을 감소시켜 이익잉여금의 증가를 초래하게 된다. 결국 영국과 호주에서 국제회계기준의 도입은 자본을 증가시키는 유인과 감소시키는 유인을 모두 갖고 있는데 그 효과를 종합할 때 전반적으로

자본총계는 영국에서 다소 증가한 경향이 있었으나, 호주에서는 그다지 변동하지 않았다. 이익의 변동을 살펴보면, 국제회계기준의 도입으로 영국기업의 당기순이익은 전반적으로 1%~5% 정도 증가하였다고 할 수 있으며, 호주의 경우 당기순이익이 전반적으로 증가하긴 하였으나 그 정도는 0%~1% 수준으로 미미하였다.

박선영 외(2010)는 STX팬오션의 국제회계기준 도입에 관한 사례를 연구하였다. 재무상태 분석결과 연결범위 확대, 자산의 인식요건 완화 등에 의하여 STX팬오션의 자산총계, 부채총계, 자본총계는 모두 증가하였다. 경영성과 분석결과 종전회계기준의 영업외손익 중 금융수익, 금융비용, 금융자산·부채 관련 외환손익, 관계회사지분법손익을 제외한 영업외손익이 기타영업손익으로 재분류되면서 국제회계기준 적용시 영업이익은 감소한 것으로 나타났다. 당기순이익은 연결범위 확대로 해외 종속회사의 실적이 포괄손익계산서에 포함되면서 증가하였다. 또한 회계추정의 변경, 확정급여부채의 보험수리적 평가, 이연법인세 적용범위의 차이 등으로 인하여 이익이 증가하였다.

심호식 외(2010)는 담배제조기업의 국제회계기준 도입 효과를 연구하였다. 국제회계기준 도입으로 자본 및 당기순이익이 각각 854억원(35,398억원→34,544억원) 및 448억원(8,943억원→8,495억원) 감소하였다.

오문성 외(2010)는 2009 조기도입기업을 대상으로 K-IFRS의 적용이 재무제표의 구성요소인 장부가치와 이익가치의 추가설명력을 변화시켰는지에 대해 살펴봄으로써 K-IFRS의 도입이 재무제표의 유용성을 증가시켰는지를 확인하였다. 연구 결과 K-IFRS에 의해 작성된 연결재무제표와 개별재무제표 모두 기존 기업 회계기준에 의한 회계정보에 비해 추가설명력이 높아졌다는 증거를 발견하지 못하였다. 둘째, 포괄 손익계산서 상의 포괄이익과 당기순이익의 차이변수를 고려한 결과, 포괄이익이 당기순이익에 대해 추가적인 추가설명력을 보이지 않았다. 셋째, K-IFRS 도입시기별로 구분하여 분석한 결과, K-IFRS를 적용한 이후 정보가 누적될수록 회계정보의 가치관련성이 증가하고 있음이 관찰되었다. 네째로, 추가분석에서는 대응표본 및 K-IFRS 미도입기업으로 표본을 구성하여 K-IFRS 조기도입기업과 회계정보의 가치관련성을 횡단면적으로 비교한 결과, K-IFRS 조기도입기업의 추가설명력이 대응표본보다는 낮았으나 전체 미도입기업에 비해서는 더 높게 나타났다.

문현주(2011)는 K-IFRS를 조기도입한 국내 상장기업을 대상으로 이익지속성(earnings persistence) 차이를 K-GAAP과 비교분석하였다. 표본선정은 2009년도와 2010년도에 K-IFRS를 조기도입한 유가증권상장기업 32개 기업을 표본으로 하고 이에 대응되는 통제집단은 K-GAAP 적용기업으로 동일연도, 동일업종, 자산규모가 유사한 64개 기업을 추출하여 비교분석하였다. 분석의 결과를 보면 첫째, 현재 보고이익이 양인 경우에 미래 보고이익과의 지속성은 K-GAAP보다는 K-IFRS 적용시가 이익의 지속성이 더 높았지만 미래 현금이익과의 지속성은 오히려 K-IFRS보다는 K-GAAP 적용시가 더 높았다. 둘째, 현재 보고이익이 음인 경우에 미래 이익(보고이익, 현금이익)에

대한 예측력 계수값이 K-IFRS보다는 K-GAAP 적용시가 더 높음을 볼 수 있었지만 계수값의 동질성 검정결과는 유의한 차이를 보여주지 않다. 이는 K-GAAP이 K-IFRS보다 보수적인 성향이 더 있다고 결론짓기는 무리라고 보았다.

한편 본 연구는 상술한 선행연구들의 결과가 상충된 가운데 국제회계기준 도입으로 인한 특정 기업의 재무정보 변동을 연구하는 사례연구도 아니며 또한 특정 계정과목(연구개발비, 토지 등) 변동으로 인한 기업가치 관련성을 연구하는 연구도 아니다. 본 연구는 포괄적으로 K-GAAP에서 K-IFRS로 회계기준을 변경 도입한 조기도입 기업 전체를 대상으로 재무정보 변동 및 기업가치 관련성을 연구한다는 점에서 국내의 다른 선행연구와 그 차별점이 있다.

III. 연구의 설계

1. 연구가설

국제회계기준은 공정가치평가를 강조하고 거래의 실질에 맞는 회계처리방법을 규정하고 있어 종전의 회계기준보다 재무정보 이용자에게 더 유용한 정보를 제공할 수 있으리라 기대된다. 한편 Ohlson(1995)의 기업가치평가모형에서는 기업가치의 설명변수로 순장부가치와 순이익이 이용되고 Feltham and Ohlson(1995)의 기업가치평가모형에서는 순장부가치와 순이익에 더하여 순영업자산이 기업가치의 설명변수로 이용된다. 따라서 본 연구에서는 국제회계기준을 적용하여 작성된 회계정보가 종전의 회계기준을 적용하여 작성된 회계정보에 비해 추가 관련성에 추가적인 정보를 제공하는지 분석하기 위하여 다음과 같은 연구가설들을 설정하였다.

가설 1 : 국제회계기준을 적용하여 작성된 순장부가치 정보는 종전의 회계기준을 적용하여 작성된 순장부가치 정보에 비해 추가 관련성에 추가적인 정보를 제공한다.

가설 2 : 국제회계기준을 적용하여 작성된 순이익 정보는 종전의 회계기준을 적용하여 작성된 순이익 정보에 비해 추가 관련성에 추가적인 정보를 제공한다.

가설 3 : 국제회계기준을 적용하여 작성된 순영업자산 정보는 종전의 회계기준을 적용하여 작성된 순영업자산 정보에 비해 추가 관련성에 추가적인 정보를 제공한다.

위의 가설 검정 결과, 국제회계기준을 적용하여 작성된 순장부가치, 순이익, 순영업자산 정보가 종전의 회계기준을 적용하여 작성된 순장부가치, 순이익, 순영업자산 정보에 비해 주가와 추가적인 관련성이 존재한다면 국제회계기준이 종전의 회계기준에 비해 기업가치에 추가적인 설명력을 제공한다고 볼 수 있으며, 또한 국제회계기준이 종전의 회계기준에 비해 기업가치의 설

명도구로서 더 우수하다고 볼 수 있다. 그러나 연구 결과 국제회계기준 재무정보가 주가와 추가적인 관련성이 존재하지 않는다면, 국제회계기준이 종전의 회계기준보다 기업가치의 설명도구로서 더 우수하다고 볼 수 없을 것이다.

2. 연구모형

회계정보에 기초한 기업가치평가모형에서 Ohlson(1995)은 순장부가치(투하자본)와 이것을 이용하여 벌어들일 수 있는 순이익(가치의 변화)을 기업의 주된 가치평가지표로 사용하여 기업가치평가모형을 연구하였다.

$$MV_t = \beta_0 BV_t + \beta_1 OX_t + e_t \quad (\text{식 1})$$

단, MV : 시장가치(기업가치), BV : 순장부가치, OX : 순이익

Ohlson(1995)의 기업가치평가모형은 회계의 기본적인 투명한 순증관계(Clean surplus relation)를 가정하여 순장부가치와 순이익에 의해 기업가치가 결정되는 모형을 유도하였다. 순증관계란 기말의 순자산가액은 기초 순자산가액에 회계이익을 가산하고 배당(증자나 감자로 인한 자본증감까지를 고려한 순배당을 말함)을 차감하여 산출된다는 등식관계를 말한다.(권수영 외 2010) 위 (식 1)의 가치평가모형에 의하면 기업가치는 순장부가치와 순이익에 의해 결정된다. 한편, 국제회계기준의 재무정보가 종전회계기준의 재무정보보다 기업가치 설명력이 우수한지를 검증하기 위해 양 회계기준의 장부가치 및 순이익의 차이 금액을 설명변수로 추가하였다. 이 밖에 회계이익이 음(-)인 경우에는 회계이익과 주가와의 관계가 회계이익이 양(+)인 경우와 질적으로 다른 패턴을 보인다는 선행연구 결과를 반영하기 위하여 음(-)의 회계이익을 통제한다.(백원선 외 2002) 따라서 회계이익이 음(-)인 범위에서만 비대칭적으로 정의되는 변수를 포함시키면, 다음과 같은 모형이 도출된다.

$$MV_t = \beta_0 BV_t + \beta_1 OX_t + \beta_2 DIFFBV_t + \beta_3 DIFFOX_t + \beta_4 NEGOX_t + e_t \quad (\text{식 2})$$

단, MV : 시장가치(기업가치)
 BV : 종전 회계기준의 순장부가치
 OX : 종전 회계기준의 순이익
 $DIFFBV$: 국제회계기준과 종전회계기준의 순장부가치 차이
 $DIFFOX$: 국제회계기준과 종전회계기준의 순이익 차이
 $NEGOX$: OX 가 음(-)이면 OX , 그렇지 않으면 0

위 모형을 현재의 형태로 추정하면 생략된 변수문제(omitted variables problem), 이분산문제(heteroscedasticity) 등이 나타날 수 있다. 이러한 문제를 고려하여 양변을 전기의 시장가치(MV_{t-1})

로 나누어 주면 다음과 같은 연구모형이 도출된다.

$$\frac{MV_t}{MV_{t-1}} = \beta_0 \frac{BV_t}{MV_{t-1}} + \beta_1 \frac{OX_t}{MV_{t-1}} + \beta_2 \frac{DIFFBV_t}{MV_{t-1}} + \beta_3 \frac{DIFFOX_t}{MV_{t-1}} + \beta_4 \frac{NEGOX_t}{MV_{t-1}} + e_j \quad (\text{식 } 3)$$

단, MV : 시장가치(주식가치)
 BV : 종전 회계기준의 순장부가치
 OX : 종전 회계기준의 순이익
 $DIFFBV$: 국제회계기준과 종전 회계기준의 순장부가치 차이
 $DIFFOX$: 국제회계기준과 종전 회계기준의 순이익 차이
 $NEGOX$: OX 가 음(-)이면 OX , 그렇지 않으면 0
 t : 당기, $t-1$: 전기

본 연구는 국제회계기준을 적용한 재무제표가 종전의 한국회계기준을 적용한 재무제표보다 기업가치평가체계에 보다 더 유용한가를 검증하려 한다. 따라서 $DIFFBV$ 와 $DIFFOX$ 가 본 연구의 핵심 설명변수가 되며, 이 변수들이 모형에서 유의한 양의 값을 가진다면 국제회계기준이 종전의 한국회계기준보다 기업가치 설명력이 보다 우수함이 입증될 것이다.

한편 Ohlson(1995)의 기업가치평가모형에서 순장부가치와 순이익이 가치평가 지표로 유용하더라도 회계는 역사적원가 사용으로 인해 보수적 회계 속성이 존재하므로 보수주의회계를 고려하지 않을 경우 미기록영업권(기업가치와 장부가치의 차이)은 무한히 지속될 것이다. 이러한 보수주의회계는 회계정보로 기업가치를 평가할 때 완전회계가 되지 않도록 하여 장부가치는 시장가치를 충분히 반영하지 못한다.

이와 같은 보수주의회계의 문제점을 고려하여 Feltham and Ohlson(1995)은 Ohlson(1995)의 기업가치평가모형에 운영업자산을 추가변수로 사용하여 모형화하였다.

$$MV_t = \beta_0 BV_t + \beta_1 OX_t + \beta_2 OA_t + e_t \quad (\text{식 } 4)$$

단, MV : 시장가치(기업가치), BV : 순장부가치, OX : 순이익, OA : 운영업자산

따라서 Feltham and Ohlson(1995)의 기업가치평가모형은 순장부가치(BV)와 순이익(OX) 그리고 운영업자산(OA)을 기업가치평가 변수로 사용하고 있다. 이 모형에서 미기록영업권은 운영업자산의 과소기록으로부터 발생하며, 이 때 미기록영업권(Unrecorded goodwill)이 장기간 지속되는 것을 보수주의회계(또는 자유주의회계)로 정의하였다.

위 (식 4)의 가치평가모형에 의하면 기업가치는 순장부가치, 순이익, 운영업자산에 의해 결정된다. 한편, 국제회계기준의 재무정보가 종전회계기준의 재무정보보다 기업가치 설명력이 우수한지를 검증하기 위해 양 회계기준의 장부가치, 순이익, 운영업자산의 차이 금액을 설명변수로 추가하였다. 이 밖에 회계이익이 음(-)인 경우에는 회계이익과 주가와의 관계가 회계이익이 양

(+)인 경우와 질적으로 다른 패턴을 보인다는 선행연구 결과를 반영하기 위하여 음(-)의 회계이익을 통제한다.(백원선 외 2002) 따라서 회계이익이 음(-)인 범위에서만 비대칭적으로 정의되는 변수를 포함시키면, 다음과 같은 모형이 도출된다.

$$MV_t = \beta_0 BV_t + \beta_1 OX_t + \beta_2 OA_t + \beta_3 DIFFBV_t + \beta_4 DIFFOX_t + \beta_5 DIFFOA_t + \beta_6 NEGOX_t + e_t \quad (\text{식 5})$$

단, MV : 시장가치(기업가치)
 BV : 종전 회계기준의 순장부가치
 OX : 종전 회계기준의 순이익
 OA : 종전 회계기준의 순영업자산
 $DIFFBV$: 국제회계기준과 종전 회계기준의 순장부가치 차이
 $DIFFOX$: 국제회계기준과 종전 회계기준의 순이익 차이
 $DIFFOA$: 국제회계기준과 종전 회계기준의 순영업자산 차이
 $NEGOX$: OX 가 음(-)이면 OX , 그렇지 않으면 0

위 모형을 현재의 형태로 추정하면 생략된 변수문제(omitted variables problem), 이분산문제(heteroscedasticity) 등이 나타날 수 있다. 이러한 문제를 고려하여 양변을 전기의 시장가치(MV_{t-1})로 나누어 주면 다음과 같은 연구모형이 도출된다.

$$\frac{MV_t}{MV_{t-1}} = \beta_0 \frac{BV_t}{MV_{t-1}} + \beta_1 \frac{OX_t}{MV_{t-1}} + \beta_2 \frac{OA_t}{MV_{t-1}} + \beta_3 \frac{DIFFBV_t}{MV_{t-1}} + \beta_4 \frac{DIFFOX_t}{MV_{t-1}} + \beta_5 \frac{DIFFOA_t}{MV_{t-1}} + \beta_6 \frac{NEGOX_t}{MV_{t-1}} + e_t \quad (\text{식 6})$$

단, MV : 시장가치(기업가치)
 BV : 종전 회계기준의 순장부가치
 OX : 종전 회계기준의 순이익
 OA : 종전 회계기준의 순영업자산
 $DIFFBV$: 국제회계기준과 종전회계기준의 순장부가치 차이
 $DIFFOX$: 국제회계기준과 종전회계기준의 순이익 차이
 $DIFFOA$: 국제회계기준과 종전회계기준의 순영업자산 차이
 $NEGOX$: OX 가 음(-)이면 OX , 그렇지 않으면 0
 t : 당기, $t-1$: 전기

본 연구는 국제회계기준을 적용한 재무제표가 종전의 한국회계기준을 적용한 재무제표보다 기업가치평가체제로 보다 더 유용한가를 검증하려 한다. 따라서 $DIFFBV$, $DIFFOX$, $DIFFOA$ 가 본 연구의 핵심 설명변수가 되며, 이 변수들이 모형에서 유의한 설명력을 가진다면 국제회계기준이 종전의 한국회계기준보다 기업가치 설명력이 보다 우수함이 입증될 것이다.

3. 변수의 정의

가. 기업가치(MV) : (보통주의 기말주당주가×발행주식수)+(우선주의 기말주당주가×발행주식수)

분석에 사용된 기업가치는 내재가치이다. 그러나 현실적으로 기업의 내재가치에 대한 대응치로서 주가 이외에는 특별한 대안이 없기 때문에 재무자료의 기업가치 설명력을 검증하는 기준으로 회계연도말의 주가를 사용하기로 한다.

나. 순장부가치(BV)

- ① 종전의 회계기준 : 총자산－총부채＝자본(개별재무제표)
- ② 국제회계기준 : 자본 총액 중 지배주주지분(연결재무제표)

국제회계기준의 주재무제표인 연결재무제표의 자본 총액은 외부주주지분까지 포함하고 있어 특정기업의 기업가치와 대응되지 않는다. 따라서 자본 총액 중 외부주주지분을 제외한 잔액인 지배주주지분을 사용하여야 특정기업의 기업가치와 정확히 대응된다.

다. 순이익(OX)

- ① 종전 회계기준 : 손익계산서의 당기순이익(개별재무제표)
- ② 국제회계기준 : 포괄손익계산서의 당기순이익 총액 중 지배주주 귀속 당기순이익(연결재무제표)

국제회계기준의 주재무제표인 연결재무제표의 당기순이익 총액은 외부주주 귀속 당기순이익까지 포함하고 있어 특정기업의 기업가치에 대응되는 당기순이익이 아니다. 따라서 당기순이익 총액 중 외부주주 귀속 당기순이익을 제외한 잔액인 지배주주 귀속 당기순이익을 사용하여야 특정기업의 기업가치에 대응되는 당기순이익이 산출된다. 한편, 당기순이익 대신에 법인세비용차감전순이익을 사용할 수도 있으나, 국제회계기준을 적용한 포괄손익계산서에서는 법인세비용이 지배주주 귀속 비용과 비지배주주 귀속 비용으로 구분 표시되지 않으므로, 현실적으로 법인세비용차감전순이익은 사용할 수가 없다.

라. 순영업자산(OA)

- ① 종전 회계기준 : 재고자산+유형자산+무형자산(개별재무제표)
- ② 국제회계기준 : 재고자산+유형자산+무형자산(연결재무제표)

영업자산은 장부가액이 장기적으로 시장가치에 수렴하지 않는 보수주의회계가 이루어질 가능성이 큰 자산으로 재고자산, 유형자산, 무형자산의 합으로 측정한다. 종전 회계기준에서는 개

별채무제표가 주된 채무제표이므로 개별채무제표의 채고자산, 유형자산, 무형자산의 합을 사용하며, 국제회계기준에서는 연결채무제표가 주된 채무제표이므로 연결채무제표의 채고자산, 유형자산, 무형자산의 합을 사용한다. 단, DIFFOA(국제회계기준과 종전회계기준의 순영업자산 차이) 산정시에는 자료의 정확한 대응을 위해 국제회계기준 연결채무제표의 채고자산, 유형자산, 무형자산의 합과 종전 회계기준 연결채무제표의 채고자산, 유형자산, 무형자산의 합의 차이 금액을 사용한다.

4. 표본의 구성

본 실증연구에서는 국제회계기준이 모든 상장회사에 의무적으로 적용되는 2011년 이전인 2009년과 2010년에 국제회계기준을 조기 도입한 61개 기업 중에서 다음 기준을 충족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

가. 관리대상이 아닌 기업

관리대상 기업은 정상적인 기업과는 달리 채무제표의 수치가 정상이 아니라고 보기 때문에 이상적으로 낮거나 높을 가능성이 크며, 또한 신뢰성이 떨어진다고 본다. 그리고 관리대상 기업의 주식은 거래가 부진하여 시장에서 적절한 기업가치가 평가되고 있지 않다고 볼 수 있기 때문에 이를 표본에서 제외하였다.(양승권 2003, 87)

나. 감사의견이 적정인 기업

회계정보를 이용하여 기업가치를 평가하는 경우 회계정보의 신뢰성이 문제가 될 수 있다. 감사의견이 적정의견이 아닌 기업의 회계정보로써 기업가치와의 관련성을 주장하기는 어렵다고 볼 수 있기 때문에 한정 의견, 부적정 의견, 의견거절 기업은 배제하였다.(양승권 2003, 87)

다. 결산기간이 1년인 기업

합병이나 분할 등 기업구조개편 또는 결산기 변경 등으로 결산기간이 1년이 아닌 기업은 결산기간이 12개월인 기업과 비교가능성이 떨어지므로 표본에서 제외하였다.

라. 결산일이 12월말인 기업

12월 결산법인에 한정된 이유는 표본의 동질성을 확보하기 위해서이며, 또한 공시된 채무제표 자료로부터 측정된 설명변수와 관련시킬 시장가치(주가)에 대하여 결산일이 동일한 시점에서 관측된 것을 사용하기 위해서이다. 결산일이 서로 다를 경우 외부경제여건에 의해 영향을 받을 수도 있으며, 기업간 회계수치에 의한 표본의 동질성 비교가 어렵기 때문이다.(양승권 2003, 87)

그리고 금융업에 속한 기업들은 은행, 단기금융, 증권, 보험사별로 재무제표상의 계정과목에 차이가 있어 회계정보가 동질적이라고 할 수 없기 때문에 제조기업과는 이질적인 의미를 갖고 있어 본 연구의 표본으로 적합하지 않은 바, 금융회사의 경우 국제회계기준 조기 도입이 허용되지 않아 본 연구 표본에서 원천적으로 제외되어 있다.

표본 선정 현황은 다음과 같다.

〈표 1〉 표본 선정 현황

표본 선정 현황	기업 수
☐ 국제회계기준 조기도입 기업	61
☐ 표본 제외 기업	11
1) 관리대상인 기업 : 중앙오션 (2010년 조기도입기업)	1
2) 감사의견이 적정의견이 아닌 기업 : 대한해운 (2010년 조기도입기업)	1
3) 결산기간이 1년이 아닌 기업 : 동일철강, LG하우시스 (2010년 조기도입기업)	2
4) 결산일이 12월말이 아닌 기업 : 국제엘렉트릭코리아 (2009년 조기도입기업)	1
5) 자료 부존재 ²⁾ : 휠라코리아, NICE신용평가정보 (2010년 조기도입기업)	2
6) 극단치 ³⁾ : 지코엔루티즈(2009년 조기도입기업), 에스코넥, 유진기업, 화승알앤에이 (2010년 조기도입기업)	4
☐ 표본 선정 기업 ⁴⁾	50

2) 휠라코리아는 2010년 9월 28일에 상장되어 2010년 3월말 기준 기업가치를 산정할 수 없어 제외되었고, 2010년부터 IFRS를 도입한 NICE 신용평가정보는 2010년 분할신설법인으로 2009년 재무제표가 존재하지 않아 표본에서 제외되었다.

3) 평균 $\pm 3 \times$ 표준편차 범위 밖에 있는 관측치. 지코엔루티즈와 에스코넥은 순이익비율이, 유진기업은 순이익 차이 비율이, 화승알앤에이는 순장부가치 비율과 순장부가치 차이 비율이 각각 범위 밖에 있다.

4) Feltham and Ohlson 모형을 이용한 분석에서는 운영자산 차이 비율이 평균 $\pm 3 \times$ 표준편차 범위 밖에 있는 관측치(프롬썬어티, 한국프랜지공업, LG 3개 기업)를 추가로 표본에서 제외하여 최종표본이 47개가 된다.

위 선정기준에 따라 채택된 50개 표본기업의 명단은 다음과 같다.

- 2009년 조기적용기업 (12사) : 다스텍, 디스플레이테크, 에코에너지홀딩스, 영진약품공업, 이견산업, 인선이엔티, 코스모화학, 페이퍼코리아, 풀무원홀딩스, 한국큐빅, KT&G, STX 팬오션
- 2010년 조기적용기업 (38사) : 나우콤, 나이스정보통신, 넥스콘테크놀로지, 듀오백코리아, 백광산업, 비티앤아이, 빛과전자, 삼성전기, 삼성전자, 삼성테크윈, 삼성SDI, 세하, 신일산업, 씨유전자, 에센테크, 에이엔피, 엔터기술, 우원개발, 우주일렉트로닉스, 이라이콤, 중앙백신연구소, 지투알, 프롬써어티, 한국전자금융, 한국프랜지공업, 한솔홈데코, KCI, LG, LG디스플레이, LG생명과학, LG생활건강, LG유플러스, LG이노텍, LG전자, LG화학, NICE홀딩스, STX엔진, STX조선해양

자료원과 관련하여, 기업가치는 한국거래소 홈페이지에서 수집하였고, 순장부가치, 순이익, 순영업자산은 금융감독원의 전자공시시스템(DART)에서 각 기업의 감사보고서를 다운로드받아 수집하였다.

IV. 실증분석

1. 국제회계기준 도입으로 인한 재무수치의 변동 개관⁵⁾

본 절에서는 국제회계기준 도입이 조기도입기업의 재무제표에 미친 영향을 실증적으로 분석한다. 국제회계기준 조기도입기업의 경우 2008 회계연도 또는 2009 회계연도는 종전의 회계기준으로 작성된 재무제표와 국제회계기준으로 작성된 재무제표가 모두 이용 가능한 특별한 해이다. 이에 2008 회계연도(2009년 조기도입기업) 또는 2009 회계연도(2010년 조기도입기업)에 대한 두 재무제표를 비교함으로써 국제회계기준으로의 회계기준 변경이 순장부가치, 당기순이익, 순영업자산 등 주요 재무제표 항목에 얼마나 영향을 미쳤는지를 각각의 변동을 분포로써 살펴본다.

국제회계기준 도입으로 인한 조기도입기업의 순장부가치, 당기순이익, 순영업자산 등의 변동을 분포가 <표 2>부터 <표 7>까지 제시되어 있다. 각 표의 마지막 행은 국제회계기준 도입으로 인해 전체 조기도입기업들 중 얼마나 많은 기업에서 해당 재무항목의 금액이 증가, 감소, 또는 변동하지 않았는지를 기업수와 비율로서 나타낸다. 증가와 감소의 경우는 그 정도를 5 구간(1%

5) 재무수치의 변동 개관은 4개의 극단치 기업(지코엔루티즈, 에스코넥, 유진기업, 화승알앤에이)을 포함한 54개 기업에 대해 분석을 수행하였다.

미만, 1%~5%, 5%~10%, 10%~25%, 25% 초과)으로 보여준다. 중간 세 행들은 대, 중, 소의 기업규모 구분에 따른 결과를 제시한다.

가. 순장부가치의 변동률

〈표 2〉 국제회계기준 도입으로 인한 순장부가치 변동률

변동률 규모	감소 (-%)					불변	증가 (+%)					기업수 합계
	<-25	-25~-10	-10~-5	-5~-1	-1~0		0~1	1~5	5~10	10~25	25>	
대	0	0	0	5	3	0	1	3	1	2	0	15
	8(53%)					0	7(47%)					(100%)
중	0	3	2	1	1	0	3	6	0	1	2	19
	7(37%)					0	12(63%)					(100%)
소	2	4	2	0	3	0	2	3	2	2	0	20
	11(55%)					0	9(45%)					(100%)
합 계	2	7	4	6	7	0	6	12	3	5	2	54
	26(48%)					0	28(52%)					(100%)

※ (규모) 대 : 자본 5,000억원 이상, 중 : 자본 500억원~5,000억원, 소 : 자본 500억원 미만

※ 순장부가치 (BV)

- ① 종전의 회계기준 : 총자산 - 총부채 = 자본 (개별재무제표)
- ② 국제회계기준 : 자본 총액 중 지배주주지분 (연결재무제표)

전체적으로 순장부가치가 증가한 기업이 감소한 기업보다 약간 많다. 대기업과 중소기업의 경우 증가한 기업과 감소한 기업이 상대적으로 비슷한 편이나, 중기업의 경우 증가한 기업이 감소한 기업보다 2배 정도 많다. 전체 기업의 57%(31개사)가 순장부가치 변동폭이 5% 이하이며, 70%(38개사)가 순장부가치 변동폭이 10% 이하이다. 25% 이상 변동한 기업은 4개에 불과하며, 순장부가치가 변동하지 않은 기업은 없다. 종합적으로 살펴보면 국제회계기준의 도입으로 인한 순장부가치의 변동은 그다지 크지 않은 것으로 판단된다. 순장부가치가 25% 이상 변동된 기업은 모두 4개 기업으로 각 기업별로 변동 이유를 분석하면 다음과 같다.

□ 인선이엔터 (959억원 → 1,498억원, 56% 증가)

주된 변동요인은 토지재평가로 인한 토지 가치 대폭 상승이다.(토지 가치 697억원 증액 및 토지 관련 이연법인세부채 153억원 증가로 순자산 544억원 증가) 토지 재평가 이외에도 보험수리적 기법을 이용한 퇴직급여채무 평가(부채 3억원 증가), 연결범위위 변동(자본 1억원 증가), 충당부채 인식기준 완화로 인한 충당부채 증가(부채 4억원 증가) 등 순장부가치의 증감요인도 있었으나 그 효과는 토지재평가에 비해 미미하였다.

□ 이진산업 (926억원 → 1,375억원, 48% 증가)

순장부가치가 449억원 증가하였다. 증가 이유는 생물자산의 공정가치 평가 및 기계장치 감가상각방법 변경(정률법 → 정액법) 등이다.

□ 다스텍 (323억원 → 141억원, 56% 감소)

순장부가치가 182억원 감소한 바, 주된 이유는 연결범위 변동이다. 특히 2008연도 중에 합병한 (주)다코웰이 자산총액 70억원 미만으로 종전에는 연결대상 종속회사에서 제외되었으나 국제회계기준에서는 연결대상 종속회사에 포함되어 이 효과로 순장부가치가 158억원 감소하였다.

□ 에코에너지홀딩스 (312억원 → △65억원, 121% 감소)

순장부가치가 377억원 감소하였다. 주된 감소 이유는 추정전력판매수입의 110%를 초과하는 부분은 정부에 환급하여야 하므로 예상초과분의 현재가치를 금융부채(523억원)로 계산한 것이다.

나. 당기순이익의 변동률

〈표 3〉 국제회계기준 도입으로 인한 당기순이익 변동률

변동률 규 모	감소 (-%)					불변	증가 (+%)					기업수 합계
	<-25	-25~ -10	-10~ -5	-5~ -1	-1~0		0~1	1~5	5~ 10	10~25	25>	
대	0	1	0	2	2	0	2	5	1	2	0	15
	5(33%)					0	10(67%)					(100%)
중	3	1	0	1	0	0	0	1	1	5	7	19
	5(26%)					0	14(74%)					(100%)
소	2	1	0	2	0	0	3	4	2	2	4	20
	5(25%)					0	15(75%)					(100%)
합 계	5	3	0	5	2	0	5	10	4	9	11	54
	15(28%)					0	39(72%)					(100%)

※ (규모) 대 : 자본 5,000억원 이상, 중 : 자본 500억원~5,000억원, 소 : 자본 500억원 미만

※ 순이익(OX)

- ① 종전 회계기준 : 손익계산서의 당기순이익 총액 중 지배주주 귀속 당기순이익(연결재무제표)
- ② 국제회계기준 : 포괄손익계산서의 당기순이익 총액 중 지배주주 귀속 당기순이익(연결재무제표)

전체적으로 당기순이익이 증가한 기업이 감소한 기업보다 2.5배 이상 많으며, 증가 기업의 비중은 대기업(67%)보다 중기업(74%)이나 소기업(75%)이 약간 더 크다. 당기순이익의 변동폭은

순장부가치의 변동폭보다 훨씬 더 큰 편으로, 전체 기업의 52%(28개사)가 당기순이익 변동폭이 10% 이상이며, 변동폭이 25% 이상인 기업도 전체 기업의 30%(16개사)나 된다. 당기순이익의 변동이 없는 기업은 없다. 중기업이나 소기업에 비해 대기업의 변동폭이 적은 편으로, 대기업의 경우 중기업이나 소기업과 달리 25% 이상의 변동폭을 보인 기업은 없다.

당기순이익이 25% 이상 변동된 기업은 모두 16개 기업으로 각 기업별로 변동 이유를 분석하면 다음과 같다.⁶⁾

- 디스플레이테크 (412백만원 → 647백만원, 57% 증가)
퇴직급여를 청산가치가 아닌 보험수리적기법으로 평가함에 따른 퇴직급여 301백만원 감소(당기순이익 301백만원 증가 효과) 및 관련 법인세비용 66백만원 증가(당기순이익 66백만원 감소 효과)로 당기순이익이 235백만원 증가하였다.
- 에코에너지홀딩스 (6,214백만원 → △12,807백만원, 306% 감소)
당기순이익이 19,021백만원 감소하였다. 주된 감소 이유는 추정전력판매수입의 110%를 초과하는 부분은 정부에 환급하여야 하므로 예상초과분의 현재가치를 초과전력매출환수 손실(당기순이익 44,800백만원 감소 효과)로 계상한 것이다.
- 인선이엔티 (10,817백만원 → 16,158백만원, 49% 증가)
영업권 미상각에 따른 영업권 상각비 1,733백만원 감소(당기순이익 1,733백만원 증가 효과) 및 IFRS 적용에 따라 변동된 자산·부채의 장부금액과 세무상 가액의 차이에 대한 이연법인세 효과로 인한 법인세비용 3,742백만원 감소(당기순이익 3,742백만원 증가 효과) 등으로 당기순이익이 5,341백만원 증가하였다.
- 페이퍼코리아 (△14,665백만원 → △10,178백만원, 31% 증가)
당기순이익이 4,487백만원 증가하였으며, 주요 변동 요인은 연결범위의 변동, 퇴직급여를 청산가치가 아닌 보험수리적기법으로 평가함에 따른 변동, 기계장치 내용연수 증가 등이다.
- 풀무원홀딩스 (17,080백만원 → 26,203백만원, 53% 증가)
당기순이익이 8,918백만원 증가하였으며, 주요 변동 요인은 연결범위의 변동이다.
- 넥스콘테크놀로지 (4,272백만원 → 1,164백만원, 73% 감소)
감가상각방법 변경에 따라 감가상각비 983백만원 감소(당기순이익 983백만원 증가 효과) 및 영업권 상각비 1,067백만원 취소(당기순이익 1,067백만원 증가 효과) 등 당기순이익 증가 요인도 일부 있으나, 영업권손상차손 4,136백만원 인식(당기순이익 4,136백만원 감소

6) 당기순이익의 증감은 종전 회계기준의 연결재무제표의 지배주주 귀속 당기순이익과 국제회계기준의 연결재무제표의 지배주주 귀속 당기순이익을 비교하였다.

효과) 및 퇴직급여를 청산가치가 아닌 보험수리적기법으로 평가함에 따른 퇴직급여 95백만원 증가(당기순이익 95백만원 감소 효과) 등으로 전체적으로 당기순이익이 3,108백만원 감소하였다.

- 비티앤아이 (△3,401백만원 → △513백만원, 85% 증가)
당기순이익이 2,888백만원 증가하였으며, 어떤 회계기준 변경으로 변동하였는지는 주석공시 내용이 불충분하여 확인할 수 없었다.
- 세하 (△7,521백만원 → △13,594백만원, 81% 감소)
당기순이익이 6,073백만원 감소하였으며, 주요 변동 요인은 수취채권 손상평가 방법 변경, 성공불용자차입금의 외화환산, 퇴직급여를 청산가치가 아닌 보험수리적기법으로 평가함에 따른 변동, 누적유급휴가 인식 방법 변경 등이다.
- 신일산업 (668백만원 → 194백만원, 71% 감소)
유형자산의 정액법 적용으로 감가상각비가 717백만원 증가하고(당기순이익 717백만원 감소 효과), 연결범위의 변동으로 이익이 315백만원 증가하여(당기순이익 315백만원 증가 효과) 전체적으로 당기순이익이 474백만원 감소하였다.
- 에이엔피 (△1,088백만원 → 1,845백만원, 270% 증가)
당기순이익이 2,933백만원 증가하였으며, 주요 변동 요인은 연결범위의 변동, 기계장치 내용연수 변동, 퇴직급여를 청산가치가 아닌 보험수리적기법으로 평가함에 따른 변동 등이다.
- 유진기업 (△30,683백만원 → 48,179백만원, 257% 증가)
당기순이익이 78,862백만원만 증가하였으며, 주요 변동 요인은 내재파생상품 인식, 재건축 공사계약 수익인식 기준 변경 (진행기준 → 인도기준), 유형자산의 내용연수 및 감가상각 방법 변경, 금융보증계약 부채 인식, 퇴직급여를 청산가치가 아닌 보험수리적기법으로 평가함에 따른 변동, 누적유급휴가 인식 방법 변경 등이다.
- 지투알 (158백만원 → 499백만원, 215% 증가)
당기순이익이 341백만원 증가하였으며, 주요 변동 요인은 영업권 상각비 취소, 퇴직급여를 청산가치가 아닌 보험수리적기법으로 평가함에 따른 변동, 연결범위의 변동 등이다.
- 프롬썬어티 (1,789백만원 → 3,845백만원, 115% 증가)
당기순이익이 2,056백만원 증가하였으며, 주요 변동 요인은 연결범위 변동, 퇴직급여를 청산가치가 아닌 보험수리적기법으로 평가함에 따른 변동, 무형자산상각비 취소, 재평가잉여금 관련 자산의 처분시 처분이익 취소 등이다.

□ 한국프랜지 (1,656백만원 → 5,651백만원, 241% 증가)

당기순이익이 3,995백만원 증가하였으며, 주요 변동 요인은 연결범위변동, 감가상각방법의 변경 효과, 자산·부채 변동액에 대한 이연법인세 효과, 퇴직급여 평가 방법 변경(청산가치 → 보험수리적 방법) 등이다.

□ 화승알앤에이 (15,714백만원 → 9,425백만원, 40% 감소)

당기순이익이 6,289백만원 감소하였으며, 주된 이유는 연결범위변동으로 인한 당기순이익 6,851백만원 감소이다.

□ NICE 홀딩스 (13,215백만원 → 25,203백만원, 91% 증가)

당기순이익이 11,988백만원 증가하였으며, 주요 변동 요인은 연결범위의 변동이다.

다. 순영업자산의 변동률⁷⁾

전체적으로 순영업자산이 증가한 기업의 수가 감소한 기업의 수보다 1.5배 이상 많다. 대기업과 소기업의 경우 증가한 기업의 수가 감소한 기업의 수보다 많으나, 중기업의 경우 증가한 기업의 수와 감소한 기업의 수가 비슷하다. 순영업자산이 증가한 기업의 경우 72% 이상이 10% 이하에서 증가하였으나, 순영업자산이 감소한 기업의 경우 43% 이상이 25% 이상에서 감소하였다. 즉, 증가한 기업의 경우 증가율이 비교적 미미하나, 감소한 기업의 경우 감소율이 큰 편이다. 전반적으로 살펴보면 중기업이나 소기업의 변동폭이 대기업에 비해 더 크다고 할 수 있으며, 순영업자산의 변동이 없는 기업은 없다.

〈표 4〉 국제회계기준 도입으로 인한 순영업자산의 변동률

구 모	감소 (-%)					불변	증가 (+%)					기업수 합계
	<-25	-25~ -10	-10~ -5	-5~ -1	-1~0		0~1	1~5	5~ 10	10~25	25>	
대	2	0	1	0	1	0	3	4	4	0	0	15
	4(27%)					0	11(73%)					(100%)
중	3	2	2	1	1	0	2	2	2	1	3	19
	9(47%)					0	10(53%)					(100%)
소	4	0	1	3	0	0	2	5	0	2	3	20
	8(40%)					0	12(60%)					(100%)
합 계	9	2	4	4	2	0	7	11	6	3	6	54
	21(39%)					0	33(61%)					(100%)

7) 순영업자산의 경우 Feltham and Ohlson(1995) 모형의 회귀분석에서는 종전 회계기준의 개별재무제표의 자료를 이용하였으나, 변동률 분석에서는 자료의 정확한 대응을 위해 종전 회계기준의 연결재무제표 자료와 국제회계기준의 연결재무제표 자료를 비교하였다.

※ (규모) 대 : 자본 5,000억원 이상, 중 : 자본 500억원~5,000억원, 소 : 자본 500억원 미만

※ 순영업자산(OA)

① 종전 회계기준 : 재고자산+유형자산+무형자산 (연결재무제표)

② 국제회계기준 : 재고자산+유형자산+무형자산 (연결재무제표)

아래에 순영업자산의 구성요소별로 세부내역을 분석해 보기로 한다. 먼저 재고자산의 변동률을 분석한 것이 <표 5>이다.

<표 5> 국제회계기준 도입으로 인한 재고자산의 변동률

변동률 규모	감소 (-%)					불 변	증가 (+%)					기업수 합계
	<-25	-25~ -10	-10~ -5	-5~ -1	-1~0		0~1	1~5	5~ 10	10~25	25>	
대	2	0	0	3	0	4	1	1	1	1	2	15
	5(33%)					4(27%)	6(40%)					(100%)
중	3	0	0	1	1	7	2	2	1	1	1	19
	5(26%)					7(37%)	7(37%)					(100%)
소	0	1	0	0	1	14	0	3	1	0	0	20
	2(10%)					14(70%)	4(20%)					(100%)
합계	5	1	0	4	2	25	3	6	3	2	3	54
	12(22%)					25(46%)	17(32%)					(100%)

※ (규모) 대 : 자본 5,000억원 이상, 중 : 자본 500억원~5,000억원, 소 : 자본 500억원 미만

※ 재고자산 : ① 종전 회계기준 : 연결재무제표의 재고자산, ② 국제회계기준 : 연결재무제표의 재고자산

재고자산의 변동이 없는 기업의 수가 전체 기업의 46%로 가장 많으며, 그 다음으로 증가한 기업의 수가 전체 기업의 32%를 차지하고 있으며, 감소한 기업은 전체 기업의 22%에 불과하다. 대기업과 중기업은 불변인 기업, 증가한 기업, 감소한 기업의 수가 상대적으로 비슷하나, 소기업의 경우 2개의 기업만 재고자산이 감소하고 나머지 기업은 재고자산이 불변이거나 증가하였다. 재고자산이 증가한 기업의 경우 71% 이상이 10% 이하에서 증가하였으나, 재고자산이 감소한 기업의 경우 50%가 10% 이상에서 감소하였다. 즉, 증가한 기업의 경우 증가율이 비교적 미미하나, 감소한 기업의 경우 감소율이 큰 편이다. 전반적으로 살펴보면 대기업이나 중기업의 변동폭이 소기업에 비해 더 크다고 할 수 있다. 재고자산이 25% 이상 변동된 기업은 모두 8개 기업으로, 7개 기업⁸⁾이 연결범위의 변동으로 재고자산이 변동되었고, STX엔진 1개 기업은 예약매출 수익인식 기준 변경(진행기준→인도기준)으로 변동되었다.

8) STX펜오션, 한국전자금융, 한국프랜지공업, 화승알앤에이, LG, LG전자, NICE 홀딩스

다음으로 유형자산의 변동율을 분석하면 <표 6>과 같다.

<표 6> 국제회계기준 도입으로 인한 유형자산의 변동률

변동률 규 모	감소 (-%)					불 변	증가 (+%)					기업수 합계
	<-25	-25~ -10	-10~ -5	-5~ -1	-1~0		0~1	1~5	5~ 10	10~25	25>	
대	2	0	2	2	3	0	2	2	2	0	0	15
	9(60%)					0(0%)	6(40%)					(100%)
중	3	0	3	2	3	2	0	1	1	3	1	19
	11(58%)					2(10%)	6(32%)					(100%)
소	2	2	0	2	2	3	1	3	0	1	4	20
	8(40%)					3(15%)	9(45%)					(100%)
합 계	7	2	5	6	8	5	3	6	3	4	5	54
	28(52%)					5(9%)	21(39%)					(100%)

※ (규모) 대 : 자본 5,000억원 이상, 중 : 자본 500억원~5,000억원, 소 : 자본 500억원 미만

※ 유형자산 : ① 종전 회계기준 : 연결재무제표의 유형자산, ② 국제회계기준 : 연결재무제표의 유형자산

전체적으로 유형자산이 감소한 기업의 수가 증가한 기업의 수보다 약간 많다. 특히 대기업과 중기업의 경우 소기업보다 감소한 기업의 비중이 더 큰 편이다. 대기업의 경우에만 유형자산의 변동이 없는 기업이 없으며, 변동이 없는 기업은 전체 기업의 9%에 불과하다. 유형자산이 증가한 기업의 경우 57%가 10% 이하에서 증가하였으며, 감소한 기업의 경우에도 68%가 10% 이하에서 감소하였다. 변동 폭이 25% 이상인 기업은 모두 12개로(대기업 2개, 중기업 4개, 소기업 6개) 대기업이 차지하는 비중이 낮다. 유형자산이 25% 이상 변동된 기업의 가장 중요한 변동원인은 연결범위변동과 토지재평가이다.

또한 무형자산의 변동률을 분석하면 <표 7>과 같다.

전체적으로 무형자산이 증가한 기업의 수가 감소한 기업의 수의 3배나 된다. 기업 규모와 관계없이 증가한 기업의 수가 감소한 기업의 수보다 더 많다. 소기업의 경우에만 무형자산의 변동이 없는 기업이 있으며, 변동이 없는 기업은 전체 기업의 4%에 불과하다. 무형자산이 증가한 기업의 경우 74%가 25% 이상에서 증가하였으며, 감소한 기업의 경우에도 69%가 25% 이상에서 감소하였다. 무형자산의 경우 이러한 대규모 변동은 기업 규모와 관계없이 나타나고 있으며, 유형자산의 변동폭이 대부분의 기업에서 10% 이하였던 점과 상당히 대비되는 부분이다. 무형자산이 25% 이상 변동된 기업은 모두 38개 기업으로 연결범위변동과 계정재분류가 가장 중요한 변동원인이다. 계정재분류는 주로 시설이용권의 대가로 지급한 회원가입권·보증금을 기타비유동자산에서 무형자산으로 재분류하는 것이었다.

〈표 7〉 국제회계기준 도입으로 인한 무형자산의 변동률

변동률 규 모	감소 (-%)					불 변	증가 (+%)					기업수 합계
	<-25	-25~ -10	-10~ -5	-5~ -1	-1~0		0~1	1~5	5~ 10	10~25	25>	
대	1	2	0	0	0	0	0	1	0	1	10	15
	3(20%)					0(0%)	12(80%)					(100%)
중	4	1	1	0	0	0	0	1	1	0	11	19
	6(32%)					0(0%)	13(68%)					(100%)
소	4	0	0	0	0	2	0	1	2	3	8	20
	4(20%)					2(10%)	14(70%)					(100%)
합 계	9	3	1	0	0	2	0	3	3	4	29	54
	13(24%)					2(4%)	39(72%)					(100%)

※ (규모) 대 : 자본 5,000억원 이상, 중 : 자본 500억원~5,000억원, 소 : 자본 500억원 미만

※ 무형자산 : ① 종전 회계기준 : 연결재무제표의 무형자산, ② 국제회계기준 : 연결재무제표의 무형자산

2. 회귀분석을 위한 기술적 통계

가. 변수의 기초 통계량

본 연구에서 사용하는 표본기업에 대한 주요 변수의 기술통계량을 <표 8>에 요약하였다. 표본기업의 MV_t/MV_{t-1} 평균은 1.54로 전반적으로 전기에 비해 당기의 주가가 상승했으며, BV_t/MV_{t-1} 평균은 1.35로 당기의 장부가치가 전기의 시장가치보다는 높지만 당기의 시장가치보다는 낮음을 알 수 있다. OA_t/MV_{t-1} 평균은 1.25로 당기 순영업자산의 가액이 전기 시장가치보다 더 높다. OX_t/MV_{t-1} 평균은 0.06이며, 최대값과 최소값은 각각 0.59와 -0.6이다. $DIFFBV_t/MV_{t-1}$ 와 $DIFFOA_t/MV_{t-1}$ 평균은 음의 값을 보이고 있으며, $DIFFOX_t/MV_{t-1}$ 평균은 양의 값을 보이고 있다. 각 변수의 표준편차를 비교해 보면, OA_t/MV_{t-1} 의 표준편차가 1.33으로 가장 높은 반면에, $DIFFOX_t/MV_{t-1}$ 의 표준편차가 0.05로 가장 낮다.

〈표 8〉 변수의 기초 통계량

변 수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
MV_t/MV_{t-1}	1.54	0.96	0.28	1.35	4.14
BV_t/MV_{t-1}	1.35	0.92	0.20	1.11	4.60
OX_t/MV_{t-1}	0.06	0.18	-0.60	0.08	0.59
OA_t/MV_{t-1}	1.25	1.33	0.003	0.73	5.06
$DIFFBV_t/MV_{t-1}$	-0.02	0.18	-0.51	0.002	0.46
$DIFFOX_t/MV_{t-1}$	0.01	0.05	-0.17	0.003	0.18
$DIFFOA_t/MV_{t-1}$	-0.33	1.20	-5.10	0.01	0.60
$NEGOX_t/MV_{t-1}$	-0.04	0.11	-0.60	0.00	0.00

1) 각 변수의 정의

MV : 시장가치(주식가치), BV : 순장부가치, OX : 당기순이익

OA : 순영업자산 (재고자산+유형자산+무형자산)

DIFFBV : 국제회계기준과 종전회계기준의 순장부가치 차이

DIFFOX : 국제회계기준과 종전회계기준의 순이익 차이

DIFFOA : 국제회계기준과 종전회계기준의 순영업자산 차이

NEGOX : OX가 음(-)이면 OX, 그렇지 않으면 0

t : 당기, t-1 : 전기

2) 표본 수 : 국제회계기준 조기도입기업 50개

나. 변수간 상관관계

각 변수들간 상관정도를 알아보기 위하여 상관관계 분석을 한 결과는 <표 9>에 요약되어 있다. MV_t/MV_{t-1} 와 BV_t/MV_{t-1} 는 양의 상관관계를 보이고 있으며, MV_t/MV_{t-1} 와 OX_t/MV_{t-1} 도 양의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 기업가치가 장부가액 및 당기순이익에 비례한다는 일반적인 기대와 일치하는 결과이다. 또한 MV_t/MV_{t-1} 와 OA_t/MV_{t-1} 가 양의 상관관계를 나타내고 있는 바, 이는 순영업자산(재고자산, 유형자산, 무형자산)이 많을수록 기업가치에 부의 영향을 준다는 일반적인 예측과 상반되는 결과이다. MV_t/MV_{t-1} 는 $DIFFBV_t/MV_{t-1}$, $DIFFOX_t/MV_{t-1}$, $DIFFOA_t/MV_{t-1}$ 와 모두 약한 음의 상관관계를 보이고 있다. 한편 BV_t/MV_{t-1} 와 OA_t/MV_{t-1} 가 가장 강한 상관관계를 보이고 있다. (상관계수 : 0.74)

〈표 9〉 변수간 상관관계

변 수	MV_t / MV_{t-1}	BV_t / MV_{t-1}	OX_t / MV_{t-1}	OA_t / MV_{t-1}	$DIFFBV_t / MV_{t-1}$	$DIFFOX_t / MV_{t-1}$	$DIFFOA_t / MV_{t-1}$	$NEGOX_t / MV_{t-1}$
MV_t / MV_{t-1}	1							
BV_t / MV_{t-1}	0.28	1						
OX_t / MV_{t-1}	0.55	0.12	1					
OA_t / MV_{t-1}	0.15	0.74	-0.09	1				
$DIFFBV_t / MV_{t-1}$	-0.04	-0.19	-0.02	-0.04	1			
$DIFFOX_t / MV_{t-1}$	-0.04	0.30	-0.18	0.21	0.01	1		
$DIFFOA_t / MV_{t-1}$	-0.05	-0.31	-0.02	-0.16	0.14	-0.27	1	
$NEGOX_t / MV_{t-1}$	0.30	-0.02	0.81	-0.04	-0.02	-0.18	-0.05	1

1) 각 값은 양측검증의 피어슨 상관관계수

2) 각 변수의 정의

MV : 시장가치(주식가치), BV : 순장부가치, OX : 손익계산서의 당기순이익

OA : 순영업자산 (재고자산+유형자산+무형자산)

DIFFBV : 국제회계기준과 종전회계기준의 순장부가치 차이

DIFFOX : 국제회계기준과 종전회계기준의 순이익 차이

DIFFOA : 국제회계기준과 종전회계기준의 순영업자산 차이

NEGOX : OX가 음(-)이면 OX, 그렇지 않으면 0

t : 당기, t-1 : 전기

3) 표본 수 : 국제회계기준 조기도입기업 50개

3. 국제회계기준의 기업가치 관련성 분석

가. Ohlson(1995) 모형

<표 10>은 회계기준 변동이 기업가치의 설명력에 미치는 영향을 검증하기 위해 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 회귀분석한 결과이다. 이 표는 순장부가치 비율(BV_t/MV_{t-1}), 순이익비율(OX_t/MV_{t-1}), 순장부가치 차이 비율($DIFFBV_t/MV_{t-1}$), 순이익 차이 비율($DIFFOX_t/MV_{t-1}$) 등 독립변수가 시장가치 비율(MV_t/MV_{t-1})인 종속변수에 미치는 영향에 대한 분석결과를 보여준다. 순장부가치 비율(BV_t/MV_{t-1})의 경우 회귀계수가 0.187로 시장가치와 양의 상관관계를 가지므로 순장부가치가 시장가치에 비례한다는 예측과 일치하나, 통계적으로 유의하다는 결과는 얻지 못하였다.⁹⁾ 순이익비율(OX_t/MV_{t-1})의 경우에는 회귀계수 및 t-value가 각각 4.377 및 3.996으로

9) 연구모형에서 NEGOX(OX가 음(-)이면 OX, 그렇지 않으면 0)를 제외하고 회귀분석을 수행하면, 순장부가치의 회귀계수와 t-value는 각각 0.232 및 1.707로 나타나, 유의수준 10%에서 유의적이다. 이러한

나타나, 시장가치와 양의 상관관계를 가지며 유의수준 1%에서 유의적이다. 이러한 결과는 순이익이 시장가치에 비례한다는 예측과 일치하며, 순이익이 기업가치의 유의한 설명변수임을 증명해 준다. 한편 변수의 기업가치에 대한 설명력을 나타내는 조정된 결정계수는 32.9%이다.

본 연구의 핵심 변수인 국제회계기준과 종전회계기준간 순장부가치 차이 비율($DIFFBV_t/MV_{t-1}$)과 순이익 차이 비율($DIFFOX_t/MV_{t-1}$)의 경우 회귀계수는 각각 0.042 및 -0.259로, 순장부가치 차이 비율($DIFFBV_t/MV_{t-1}$)은 기업가치와 양의 상관관계를 보이나 순이익 차이 비율($DIFFOX_t/MV_{t-1}$)은 기업가치와 음의 상관관계를 보이고 있다. 그리고 두 변수의 t-value는 각각 0.067 및 -0.115로 통계적으로 유의적이지 않아 두 변수는 시장가치의 유의한 설명변수가 되지 못하는 것으로 나타났다. 따라서 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 국제회계기준 조기도입기업을 대상으로 국제회계기준의 추가적인 기업가치 설명력을 검증한 결과, 가설 1과 가설 2는 기각되게 되어 국제회계기준은 추가적인 기업가치 설명력이 없는 것으로 나타났다.

<표 10> Ohlson(1995) 모형을 이용한 회귀분석 결과

변 수	예측부호	회귀계수	t-value	p-value	adjusted R ²	F-value	sig.F
상 수		0.884	3.917	0.000	0.329	5.798	0.0003
BV_t/MV_{t-1}	+	0.187	1.383	0.174			
OX_t/MV_{t-1}	+	4.377	3.996***	0.000			
$DIFFBV_t/MV_{t-1}$	?	0.042	0.067	0.947			
$DIFFOX_t/MV_{t-1}$	?	-0.259	-0.115	0.909			
$NEGOX_t/MV_{t-1}$	-	-3.380	-1.815*	0.076			

1) 각 변수의 정의

MV : 시장가치(주식가치), BV : 순장부가치, OX : 손익계산서의 당기순이익

$DIFFBV$: 국제회계기준과 종전회계기준의 순장부가치 차이

$DIFFOX$: 국제회계기준과 종전회계기준의 순이익 차이

NEGOX : OX가 음(-)이면 OX, 그렇지 않으면 0

t : 당기, t-1 : 전기

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

3) 표본 수 : 국제회계기준 조기도입기업 50개

나. Feltham and Ohlson(1995) 모형

회계기준 변동이 기업가치의 설명력에 미치는 영향을 검증하기 위해 추가로 Feltham and Ohlson(1995) 모형을 이용하여 회귀분석하였다. <표 11>은 순장부가치 비율(BV_t/MV_{t-1}), 순이

결과는 순장부가치가 기업가치의 유의한 설명변수임을 증명해 준다.

익 비율(OX_t/MV_{t-1}), 순영업자산 비율(OA_t/MV_{t-1}), 순장부가치 차이 비율($DIFFBV_t/MV_{t-1}$), 순이익 차이 비율($DIFFOX_t/MV_{t-1}$), 순영업자산 차이 비율($DIFFOA_t/MV_{t-1}$) 등 독립변수가 시장가치 비율(MV_t/MV_{t-1})인 종속변수에 미치는 영향에 대한 분석결과를 보여준다. 순장부가치 비율(BV_t/MV_{t-1})의 경우 회귀계수가 0.003으로 시장가치와 양의 상관관계를 가지므로 순장부가치가 시장가치에 비례한다는 예측과 일치하나, 통계적으로 유의하다는 결과는 얻지 못하였다. 순이익비율(OX_t/MV_{t-1})의 경우 회귀계수 및 t -value가 각각 5.020 및 3.828로 시장가치와 양의 상관관계를 가지며 유의수준 1%에서 유의적이다. 이러한 결과는 순이익이 시장가치에 비례한다는 예측과 일치하며, 순이익이 기업가치의 유의한 설명변수임을 증명해 준다. 순영업자산 비율(OA_t/MV_{t-1})의 경우 회귀계수가 0.171로 시장가치와 양의 상관관계를 가지므로 순영업자산이 시장가치에 비례하지 않는다는 예측과 상반된다.¹⁰⁾ 그리고 통계적으로 유의하다는 결과도 얻지 못하였으므로 순영업자산비율(OA_t/MV_{t-1})은 기업가치의 유의한 설명변수가 되지 못하는 것으로 나타났다. 한편 변수의 기업가치에 대한 설명력을 나타내는 조정된 결정계수는 32.3%로 Ohlson(1995) 모형의 32.9%보다 약간 낮은 수준이다.

본 연구의 핵심 변수인 국제회계기준과 종전회계기준간 순장부가치 차이 비율($DIFFBV_t/MV_{t-1}$), 순이익 차이 비율($DIFFOX_t/MV_{t-1}$), 순영업자산 차이 비율($DIFFOA_t/MV_{t-1}$)의 경우 회귀계수는 각각 0.234, -0.462, -0.079로, 순장부가치 차이 비율($DIFFBV_t/MV_{t-1}$)은 기업가치와 양의 상관관계를 보이나 순이익 차이 비율($DIFFOX_t/MV_{t-1}$)과 순영업자산 차이 비율($DIFFOA_t/MV_{t-1}$)은 기업가치와 음의 상관관계를 보이고 있다. 그리고 어느 변수도 통계적으로 유의적이지 않아 시장가치의 유의한 설명변수가 되지 못하는 것으로 나타났다. 따라서 Feltham and Ohlson(1995) 모형을 이용하여 국제회계기준 조기도입기업을 대상으로 국제회계기준의 추가적인 기업가치 설명력을 검증한 결과, 가설 1, 가설 2, 가설 3 모두 기각되게 되어 국제회계기준은 추가적인 기업가치 설명력이 없는 것으로 나타났다.

10) 회계는 역사적 원가를 사용하므로 인해 상장연도가 오래된 기업일수록 영업자산의 과소계상분이 많은 것이 일반적이다. 그러므로 순영업자산(재고자산, 유형자산, 무형자산)이 많을수록 시장가치를 제대로 반영하지 못할 것이고, 또한 임차료, 감가상각비 등의 추가비용을 증가시키는 결과가 나타날 것이다. 그리고 과잉재고는 자산회전율을 떨어뜨리며, 과다한 유무형자산은 투자수익률(ROI)을 감소시키는 결과를 가져온다. 이는 유무형자산의 회전율에도 악영향을 미쳐 유무형자산의 이용도를 활발하게 활용할 수 없을 뿐 아니라 자산의 유동성 및 영업력이 감소될 것이다. 그리고 자산이 큰 기업일수록 정치적 압력이 증대되어 기업의 사회성, 공공성에 대한 제약 및 규제, 세금이나 준조세 등 정치적 비용이 증대된다. 따라서 자산운용의 효율성, 즉 기업의 활동성과 유동성 확보라는 차원에서 순영업자산이 크면 기업가치에 부의 영향을 줄 것이다.

〈표 11〉 Feltham and Ohlson(1995) 모형을 이용한 회귀분석 결과

변 수	예측부호	회귀계수	t-value	p-value	adjusted R ²	F-value	sig.F
상 수		0.841	3.481	0.001	0.323	4.135	0.002
BV _t /MV _{t-1}	+	0.003	0.012	0.990			
OX _t /MV _{t-1}	+	5.020	3.828***	0.0005			
OA _t /MV _{t-1}	-	0.171	1.164	0.252			
DIFFBV _t /MV _{t-1}	?	0.234	0.313	0.756			
DIFFOX _t /MV _{t-1}	?	-0.462	-0.192	0.849			
DIFFOA _t /MV _{t-1}	?	-0.079	-0.226	0.823			
NEGOX _t /MV _{t-1}	-	-4.217	-1.965*	0.057			

1) 각 변수의 정의

MV : 시장가치(주식가치), BV : 순장부가치, OX : 손익계산서의 당기순이익

OA : 순영업자산 (재고자산+유형자산+무형자산)

DIFFBV : 국제회계기준과 종전회계기준의 순장부가치 차이

DIFFOX : 국제회계기준과 종전회계기준의 순이익 차이

DIFFOA : 국제회계기준과 종전회계기준의 순영업자산 차이

NEGOX : OX가 음(-)이면 OX, 그렇지 않으면 0

t : 당기, t-1 : 전기

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

3) 표본 수 : 국제회계기준 조기도입기업 47개¹¹⁾

V. 결 론

1. 연구 요약과 정책적 시사점

본 연구는 국제회계기준을 조기도입한 기업을 대상으로 국제회계기준 도입으로 재무정보의 기업가치 설명력이 향상되었는지를 Ohlson(1995) 모형과 Feltham and Ohlson(1995) 모형을 이용하여 실증적으로 분석하였다. 2009년 또는 2010년에 국제회계기준을 조기도입한 기업의 경우, 2008년 또는 2009년 재무제표가 종전의 회계기준과 국제회계기준을 각각 적용하여 공시되므로 회계기준간 차이 분석이 가능하다. 분석결과 도출된 주요 결론은 다음과 같다.

11) Feltham and Ohlson 모형을 이용한 분석에서는 순영업자산 차이 비율이 평균±3×표준편차 범위 밖에 있는 3개 기업 (프롬썬어티, 한국프랜지공업, LG)을 추가로 표본에서 제외하여 최종표본이 47개가 된다.

첫째, 순장부가치와 순이익은 그 자체로서 기업가치에 추가적인 설명력을 제공하나, 순영업자산은 기업가치에 추가적인 설명력을 제공하지 못하였다.

둘째, 국제회계기준을 적용한 재무정보(순장부가치, 순이익, 순영업자산)는 종전 회계기준을 적용한 재무정보에 비해 기업가치에 추가적인 설명력을 제공하지 못하였다. 이러한 결과는 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 분석을 하든 Feltham and Ohlson(1995) 모형을 이용하여 분석을 하든 동일하였다.

국제회계기준은 공정가치 평가를 중요시하고 거래의 실질에 적합한 회계처리를 요구하므로 국제회계기준 도입으로 재무정보의 기업가치 관련성은 일반적으로 향상될 것으로 기대된다. 그러나 우리나라의 국제회계기준 조기도입 기업을 대상으로 회귀분석한 결과 국제회계기준이 기업가치에 추가적인 관련성을 제공하지 못하는 것으로 결론이 도출되었다.

국제회계기준이 추가적인 기업가치 관련성을 제공하지 못한다는 결론은 우리나라의 경우 국제회계기준을 전면적으로 도입하기 이전에도 이미 국제회계기준의 내용을 상당한 정도로 도입하고 있었다는 사실에 의해 설명될 수도 있을 것이다. 즉, 국제회계기준 재무정보의 기업가치 추가 관련성이 없는 것이 아니라, 우리나라의 경우 이미 국제회계기준의 내용을 상당한 정도로 도입하고 있어 도입의 효과가 상대적으로 미미하다고 할 수도 있다. 실제로 국제회계기준 조기도입 기업의 경우 국제회계기준의 도입으로 인한 순장부가치의 변동은 그다지 크지 않았다.

2. 연구의 한계

본 연구는 국제회계기준을 조기도입한 50개 기업을 대상으로 진행되었다. 국제회계기준 조기도입 기업의 경우 순자산가치 변동은 크지 않으며, 순자산이 증가한 기업의 수가 감소한 기업의 수보다 약간 많은 수준이다. 그러나 당기순이익의 경우 순자산보다 변동폭이 상대적으로 크며, 조기도입 기업 중 72%가 당기순이익이 증가하였다. 특히 대기업보다는 중소기업의 기업에서 당기순이익이 증가한 기업의 수도 많고 당기순이익 증가의 규모도 크다. 즉, 국제회계기준 도입으로 당기순이익이 증가되는 기업이 주로 국제회계기준을 조기도입한 것으로 판단되므로 자기선택 편의(self-selection bias)에 의해 표본에 편의가 존재할 수 있다. 결국 조기도입 기업만을 대상으로 한 분석결과만을 근거로 국제회계기준이 종전 회계기준에 비해 추가적인 기업가치 설명력이 없다고 결론을 내리기에는 무리가 있을 수도 있을 것으로 판단된다. 그러므로 국제회계기준이 모든 상장회사에게 의무적으로 도입되는 2011년 이후의 재무자료를 이용하여 보다 심층적으로 분석하여야 국제회계기준의 추가적인 기업가치 설명력을 보다 정확히 파악할 수 있을 것으로 판단된다.

참고문헌

- 강선민 · 한봉희 · 황인태(2009). 국제회계기준이 재무제표에 미치는 영향 : 영국과 호주기업을 대상으로. 회계저널 제18권 제2호. 281 - 312.
- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최 관 · 한봉희(2010). 자본시장에서의 회계정보 유용성. 신영사.
- 금융감독원 회계서비스본부 회계제도실(2010). 알기 쉬운 국제회계기준.
- 문현주. 이익지속성에 관한 비교연구 : 한국 GAAP 대 IFRS. 세무와회계저널 제12권 제4호. 2011. 45 - 68.
- 박선영 · 변용희 · 배한수(2010). STX팬오션의 국제회계기준(IFRS) 도입에 관한 사례연구. 회계저널 제19권 제2호. 35 - 60.
- 백원선 · 이화진 · 정영기(2002). 자산재평가 동기와 재평가적립금의 가치평가. 회계학연구 제27권 제3호. 1 - 24.
- 신현걸(2008). 국제회계기준 도입에 따른 토지의 공정가치 모형의 가치관련성. 세무와회계저널 제9권 제3호. 2008. 285 - 311.
- 심호식 · 정대길 · 이창우(2010). 한국채택국제회계기준 도입 효과 : 담배제조기업 사례. 회계저널 제19권 제2호. 2010. 183 - 217.
- 양승권(2003). 회계처리방법이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구. 광운대학교 대학원 경영학 박사 학위논문.
- 오문성 · 김성환 · 박진모(2010). K - IFRS 적용이 재무제표의 유용성에 미치는 영향에 관한 연구. 세무와회계저널 제11권 제4호. 359 - 384.
- 최해동(2012). 국제회계기준의 기업가치 관련성에 관한 연구 : 조기도입 기업을 대상으로. 아주대학교 경영대학원.
- 한봉희(2006). 국제회계기준에 따른 연구개발 지출의 회계처리기준 변경에 대한 시장 반응. 회계학연구 제31권 제1호. 97 - 125.
- Feltham, G. and J. Ohlson(1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*(Spring) : 689 ~ 732.
- Ohlson, J.(1995). Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research*(Spring) : 661 ~ 687.

A Study on the Relevance of IFRS to the Firm Value

- Focusing on the Early Adopters -

Hae-Dong Choi* · Kwang-Yoon Kim**

〈Abstract〉

The purpose of this paper is to inquire empirically into whether the International Financial Reporting Standards(IFRS) are more excellent than the former Korean accounting standards(K-GAAP) in stock price explanation by using Ohlson(1995) Model and Feltham and Ohlson(1995) Model ,respectively, through the cases of the enterprises which adopted IFRS earlier over the year 2009 and 2010. In case an enterprise makes a public announcement of financial statements by applying IFRS, it must publicly announce not only the financial statements for the proper fiscal year but it also must officially announce the financial statements for the very previous fiscal year making comparisons through their conversion based on IFRS, so it's possible to directly compare the financial statements worked out by applying the different accounting standards to the same enterprise's same fiscal year.

This empirical research conducted regression analysis of the sampled 50 enterprises which meet definite standards among 61 enterprises who early adopted IFRS in 2009 and 2010 before the year 2011 when IFRS are obligatorily applied to all listed companies, and as a result of analysis, this paper drew the major conclusions as follows : First, net book value and net profit per se provided additional explanatory power to enterprise value, but net operating assets failed to provide additional explanatory power to enterprise value. Second, the financial information(net book value, net profit, net operating assets), to which IFRS were applied, failed to provide additional explanatory power to enterprise value in comparison with the financial information to which K-GAAP were applied. Such a result was found to be the same whether the financial information was analyzed by Ohlson(1995) Model or Feltham and Ohlson(1995) Model.

Such a result may make it possible to judge that adoption of IFRS in Korea didn't improve explanatory power to enterprise value, because Korea had already adopted the contents of IFRS in a considerable measure even before it completely adopted IFRS. In other words, it may be said that such a result means that IFRS don't lack the explanatory power to enterprise value, but their introduction effect is relatively insignificant because Korea has already introduced the contents of

* Senior Manager, Korea Water Resources Corporation, C.P.A. chdchd@hanmail.net, Prime author

** Professor, College of Business Administration, Ajou University, kimkyn@ajou.ac.kr, Corresponding author

IFRS in a considerable measure even before their full adoption.

In addition, there might exist a sample bias in this study due to self-selection bias because this research was done targeting the 50 enterprises which early adopted IFRS. Therefore, we estimate that it might be possible to more accurately grasp IFRS's explanatory power to enterprise value only after the more in-depth analysis of the financial statements since 2011 when IFRS are obligatorily introduced.

〈Key words〉 IFRS, Firm Value, Early Adopters, Ohlson Model, Feltham and Ohlson Model