

IFRS 도입을 전후한 연결재무제표의 가치관련성 변화  
Value relevance of consolidated Financial statements  
in the pre and post IFRS adoption

제 1저자                    김 문 철 Moonchul Kim\*  
공동저자(교신저자)    전 영 순 Youngsoon S. Cheon\*\*  
공동저자                    안 성 희 Sunghee Ahn\*\*\*  
공동저자                    하 승 현 Seung-hyun Ha\*\*\*\*

2014년 5월

- 
- \*    경희대학교 회계·세무학과 교수(Tel: 02-961-0464, E-mail: kimc@khu.ac.kr)  
Professor, Dep. of Accounting and Taxation, Kyung Hee University.
- \*\*    중앙대학교 경영대학 경영학부 교수(Tel: 02-820-5572, E-mail: yscheon@cau.ac.kr)  
Professor, College of Business Administration, Chung-Ang University.
- \*\*\*    경희대학교 회계·세무학과 박사과정(Tel: 02-961-9159, E-mail: sheean@khu.ac.kr)  
Doctoral Student, Dep. of Accounting and Taxation, Kyung Hee University.
- \*\*\*\*    중앙대학교 경영대학 회계학 석사(Tel: 02-820-5572)  
Master of Accounting, Chung-Ang University.

# IFRS 도입을 전후한 연결재무제표의 가치관련성 변화

## Value relevance of consolidated Financial statements in the pre and post IFRS adoption

### <국문요약>

본 연구는 IFRS 도입에 따른 연결재무제표 정보효과의 변동을 분석한다. 선행연구는 주로 별도재무제표와 비교하여 연결재무제표의 증분적 가치관련성이 있는가를 고찰한 반면, 본 연구는 IFRS 도입을 전후하여 연결재무제표 자체의 정보효과의 변동을 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별화된다. 또한, 본 연구는 IFRS 도입으로 연결재무제표 정보효과의 변동을 가져올 수 있는 요인을 파악하고 각 요인별 정보효과의 변동을 분석하였다는 점에서 선행연구의 범위를 확장하였다고 할 수 있다.

본 연구는 IFRS 도입을 전후한 2009년부터 2012년까지 연결재무제표를 공시한 1,796기업-연도를 대상으로 연결재무제표의 가치관련성 변화에 대한 검증 수행하였으며, 그 결과 IFRS 도입 후 연결순자산의 가치관련성은 증가한 반면에 연결순이익의 가치관련성은 유의한 차이가 없는 것으로 나타난다. 한편, IFRS 도입을 전후하여 연결재무정보의 정보효과에 차이가 나타날 수 있는 요인은 IFRS 도입으로 인한 회계기준의 차이, 연결재무제표의 주 재무제표화, 연결재무제표의 공시기한 단축효과로 구분된다. 각 요인별로 연결재무제표의 정보효과에 미친 영향을 분석한 결과는 다음과 같다. 회계기준의 차이로 인한 연결재무정보 정보효과의 변동은 2010 회계연도의 K-GAAP에 의한 연결재무제표를 IFRS로 전환함에 따라 발생하는 연결순자산 조정액과 연결순이익 조정액을 기초로 검증하였으며, 그 결과 IFRS에 의한 연결순이익이 주가를 보다 잘 설명하는 것으로 나타난다. 연결재무제표의 주 재무제표화로 인한 정보효과는 IFRS 도입 후 지배기업소유주에 귀속되는 순자산의 경우에만 유의하게 증가하는 것으로 나타난다. 마지막으로, IFRS 도입 후 연결재무제표의 공시기한이 단축된 데 따른 정보효과 변화를 검증하기 위해 연결재무제표 공시일 전후의 주가반응을 분석한 결과, IFRS 도입 전 연결재무제표 공시기한이 4월말에서 IFRS 도입 후 3월말로 단축되었다고 하더라도 공시기한의 단축으로 인한 연결재무정보의 정보효과는 증가되지 않은 것으로 나타난다.

IFRS의 도입으로 연결재무제표가 주 재무제표가 되고 공시기한도 단축됨에 따라 연결재무제표의 중요성이 크게 증가되었으며 이에 따라 연결재무제표의 가치관련성도 크게 증가할 것으로 예상되었으나, 실증분석 결과 예상과는 달리 연결순이익의 가치관련성은 유의하게 증가하지 않은 것으로 나타났다. 일부 해외 선행연구에서는 이러한 실증결과를 IFRS 도입에 따라 공정가치회계가 강화되면서 순자산의 가치관련성은 상승하고 당기순이익의 가치관련성은 감소하는 것으로 해석하고 있다. 그러나 IFRS를 도입한 이유가 질적으로 우수한 재무보고를 하여 주가에 기업의 본질적인 가치를 반영되도록 함으로써 기업의 자본조달비용을 줄이고자 하는 것이 목적인 만큼 IFRS 도입 후 연결순이익의 가치관련성이 증가하지 않는 원인에 대한 후속연구가 필요해 보인다.

# I. 서론

우리나라는 2011년부터 국제회계기준(이하 'IFRS')을 전면 도입하여 적용하고 있다. IFRS에서는 연결재무제표를 주 재무제표로 작성해야 하는데, 이는 IFRS를 도입하는 기업에 큰 변화를 가져왔다. IFRS를 도입하기 전까지 우리나라는 개별재무제표가 주 재무제표로 작성되었으며, 연결재무제표는 개별재무제표를 보완하는 역할에 그쳤다. 하지만 IFRS 도입으로 연결재무제표가 주 재무제표가 되면서 기업가치분석, 신용평가, 대출의사결정 등 이용자들의 다양한 의사결정에서 그 중요성이 크게 증가하였다. 이처럼 IFRS 도입 후 연결재무제표가 기존의 개별재무제표를 대체하여 중요성이 증가함에 따라 연결재무제표의 정보효과에 변동이 있을 것으로 예상된다. 따라서, 본 연구는 IFRS 도입 후 연결재무제표의 정보효과에 변동이 있는지를 연구한다.

IFRS 도입 후 연결재무제표의 정보효과에 변동이 있기 위해서는 연결재무제표의 중요성이 증가하였다는 것만으로는 충분하지 않을 수 있으며, IFRS 도입 전의 연결재무제표가 제공하지 못한 정보를 제공해야 할 것이다. 그런데 IFRS 도입 후의 연결재무제표는 여러 가지 요인에 의해 IFRS 도입 전의 연결재무제표와는 다른 정보를 제공할 것으로 예상된다. 우선, IFRS가 도입되기 전에 적용되던 회계기준(이하 'K-GAAP')과 IFRS의 차이로 인해 연결재무제표는 K-GAAP 연결재무제표와는 다른 정보를 제공할 수 있다. 연결재무제표는 연결대상회사의 개별재무제표나 별도재무제표에 기초하여 작성된다. 그런데 개별재무제표나 별도재무제표가 IFRS를 적용하여 작성되므로 연결재무제표 자체도 IFRS에 따라 작성되게 되고, 두 회계기준의 차이가 연결재무제표의 정보효과에 변동을 가져올 수 있다. 또한 연결재무제표에 영향을 미치는 K-GAAP과 IFRS의 차이는 연결대상범위의 변동에서 발생하는 차이와 기타 회계기준의 차이로 구분할 수 있다. 연결재무제표는 회계처리방법 자체는 차이가 없더라도 연결대상에 포함되는 종속기업의 범위에 차이가 있다면 IFRS 연결재무제표는 K-GAAP 연결재무제표와는 다른 정보를 제공할 수 있다. 예를 들어, K-GAAP에 따른 연결범위 결정기준보다 IFRS에 따른 연결범위 결정기준이 경제적 실질을 보다 잘 반영한다면 IFRS에 의한 연결재무제표의 정보효과는 증가할 것이다.

또한, IFRS 도입 전에는 개별재무제표상 종속기업투자주식에 대해 완전지분법을 적용하여 연결효과를 반영하였으며,<sup>1)</sup> 개별재무제표가 연결재무제표보다 먼저 공시됨에 따라 개별재무제표가 연결재무제표 정보를 선점하는 효과가 있었다. 그러나 IFRS 도입으로 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따라 연결재무제표는 지배기업 자신만의 재무제표인 별도재무제표와 동시에 공시된다. 또한, 지배기업의 별도재무제표상 종속기업투자주식은 원가법이나 공정가치법에 따라 회계처리됨에 따라 연결재무제표가 제공하는 정보를 제공하지 못한다.<sup>2)</sup> 따라서, IFRS 도입 후에는 연결재무정보는 연결재무제표를 통해서만 공시되며 이에 따라 연결재무제표의 정보효과도 증가할 수 있다.

연결재무제표의 정보효과에 영향을 미칠 수 있는 세 번째 요인은 연결재무제표 공시기한

---

1) 지배기업이 종속기업의 투자주식에 대해 완전지분법을 적용하면 지배기업의 개별재무제표 당기순이익과 연결재무제표 지배기업소유지분 당기순이익이 서로 일치되며, 이러한 특징을 단일계정연결(one-line consolidation)이라고 부른다.

2) IFRS에서는 지배기업은 자신만의 법적인 실체에 대한 재무제표로 개별재무제표 대신 별도재무제표를 작성한다. 지배기업은 별도재무제표상 종속기업투자주식을 지분법 대신 원가법이나 공정가치법으로 회계처리함으로써 더 이상 단일계정연결 효과를 보고할 수 없다.

의 단축이다. IFRS 도입으로 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따라 연결재무제표 작성의 무가 있는 상장기업은 회계연도 종료 후 90일내에 연결재무제표를 제출해야 한다. 이와 달리 K-GAAP에서는 자산총액이 2조원 이상인 회사를 제외하고는 연결재무제표 공시시한이 회계연도 종료 후 120일이었다. 따라서 자산총액 2조원 미만의 기업에 대해서는 연결재무제표의 제출기한이 30일 단축되었으며, 이에 따라 연결재무정보의 적시성이 향상되어 공시효과가 증가될 수 있다.

이처럼 여러 가지 요인에 따라 연결재무제표의 정보효과에 변동이 있을 것으로 예상됨에 따라, 본 연구는 IFRS 도입 후 연결재무제표 정보효과에 변동을 가져올 수 있는 요인별로 그 영향을 분석한다. 우선, IFRS 도입 후에 연결재무제표의 가치관련성이 전반적으로 변동했는지를 분석한다. 둘째, K-GAAP과 IFRS의 차이가 연결재무제표의 가치관련성에 미친 영향을 검토한다. 아울러 회계기준의 차이를 연결대상 범위의 변동으로 인한 차이와 기타 회계기준의 차이로 구분하여 그 영향을 분석한다. IFRS 최초 도입연도인 2011 회계연도의 연결재무제표 작성시 기업은 2010 회계연도의 연결재무제표를 IFRS에 따라 재작성하여 공시해야 한다. 따라서, 2010 회계연도에 대해서는 원래 K-GAAP에 의해 따라 작성된 연결재무제표와 IFRS에 따라 재작성된 연결재무제표가 이용가능하다. 본 연구는 2010 회계연도의 자료를 이용하여 K-GAAP과 IFRS의 차이가 연결재무제표의 가치관련성에 미친 영향을 분석한다. 셋째, IFRS 도입 후에는 지배기업소유주에 귀속되는 순이익과 순자산이 연결재무제표를 통해서만 공시되므로 IFRS 도입 후에 연결재무제표에 보고되는 지배기업소유주지분 순이익과 순자산의 가치관련성이 증가하는지를 검증한다. 마지막으로, IFRS 도입 후 연결재무제표 제출기한의 단축이 연결재무정보의 정보효과를 증가시키는지 분석한다.

본 연구의 표본은 IFRS 도입 전후 기간인 2009년부터 2012년까지 연결재무제표를 공시한 기업이다. 주요 실증분석결과는 다음과 같다. IFRS 도입 후 전반적으로 연결순자산의 가치관련성은 증가한 반면, 연결순이익의 가치관련성에는 유의한 변동이 없는 나타난다. 또한, 2010 회계연도에 대해 K-GAAP 연결재무제표를 IFRS 연결재무제표로 전환함에 따라 발생하는 연결순이익 조정액은 2010 회계연도말 주가와 유의한 양의 관계를 가진다. 이는 IFRS 연결순이익이 주가를 더 잘 설명함을 의미한다. 연결재무제표상 지배기업소유주지분 순자산의 가치관련성은 IFRS 도입 후 유의하게 증가한 반면, 지배기업소유주지분 순이익의 가치관련성에는 유의한 변화가 없는 것으로 나타난다. 마지막으로, IFRS 도입 후 연결재무제표의 공시기간 단축으로 인한 정보효과에 변화를 검증하기 위해 연결재무제표 공시일은 전후한 주가반응을 분석한 결과, 공시기한 단축에 대한 유의한 주가반응은 나타나지 않는다. 이는 IFRS 도입으로 연결재무제표의 공시시점이 약 30일 단축되었지만, 이로 인해 연결재무정보 정보효과가 증가되지는 않았음을 의미한다.

선행연구는 IFRS 도입 후 별도재무제표 대비 연결재무제표의 가치관련성에 초점을 맞추었다. 본 논문은 IFRS 도입을 전후한 연결재무제표 자체의 가치관련성 변동을 연구하였다는 점에서 선행연구와 차별화된다. 나아가 본 연구는 연결재무제표의 가치관련성에 변동을 가져올 수 있는 요인을 파악하고, 각 요인별로 연결재무제표의 정보효과에 미친 영향을 검증하였다. 이러한 요인별 연구는 기존의 선행연구의 범위를 확장하였다는 점에서 의의가 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 II절에서는 본 연구와 관련된 선행연구를 검토하고 연구가설을 설정한다. 제 III절에서는 표본과 연구방법을 논의하며, 제 IV절에는 실증분석결과를 제시한다. 마지막으로 제 V절에서는 연구결과를 요약하고 결론을 맺는다.

## II. 선행연구 및 연구가설

### 2.1 선행연구

외국의 경우에는 대부분 연결재무제표가 주 재무제표이며 지배기업의 개별재무제표는 보조적 자료로 첨부되므로 회계학 분야에서 외국의 선행연구는 연결재무제표 정보를 이용하여 이루어진다. 따라서 우리나라에서처럼 연결재무제표와 관련된 제도변경의 효과를 연구한 외국의 선행연구를 찾아보기는 어렵다.<sup>3)</sup>

우리나라의 경우 개별재무제표가 주 재무제표이고 연결재무제표가 보조적으로 제공되었기 때문에 개별재무제표와 별도로 연결재무제표 자체에 대한 연구가 많이 수행되었다. 우리나라에서 연결재무제표에 관한 선행연구는 주로 연결재무제표 자체의 정보효과나 개별재무제표에 추가하여 증분적인 정보효과가 있는지에 초점을 두고 수행되었다. 연결정보에 대한 초기의 연구는 주로 개별재무제표와 연결재무제표의 재무비율에 대한 차이분석을 중심으로 이루어졌다(정중암과 김지홍 1991; 정연해 1996).

연결재무제표 자체의 정보효과를 검증한 선행연구는 주가 및 거래량을 이용하여 연결재무제표 공표시점의 시장반응을 연구하였다. 전성빈(1994)은 감사받은 연결재무제표가 최초로 공시된 1993 회계연도 자료를 이용하여 연결재무제표의 정보효과를 연구하였다. 실증분석 결과, 감사보고서일을 전후한 일별 누적초과수익률과 연결재무제표 공시기한인 4월 말을 전후한 주별 누적초과수익률은 연결순이익 및 연결매출액과 유의적인 양의 관계가 있는 것으로 나타났다. 황인태(1995)는 연결감사보고서일에 주식거래량이 유의적으로 증가함을 보고하였으며, 김경호(1996)는 연결재무제표 공시일을 전후한 주식수익률이 연결이익정보를 반영함을 보고하였다.

또한, 선행연구는 연결재무제표 정보가 개별재무제표 정보에 추가하여 증분적인 정보효과가 있음을 보고하였다. 김권중 외(2001)는 연결이익정보와 주가와 의 관계를 이론적으로 도출하고 연결순자산 및 연결순이익 정보와 주가의 관계를 실증분석하였다. 실증분석 결과, 연결순자산과 연결순이익은 연결재무제표 공시기한인 다음 회계연도 4월말의 지배기업 주가와 유의적인 양의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 또한, 연결순이익은 개별순이익에 추가하여 증분적 정보효과가 있는 것으로 나타났다. 연결재무제표가 공시되는 다음 회계연도 4월의 누적주식수익률을 이용한 분석에서도 연결이익의 유용성을 지지하는 유사한 결과가 나타났다. 김권중과 나인철(2002)은 연결재무제표를 구성하는 개별 항목들의 정보관련성에 관해 연구하였다. 연결순이익을 구성하는 연결매출액과 연결비용에 기초하여 추정된 다음 회계연도의 연결이익, 연결매출액 및 연결비용의 예측치는 지배기업의 주가와 유의적인 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한, 연결현금흐름 및 연결발생액도 지배기업의 주가와 유의적인 양의 관계를 보였다. 연결재무정보와 기업의 체계적 위험의 관계를 연구한 김종대(2001)는 개별재무제표에 기초하여 산정한 부채비율보다 연결재무제표에 기초하여 산정한 부채비율이 기업의 체계적 위험과 높은 상관관계를 가짐을 보고하였다.

한편, 신현걸과 이만우(2002)는 1999년에 지분법이 도입된 후 개별재무제표가 연결재무제

3) 예를 들어, 미국의 경우 1917년에 연결재무제표 작성에 중요한 인센티브를 제공하는 연결납세제도가 도입되었으며, 1940년에는 공개기업에 대해 연결재무제표 작성을 의무화하였다. 따라서 1940년 이후의 자료를 사용한 미국의 연구는 연결재무제표 정보를 이용하고 있다.

표의 정보효과를 선점하여 연결재무제표의 정보효과가 사라지는지를 연구하였다. 표본을 개별순이익에 비해 연결순이익이 증가한 그룹, 감소한 그룹 및 변동이 없는 그룹으로 구분하고 연결감사보고서일과 연결재무제표 제출기한을 전후한 13일간의 누적 초과주식수익률과 주식거래량을 비교한 결과, 세 그룹 간에 유의적인 차이를 보이지 않았다. 회귀분석에서도 개별이익 및 개별매출액에 추가하여 연결이익과 연결매출액의 충분한 정보효과는 나타나지 않았다. 이는 지배기업이 지분법을 적용하여 개별재무제표상 연결효과를 반영하는 경우 연결정보를 선점하여 연결재무제표 자체는 추가적인 정보효과가 없을 수 있음을 시사하는 결과이다.

정규언(2005)은 연결재무제표 작성자인 상장기업 임직원, 감사인 및 회계학교수를 대상으로 연결재무제표를 주 재무제표화하는 것에 대한 설문조사를 실시하였다. 설문조사 결과, 회계학교수는 연결재무제표 중심의 공시제도로 전환하는 것에 대해 찬성한 반면, 작성자는 반대하는 입장을 보였으며, 감사인은 중간적인 입장을 보였다. 연결재무제표를 주 재무제표화하는 것에 반대한 이유는 연결재무제표를 사업연도 종료 후 90일 이내에 작성하고 감사받아 공시하는 것이 현실적으로 어렵다는 것이었다. 이러한 현실적인 어려움은 IFRS 도입 후에도 존재할 수 있다. 연결재무제표의 공시기한이 단축되어 별도재무제표와 동시에 공시되면 재무제표 작성기간 및 감사기간을 단축시켜 연결재무제표 정보의 질을 저하시킬 수도 있기 때문이다.

앞서 언급한 대로, IFRS 도입 전에는 연결재무제표가 주 재무제표인 개별재무제표의 보조적인 재무제표로 작성됨에 따라 연결재무제표의 공시기한이 개별재무제표의 공시기한보다 30일이 늦었다. 기업들이 개별재무제표에 기초한 실적을 공표하고 30일 후에 공시되는 연결재무제표상 실적이 개별재무제표상 실적과 크게 차이가 나면서 공시기한을 일치시켜야 한다는 비판이 제기되었다. 이를 해결하기 위해 정부는 자산총액이 2조원 이상인 기업에 대해 2007 회계연도부터 사업보고서에 연결재무제표 정보를 공시하도록 하였다. 즉, 자산총액이 2조원 이상인 기업의 경우에는 개별재무제표와 연결재무제표 공시기한이 회계연도 종료 후 90일로 일치하게 되었다. 이에 박홍조와 지현미(2010)은 2007-2008 회계연도 자료를 이용하여 연결재무제표의 공시기한 단축이 연결정보의 가치관련성에 영향을 미치는지를 연구하였다. 실증분석 결과, 연결재무제표 공시기한이 3월말인 기업의 연결순자산과 연결순이익이 그렇지 않은 경우보다 높은 가치관련성을 갖는 것으로 나타났다.

국제적으로 EU 국가들은 비롯한 많은 국가들이 IFRS를 자국의 회계기준으로 도입하였다. 특히, EU는 2005년부터 모든 상장기업에 대해 IFRS를 도입함에 따라 EU 국가들을 대상으로 IFRS의 도입효과에 대한 많은 연구가 이루어졌다. 이 중에서 본 연구와 관련된 선행연구는 IFRS의 도입이 회계정보의 질과 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 검증한 연구라고 할 수 있다.

IFRS의 도입이 회계정보의 질에 미치는 영향을 연구한 선행연구는 상충되는 연구결과를 보고하였다. Barth et al.(2008)은 IAS를 자발적으로 도입한 기업의 경우 이익조정과 손실의 조기인식 정도로 측정된 회계이익의 질이 증가하며, 회계정보의 가치관련성이 증가함을 보고하였다. 또한, Christensen et al.(2008)은 자발적으로 IFRS를 도입한 기업에서는 IFRS 도입 후에 이익조정이 감소하고 손실의 조기인식 정도가 증가했으나, 의무도입 기업에서는 IFRS 도입을 전후한 회계이익의 질의 차이가 유의하지 않음을 보고하였다. Atwood et al.(2011)은 이익지속성 및 당기이익과 미래 현금흐름의 관계로 측정된 회계이익의 질이 IFRS를 의무도입한 그룹과 IFRS를 도입하지 않은 그룹 간에 유의적인 차이가 없음을 보고

하였다. 반면, Ahmed et al.(2013)과 Callao and Jarne(2010)는 이익유연화, 이익조정, 손실의 조기인식 정도로 측정된 회계정보의 질이 IFRS의 의무도입 후에 저하됨을 보고하였다. Cascino and Gassen(2011)과 Lang et al.(2010) 또한 IFRS의 의무도입 후에 이익의 비교가능성이 감소하거나 유의적인 차이가 없음을 보고하였다. 이러한 선행연구는 IFRS의 도입이 회계이익의 질에 미치는 영향은 IFRS 도입 유인과 관련이 있음을 시사한다.

한편, IFRS 도입이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 연구한 선행연구는 일반적으로 긍정적인 결과를 보고하였다. Aharony et al.(2010)은 14개 EU국가를 대상으로 IFRS 도입이 영업권, 연구개발비 및 유형자산의 가치관련성에 미치는 영향을 연구한 결과, 이들 항목의 가치관련성이 증가함을 보고하였다. 이러한 가치관련성의 증가효과는 IFRS와 IFRS가 도입되기 전의 회계기준의 차이가 클수록 높게 나타났다. Barth et al.(2012a) 또한 IFRS 도입전 기준에서 IFRS로 전환하면서 발생하는 순자산조정액 및 순이익조정액은 유의적인 양의 가치관련성을 가짐을 보고하였다. Barth et al.(2012b)는 27개 국가에서 IFRS를 도입한 기업을 대상으로 이들 기업에 대응되는 미국 기업과 비교하여 순자산 및 당기순이익의 상대적인 가치관련성을 검토하였다. 실증분석 결과, 미국 기업과 비교한 상대적인 가치관련성이 IFRS 도입 후에 증가하는 것으로 나타났다. Hung and Subramanyam(2007)은 IAS를 자발적으로 도입한 독일기업을 대상으로 IAS 도입시 회계정보의 가치관련성이 증가하는지를 연구하였다. 실증분석 결과, 독일회계기준에서 IAS로 전환하면서 발생한 순자산조정액은 양의 가치관련성을 가지나, 순이익조정액은 음의 가치관련성을 갖는 것으로 나타났다. 반면, Capkun et al.(2008)은 EU 기업을 대상으로 IFRS 도입시 회계정보의 가치관련성이 증가하는지를 연구한 결과, 자국의 회계기준에서 IFRS로 전환시 발생하는 순이익조정액은 양의 가치관련성을 가지나 순자산조정액은 가치관련성이 없음을 보고하였다.

우리나라의 경우 최성호 등(2011)은 59개 조기도입 기업을 대상으로 이익조정 및 가치관련성을 연구한 결과, IFRS 도입과정에서 이익조정은 증가하나 순이익의 가치관련성은 증가하는 것으로 나타났다. 강민정 등(2012)은 IFRS를 조기도입한 57개 기업을 대상으로 보수적 회계처리로 측정된 회계이익의 질이 증가함을 보고하였다. 최성호 등(2013)은 K-GAAP에서 IFRS로 전환시 발생하는 순이익조정액은 양의 가치관련성이 있으나 순자산조정액은 음의 가치관련성이 있음을 보고하였다. 또한, 이성엽 등(2013)은 IFRS를 도입한 기업의 별도재무제표와 연결재무제표의 추가설명력간에 유의적인 차이가 없음을 보고하였다.

## 2.2 연구가설

본 연구는 IFRS 도입으로 주 재무제표가 된 연결재무제표의 정보효과가 IFRS 도입 후에 달라지는지를 검증한다. 나아가 IFRS 도입을 전후하여 연결재무제표의 정보효과에 변동을 초래할 수 있는 요인을 파악하고 그 요인별로 정보효과의 차이를 검증한다.

IFRS의 도입으로 연결재무제표가 주 재무제표가 되면서 연결재무제표와 관련된 제도적 변화도 수반되었다. IFRS 도입 전에는 일부 기업을 제외하고는 연결재무제표가 개별재무제표보다 늦게 공시되었다. 또한, IFRS 도입 전에는 지배기업은 개별재무제표상 종속기업투자주식에 대해 지분법을 적용하여 연결재무제표상 표시되는 지배기업의 순자산 및 순이익 효과를 개별재무제표에 보고하였다('one-line consolidation'). 이처럼 연결재무제표보다 먼저 공시되는 개별재무제표에서 연결정보를 제공함에 따라 연결정보를 선점하는 경향이 있었다(신현결과 이만우 2002). 그러나 IFRS가 도입되면서 주 재무제표인 연결재무제표의 공시기

한이 회계연도 종료 후 90일 이내로 앞당기면서 연결재무제표와 지배기업의 별도재무제표가 동시에 공시되게 되었다. 또한, IFRS에서는 지배기업의 별도재무제표상 종속기업투자주식에 대해 원가법이나 공정가치법을 적용함에 따라 별도재무제표가 더 이상 ‘one-line consolidation’의 효과를 반영하지 못하게 되었다. 연결재무제표와 관련된 이러한 제도적 변화는 IFRS 도입 후 연결재무제표의 정보효과가 증가할 수 있음을 의미한다. 그러나 정규언(2005)은 연결재무제표의 작성기간 및 감사기간으로 단축으로 기한 내에 신뢰성 있는 연결재무제표가 작성되기 어려울 수 있으며 이로 인해 연결재무제표의 신뢰성이 저하될 수도 있다는 우려를 보고하였다.

또한, IFRS의 특징 중 하나는 경영자의 전문가적 판단을 중요시한다는 것이다. 이는 자신의 기업에 대해 가장 잘 알고 있는 경영자가 기업의 경제적 실질을 가장 잘 반영하는 회계처리방법을 선택하도록 하고자 하는 취지이다. 따라서 경영자가 이러한 취지에 맞게 회계처리방법을 선택한다면 IFRS 연결재무제표는 기업가치를 보다 잘 반영할 수 있는 정보를 제공할 수 있다. 그러나 IFRS에서 경영자의 전문가적 판단이 확대되었다는 것은 동시에 경영자의 재량적인 판단이 개입될 여지가 증가하였다는 것을 의미한다. 따라서 경영자의 재량적인 판단이 원래 취지와 달리 작동한다면 이는 오히려 연결재무제표의 신뢰성을 저하시키고 이로 인해 연결정보의 유용성은 저하될 수 있다. 이와 유사하게, 외국의 선행연구는 EU 국가에서 IFRS의 의무도입 후 회계정보의 질이 저하되었음을 보고하였다(Ahmed et al. 2013; Callao and Jarne 2010; Cascino and Gassen 2011; Lang et al. 2010). EU의 경우처럼 우리나라에서도 IFRS의 의무도입 후 회계정보의 질이 저하된다면 연결정보의 정보효과도 감소할 수 있다. 따라서 IFRS의 의무도입 후에 연결재무제표의 정보효과에 유의적인 변화가 있는지는 실증적으로 분석되어야 할 사항이며, 이를 위한 가설은 다음과 같다.

가설 1: IFRS 도입을 전후하여 연결순자산과 연결순이익의 정보효과에는 유의적인 변동이 있을 것이다.

IFRS 도입 후에 연결순자산과 연결순이익의 정보효과에 유의적인 변동이 있다면 그 요인은 크게 세 가지로 구분할 수 있다. 우선, 기존의 회계기준과 IFRS 차이로 인해 지배기업과 종속기업의 재무제표 자체의 정보효과가 달라질 수 있다. 이러한 효과는 지배기업의 별도재무제표와 종속기업의 개별재무제표를 연결한 연결재무제표상에도 반영될 것이다. 일반적으로 공정가치는 취득원가에 비해 보다 목적적합한 정보를 제공한다. IFRS 도입으로 자산, 부채의 공정가치 평가가 확대되어 연결재무제표의 목적적합성이 증가할 수 있다. 한편, IFRS는 원칙중심으로 동일한 원칙하에서도 경영자가 선택하는 회계처리방법은 기업 간에 다를 수 있어 기업 간 비교가능성이 저하될 수 있다. 예로, IFRS 도입 첫 연도인 2011년 재무제표상 영업이익의 산출 범위는 기업 간에 큰 차이가 있었으며, 유형자산 평가방법 및 주식공시의 양에 있어서도 기업 간에 큰 차이가 있는 것으로 나타났다(이호영 외 2011).<sup>4)</sup> 따라서 회계기준의 차이로 인한 효과가 IFRS 도입 후에 연결재무제표의 정보효과에 미치는 방향을 사전적으로 예측하기는 어렵다. 많은 연구들이 IFRS 도입 후에 IFRS 재무제표 항목이나 순자산 및 순이익의 가치관련성이 증가함을 보고하였다(Aharony et al. 2010; Barth et al. 2012b; 최성호 등 2011). 그러나 IFRS가 도입되기 전의 기준에서 IFRS로 전환하면서 발생

4) 이호영, 이홍섭, 장금주, 강민정. 2011. IFRS 재무정보 비교가능성 제고 방안에 대한 연구. IFRS 재무공시 개선방안 세미나.

하는 순자산조정액과 순이익조정액의 가치관련성에 관해서는 일관성있는 결과가 나타나지 않는다(Hung and Subramanyam 2007; Capkun et al. 2008; Barth et al. 2012a; 최성호 등 2013). 따라서 이는 실증적으로 분석되어야 할 대상으로 보이며, 이를 위해 다음의 가설을 설정한다.

가설 2: 회계기준의 차이로 인해 IFRS 도입을 전후한 연결순자산과 연결순이익의 정보효과에는 유의적인 변동이 있을 것이다.

IFRS 도입 후에 연결재무제표의 정보효과가 달라질 수 있는 두 번째 요인은 연결재무제표의 주 재무제표화이다. 앞서 언급한 대로, IFRS 도입 전에는 지배기업의 주 재무제표인 개별재무제표상 지분법을 적용하여 연결재무제표상 지배기업주주에 귀속되는 순자산과 순이익을 공시함으로써 연결재무제표상 지배기업주주에 귀속되는 순자산과 순이익 정보를 선점하는 효과가 있었다(신현결과 이만우 2002). 그러나 IFRS 도입 후 지배기업이 개별재무제표 대신 작성하는 별도재무제표에서는 지분법을 적용하지 않으므로 별도재무제표는 연결정보를 선점하지 못할 수 있다. 즉, IFRS 도입 후에는 연결재무제표가 지배기업주주에 귀속되는 순자산과 순이익 정보를 제공하는 유일한 재무제표가 된다. 따라서 IFRS 도입 후에는 연결재무제표상 지배기업주주에 귀속되는 순자산과 순이익의 정보효과가 증가할 것으로 예상된다. 만일 지배기업주주에 귀속되는 순자산 및 순이익의 정보효과가 증가하면 이는 연결재무제표의 정보효과 증가로 이어질 것이다. 이를 검증하기 위한 가설은 다음과 같다.

가설 3: 연결재무제표의 주재무제표화로 인해 IFRS 도입 후 연결재무제표상 지배기업주주에 귀속되는 순자산과 순이익의 정보효과는 증가할 것이다.

자산총액이 2조원 이상인 기업의 경우에는 2007 회계연도부터 연결재무제표의 공시기한이 회계연도 종료 후 90일로 단축되었지만, 그 외 기업들의 경우에는 연결재무제표의 공시기한이 회계연도 종료 후 120일이었다. IFRS 도입과 더불어 자산총액이 2조원 미만의 상장기업에 대해서도 연결재무제표의 공시기한이 별도재무제표의 공시기한과 동일하게 90일로 단축되었다. 따라서 이들 기업에 대해서는 공시기한의 단축으로 인해 연결재무제표의 정보효과가 증가할 것으로 예상된다. 박홍조와 지현미(2010)은 IFRS 도입전의 자료를 이용하여 자산총액이 2조원 이상인 기업에 대한 연결재무제표 공시기한의 단축이 연결정보의 정보효과에 영향을 미치는지를 연구하였다. 이를 위해 박홍조와 지현미(2010)은 연결순자산 및 연결순이익과 기업가치와의 관계를 검증하였다. 그러나 특정시점의 기업가치는 그 시점까지 시장에 공시된 모든 정보를 반영한 결과이므로 특정시점의 기업가치가 더 높다 하더라도 그 원천이 되는 정보가 연결정보라고 단정하기는 어렵다. 따라서 연결재무제표의 공시기한의 단축으로 인한 정보효과를 검증하기 위해서는 연결정보가 공시되는 시점의 주가반응을 이용하는 것이 보다 타당할 것이다. 본 연구는 연결정보가 공시되는 시점의 주가반응을 이용하여 연결재무제표의 공시기한 단축으로 인해 연결정보의 정보효과가 증가하는지를 실증분석한다. 이를 위해 다음의 가설을 설정한다.

가설 4: 연결재무제표 공시기한의 단축으로 인해 IFRS 도입 후에 연결순자산과 연결순이익의 공시에 대한 주가반응은 증가할 것이다.

### III. 연구모형 및 표본

#### 3.1 연구모형

가치관련성을 분석한 과거 선행연구들은 주로 수준(level)변수를 이용한 추가모형(Burgstahler and Dichev 1997; Collins et al. 1997; Barth et al. 1998, 2008)을 적용하고 있다. 본 연구에서도 추가모형을 이용하여 연결정보의 가치관련성을 연구하며, 추가모형을 사용하는 경우 나타날 수 있는 이분산성(Heteroscedasticity)을 고려하여 White 수정표준오차를 사용한다.

가설 1은 IFRS 도입을 전후하여 연결재무제표의 정보효과에 유의적인 변화가 있는지를 검증하는 것이다. 이를 위해 본 연구에서는 다음과 같이 Ohlson(1995)의 기업가치평가모형을 이용하여 연결순자산 및 연결순이익과 지배기업 주가와와의 관계를 분석한다.

$$P_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CONNA_{it} + \alpha_2 CONNI_{it} + \alpha_3 IFRS + \alpha_4 CONNA_{it} \times IFRS + \alpha_5 CONNI_{it} \times IFRS + \epsilon_{it} \quad (1)$$

여기서,  $P_{it+1}$ : i기업의 t년도 연결재무제표 공시일이 속하는 달 말일(즉, t+1년도의 3월 또는 4월 말)의 주당 주가

$CONNA_{it}$ : i기업의 t년도 연결순자산을 t년도 말 보통주식수로 나눈 주당 연결순자산

$CONNI_{it}$ : i기업의 t년도 연결순이익을 t년도 말 보통주식수로 나눈 주당 연결순이익

IFRS: IFRS 도입 이후 회계연도이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수

회귀식(1)에서 IFRS도입 이후 연결순자산과 연결순이익의 가치관련성의 증분적 변화를 보기 위해 연결순자산 및 연결순이익과 IFRS 더미변수의 상호작용을 추가하였다. IFRS 도입 이후 연결순자산과 연결순이익의 가치관련성이 증가하였다면  $\alpha_4$ 와  $\alpha_5$ 는 유의한 양(+의 값을 가질 것이다.

가설 2-4는 IFRS 도입을 전후하여 연결재무제표의 정보효과에 변동을 가져올 수 있는 요인별로 연결재무정보의 정보효과를 검증한다. 가설 2에서는 기존의 회계기준과 IFRS의 차이로 인해 연결순자산과 연결순이익의 정보효과에 유의한 변화가 있을 것으로 예측하였다. IFRS가 도입된 후에는 K-GAAP에 의한 연결순자산 및 연결순이익 정보가 이용가능하지 않아 두 기준의 차이로 인한 정보효과를 검증할 수가 없다. 그러나 IFRS 도입 과도기인 2010 회계연도에 대해서는 두 기준에 의한 연결순자산과 연결순이익 정보가 이용가능하다. IFRS 의무도입 직전연도인 2010 회계연도에는 기존의 K-GAAP에 의해 연결재무제표가 작성되었다. 한편, IFRS 도입 첫 연도인 2011 회계연도에는 2011년도 연결재무제표를 공시하면서 직전연도의 연결재무제표도 IFRS에 따라 재작성하여 비교공시하도록 하였다. 따라서 2010 회계연도에 K-GAAP에 따라 작성된 연결재무제표 자료와 2011년에 IFRS에 따라 재작성된 2010 회계연도의 연결재무제표 자료를 이용하여 가설 2를 검증한다. 이를 위해 회귀식(2)를 추정한다.

$$P_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 KGAAPNA_{it} + \beta_2 KGAAPNI_{it} + \beta_3 NADIFF_{it} + \beta_4 NIDIFF_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

여기서,  $P_{it+1}$ :  $i$ 기업의 2010 회계연도 연결재무제표 공시일이 속하는 달 말일(즉, 2011년 3월 또는 4월)의 주당 주가

$KGAAPNA_{it}$ : K-GAAP에 따라 작성된  $i$ 기업의 2010년도 연결순자산을  $t$ 년도 말 보통주식수로 나눈 주당 연결순자산

$KGAAPNI_{it}$ : K-GAAP에 따라 작성된  $i$ 기업의 2010년도 연결순이익을  $t$ 년도 보통주식수로 나눈 주당 연결순이익

$NADIFF_{it}$ : IFRS에 따라 재작성된 2010 회계연도 연결순자산에서 K-GAAP에 따라 작성된 2010 회계연도 연결순자산을 차감한 금액을 회계연도 말 보통주식수로 나눈 값

$NIDIFF_{it}$ : IFRS에 따라 재작성된 2010 회계연도 연결순이익에서 K-GAAP에 따라 작성된 2010 회계연도 연결순이익을 차감한 금액을 회계연도말 보통주식수로 나눈 값

회귀식(2)의 종속변수는 2010 회계연도 연결재무제표 공시일이 속한 2011년 3월이나 4월 말의 주당 주가이다. 회귀식(2)에서  $\beta_3$  및  $\beta_4$ 가 유의한 양의 값을 갖는다면, IFRS에 의한 연결순자산 조정액과 연결순이익 조정액이 주가와 유의한 양의 관계를 갖는다는 것을 의미한다. 즉, IFRS로 인해 연결정보의 가치관련성이 증가한다고 해석할 수 있다.

가설 3은 IFRS 도입으로 연결재무제표가 주 재무제표가 됨에 따라 연결재무제표상 지배기업주주에 귀속되는 순자산과 순이익의 정보효과가 증가하는지를 검증하며, 이를 위해 다음의 식(3)을 추정한다.

$$P_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 PSHRNA_{it} + \gamma_2 PSHRNI_{it} + \gamma_3 IFRS + \gamma_4 PSHRNA_{it} \times IFRS + \gamma_5 PSHRNI_{it} \times IFRS + \epsilon_{it} \quad (3)$$

여기서,  $PSHRNA_{it}$ :  $i$ 기업의  $t$ 년도 연결재무제표상 지배기업소유주지분 주당 순자산

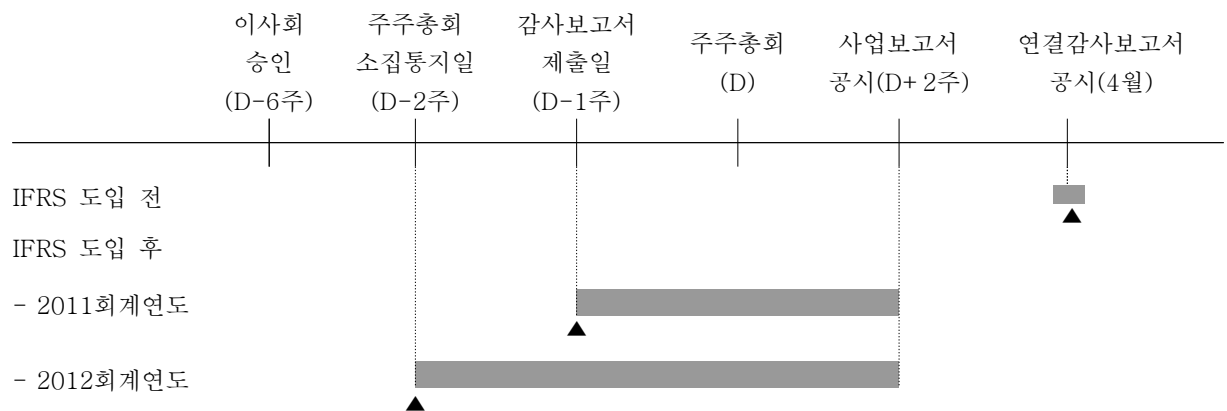
$PSHRNI_{it}$ :  $i$ 기업의  $t$ 년도의 연결재무제표상 지배기업소유주지분 주당 순이익

IFRS 도입 후 연결재무제표상 지배기업주주귀속 순자산 및 순이익의 정보효과가 증가한다면, 회귀식(3)의  $\gamma_4$  및  $\gamma_5$ 는 유의한 양의 값을 보일 것이다. 다만, 회귀식(3)에서 이들 회귀계수는 연결재무제표의 주 재무제표 효과뿐만 아니라 IFRS로 전환함에 따른 회계기준의 차이로 인한 정보효과도 포함한다는 한계가 존재한다.

가설 4는 IFRS 도입 후 연결재무제표의 공시기한 단축이 연결재무제표의 정보효과에 미치는 영향을 검증한다. 정보의 공시자체로 인한 정보효과는 해당 정보가 공시된 시점의 주가반응을 이용하여 검증해야 한다. 따라서 연결재무제표의 공시기한 단축효과를 검증하기 위해서는 연결재무제표가 공시된 시점의 주가반응을 분석해야 하며, 이를 위해 연결재무제표의 공시일을 파악할 필요가 있다. IFRS 도입 전에는 연결재무제표가 상법상 이사회 및 주주총회 승인사항이 아니었으며, 연결재무제표에 대한 감사보고서는 사업연도 종료 후 4월 이내(직전 사업연도말 현재 자산총액이 2조원 이상인 주권상장법인의 경우에는 사업연도 종료 후 3월 이내)에 회사 및 증권선물위원회에 제출하도록 외감법에 규정되어 있었다. 이에 따라 IFRS 도입 전에는 연결감사보고서 공시일에 연결재무정보가 시장에 최초로 제공된 것으로 볼 수 있다. 그러나 IFRS가 도입되면서 연결재무제표가 상법상 이사회 및 주주총회의

승인 대상이 되었으며,<sup>5)</sup> 이에 따라 연결재무제표 관련 정보는 주주총회소집통지일에 시장에 제공되고 있다. 또한, 외감법 개정에 따라 IFRS를 도입한 회사의 감사인은 연결재무제표에 대한 감사보고서를 주주총회 1주일 전에 회사에 제출하도록 변경되었다.<sup>6)</sup> 다만, IFRS 의무 도입 첫해인 2011년은 연결재무제표에 대한 주주총회 승인이 의무화되기 전으로 외감법상 감사인의 연결감사보고서 제출의무만 적용되었다. 따라서 2011 회계연도의 연결재무정보가 시장에 최초로 공시된 시점은 감사인의 감사보고서 제출일이라고 할 수 있다. 물론 주주총회소집통지일 이전에 공정공시를 통해 연결재무정보가 시장에 제공되고 있으나, 그 건수가 2011~2012년에 걸쳐 약 130개 이내로 미미한 것으로 확인되었다. 따라서 본 연구에서는 IFRS 도입 전에는 연결감사보고서 공시일, IFRS 도입 후인 2011년은 감사보고서 제출일, 2012년은 주주총회소집통지일을 연결재무제표의 최초공시일로 설정하여 시장반응을 검증한다. 연결재무제표 공시일에 관한 사항을 정리하면 <그림 1>과 같다.

<그림 1> 연결재무정보 최초 공시일의 결정



연결재무정보 공시일의 주가반응은 선행연구에서 보편적으로 사용되고 있는 시장모형과 시장수익률조정모형을 사용하여 측정하였다.<sup>7)</sup> 시장모형 누적초과수익률(market-model

5) IFRS 도입 후 2011년 4월 상법 개정으로 회사는 연결재무제표를 작성하여 이사회의 승인을 득해야 하며(상법 제447조 2항), 연결재무제표를 포함한 재무서류를 주주총회에 제출하여 그 승인을 받도록 하고 있다(상법 제449조). 상법 제449조의2에서는 주주총회에서 재무제표에 대한 승인을 받는 대신 회사는 정관으로 정하는 바에 따라 이를 이사회의 결의로 승인할 수 있으나 이 경우에도 주주총회에 이를 보고할 의무가 있다. 2011년 4월에 개정된 상법은 공포일로부터 1년이 경과한 날인 2012년 4월 15일부터 시행되는 바, 사실상 2012년 회계연도부터 연결재무제표가 이사회 및 주주총회의 승인대상이 되었다고 할 수 있다.

6) 2009년 주식회사의외부감사에관한법률 시행령(제7조1항2호)의 개정으로 감사인은 연결재무제표에 대한 감사보고서를 정기주총 1주일 전에 회사에 제출해야 한다. 감사인의 연결재무제표에 대한 감사보고서 제출 의무는 IFRS를 최초로 적용하여 작성된 연결재무제표에 대한 감사보고서부터 적용된다.

7) 시장모형 누적초과수익률 =  $\sum_{t=-5}^{+5} (R_{it} - (\hat{a} + \hat{b}R_{mt}))$

시장수익률조정모형 누적초과수익률 =  $\sum_{t=-5}^{+5} (R_{it} - R_{mt})$

여기서  $R_{it}$ 는 i기업의 t시점 주가수익률이고  $R_{mt}$ 는 t일의 시장수익률이다.

cumulative abnormal returns)은 연결재무정보 공시일 전 -6일부터 -255일까지의 250일간의 일별 수익률을 사용하여 시장모형 계수를 추정하고 그 추정계수를 사용하여 일별 초과수익률을 계산한 후 이를 공시기간 동안 누적한 값이다. 시장수익률조정모형 누적초과수익률 (market-adjusted cumulative abnormal returns)은 특정 기업의 일별 수익률에서 당일의 시장수익률을 차감하여 일별 초과수익률을 산정한 후 이를 공시기간 동안 누적한 값이다. 가설 4를 검증하기 위하여 다음의 회귀식을 추정한다.

$$CAR_{it} = \delta_0 + \delta_1 \Delta CONNI_{it}/P_{it-1} + \delta_2 IFRS + \delta_3 \Delta CONNI_{it}/P_{it-1} \times IFRS \quad (4) \\ + \delta_4 DISC + \delta_5 \Delta CONNI_{it}/P_{it-1} \times IFRS \times DISC + \delta_6 PASTRET_{it} \\ + \delta_7 SIZE_{it} + \delta_8 MBR_{it} + \delta_9 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

여기서,  $CAR_{it}$ : 시장모형 및 시장수익률조정모형에 의해 추정된 연결재무제표 공시일을 전후한 11일간(-5일~+5일), 7일간(-3일~+3일), 5일간(-2일~+2일)의 누적초과수익률

$\Delta CONNI_{it}/P_{it-1}$ : i기업의 t년도 연결순이익에서 t-1년도 연결순이익을 차감한 주당 연결순이익 변동액을 RET 측정기간 직전의 주당 주가로 나눈 값

DISC: IFRS 도입 전에 연결재무제표 공시기한이 4월말이었던 기업이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수

PASTRET<sub>it</sub>: i기업의 t년도 연결재무제표 공시일 전 -205일부터 -6일까지 200일간의 주식수익률

SIZE<sub>it</sub>: i기업의 t년도 말 연결자산총계의 자연로그 값

MBR<sub>it</sub>: i기업의 t년도 말 시가총액을 연결순자산으로 나눈 값

LEV<sub>it</sub>: i기업의 t년도 연결총부채를 연결총자산으로 나눈 값

연결이익의 공시효과를 분석하기 위해서는 시장의 비기대연결이익을 추정해야 한다. 본 연구에서는 전년대비 연결순이익의 변동을 비기대연결이익의 대용치로 사용한다. 아울러 전기의 연결순이익을 시장기대치로 사용함에 따라 발생할 수 있는 측정오차 문제를 완화하기 위해 연결재무제표 공시일 전 -205일~6일의 200일간의 주식수익률을 추가적인 독립변수로 포함한다. 이는 비기대이익의 측정오차를 줄이기 위해 선행연구에서 사용되어온 방법이다(Brown et al. 1987; 김권중 등 2001; 김문철 등 2005).

한편, 선행연구에 의하면 주식수익률은 여러 가지 변수에 의해 영향을 받는다. 기업규모가 클수록 이익공시 전 투자자들이 해당 기업의 정보를 사적으로 수집할 유인이 커지며, 이로 인해 기업규모가 클수록 이익공시일의 추가반응은 작아진다(Atiase 1980; Atiase 1985; Shores 1990). 본 연구에서는 기업규모가 이익공시일의 추가반응에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위해 기업규모(SIZE)를 통제변수로 포함한다. 한편, Collins and Kothari(1989)는 기업의 성장성과 이익반응계수 간에 유의한 양(+)의 관계가 있음을 보고하였다. 본 연구에서는 성장성이 이익공시일의 주식수익률에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위해 성장성(MBR)을 통제변수로 포함한다. Dhaliwal et al.(1991)은 부채비율이 높을수록 이익의 증가효과는 주로 채권자에게 귀속되고 주주에 대한 효과는 상대적으로 작아 부채비율과 이익반응계수 간에는 음의 관계가 존재함을 보고하였다. 따라서, 본 연구에서는 부채비율이 추가반응에 미치는 영향을 통제하기 위해 부채비율을 통제변수로 포함한다.

IFRS 도입 후 연결재무제표의 공시기한 단축으로 연결재무제표의 정보효과가 증가한다면, 회귀식(4)에서  $\delta_5$ 는 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다.

### 3.2 표본선정

본 연구의 표본은 IFRS 도입을 전후한 2009년부터 2012년까지 연결재무제표를 공시한 비금융 유가증권 상장기업 및 코스닥 상장기업 중 아래의 요건에 해당하지 않은 기업-연도이다.

- ① 결산월이 12월이 아닌 기업
- ② IFRS 조기도입기업
- ③ 자본잠식기업 및 분석기간 중 관리종목으로 선정된 기업
- ④ 감사의견이 적정의견이 아닌 기업
- ⑤ 재무정보가 입수가능하지 않은 기업
- ⑥ 분석기간 동안 연결재무제표를 1회라도 공시하지 않은 기업

금융업에 속하는 기업을 제외한 이유는 재무제표의 양식 및 영업환경 등이 비금융업에 속한 기업과 상이하기 때문에 제외하였다. 본 연구는 2011년을 기준으로 IFRS 도입효과를 검증하는 것이 목적이므로 IFRS 조기도입기업을 제외하였으며, TS-2000 및 Fn-Guide로부터 분석에 필요한 재무정보를 입수할 수 없는 기업을 제외하였다. 또한 분석기간에 걸쳐 매년도 연결재무제표를 작성·공시한 기업을 대상으로 하였다. 이는 IFRS 도입을 전후하여 표본의 동질성을 유지하여 기업의 개별적 특성이 검증결과에 반영될 가능성을 배제하고 정보효과가 일관되게 비교될 수 있도록 하기 위함이다. 회귀분석에 사용된 변수들의 극단치의 영향을 배제하고자 각 변수의 분포에서 상·하위 1% 초과하는 표본은 제거하였다. 표본 선정 결과, 본 연구에 사용된 최종 표본은 1,796 기업-연도이며, 연도별로는 매년 449개의 분포를 보이고 있다. 표본의 선정절차 및 연도별 표본은 <표 1>에 보고된다.

<표 1> 표본

표본 선정기준		표본수 (기업-연도)
연결재무제표를 작성 공시한 비금융 유가증권 및 코스닥 상장기업 (2009년-2012년)		3,645
제외	결산월이 12월이 아닌 기업	47
	IFRS 조기도입기업	156
	자본잠식기업 및 관리종목으로 선정된 기업	72
	감사의견이 적정이 아닌 기업	14
	재무정보가 없는 기업	309
	분석기간 동안 연결재무제표를 1년이라도 미공시한 기업	1,251
<b>최종 표본</b>		1,796
연도별 표본수	2009년	449
	2010년	449
	2011년	449
	2012년	449

## IV. 실증분석

### 4.1 기술통계 및 상관관계 분석

<표 2>의 Panel A는 변수들의 기술통계치를 보고한다. 주가( $P_{it+1}$ )의 평균은 23.7천원이고, 중위수는 7.1천원이다. 주당 연결순자산( $CONNA_{it}$ )의 평균은 약 25.9천원, 중위수는 각각 7.6천원으로 주당 연결순자산 평균은 주가평균보다는 다소 크게 나타났으며, 중위수는 주가와 유사하다. 주당 연결순이익( $CONNI_{it}$ )의 평균과 중위수는 각각 2.1천원과 0.5천원이다. 한편, 2011년 사업보고서 및 감사보고서는 기초 재무정보(2010 회계연도의 재무정보)를 IFRS 기준으로 재작성한 정보와 기존 회계기준과 IFRS의 차이인 전환조정액을 보고하고 있다. 주당 연결순자산의 회계기준 차이( $NADIFF_{it}$ )는 평균적으로 약 0.88천원이며 최소 -52천원에서 최대 86.6천원으로 큰 차이를 보이고 있다. 주당 연결순이익의 회계기준 차이( $NIDIFF_{it}$ )의 평균은 약 0.09천원으로 최소 -5.6천원에서 최대 6.5천원의 차이를 보이고 있다. 연결총자산은 자연로그를 취하기 전 금액으로 20,575억원이고, 시가총액 대비 연결순자산의 비율인 성장성( $MBR_{it}$ )의 평균은 1.13으로 시가총액이 연결순자산의 장부금액보다 높게 형성되어 있으며, 부채비율( $LEV_{it}$ )은 약 51%수준인 것으로 나타난다. 연결재무정보 공시일을 전후한 11일간의 시장모형 누적초과수익률( $CAR11_{it}$ )은 평균 0.5%이며, 중위수는 -0.14%이다. 각 회계연도말부터 연결재무정보 공시일까지의 평균적인 기간은 93일이다.

<표 2>의 Panel B는 IFRS 도입 전과 후의 기간에 대한 변수들의 기술통계치를 보고한다. IFRS 도입 전 주가의 평균은 23.1천원이고, 도입 후 평균은 24.3천원이며, 그 차이는 통계적으로 유의하지 않다. 주당 연결순자산의 평균은 IFRS 도입 전 24.7천원에서 IFRS 도입 후 27.2천원으로 증가하였으며, 주당 연결순이익의 평균은 IFRS 도입 전 2.2천원에서 IFRS 도입 후 2.03천원으로 소폭 감소하였으나 통계적으로 유의한 차이는 없다. 연결재무정보 공시일을 전후한 11일간의 시장모형 누적초과수익률은 IFRS 도입 전 평균적으로 1% 증가한 반면, IFRS 도입 후에는 평균적으로 1%로 감소한 것으로 나타난다. IFRS 도입을 전후하여 기업규모와 부채비율은 소폭 증가하였으며, 성장성은 소폭 감소하였다. 각 회계연도말부터 연결재무정보 공시일까지의 평균적인 기간은 IFRS 도입 전 115일에서 IFRS 도입 후 70일로 단축된 것으로 나타난다.

<표 2> 기술통계량<sup>1</sup>

Panel A: 전체 표본의 기술통계량

(단위: 천원)

변수	N	mean	median	std	min	max	t-value
$P_{it+1}$	1796	23.7164	7.0750	45.8382	0.5240	399.0000	21.93
$CONNA_{it}$	1796	25.9266	7.6014	45.4467	0.3163	357.0960	24.18
$CONNI_{it}$	1796	2.1152	0.5101	4.9784	-7.7809	37.8233	18.01
$SIZE_{it}$	1796	8.3579	8.0815	1.5049	5.5989	14.1950	235.37
$MBR_{it}$	1796	1.1354	0.8123	1.1338	0.0900	13.2306	42.44
$LEV_{it}$	1796	0.5137	0.5344	0.1754	0.0379	0.9725	124.10
$NADIFF_{it}$	449	0.8632	0.0765	9.8398	-52.1194	86.5685	1.86
$NIDIFF_{it}$	449	0.0902	0.0220	0.9762	-5.5872	6.5315	1.96
$CAR11_{it}$	1796	0.0050	-0.0014	0.0967	-0.3599	0.8671	2.18

Panel B: IFRS 도입 전과 후의 기술통계량

(단위: 천원)

변수	IFRS 도입 전(N=898)		IFRS 도입 후(N=898)		차이 분석 통계치	
	mean	median	mean	median	모수분석	비모수분석
$P_{it+1}$	23.1440	7.4350	24.2888	6.7900	-0.53	0.16
$CONNA_{it}$	24.6524	7.4508	27.2007	7.6945	-1.19	-0.39
$CONNI_{it}$	2.2008	0.5901	2.0296	0.4402	0.73	2.87
$SIZE_{it}$	8.2720	8.0016	8.4437	8.1947	-3.42	-2.94
$MBR_{it}$	1.1742	0.8244	1.0966	0.8023	1.45	1.73
$LEV_{it}$	0.5090	0.5268	0.5185	0.5438	-1.15	-1.33
$CAR11_{it}$	0.0156	0.0058	-0.0101	0.0881	4.67	4.69

1) 변수정의 :  $P_{it+1}$ : i기업의 t년도 연결재무제표 공시일이 속하는 달 말일(즉, t+1년도의 3월 또는 4월 말)의 주당 주가,  $CONNA_{it}$ : i기업의 t년도 연결순자산을 t년도 말 보통주식수로 나눈 주당 연결순자산,  $CONNI_{it}$ : i기업의 t년도 연결순이익을 t년도 보통주식수로 나눈 주당 연결순이익,  $NADIFF_{it}$ : IFRS에 따라 재작성된 2010 회계연도 연결순자산에서 K-GAAP에 따라 작성된 2010회계연도 연결순자산을 차감한 금액을 회계연도 말 보통주식수로 나눈 값,  $NIDIFF_{it}$ : IFRS에 따라 재작성된 2010 회계연도 연결순이익에서 K-GAAP에 따라 작성된 2010회계연도 연결순이익을 차감한 금액을 회계연도말 보통주식수로 나눈 값,  $SIZE_{it}$ : i기업의 t년도 말 연결자산총계의 자연로그 값,  $MBR_{it}$ : i기업의 t년도 말 시가총액을 연결순자산으로 나눈 값,  $LEV_{it}$ : i기업의 t년도 연결총부채를 연결총자산으로 나눈 값,  $CAR11_{it}$ : 연결재무제표 공시일을 전후한 11일(-5일~+5일)간의 시장모형 누적초과주식수익률.

<표 3>은 본 연구의 회귀분석에 사용되는 주요 변수들 간의 상관계수를 제시한다. 대각선을 기준으로 우측은 피어슨 상관계수이며, 좌측은 스피어만 상관계수이다. 종속변수인 주가( $P_{it+1}$ )는 관심변수인 주당 연결순자산 및 주당 연결순이익과 양(+)의 상관관계를 보인다. 이는 연결순자산과 연결순이익의 가치관련성이 높다는 것을 의미한다. 주가는 기업규모 및 성장성과는 유의한 양의 상관관계를, 부채비율과는 유의한 음의 상관관계를 보인다. 이는 기업규모가 크고 성장성이 클수록 기업가치가 높으며 부채비율이 높을수록 기업가치가 낮음을 의미한다. 전반적으로 설명변수들간의 상관계수는 크지 않아 회귀분석에서 다중공선성 문제는 심각하지 않을 것으로 예상된다.

<표 3> 변수간 상관관계<sup>1)</sup>

변수	$P_{it+1}$	$CONNA_{it}$	$CONNI_{it}$	IFRS	$SIZE_{it}$	$MBR_{it}$	$LEV_{it}$	$CAR11_{it}$
$P_{it+1}$		0.6929	0.7886	0.0125	0.4721	0.2374	-0.0917	-0.0201
		(0.000)	(0.000)	(0.597)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.394)
$CONNA_{it}$	0.8217		0.7231	0.0280	0.4689	-0.1355	-0.0892	-0.0351
	(0.000)		(0.000)	(0.235)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.137)
$CONNI_{it}$	0.7002	0.6793		-0.0172	0.3983	0.0263	-0.1269	-0.0215
	(0.000)	(0.000)		(0.466)	(0.000)	(0.266)	(0.000)	(0.363)
IFRS	-0.0037	0.0093	-0.0677		0.0571	-0.0342	0.0271	-0.1097
	(0.876)	(0.693)	(0.004)		(0.016)	(0.147)	(0.251)	(0.000)
$SIZE_{it}$	0.5951	0.6763	0.4589	0.0694		-0.0355	0.2616	-0.0478
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.003)		(0.132)	(0.000)	(0.043)
$MBR_{it}$	0.2569	-0.2599	0.0396	-0.0409	-0.0642		0.0510	-0.0236
	(0.000)	(0.000)	(0.093)	(0.083)	(0.007)		(0.031)	(0.318)
$LEV_{it}$	-0.1081	-0.1536	-0.2167	0.0314	0.2309	0.0667		-0.0081
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.184)	(0.000)	(0.005)		(0.732)
$CAR11_{it}$	0.0036	-0.0210	-0.0138	-0.1108	-0.0257	-0.0269	-0.0287	
	(0.880)	(0.374)	(0.560)	(0.000)	(0.277)	(0.255)	(0.224)	

1) 변수정의는 <표 2> 참고. 우상면(좌하면)은 피어슨(스피어만) 상관계수임

## 4.2 실증분석

<표 4>는 가설 1의 회귀분석결과를 보고한다. 주가를 종속변수로 하는 회귀모형에서 연결순자산과 연결순이익은 유의한 양의 계수를 보인다. 이는 연결순자산과 연결순이익이 클수록 기업가치가 증가함을 의미한다. 연결순자산과 IFRS 더미변수의 상호작용은 유의한 양의 계수를 보이는 한편, 연결순이익과 IFRS 더미변수의 상호작용은 유의하지 않은 음의 계수를 보인다. 이러한 결과는 IFRS 도입 후에 연결순자산의 가치관련성은 증가하는 한편, 연결순이익의 가치관련성에는 유의적인 변동이 없음을 의미한다. IFRS 더미변수는 유의하지 않은 음의 계수를 보인다.<sup>8)</sup>

<표 4> IFRS 도입 후 연결재무제표의 가치관련성 변화: 가설 1<sup>1</sup>

$$P_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CONNA_{it} + \alpha_2 CONNI_{it} + \alpha_3 IFRS + \alpha_4 CONNA_{it} \times IFRS + \alpha_5 CONNI_{it} \times IFRS + \epsilon_{it} \quad (1)$$

변수	예측부호	추정계수	t-value
Intercept		5.8622***	6.76
CONNA <sub>it</sub>	+	0.1380**	2.22
CONNI <sub>it</sub>	+	6.3072***	7.56
IFRS	+/-	-0.8940	-0.71
CONNA <sub>it</sub> × IFRS	+/-	0.1828**	2.00
CONNI <sub>it</sub> × IFRS	+/-	-1.0867	-0.96
F-value		686.47***	
Adj. R <sup>2</sup> (%)		65.63	
N		1,796	

1) 변수정의 : P<sub>it+1</sub>: i기업의 t년도 연결재무제표 공시일이 속하는 달 말일(즉, t+1년도의 3월 또는 4월 말)의 주당 주가, CONNA<sub>it</sub>: i기업의 t년도 연결순자산을 t년도 말 보통주식수로 나눈 주당 연결순자산, CONNI<sub>it</sub>: i기업의 t년도 연결순이익을 t년도 보통주식수로 나눈 주당 연결순이익, IFRS: IFRS 도입 이후 회계연도이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수. \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.

가설 2는 IFRS 도입 후에 연결순자산과 연결순이익의 정보효과에 변동을 가져올 수 있는 요인 중 기존의 회계기준과 IFRS의 차이가 연결재무정보의 가치관련성에 미치는 영향을 검증한다. <표 5>는 가설 2를 검증하기 위한 회귀분석결과를 보고한다.

<표 5>의 Panel A는 2011년도 연결감사보고서 및 사업보고서상 2010년도 연결재무정보를 IFRS 기준으로 전환하여 보고한 449개 기업을 대상으로 수행한 분석결과이다. 실증분석 결과, 연결순자산의 계수는 유의하지 않은 한편, 연결순이익은 유의한 양의 계수를 보인다.

8) 본 논문에 보고된 모든 회귀분석의 경우 설명변수들 간의 VIF지수가 모두 10 미만으로 나타나 다중공선성 문제는 심각하지 않은 것으로 판단된다.

또한, IFRS와 기존 회계기준의 차이로 인한 연결순자산 조정액의 계수는 유의하지 않은 반면, 연결순이익 조정액은 유의한 양의 계수를 보인다. 이는 기존의 회계기준에 따라 작성된 2010년도 주당 연결순이익보다 IFRS에 따라 작성된 주당 연결순이익이 2010년 회계연도의 주가를 더 잘 설명하는 것을 의미한다. 이러한 결과는 EU 기업을 대상으로 IFRS로 전환시 발생하는 순이익 조정액은 양의 가치관련성을 가지나 순자산 조정액은 가치관련성이 없음을 보고하는 Capkun et al.(2008)과 유사하다. 연결재무정보 정보효과의 변경요인을 고려하지 않고 전체변경을 검증한 <표 4>에서는 IFRS 도입 후 연결순자산의 가치관련성이 증가하고 연결순이익의 가치관련성에는 유의적인 변동이 없는 것으로 나타난다. 그러나 회계기준의 차이로 인한 연결재무정보 정보효과의 변경만을 고려할 경우에는 기존의 회계기준에 의한 연결순이익보다 IFRS에 의한 연결순이익의 가치관련성이 높다는 것을 의미한다.

K-GAAP에 따라 작성된 연결재무제표를 IFRS로 전환함에 따라 발생하는 연결순자산 조정액 및 연결순이익 조정액은 두 회계기준의 차이에 기인하기도 하지만 IFRS 도입으로 연결범위가 변경됨에 따라 발생할 수도 있다. K-GAAP에서는 지분율이 30%를 초과하면서 최대주주인 경우 연결대상에 포함되었다. 반면, IFRS에서는 지분율 기준으로 50%를 초과해야 연결대상에 포함됨에 따라 지분율이 30%~50%이면서 실질지배력이 없다면 연결대상에서 제외된다. 또한, IFRS에서는 자산이 100억 미만이라도 지분율이 50%를 초과하거나 실질지배력이 있다면 연결대상에 포함된다. 따라서, IFRS 도입을 전후하여 연결대상 종속기업의 범위에 변동이 있을 것으로 기대된다. 이에 Panel B에서는 IFRS로 전환함에 따라 발생하는 연결순자산 조정액과 연결순이익 조정액을 연결범위 변경에 따른 조정액과 기타 회계기준차이에 따른 조정액으로 구분하여 분석한 결과를 보고한다. 연결범위 변경에 따른 조정액은 2011년도 연결재무제표 감사보고서 주식에 공시된 IFRS 전환에 따른 재무상태·경영성과 조정 내역 중 연결대상기업의 변화에 따른 연결순자산 및 연결순이익의 조정금액이다. 토지간주원가·종업원 급여 등 연결대상회사의 변동 외의 사유에 따라 발생한 IFRS 전환 조정액은 기타 회계기준 차이에 따른 것으로 구분한다. 한편, 연결범위 변경에 따른 조정액과 기타 회계기준 차이에 따른 조정액이 구분되지 않는 표본은 분석대상에서 제외한다.

Panel B에 제시된 분석은 연결순자산 조정액과 연결순이익 조정액을 연결범위 변경에 의한 조정액과 기타 조정액으로 구분될 수 있는 표본만을 대상으로 하므로 Panel A에 사용된 표본의 수보다는 작다. Panel B에서 연결범위 변경에 의한 연결순이익 조정액과 기타 회계기준 차이로 인한 연결순이익 조정액은 모두 유의한 양의 계수를 보인다. 이는 IFRS 도입에 따른 연결범위 변경에 의한 연결순자산 조정액과 기타 회계기준의 차이로 인한 연결순이익 조정액 모두 연결순이익의 가치관련성 증가에 기여함을 의미한다. 연결범위 변경에 의한 연결순자산 조정액은 약하지만 유의한 음의 계수를 보이는 한편, 기타 회계기준의 차이로 인한 연결순자산 조정액의 계수는 유의하지 않다. 이는 IFRS 도입에 따른 연결범위 변경에 의한 연결순자산 조정액의 가치관련성은 오히려 감소함을 의미한다.

<표 5> 회계기준의 차이로 인한 가치관련성 변화: 가설 2<sup>1</sup>

Panel A. 연결순자산 조정액과 연결순이익 조정액 총액을 대상으로 한 분석

$$P_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 KGAAPNA_{it} + \beta_2 KGAAPNI_{it} + \beta_3 NADIFF_{it} + \beta_4 NIDIFF_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

변수	예측부호	추정계수	t-value
Intercept		6.3939***	5.38
KGAAPNA <sub>it</sub>	+	-0.0298	-0.35
KGAAPNI <sub>it</sub>	+	8.2011***	6.96
NADIFF <sub>it</sub>	+/-	-0.2600	-1.49
NIDIFF <sub>it</sub>	+/-	5.7464**	2.56
F-value		258.56***	
Adj. R <sup>2</sup> (%)		69.69	
N		449	

Panel B. 연결순자산 조정액과 연결순이익 조정액의 원인별 분석

$$P_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 KGAAPNA_{it} + \beta_2 KGAAPNI_{it} + \beta_3 NACONSD_{it} + \beta_4 NICONSD_{it} + \beta_5 NAGAAPD_{it} + \beta_6 NIGAAPD_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	예측부호	추정계수	t-value
Intercept		8.3674***	4.84
KGAAPNA <sub>it</sub>	+	-0.0199	-0.19
KGAAPNI <sub>it</sub>	+	8.0003***	5.23
NACONSD <sub>it</sub>	+/-	-0.5897*	1.80
NICONSD <sub>it</sub>	+/-	8.3697**	2.06
NAGAAPD <sub>it</sub>	+/-	0.3001	0.85
NIGAAPD <sub>it</sub>	+/-	5.7189*	1.81
F-value		89.36***	
Adj. R <sup>2</sup> (%)		71.72	
N		210	

- 1) 변수정의 : P<sub>it+1</sub>: 2010 회계연도의 연결재무제표가 공시된 달 말(즉, 2012년 3월말)의 주당 주가, KGAAPNA<sub>it</sub>: 기존의 회계기준에 따라 작성·보고된 2010년 회계연도의 연결순자산을 12월말 보통주식으로 안분한 주당 연결순자산, KGAAPNI<sub>it</sub>: K-GAAP에 따라 작성·보고된 2010년 회계연도의 연결순이익을 12월말 보통주식으로 안분한 주당 연결순이익, NADIFF<sub>it</sub>: IFRS에 따라 재작성된 2010 회계연도 연결순자산에서 K-GAAP에 따라 작성된 2010회계연도 연결순자산을 차감한 금액을 12월말 보통주식으로 나눈 값, NIDIFF<sub>it</sub>: IFRS에 따라 재작성된 2010 회계연도 연결순이익에서 K-GAAP에 따라 작성된 2010회계연도 연결순이익을 차감한 금액을 12월말 보통주식으로 나눈 값, NACONSD<sub>it</sub>: NADIFF<sub>it</sub> 중 연결범위 변동에 따른 차이, NICONSD<sub>it</sub>: NIDIFF<sub>it</sub> 중 연결범위 변동에 따른 차이, NAGAAPD<sub>it</sub>: NADIFF<sub>it</sub> 중 연결범위 변동 외의 차이, NIGAAPD<sub>it</sub>: NIDIFF<sub>it</sub> 중 연결범위 변동 외의 차이. \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.

가설 3은 연결재무제표의 주 재무제표화로 인해 IFRS 도입 후 연결재무제표상 지배기업 주주에 귀속되는 순자산과 순이익의 정보효과가 증가하는 것을 검증한다. <표 6>은 가설3의 회귀분석결과를 보고한다. 분석 결과, 지배기업주주에 귀속되는 순자산과 IFRS 더미변수의 상호작용은 유의한 양의 계수를 보이는데, 이는 IFRS 도입 후 연결재무제표상 표시되는 지배기업소유주지분 순자산의 가치관련성이 증가함을 의미한다. 즉, IFRS 도입 후에는 별도재무제표가 더 이상 연결재무정보의 선점효과를 갖지 못함에 따라 연결재무제표상 지배기업소유주에 귀속되는 순자산의 정보효과가 증가하는 것이다. 지배기업주주에 귀속되는 순이익과 IFRS 더미변수의 상호작용의 계수는 유의하지 않다.

<표 6> 연결재무제표의 주 재무제표화로 인한 가치관련성 변화: 가설 3<sup>1)</sup>

$$P_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 PSHRNA_{it} + \gamma_2 PSHRNI_{it} + \gamma_3 IFRS + \gamma_4 PSHRNA_{it} \times IFRS + \gamma_5 PSHRNI_{it} \times IFRS + \epsilon_{it} \quad (3)$$

변수	예측부호	모형 1(추가모형)	
		추정계수	t-value
Intercept		5.8857***	6.07
PSHRNA <sub>it</sub>	+	0.1206*	1.66
PSHRNI <sub>it</sub>	+	7.5360***	8.19
IFRS	+/-	-1.2789	-0.99
PSHRNA <sub>it</sub> × IFRS	+	0.2347**	2.30
PSHRNI <sub>it</sub> × IFRS	+	-1.7356	-1.44
F-value		811.15***	
Adj. R <sup>2</sup> (%)		69.29	
N		1,796	

1) 변수정의 : P<sub>it+1</sub>: i기업의 t년도 연결재무제표 공시일이 속하는 달 말일(즉, t+1년도의 3월 또는 4월 말)의 주당 주가, PSHRNA<sub>it</sub>: i기업의 t년도 연결재무제표상 지배기업주주 귀속 주당 순자산, PSHRNI<sub>it</sub>: i기업의 t년도의 연결재무제표상 지배기업주주 귀속 주당 순이익, IFRS: IFRS 도입 이후 회계연도이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수. \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.

가설 4는 IFRS 도입 후 연결재무제표 공시기간의 단축으로 인해 연결재무정보의 정보효과가 증가하는지를 연결재무제표가 공시되는 시점의 주가반응을 이용하여 검증한다. <표 7>은 가설4의 실증분석 결과를 제시한다.

연결재무제표가 공시되는 시점의 주가반응은 연결재무제표 공시일을 전후한 11일간(-5일,+5일), 7일간(-3일,+3일), 5일간(-2일,+2일)의 누적초과수익률로 측정한다. 실증분석 결과, ΔCONNI<sub>it</sub>/P<sub>it-1</sub>는 양의 계수를 보이지만 연결재무제표 공시일을 전후한 7일간(-3일~+3일)의 누적초과수익률을 종속변수로 하는 회귀식에서만 유의하다. 이는 연결순이익 공시에 대한 양의 주가반응은 초과수익률의 누적기간에 민감하다는 것을 의미한다. ΔCONNI<sub>it</sub>/P<sub>it-1</sub> × IFRS × DISC의 계수는 초과수익률의 누적기간에 상관없이 모든 회귀식에서 유의하지 않다. 이는 IFRS 도입으로 연결재무제표의 공시기한이 30일로 단축되었다 하더라도 이로 인해 연

결재무정보의 정보효과가 유의하게 증가하지는 않음을 의미한다.9) 시장수익률조정모형에 의해 산정한 누적초과수익률을 종속변수로 하더라도 결과는 유사하다.

<표 7> 연결재무제표 공시기한의 단축으로 인한 정보효과 변화: 가설 4<sup>1</sup>

$$CAR_{it} = \delta_0 + \delta_1 \Delta CONNI_{it}/P_{it-1} + \delta_2 IFRS + \delta_3 \Delta CONNI_{it}/P_{it-1} \times IFRS \quad (4)$$

$$+ \delta_4 DISC + \delta_5 \Delta CONNI_{it}/P_{it-1} \times IFRS \times DISC + \delta_6 PASTRET_{it}$$

$$+ \delta_7 SIZE_{it} + \delta_8 MBR_{it} + \delta_9 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	예측 부호	CAR <sub>it</sub> (-5,+5)		CAR <sub>it</sub> (-3,+3)		CAR <sub>it</sub> (-2,+2)	
		추정계수	t-value	추정계수	t-value	추정계수	t-value
Intercept		0.0447***	2.93	0.0260**	2.17	0.0148	1.44
$\Delta CONNI_{it}/P_{it-1}$	+	0.0108	0.97	0.0170*	1.96	0.0030	0.40
IFRS	+/-	-0.0218**	-2.00	-0.0170**	-1.98	-0.0140*	-1.90
$\Delta CONNI_{it}/P_{it-1} \times IFRS$	+	-0.0375	-0.75	-0.0360	-0.91	-0.0214	-0.63
DISC	+/-	0.0003	0.02	0.0051	0.59	0.0049	0.66
$\Delta CONNI_{it}/P_{it-1} \times IFRS \times DISC$	+	0.0443	0.86	0.0426	1.05	0.0295	0.84
PASTRET <sub>it</sub>	-	-0.0171***	-3.34	-0.0158***	-3.94	-0.0082**	-2.36
SIZE <sub>it</sub>	-	-0.0017	-0.84	-0.0018	-1.13	-0.0004	-0.32
MBR <sub>it</sub>	+	-0.0033*	-1.83	-0.0022	-1.55	-0.0016	-1.32
LEV <sub>it</sub>	-	0.0058	0.43	0.0047	0.45	0.0127	1.40
F-value		4.3265***		4.1567***		2.1913**	
Adj. R <sup>2</sup> (%)		1.6405		1.5581		0.5938	
N		1,796		1,796		1,796	

1) 변수정의 : CAR<sub>it</sub>: 연결재무제표 공시일을 전후한 11일간(-5일~+5일), 7일간(-3일~+3일), 5일간(-2일~+2일)의 누적초과주식수익률로 시장모형에 의해 측정,  $\Delta CONNI_{it}/P_{it-1}$ : i기업의 t년도 연결순이익에서 t-1년도 연결순이익을 차감한 주당 연결순이익 변동액을 RET 측정기간 직전의 주당 주가로 나눈 값, IFRS: IFRS 도입 이후 회계연도이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수, DISC: IFRS 도입 전에 연결재무제표 공시기한이 4월말이었던 기업이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수, PASTRET<sub>it</sub>: i기업의 t년도 연결재무제표 공시일 전 -205일부터 -6일까지의 200일의 주식수익률, SIZE<sub>it</sub>: i기업의 t년도 말 연결자산총계의 자연로그 값, MBR<sub>it</sub>: i기업의 t년도 말 시가총액을 연결순자산으로 나눈 값, LEV<sub>it</sub>: i기업의 t년도 연결총채를 연결총자산으로 나눈 값. \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.

9) IFRS 도입 전 연결재무제표의 공시기한이 4월말인 기업의 회계연도말로부터 연결재무제표 공시일까지의 소요일수는 다음과 같다. IFRS 도입 전에는 연결감사보고서 공시일을 연결재무제표 공시일로 이용하였으며, IFRS 도입 후에는 2011 회계연도는 연결감사보고서 제출일을, 2012 회계연도는 주주총회소집통지일을 연결재무제표 공시일로 이용하였다.

구분	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
IFRS 도입 전	119.6	120.0	2.3	95.0	122.0
IFRS 도입 후	70.4	73.0	7.2	28.0	82.0

IFRS 도입으로 인해 회계정보의 질이 향상되면 연결순자산과 연결당기순이익의 가치관련성이 모두 증가할 것이라는 기대와 달리 연결순자산의 가치관련성은 전반적으로 증가하는 반면 연결당기순이익의 가치관련성은 변화가 없는 것으로 나타나고 있다. 이는 독일에서 IFRS 도입 후 가치관련성 변화를 분석한 선행연구와 일치하는 결과이다. Hung and Subramanyam (2007)은 IAS를 자발적으로 도입한 독일기업을 대상으로 IAS 도입시 회계정보의 가치관련성이 증가하는지를 연구한 결과 독일회계기준에서 IAS로 전환하면서 발생한 순자산조정액은 양의 가치관련성을 가지나, 순이익조정액은 음의 가치관련성을 갖는 것으로 나타난 바 있다. 이와 반대로 Capkun et al. (2008)은 EU 기업을 대상으로 IFRS 도입시 회계정보의 가치관련성이 증가하는지를 연구한 결과, 자국의 회계기준에서 IFRS로 전환시 발생하는 순이익조정액은 양의 가치관련성을 가지나 순자산조정액은 가치관련성이 없음을 보고하고 있어 해외 연구도 IFRS 도입 후 가치관련성 변화에 대해 일관된 결과가 나타나지는 않고 있다. 따라서 IFRS 도입이 가치관련성에 미치는 효과를 보다 신뢰성있게 분석하기 위해서는 IFRS 도입 후 자료가 더 축적된 후에 재수행하는 것도 필요하며 연결재무제표의 가치관련성을 변화시키는 세부적 요인을 찾는 연구도 필요할 것으로 보인다.

## V. 결론

본 연구는 IFRS 도입에 따른 연결재무제표 정보효과의 변동을 분석한다. 선행연구는 주로 별도재무제표와 비교하여 연결재무제표의 충분한 가치관련성이 있는가를 고찰한 반면, 본 연구는 IFRS 도입을 전후하여 연결재무제표 자체의 정보효과의 변동을 분석하였다라는 점에서 선행연구와 차별화된다. 또한, 본 연구는 IFRS 도입으로 연결재무제표 정보효과의 변동을 가져올 수 있는 요인을 파악하고 각 요인별 정보효과의 변동을 분석하였다는 점에서 선행연구의 범위를 확장하였다고 할 수 있다.

본 연구의 주요 실증분석결과는 다음과 같다. 우선, IFRS 도입 후 연결순자산의 가치관련성은 증가한 반면에 연결순이익의 가치관련성은 유의한 차이가 없는 것으로 나타난다. IFRS 도입을 전후한 연결재무정보의 정보효과는 여러 가지 요인에 기인할 수 있다. 그 요인 중 하나는 IFRS와 기존의 회계기준의 차이라고 할 수 있다. 두 회계기준의 차이로 인한 연결재무정보 정보효과의 변동을 분석하기 위해 2010 회계연도를 대상으로 K-GAAP에 의한 연결재무제표를 IFRS로 전환함에 따라 발생하는 연결순자산 조정액과 연결순이익 조정액의 가치관련성을 분석한다. 실증분석 결과, IFRS에 의한 연결순이익이 주가를 보다 잘 설명하는 것으로 나타난다. 또한, IFRS에서 연결재무제표의 주 재무제표화는 연결재무정보의 정보효과의 변동을 가져올 수 있는 요인이다. 연결재무제표의 주 재무제표화로 인한 정보효과의 변동을 검증한 결과, 연결재무제표상 지배기업소유주에 귀속되는 순자산과 순이익의 가치관련성의 변화를 분석한 경우에도 IFRS 도입 후 지배기업소유주에 귀속되는 순자산의 정보효과만 유의하게 증가하는 것으로 나타난다. 마지막으로, IFRS 도입 후 연결재무제표의 공시기한이 단축되었으며, 이로 인해 연결재무정보의 정보효과가 변동할 수 있다. 실증분석 결과, IFRS 도입 전 연결재무제표

공시기한이 4월말에서 IFRS 도입 후 3월말로 단축되었다고 하더라도 공시기한의 단축으로 인한 적시성 향상의 효과는 나타나지 않는다.

IFRS의 도입으로 연결재무제표가 주 재무제표가 되고 공시기한도 단축됨에 따라 연결재무제표의 중요성이 크게 증가되었으며 이에 따라 연결재무제표의 가치관련성도 크게 증가할 것으로 예상된다. 그러나 실증분석 결과 예상과는 달리 연결순이익의 가치관련성은 유의하게 증가하지 않은 것으로 나타난다. IFRS를 도입한 이유는 질적으로 우수한 재무보고를 하여 주가가 기업의 본질적인 가치를 반영하도록 함으로써 기업의 자본조달비용을 줄이고자 함이다. 하지만 이처럼 연결순이익의 가치관련성에 유의한 변동이 없다면 IFRS를 도입한 취지가 반감된다고 하겠다. 따라서, IFRS 도입 후 연결순이익의 가치관련성이 증가하지 않는 원인에 대한 후속연구가 필요해 보인다. 일부 해외 선행연구에서는 이러한 실증결과를 IFRS 도입에 따라 공정가치회계가 강화되면서 순자산의 가치관련성은 상승하고 당기순이익의 가치관련성은 감소하는 것으로 해석하고 있다. 그러나 좀 더 명확한 결론을 얻기 위해서는 이에 대한 추가적인 연구가 이루어져야 할 것이다.

## 참고문헌

- Aharony, J., R. Barniv, R., and H. Falk. 2010. The impact of mandatory IFRS adoption on equity valuation of accounting numbers for security investors in the EU. *European Accounting Review* 19(3): 535-78.
- Ahmed, A. S., M. Neel, and D. Wang. 2013. Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence. *Contemporary Accounting Research* 30(1): 388-423.
- Atwood, T. J., M. S. Drake, J. N. Myers, and L. A. Myers. 2011. Do earnings reported under IFRS tell us more about future earnings and cash flows? *Journal of Accounting and Public Policy* 30(2): 103-21.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, and M. H. Lang. 2008. International Accounting Standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research* 46(3): 467-498.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, D. Young, and Z. Zhuang. 2012a. Relevance of differences between net income based on IFRS and domestic standards for European firms. Working paper, Stanford University, University of North Carolina, and Chinese University of Hong Kong.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, M. Lang, and C. Williams. 2012b. Are International Accounting Standards-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? *Journal of Accounting and Economics* 54: 68-93.
- Callao, S. and J. I. Jarne. 2010. Have IFRS affected earnings management in the European Union? *Accounting in Europe* 7(2): 159-89.
- Capkun, V., A. Cazavan-Jeny, T. Jeanjean, and L. A. Weiss. 2008. Earnings management and value relevance during the mandatory transition from local GAAPs to IFRS in Europe. Working Paper. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfmabstract\\_id=1125716](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfmabstract_id=1125716)
- Cascino, S. and J. Gassen. 2011. Comparability effects of mandatory IFRS adoption. Working paper, London School of Economics and Humboldt University of Berlin.
- Choi, S. H., I. S. Kim, and K. Choi. 2011. The early adoption of K-IFRS and its effect on the quality of accounting information. *Korean Accounting Review* 36(2): 1-31 [printed in Korean]
- Choi, S. H., I. S. Kim, and K. Choi. 2013. The Effect of Mandatory K-IFRS Adoption:

Value Relevance and Market Reaction to K-IFRS Reconciliation Adjustments. Korean Accounting Review 36(2): 1-31 [printed in Korean]

Christensen, H. B., E. Lee, and M. Walker. 2008. Incentives or standards: What determines accounting quality change around IFRS adoption. Working Paper. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1013054](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1013054)

Hung and Subramanyam (2007) Hung, M., and K. R. Subramanyam. 2007. Financial statement effects of adopting International Accounting Standards: the case of Germany. Review of Accounting Studies 12(4): 623-657.

Kang, M. J., H. Y. Lee, and K. H. Lee. 2012. The impact of IFRS adoption on accounting conservatism: Analysis of the firms applying IFRS early. Korean Accounting Review 37(2): 237-277. [printed in Korean]

Lang, M. H., M. G. Maffett, and E. L. Owens. 2010. Earnings Comovement and Accounting Comparability: The Effects of Mandatory IFRS Adoption. Working Paper. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1676937](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1676937)

Lee, S. Y., W. H. Kim, and J. M. Oh. 2013. A study on the value relevance of consolidated and separated financial statements. Journal of Taxation and Accounting 14(6): 105-132. [printed in Korean]

강민정 · 이호영 · 이경화. 2012. K-IFRS이 보수주의 회계에 미친 영향에 대한 연구: 조기도입기업을 대상으로. 회계학연구 37(2): 237-278.

이성엽 · 김완희 · 오종문. 2013. K-IFRS에 의한 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성에 관한 연구. 세무와회계저널 14(6): 105-132.

최성호 · 김인숙 · 최 관. 2011. K-IFRS 조기도입기업의 이익특성과 회계정보의 가치관련성. 회계학연구 36(2): 1-30.

최성호 · 김인숙 · 최 관. 2013. K-IFRS 의무도입에 따른 회계정보의 가치관련성 변화와 투자자의 반응. 회계학연구 38(4): 333-367.