

K-IFRS 도입과 대리인 비용: 현금의 시장가치를 중심으로

김진욱* · 김호중** · 김진태***

< 국문초록 >

2011년부터 모든 상장기업을 대상으로 적용되고 있는 K-IFRS는 기존의 K-GAAP과는 달리 원칙 중심의 회계원칙이며, 공정가치 평가를 확대하고, 연결재무제표를 기본재무제표로 하고 있다. 따라서 K-IFRS의 도입은 회계 정보의 유용성과 기업의 정보비대칭에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 K-IFRS의 도입이 경영자와 주주 사이의 대리인 문제에 어떤 영향을 주었는지 살펴보았다. 실증분석 결과, K-IFRS 도입 이후 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치는 유의하게 감소하였음을 발견하였다. 즉, K-IFRS의 도입 취지와는 달리, K-IFRS의 도입 후 국내 기업들이 직면하는 대리인 비용은 더욱 증가하였음을 시사한다. 본 연구의 결과는 IFRS가 본래의 도입 취지에 맞게 적절히 활용될 수 있는 법적, 제도적, 문화적 환경이 갖추어진 국가에서만 IFRS 도입으로 긍정적인 자본시장 효과를 도출할 수 있다는 선행연구들(Ball et al.2003, Soderstrom and Sun 2007)의 주장과 일치한다.

주제어 : K-IFRS, 대리인비용, 현금의 시장가치

* 건국대학교 경영대학 조교수 (제1저자)

** 건국대학교 경영대학 교수 (교신저자: hjkim@konkuk.ac.kr)

*** 중앙대학교 교양학부대학 조교수

K-IFRS Adoption and Agency Costs: Evidence from Market Value of Cash Holdings

Kim Jin-Wook* · Kim Ho-Joong** · Kim Jin-Tae***

< Abstract >

This study examines the effect of K-IFRS adoption on agency costs between managers and shareholders. In particular, we compare the market value of corporate cash holdings before and after the mandatory adoption of K-IFRS. The empirical results show that the market value of cash holdings is significantly lower in the post-IFRS period, implying that Korean firms experience more severe agency problems after the adoption of K-IFRS. Our results are consistent with the argument that accounting quality hinges not only on the quality of accounting standards, but also on the legal and political system and financial reporting incentives.

Key word : K-IFRS, Agency Costs, Market Value of Cash

* Assistant Professor, Konkuk University (First Author)

** Professor, Konkuk University (Corresponding Author: hjkim@konkuk.ac.kr)

*** Assistant Professor, Chung-Ang University

I. 서론

기업 활동의 국제화와 더불어 자본시장의 국제화가 이루어지면서 글로벌 투자자들에게 통일되고 비교가능성이 높은 재무정보를 제공하기 위해 국제적으로 통일된 회계기준의 필요성이 대두되었다. 우리나라도 회계기준의 국제적 정합성을 확보하고 회계정보의 대외적 신뢰도를 제고하고자 한국채택국제회계기준(Korean International Financial Reporting Standards, 이하 K-IFRS라 함)을 모든 상장기업을 대상으로 2011년부터 의무적으로 적용하고 있다. K-IFRS는 종전에 사용되었던 기업회계기준(Korean Generally Accepted Accounting Principle, 이하 K-GAPP이라 함)과 여러 가지 차이가 있다. 대표적으로, K-IFRS는 원칙중심의 회계원칙이며, 공정가치 평가를 확대하고, 공시의 양을 늘렸으며, 연결재무제표를 기본재무제표로 하고 있다. 따라서 K-IFRS의 도입은 회계 정보의 유용성과 기업의 정보비대칭에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 K-IFRS의 도입이 경영자와 주주 사이의 대리인 문제에 어떤 영향을 주었는지 살펴보고자 한다. 구체적으로 본 연구는 K-IFRS의 도입이 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치에 미치는 영향을 살펴본다.

현금은 대부분의 기업에서 총자산의 상당 부분을 차지한다. 기업의 입장에서 일상적인 생산 운영을 지원하고 새로운 투자를 위한 갑작스런 외부 자금 조달의 압박에서 벗어나기 위해 일정량의 현금을 보유하는 것이 필요하다. 그렇지만 현금은 그 유동성 때문에 경영자에 의해 가장 손쉽게 사익을 위해 전용될 수 있다. 따라서 현금의 가치는 경영자와 주주 사이의 대리인 갈등에 의해 영향을 받는다. 만약 경영자가 가장 유동성이 높은 이 현금이라는 자산을 비효율적으로 사용한다면, 잉여 현금의 보유는 회사 가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 즉, 기업이 과도한 현금을 보유하면, 수익성이 없는 사업에 과잉 투자하여 경영자의 제국을 건설(empire building)하거나, 경영자의 특전과 관련된 소비(perquisite consumption)에 낭비하거나, 과도한 연봉(excessive compensation) 등으로 경영자의 사익에 전용할 수 있다. 이 경우 기업이 보유하고 있는 잉여 현금은 자본시장에서 단위당 액면가치보다 낮게 평가될 것이다. 이러한 논리와 일치하게, Dittmar and Mahrt-Smith(2007)는 기업의 현금 보유 1달러의 가치가 기업지배구조가 좋지 않은 회사에서 더 낮게 나타난다고 보고했다.

K-IFRS의 도입은 재무보고의 품질에 긍정적으로 또한 부정적으로 영향을 미칠 수 있다. K-IFRS의 도입에 찬성했던 일부 학자들과 규제기관은 K-IFRS가 국제적으로 인정되는 높은 품질의 회계기준(an internationally acceptable set of high quality financial reporting standards)을 지향하며, K-IFRS의 도입이 회계정보의 유용성을 증가시킨다고 주장한다. 이는 K-IFRS가 원칙중심의 회계원칙이며, 경영자의 재량적 선택권을 제한하기 위하여 회계처리방법의 대체안을 줄였고, 공정가치 중심의 회계측정치 사용으로 기업의 재무상태와 경영성과를 더욱 잘 반영한다는 것이다. 반면, 다른 학자들은 K-IFRS가 회계원칙 적용에 유연성이 많으며, 기업성과

를 더 잘 반영시킬 수 있는 회계처리 방법을 제한시킬 수 있다고 주장한다(최관 외 2013). 또한 재무보고의 품질은 회계원칙 자체의 우수성 외에 K-IFRS에 대한 해석이나 강제적 시행능력(enforcement) 및 법적, 제도적 환경 등과 같은 외부요인에도 많은 영향을 받을 수 있다. 이는 K-IFRS의 도입이 반드시 회계정보 품질의 향상으로 귀결되지는 않는다는 주장이다.

국내외 선행연구들 또한 IFRS 도입으로 인한 회계이익의 품질과 경제적 효과에 대해 상호 일관되지 않은 실증분석 결과들을 제시하고 있다. 이는 IFRS 도입 국가마다 제반 법적, 제도적 환경이 상이한 만큼, IFRS가 본래의 도입 취지에 맞게 적절히 활용될 수 있는 법적, 제도적 환경이 갖추어진 국가에서만 IFRS 도입으로 긍정적인 자본시장 효과가 도출될 수 있다는 것이다. 성문법 중심의 법적, 제도적 환경을 가지고 있는 우리나라에서 원칙중심의 K-IFRS의 도입이 국내 기업들에 대한 투자자의 정보비대칭과 대리인 비용에 어떠한 영향을 미치는지 여부는 사전적으로 볼 때 하나의 실증분석 과제로 판단된다. 만약 K-IFRS의 도입이 그 취지와 일관되게 투자자의 정보비대칭을 개선하고 대리인 비용을 줄였다면, K-IFRS 도입 후 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치는 높아질 것이다. 반대로, 원칙중심의 K-IFRS가 성문법 중심의 국내 법적, 제도적 환경과 상충되어 오히려 대리인 비용을 증가시켰다면, K-IFRS 도입 후 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치는 낮아질 것이다.

K-IFRS 도입 전후로 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치의 변화를 살펴보기 위해, 본 연구는 Faulkender and Wang(2006)의 주식초과수익률 모형을 이용하였다. 2008년부터 2013년까지의 기간 동안 3,409개의 기업/연도 관측치로 구성된 표본을 대상으로 한 실증분석 결과, K-IFRS 도입 이후 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치가 유의하게 감소하였음을 발견하였다. 이는 K-IFRS의 도입 취지와는 달리, K-IFRS의 적용 후 국내 기업들의 직면하는 대리인 비용은 더욱 상승되었음을 시사한다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점이 있다. 첫 번째로, 본 연구는 K-IFRS 도입이 현금 자산의 가치에 미치는 영향을 조사함으로써 K-IFRS 도입으로 인한 경제적 효과(economic consequence)를 연구하는 기업지배구조와 관련된 선행연구에 공헌한다. 선행연구들이 K-IFRS 도입이 기업 가치에 미치는 영향에 중점을 둔 반면, 본 연구는 새로운 회계기준의 도입과 현금 보유액의 가치 사이의 관련성을 보여줌으로써 K-IFRS가 어떻게 기업 가치에 부정적인 영향을 주었는지 입증하였다. 두 번째로, K-IFRS 도입이 국내 기업들의 대리인 문제를 더욱 심화시켰음을 시사하는 본 연구의 결과는 우리나라의 K-IFRS 도입 결정에 대한 정책적 타당성을 검증한 실증결과로 규제당국과 자본시장 참여자에게 의미있는 시사점을 제시할 수 있을 것으로 기대한다.

본 연구는 다음과 같은 구성을 따른다. 제2장은 K-IFRS 도입 이후 현금의 시장가치의 변화와 관련된 이론적 배경을 기술하고 가설을 도출하며, 제3장은 연구방법을 소개하고 자료수집 방법과 표본선정 과정을 설명한다. 제4장에서는 실증분석을 통한 본 연구의 결과를 제시하고, 제5장에서는 결론과 시사점을 기술한다.

II. 선행연구와 가설도출

2.1. 현금의 시장가치

현금은 대부분의 기업에서 총자산의 상당 부분을 차지한다. 기업의 입장에서선 일상적인 생산운동을 지원하고 영업활동을 수행함에 있어 부족한 자금을 외부에서 조달하는 과정에서 발생하는 거래비용을 피하기 위해 일정량의 현금을 보유하는 것이 필요하다(Keynes 1936, Smith 1997). 이와 더불어 미래에 발생할 수 있는 경영 활동상의 불확실성과 유망한 투자기회에 대비하기 위해서도 기업은 현금성 자산을 적극적으로 관리하려는 유인을 가지고 있다(Mikkelsen and Partch 2003).

그렇지만 대리인 이론의 관점에서 보면 소유와 경영이 분리될 경우 경영자들은 주주가치의 극대화보다 자신의 사적 이익을 목적으로 기업 내 자산에 대한 재량적 권한(discretionary right)을 높일 유인이 있다(Jensen 1986). 현금은 그 유동성 때문에 경영자가 재량적 권한을 행사하기에 가장 용이하며 경영자에 의해 가장 손쉽게 사익을 위해 전용될 수 있다(Myers and Rajan 1998). 기업이 과도한 현금을 보유하면, 수익성이 없는 사업에 과잉 투자하여 경영자의 제국을 건립하거나, 경영자의 특전과 관련된 소비에 낭비하거나, 과도한 연봉 등으로 경영자의 사익에 전용할 수 있다. 즉, 경영자는 자신의 사적 이익을 목적으로 현금 보유 수준을 증가시킬 유인을 가지고 있기 때문에, 현금의 가치는 경영자와 주주 사이의 대리인 갈등에 의해 가장 영향 받기 쉽다.

만약 투자에 필요한 자본을 아무런 제약 없이 외부자본시장을 통해 조달받을 수 있다면, 기업 내 보유현금의 순현재가치(net present value)는 영(0)이 된다. 따라서 완전자본시장에는 기업이 보유하는 있는 현금의 단위당 액면가치와 시장에서 평가되는 단위당 시장가치는 동일하다. 하지만 정보비대칭과 거래비용의 존재로 인해 기업 내 보유현금에 대한 단위당 시장가치는 액면가치와 다를 수 있다. 예를 들어, Pinkowitz et al.(2006)은 실증분석을 통해 투자자 보호가 강력하여 대리인 문제가 발생하기 어려운 국가에서는 기업이 보유하고 있는 \$1의 시장가치가 \$0.91에 달하지만, 대리인 문제가 발생하기 쉬운 국가에서는 \$1의 시장가치가 \$0.33에 그친다고 보고했다. Dittmar and Mahrt-Smith(2007)는 개별 기업이 처한 대리인 문제의 정도와 보유현금의 시장가치 간의 관계에 대하여 분석하였는데, 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치는 지배구조가 좋은 기업들에서 높게 나타나고 있다고 보고하였다. 차등적의결권을 가진 기업들(dual-class firms)을 대상으로 한 연구에서, Masulis et al.(2009)는 소유지배과리도가 높아짐에 따라 기업이 보유한 현금의 시장가치가 단조적으로 낮아짐을 보고했다. 즉, 선행연구들은 기업이 보유하고 있는 현금성 자산의 시장가치는 그 기업이 직면하고 있는 대리인 비용에 의해 영향을 받는다는 실증분석 결과를 보여주고 있다.

2.2. K-IFRS 도입과 대리인 비용

국제회계기준(IFRS) 도입과 관련된 선행연구들은 크게 IFRS가 이익조정, 재무보고의 가치관련성 및 자본시장효율성 등에 미친 영향을 연구한 것으로 구분된다.

첫 번째로, 다수의 해외 및 국내 선행연구들은 IFRS 도입이 재무회계정보의 투명성에 미친 영향을 살펴보기 위해 IFRS 도입을 전후로 회계적 이익조정규모의 변화를 분석하였다. Barth et al.(2008)은 21개국을 대상으로 한 연구에서 IFRS의 전신인 IAS(International Accounting Standards)를 조기도입한 기업은 미도입 기업에 비해 이익조정 규모가 감소하였음을 보고하였다. Ahmed et al.(2012)은 Barth et al.(2008)의 연구가 IAS를 자발적으로 도입한 기업을 대상으로 하였기에 자기선택편의(self selection bias)가 있다고 주장하며, 20개국 기업을 대상으로 IFRS 의무도입 이전 및 이후의 이익조정 규모를 재분석하였다. 분석결과, 재량적 발생액으로 측정된 이익조정 규모는 IFRS 의무도입 이후 오히려 증가했다고 보고하였다. 이정과 박상규(2012)는 중국 상하이 증권시장에 상장되어 있는 기업들을 대상으로 IFRS 도입이 이익조정 규모에 미치는 영향을 살펴보았는데, IFRS 도입 이후 이들 기업의 재량적 발생액이 증가하였다고 보고했다. 이와 같이 국외선행연구들이 상이한 결과를 보이는 이유는 IFRS를 도입한 국가의 법적, 정치적 제도와 자본시장의 발전정도, 자본구조 및 소유구조와 같은 제도적 배경(institutional background)에 의해 IFRS 도입이 재무보고의 투명성에 미치는 효과가 상이함을 보여준다. 국내의 경우, 김종일과 손호철(2013)이 2007년부터 2011년까지 기간 동안 유가증권 시장에 상장한 기업들을 대상으로 K-IFRS 도입 전후의 이익조정을 분석하였는데, K-IFRS 적용 이후에 재량적 발생액을 이용하여 보고이익을 증가시키는 이익조정이 증가하였다고 보고했다. 이와는 반대로, 차승민 외(2014)는 2009년도부터 2012년까지 기간동안 재량적 발생액으로 측정된 회계적 이익조정 규모는 K-IFRS 조기도입 시점에서는 조기도입기업에 대해, 그리고 K-IFRS 의무도입 시점에서는 의무도입기업을 중심으로 유의하게 감소하였다고 보고했다. 이처럼 K-IFRS 도입을 전후로 이익조정의 변화를 실증 분석한 국내 선행연구들 역시 상호 일관된 분석결과를 제시하지 못하고 있다.

두 번째로, 일련의 선행연구들은 IFRS 도입이 재무회계정보의 유용성에 미치는 영향을 살펴보기 위해 IFRS 도입을 전후로 재무보고의 가치관련성의 변화를 살펴보았다. Barth et al.(2008)은 IAS 도입기업의 주가에 대한 순이익과 자본의 가치관련성이 미도입 기업에 비해 높다는 결과를 보고했다. 이에 반해 IFRS를 의무도입한 유럽 기업을 대상으로 한 연구에서 Capkun et al.(2008)은 IFRS로의 전환에 따른 순이익 조정액에 대해서는 가치관련성이 발견하였지만 자본 조정금액에 대해서는 가치관련성을 발견하지 못하였다. 이는 자발적으로 IFRS를 도입한 기업과 달리 의무적 도입 기업들은 자의적으로 재무보고 품질을 낮출 수 있으며 자본 시장에서도 가치관련성이 높게 평가되지 않음을 시사한다. 유용근 외(2013)는 국내 기업을 대상으로 K-IFRS 방식으로 작성된 영업이익과 K-GAAP 방식으로 작성된 영업이익의 가치관련성을 비교하였는데, K-IFRS 방식으로 작성된 영업이익이 낮은 수준의 가치관련성과 관련 있다는 실증분석 결과를 보고하였다. 이는 K-IFRS가 재무제표에 표시해야 할 최소한의 항목만을 규정하고 기타 재무제표의 양식 및 구성항목을 기업의 자율적인 선택에 맡기고 있으며 영업이익의

계산방법이 기업마다 달라 기업가치 평가에 혼란을 야기한다는 우려와 일치하는 결과이다(전영순과 하승현, 2011). 최성호 외(2011)는 K-GAAP에서 K-IFRS로의 조정금액이 주가와 추가적인 가치관련성을 가지는지 여부를 분석하였는데, 조기도입기업의 자기자본 장부가치 조정금액은 추가적 가치관련성을 나타내지 않은 반면 순이익의 조정금액은 추가적인 가치관련성을 나타내었음을 보고하였다. 최정호(2013)는 K-GAAP과 K-IFRS 하에서 작성된 순자산의 장부가액과 순이익의 가치관련성을 비교하였는데 실증결과 K-GAAP과 K-IFRS사이의 가치관련성은 차이가 없는 것으로 보고하였다.

마지막으로, 국내외 선행연구들은 IFRS 도입에 따른 자본시장의 기대효과와 자본시장효율성의 변화를 연구하였다. Karamanou and Nishiotis(2005)는 IAS를 자발적으로 도입하겠다고 발표한 171개 기업들이 발표시점에 양(+)의 초과수익율을 보였다고 보고했다. Daske et al.(2008)은 2001년부터 2005년까지 IFRS를 도입한 26개국을 대상으로 IFRS의 의무도입이 시장 유동성, 자본비용 및 기업가치의 변화에 미치는 영향을 살펴보았다. 실증분석 결과, IFRS 의무도입 후 주식거래의 유동성은 유의하게 증가하였으나, 자본비용은 오히려 증가하고 기업가치는 감소한 것으로 나타났다. 그러나 1995년부터 2006년까지 18개국을 대상으로 한 실증분석에서 Li(2010)는 IFRS 의무도입 기업들이 유의한 자본비용의 감소를 경험하였다고 보고했다. 국내연구로는 전영순과 정도진(2009)이 K-IFRS의 도입과정에서 이정표가 되는 8사건이 일어난 시점의 주가 반응을 연구하였다. 연구결과, K-IFRS의 도입가능성이 증가하는 사건에 대해서는 투자자들이 긍정적인 반응을 보이며, 도입이 지연되는 사건에 대해서는 부정적인 반응을 보인 것으로 나타났다. 또한 공정가치 평가대상이 되는 자산의 비중이 높은 기업에 대하여 자본시장은 부정적으로 반응하였는데, 이는 적절한 인프라가 갖추지 않은 상황에서의 K-IFRS의 도입은 회계정보의 신뢰성을 오히려 훼손할 수 있다는 자본시장의 우려가 반영된 것이라 주장하였다. 김용식(2011)은 K-IFRS 조기도입 기업과 미도입 기업 간의 정보비대칭에 유의한 차이를 발견하지 못하였으며, K-IFRS 조기도입 기업의 도입 이전과 이후를 비교한 결과에서도 정보비대칭에 유의한 차이를 발견하지 못하였다.

2.3. 가설도출

앞서 살펴본 바와 같이 선행연구들은 IFRS 도입으로 인한 회계이익의 품질과 경제적 효과에 대해 상호 일관되지 않은 실증분석 결과들은 제시하였다. 이에 대해 Soderstrom and Sun(2007)은 IFRS 도입이 재무회계정보의 투명성에 미치는 효과가 IFRS를 도입한 국가의 법적제도와 자본시장의 발전정도 또는 기업의 지배구조 등 다양한 요인에 의해 영향을 받는다고 주장하였다. IFRS 도입의 효과와 관련된 후속 연구들은 Soderstrom and Sun(2007)의 주장과 일치하는 실증분석 결과를 보여주고 있다. 예를 들어, 32개 국가를 대상으로 실시한 연구에서 Cai et al.(2008)은 IFRS 도입 국가의 법적 규제가 제대로 갖춰지지 않았을 경우 IFRS 도입으로 인해 해당 기업의 이익의 질이 오히려 손상됨을 보여주었다. Byard et al.(2011)은 IFRS 도입 이전에

관련 법규의 집행이 강건하게 이루어지는 국가에서만 IFRS 도입 후 재무분석가 이익예측치의 예측오차가 감소한다고 보고했다. 또한, Li(2010)는 IFRS 도입 국가의 법적, 제도적 환경이 취약한 경우에는 IFRS 도입 이후 자기자본비용이 오히려 증가한다고 보고하였다.

따라서 국제적으로 인정되는 높은 품질의 회계기준을 지향하는 IFRS를 도입한다고 해서 무조건적으로 긍정적인 자본시장 효과가 발현되는 것은 아니다(Ball et al. 2003). IFRS 도입 국가마다 제반 법적, 제도적 환경이 상이한 만큼, IFRS가 본래의 도입 취지에 맞게 적절히 활용될 수 있는 법적, 제도적 환경이 갖추어진 국가에서만 IFRS 도입으로 긍정적인 자본시장 효과가 도출될 수 있다는 것이다. 재벌 중심의 폐쇄적 성향으로 대변되는 우리나라 특유의 기업 문화와 상대적으로 강건하지 않은 법적, 제도적 기반과 환경을 고려할 때(Hope et al. 2008), K-IFRS의 도입이 국내 기업들에 대한 투자자의 정보비대칭과 대리인 비용에 어떠한 영향을 미치는지는 사전적으로 볼 때 하나의 실증분석 과제로 판단된다.

만약 K-IFRS의 도입이 그 취지와 합치되게 투자자의 정보비대칭을 개선하고 대리인 비용을 줄였다면, K-IFRS 도입후 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치는 높아질 것이다. 반대로, 원칙중심의 K-IFRS가 성문법 중심의 국내 법적, 제도적 환경과 상충되어 오히려 대리인 비용을 증가시켰다면, K-IFRS 도입후 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치는 낮아질 것이다. 이에 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

연구가설: K-IFRS 도입 전과 후의 기업 보유 현금의 시장가치는 유의적 차이가 없을 것이다.

III. 연구모형과 표본선정

3.1. 연구모형

본 연구에서는 K-IFRS의 도입이 기업 보유 현금의 시장가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 Faulkender and Wang(2006)이 개발한 주식초과수익률 결정모형을 이용하였다. 구체적으로 K-IFRS 도입에 대한 더미변수(dummy variable)를 추가함으로써 Faulkender and Wang(2006)의 모형을 아래와 같이 수정하였다:

$$\begin{aligned}
r_{i,t} - R_{i,t}^B = & \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 IFRS_{i,t} + \beta_3 \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} * IFRS_{i,t} + \beta_4 \frac{\Delta EBIT_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\
& + \beta_5 \frac{\Delta Capital_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{\Delta RND_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_7 \frac{\Delta Interest_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_8 \frac{\Delta Dividends_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\
& + \beta_9 \frac{Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \beta_{10} Leverage_{i,t} + \beta_{11} Industry_{i,t} + \epsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (1)$$

단, $r_{i,t}$ = 기업 i 의 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 주식수익률

$R_{i,t}^B$ = 기업 i 의 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 벤치마크 수익률

$\Delta Cash_{i,t}$ = 기업 i 의 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 현금 변화

$M_{i,t-1}$ = 기업 i 의 $t-1$ 기 시점의 시가총액

$IFRS_{i,t}$ = 기업 i 가 t 기에 K-IFRS를 도입하였으면 1, 아니면 0

$\Delta EBIT_{i,t}$ = 기업 i 의 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 EBIT 변화

$\Delta Capital_{i,t}$ = 기업 i 의 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 순자산 변화

$\Delta RND_{i,t}$ = 기업 i 의 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 R&D 투자 변화

$\Delta Interest_{i,t}$ = 기업 i 의 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 이자비용 변화

$\Delta Dividends_{i,t}$ = 기업 i 의 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 배당금 변화

$Cash_{i,t-1}$ = 기업 i 의 $t-1$ 기의 현금

$Leverage_{i,t}$ = 기업 i 의 t 기 레버리지 비율

종속변수인 기업가치의 변화는 주식초과수익률(excess return of stock)로 측정되었다. 본 연구에서는 주식초과수익률은 주식수익률에서 KOSPI 지수를 이용한 수익률을 차감하여 계산되었다. (1)식에서 우항을 살펴보면, $\Delta Cash_{i,t}$ 는 t 기의 예상 현금 보유액은 $t-1$ 기 말 시점의 현금 보유액이라는 가정 하에 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 비기대(unexpected) 현금 보유액 변화를 나타낸다. $\Delta Cash_{i,t}$ 는 $t-1$ 기 말 시점의 시가총액으로 나누어졌기 때문에, 그 계수인 β_1 은 기업 현금 보유액의 1원 변화분에 대한 주주가치의 단위 변화분을 측정한다. $IFRS_{i,t}$ 는 기업이 K-IFRS를 도입하였으면 1로 표시된 더미변수이다.

K-IFRS의 도입이 현금의 시장 가치에 영향을 미치는지 분석하기 위해, K-IFRS 도입 여부에 대한 더미변수($IFRS_{i,t}$)와 시가총액으로 나누어진 현금의 변화분($\Delta Cash_{i,t}/M_{i,t-1}$)의 상호작용을 고려하였다. K-IFRS의 도입이 대리인 갈등을 줄이고 현금의 효과적인 사용을 이끌어낸다

면 상호작용항의 계수인 β_3 가 양(+)의 값을 가질 것으로 예상되고, 반대로 K-IFRS의 도입이 대리인 문제를 심화시킨다면 β_3 가 음(-)의 값을 가질 것으로 기대한다. Faulkender and Wang(2006)을 따라, 현금의 변화와 초과수익률에 동시에 상관관계를 가질 수 있는 기업 특성들을 통제하였다. 이 변수들은 $t-1$ 기로부터 t 기까지의 EBIT의 변화, 순자산의 변화, R&D 투자의 변화, 이자비용의 변화, 배당금의 변화 등이다. 추가적으로, 본 연구는 기업이 속한 산업을 고정효과로 통제하였다.

3.2. 표본선정

K-IFRS 도입으로 인한 현금의 시장가치의 변화를 실증적으로 분석하기 위해, 본 연구는 2008년부터 2013년까지 우리나라의 유가증권 시장에 상장된 기업 중 다음의 요건을 만족하는 기업들을 표본으로 선정하였다.

- (1) KisValue에서 재무자료를 추출할 수 있는 기업
- (2) 금융업종에 속하지 않은 기업
- (3) 회계연도의 결산월이 12월말에 해당하는 기업

본 연구에서는 상기한 조건을 모두 만족시키는 총 3,409개의 기업/연도 관측치로 구성된 표본을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 극단치의 값이 실증분석 결과에 미치는 영향을 최소화하기 위해서 실증분석에 사용된 모든 변수에 대하여 해당 변수 분포의 5%(95%) 이하(이상)의 값들을 5%(95%)의 값들로 대체하였다.¹⁾

1) 1%와 99% 수준에서 winsorization을 하였을 때도 통계적으로 유사한 실증분석 결과가 관찰되었다.

IV. 실증분석 결과

4.1. 기술통계량과 상관관계분석

<표1>에서는 본 연구의 분석 대상에 포함된 기업/연도 관측치의 여러 변수에 대한 기술통계량이 제시되어 있다. 먼저, 모형 (1)에 포함된 종속변수인 주식초과수익률($r_{i,t} - R_{i,t}^B$)의 평균값은 4.039%이다. 주식초과수익률 결정 변수 중에서 현금 변화 비율의 평균은 0.788%이며, 이는 표본 기간 동안 전년도 시가총액 대비 현금성 자산이 평균적으로 0.788% 증가하였음을 의미한다. 시가총액 대비 현금성 자산의 비율은 13.532%로 현금은 대부분의 기업에서 큰 비중을 차지하는 중요한 자산이라는 선행연구의 주장과 일치한다.

<표 1> 각 변수별 기술통계량

변 수	평균값	표준편차	최소값	최대값
$r_{i,t} - R_{i,t}^B$	0.04039	0.4085	-1.2013	3.75931
$\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.00788	0.1212	-1.07483	0.92797
$IFRS_{i,t}$	0.51305	0.4999	0	1
$\frac{\Delta cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} * IFRS_{i,t}$	0.00276	0.13734	-2.05885	3.14755
$\frac{\Delta EBIT_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.02836	0.61401	-3.77995	17.14565
$\frac{\Delta Capital_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.09417	0.34933	-3.23306	7.93842
$\frac{\Delta RND_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.000537	0.00911	-0.28522	0.08519
$\frac{\Delta Interest_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.000993	0.0287	-0.47162	0.32498
$\frac{\Delta Dividend_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.000575	0.00934	-0.04367	0.06125
$\frac{cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}}$	0.13532	0.19512	0.000187	2.94156
$Leverage_{i,t}$	0.43271	0.19281	0.00444	0.97351

<표 2> 각 변수 간 상관관계 분석결과

구 분	$r_{i,t} - R_{i,t}^B$	$\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	$IFRS_{i,t}$	$\frac{\Delta EBIT_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	$\frac{\Delta Capital_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	$\frac{\Delta RND_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	$\frac{\Delta Interest_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	$\frac{\Delta Dividends_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	$\frac{Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}}$
$r_{i,t} - R_{i,t}^B$	1	0.08696 <.0001	0.02742 0.1094	0.17827 <.0001	0.29227 <.0001	-0.01547 0.3667	-0.05974 0.0005	0.2483 <.0001	0.04712 0.0059
$\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.08696 <.0001	1	-0.03662 0.0325	0.0513 0.0027	0.11002 <.0001	0.03997 0.0196	-0.05624 0.001	0.04174 0.0148	-0.24321 <.0001
$IFRS_{i,t}$	0.02742 0.1094	-0.03662 0.0325	1	-0.02189 0.2013	-0.18424 <.0001	-0.04679 0.0063	-0.08618 <.0001	-0.05834 0.0007	0.01034 0.5462
$\frac{\Delta EBIT_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.17827 <.0001	0.0513 0.0027	-0.02189 0.2013	1	0.28631 <.0001	-0.19958 <.0001	-0.16348 <.0001	0.13437 <.0001	0.1777 <.0001
$\frac{\Delta Capital_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.29227 <.0001	0.11002 <.0001	-0.18424 <.0001	0.28631 <.0001	1	0.03406 0.0467	-0.04614 0.007	0.21677 <.0001	0.0284 0.0973
$\frac{\Delta RND_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	-0.01547 0.3667	0.03997 0.0196	-0.04679 0.0063	-0.19958 <.0001	0.03406 0.0467	1	0.14849 <.0001	0.02955 0.0845	-0.06931 <.0001
$\frac{\Delta Interest_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	-0.05974 0.0005	-0.05624 0.001	-0.08618 <.0001	-0.16348 <.0001	-0.04614 0.007	0.14849 <.0001	1	-0.0706 <.0001	-0.14782 <.0001
$\frac{\Delta Dividends_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.2483 <.0001	0.04174 0.0148	-0.05834 0.0007	0.13437 <.0001	0.21677 <.0001	0.02955 0.0845	-0.0706 <.0001	1	0.02921 0.0881
$\frac{Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}}$	0.04712 0.0059	-0.24321 <.0001	0.01034 0.5462	0.1777 <.0001	0.0284 0.0973	-0.06931 <.0001	-0.14782 <.0001	0.02921 0.0881	1

<표2>는 표본기업의 주식초과수익률과 그 결정변수들 간의 상관관계를 나타낸 것이다. 이 표의 좌·하변은 피어슨(pearson) 상관계수이며, 우·상변은 스피어만(spearman) 비모수상관계수를 의미한다. 주식초과수익률은 현금의 변화분, EBIT의 변화분, 순자산의 변화분 및 전년도 현금 보유수준과 유의한 양의 관계를 가지며, 이자비용의 변화분과는 음의 관계를 보이고 있음을 알 수 있다. 통제변수들 간에는 유의한 상관관계가 있는 경우와 없는 경우가 혼재되어 있으나, 유의한 상관관계가 있는 경우에도 상관계수의 절대값이 0.5를 초과하지 않아 다중공선성은 우려되지 않는다(Kennedy 1992).

4.2. 실증분석 결과

본 절에서는 Faulkender and Wang(2006)의 주식초과수익률 결정모형을 변형한 모형(1)을 사용하여 K-IFRS 도입으로 인한 현금의 시장가치의 변화를 분석한다. 만약 K-IFRS의 도입이 대리인 갈등을 줄이고 현금의 효과적인 사용을 이끌어낸다면 모형(1)에서 상호작용항의 계수인 β_3 가 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 반대로 K-IFRS의 도입이 대리인 문제를 심화시킨다면 β_3 가 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

<표3>의 칼럼 (1)은 모형(1)과 같이 종속변수를 주식초과수익률($r_{i,t} - R_{i,t}^B$)로 설정 하였을 때의 회귀분석 결과이다. K-IFRS 도입 여부에 대한 가변수($IFRS_{i,t}$)와 시가총액으로 나누어진 현금의 변화분($\Delta Cash_{i,t}/M_{i,t-1}$)의 상호작용항은 주식초과수익률에 10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치며, 그 계수 값은 -0.107로 추정되었다. 추가적으로 칼럼 (2)와 (3)에서는 주식초과수익률을 대신하여 상대수익률과 절대수익률을 종속변수로 사용하여 회귀분석을 실시한 결과를 보여준다. 두 칼럼 모두에서 본 연구의 관심변수인 $IFRS_{i,t}$ 와 $\Delta Cash_{i,t}/M_{i,t-1}$ 의 상호작용항은 음의 계수를 가지지만, 절대수익률이 종속변수로 사용되었을 때만 5% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

종합적으로, <표3>의 실증분석 결과는 K-IFRS 도입 이후 기간에 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치가 유의하게 감소하였음을 보여주고 있다. 따라서 K-IFRS의 도입 취지와는 달리, K-IFRS의 적용 후 국내 기업들의 직면하는 대리인 비용은 더욱 상승되었음을 시사한다. 이는 IFRS가 본래의 도입 취지에 맞게 적절히 활용될 수 있는 법적, 제도적, 문화적 환경이 갖추어진 국가에서만 IFRS 도입으로 긍정적인 자본시장 효과를 도출할 수 있다는 Ball et al.(2003)과 Soderstrom and Sun(2007)의 주장과 일치한다. 즉, 경제적 실질을 반영하기 위하여 기본 원칙만을 제시하고 있는 K-IFRS가 도입되었다 하더라도 K-IFRS의 효율적인 적용을 뒷받침할 만한 국가의 법적, 제도적 환경이 강건하지 못하다면 투자자의 정보비대칭과 대리인 비용은 오히려 상승할 수 있다.

<표 3> 전체 기업을 대상으로 한 회귀분석 결과

구 분	(1) 초과수익률	(2) 상대수익률	(3) 절대수익률
<i>Intercept</i>	-0.02947 (-0.6)	-0.02532 (-0.57)	0.06527 (1.11)
$\frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.33504 (4.65)***	0.26424 (4.06)***	0.46752 (5.41)***
$IFRS_{i,t}$	0.06880 (5.20)***	0.07358 (6.15)***	-0.02441 (-1.54)
$\frac{\Delta Cash_{i,t} * IFRS_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	-0.10742 (-1.75)*	-0.05447 (-0.98)	-0.17311 (-2.35)**
$\frac{\Delta EBIT_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.0516 (4.47)***	0.04175 (4.00)***	0.05978 (4.31)***
$\frac{\Delta Capital_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.26608 (13.11)***	0.22169 (12.08)***	0.31586 (12.97)***
$\frac{\Delta RND_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	-0.68142 (-0.93)	-0.83186 (-1.25)	-0.79545 (-0.90)
$\frac{\Delta Interest_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	0.14362 (0.61)	0.12352 (0.58)	0.31376 (1.11)
$\frac{\Delta Dividends_{i,t}}{M_{i,t-1}}$	7.72796 (10.80)***	6.81514 (10.53)***	12.37785 (14.42)***
$\frac{Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}}$	0.19750 (5.09)***	0.17379 (4.95)***	0.43459 (9.34)***
$Leverage_{i,t}$	-0.06068 (-1.63)	-0.12652 (-3.76)***	-0.12692 (-2.85)***
산업더미	포함	포함	포함
표본수(기업-년)	3,409		
F 값	34.85***	32.90***	46.84***
Adj. R ²	0.1517	0.1442	0.1949

V. 결 론

본 연구는 2011년부터 국내 상장기업에 대하여 의무적으로 도입된 K-IFRS가 기업의 대리인 문제에 어떤 영향을 미치는 살펴보았다. 구체적으로 경영자와 주주 사이의 대리인 갈등에 의해 영향을 받는 현금의 시장가치가 K-IFRS 도입 전후로 어떻게 변화하였는지 분석하였다. 2008년부터 2013년까지 우리나라의 유가증권 시장에 상장된 기업들을 대상으로 Faulkender and Wang(2006)이 개발한 주식초과수익률 결정모형을 이용하여 실증분석이 이루어졌다. 총 3,409개의 기업/연도 관측치를 사용한 실증분석 결과, K-IFRS 도입후 기업이 보유하고 있는 현금 1원의 시장가치는 0.1원 이상 하락한 것으로 나타났다. 즉, 이 결과는 K-IFRS 도입 후 국내 기업들의 대리인 문제는 더욱 심화되었음을 시사한다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점이 있다. 첫 번째로, 본 연구는 K-IFRS 도입이 현금 자산의 가치에 미치는 영향을 조사함으로써 K-IFRS 도입으로 인한 경제적 효과를 연구하는 기업 지배 구조와 관련된 선행연구에 공헌한다. 선행연구들이 K-IFRS 도입이 기업 가치에 미치는 영향에 중점을 둔 반면, 본 연구는 새로운 회계기준의 도입과 현금 보유액의 가치 사이의 관련성을 보여줌으로써 K-IFRS가 어떻게 기업 가치를 높이는지 입증하였다. 두 번째로, K-IFRS 도입이 국내 기업들의 대리인 문제를 더욱 심화시켰음을 시사하는 본 연구의 결과는 되었음을 우리나라의 K-IFRS 도입 결정에 대한 정책적 타당성을 보다 포괄적인 측면에서 검증한 실증결과로 규제당국과 자본시장 참여자에게 의미 있는 학문적, 실무적 시사점을 제시할 수 있을 것으로 기대된다.

참고문헌

- 김용식. (2011). K-IFRS 조기도입이 정보비대칭과 이익의 질에 미치는 효과. 회계정보연구, 29(4), 273-299.
- 김종일, & 손호철. (2013). K-IFRS 적용 전·후의 이익조정에 관한 연구. 국제회계연구, 48, 77-106.
- 유용근, 문보영 & 최은실. (2013). 영업이익 산정방식에 따른 영업이익의 가치관련성 비교. 회계저널, 22(2), 1-21.
- 이정, & 박상규. (2012). Earnings management effects of IFRS adoption and ownership structure: Evidence from China. 국제회계연구, 41, 121-136.
- 전영순, & 정도진. (2009). 국제회계기준의 도입에 대한 주가반응. 회계와 감사연구, 49, 241-282.
- 전영순, & 하승현. (2011). K-IFRS 를 조기 도입한 기업의 영업이익 구분 표시 및 영업이익 산출에 관한 연구. 회계저널, 20(2), 239-275.
- 차승민, 문보영 & 강일주. (2014). K-IFRS 도입이 회계적 이익조정 규모에 미친 영향. 회계정보연구, 32(3), 223-250.
- 최성호, 김인숙, & 최관. (2011). K-IFRS 조기도입기업의 이익특성과 회계정보의 가치관련성. 회계학연구, 36(2), 1-30.
- 최정호. (2013). IFRS 채택과 회계정보의 가치관련성. 회계학연구, 38(1), 391-424.
- Ahmed, A. S., Neel, M., & Wang, D. (2013). Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1344-1372.
- Ball, R., Robin, A., & Wu, J. S. (2003). Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), 235-270.
- Ball, R., Robin, A., & Wu, J. S. (2003). Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1),

- 235-270.
- Byard, D., Li, Y., & Yu, Y. (2011). The effect of mandatory IFRS adoption on financial analysts' information environment. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 69-96.
- Cai, L., Rahman, A. R., & Courtenay, S. M. (2008). The effect of IFRS and its enforcement on earnings management: An international comparison. Available at SSRN 1473571.
- Capkun, V., Cazavan Jeny, A., Jeanjean, T., & Weiss, L. A. (2008). Earnings management and value relevance during the mandatory transition from local GAAPs to IFRS in Europe. Available at SSRN 1125716.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085-1142.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Hope, O. K., Kang, T., Thomas, W., & Yoo, Y. K. (2008). Culture and auditor choice: A test of the secrecy hypothesis. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(5), 357-373.
- Jenson, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and take over. *American Economic Review*, 76, 323-339.
- Karamanou, I., & Nishiotis, G. (2005). The valuation effects of firm voluntary adoption of International Accounting Standards. Available at SSRN 676328.
- Keynes, J. M. (2006). *General theory of employment, interest and money*. Atlantic Publishers & Dist.
- Li, S. (2010). Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital? *The Accounting Review*, 85(2), 607-636.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance*, 64(4), 1697-1727.
- Mikkelsen, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(02), 275-294.
- Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1995). The paradox of liquidity (No. w5143). National Bureau of Economic Research.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Smith, C. W. (1977). Alternative methods for raising capital: Rights versus underwritten offerings. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 273-307.
- Soderstrom, N. S., & Sun, K. J. (2007). IFRS adoption and accounting quality: a review. *European Accounting Review*, 16(4), 675-702.