

세무학회지
제16권 제3호 2015년 6월 pp.9~43
한국세무학회

K-IFRS 도입 이후 연결영업이익과 별도영업이익의 상대적 가치관련성 비교

박종일* · 나경아** · 정상민***

<요 약>

본 연구는 K-IFRS 의무도입 이후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 환경 하에서 연결재무제표에서 산출된 영업이익과 별도재무제표에서 산출된 영업이익 중 어떤 정보가 주식시장의 투자자들 관점에서 보다 더 정보유용성이 높은지에 관하여 상대적 가치관련성 측면에서 실증적으로 분석하였다.

2011년도부터 우리나라는 국제적 정합성에 맞추기 위하여 종전 K-GAAP 공시환경과 달리, K-IFRS가 의무도입 된 이후에는 종속기업이 있는 지배기업들은 연결재무제표를 주재무제표로 공시하고, 지배회사 자신의 별도재무제표는 보조재무제표로 공시하게 되었다. 이는 한국회계기준원 및 감독당국에서 회계정보의 국제간 비교가능성을 제고하기 위해 K-IFRS 도입 이후부터 종속기업이 있는 지배기업들에 대해서는 법적실체가 아닌 연결실체 관점에서의 연결정보를 투자자들의 경제적 의사결정에 이용하도록 유도하려는 취지에 따른 조치였다. 그러나 국내 자본시장의 투자자들은 과거 K-GAAP 하에서 법적실체인 개별재무제표 정보를 통한 투자의사결정에 보다 친숙한 환경에 있었다. 따라서 K-IFRS 도입 후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 변화된 회계환경 하에서 기업의 가장 핵심적인 성과지표인 연결실체가 반영된 연결영업이익과 법적실체가 고려된 별도영업이익 정보 중 어떤 경우가 주식시장의 투자자들에게 보다 더 유용한 정보를 제공하고 있는지는 실증적 의문사항이다. 이를 알아보기 위하여 본 연구는 2011년도부터 2013년도까지 연결재무제표를 작성한 전체 상장기업을 대상으로 분석하였다. 한편, 본 연구는 검증결과에 대한 일관성을 제고하기 위하여 Ohlson(1995) 모형을 추가수준 모형으로 분석한 경우와 이를 다시 전기 주가로 표준화하여 분석한 경우 간에 차이가 있는지를 비교하여 살펴보았다. 구체적으로는 연결영업이익의 가치관련성이 별도영업이익의 가치관련성과 비교하여 유의한 차이가 있는지에 대하여 각각의 회귀식에서 산출된 두 회귀계수 간의 차이에 대한 평행성 검증(parallelism test)을 이용하여 분석하였다.

* 충북대학교 경영대학 경영학부 교수, parkjil@chungbuk.ac.kr, 제1저자

** 계명대학교 경영대학 회계학과 조교수, kyunga@kmu.ac.kr, 교신저자

*** 충북대학교 경영대학 회계학전공 박사과정, 가톨릭상지대학교 전산세무회계과 조교수, dj2ys@csj.ac.kr, 공동저자

본 실증결과는 다음과 같다. 첫째, Ohlson(1995) 모형을 표준화 하지 않고 분석한 경우와 이를 전기 주가로 표준화하여 검증한 경우 간에는 검증결과 측면에서 중요한 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉 전자(Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우)는 대체로 별도영업이익이 연결영업이익과 비교하여 상대적 가치관련성이 더 큰 결과로 나타난 반면, 후자(Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화한 경우)는 앞서와 달리 통계적으로 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다. 둘째, 전체 표본을 다시 시장유형별로 나누어 살펴본 결과에서도 KOSPI와 KOSDAQ 표본 모두 대체로 앞서와 일치된 결과를 보였다.

이상의 결과를 종합하면, 선행연구의 주장에 따라 Ohlson(1995) 모형에서 이분산성 및 규모효과 문제를 보다 완화시킨 방법(Easton and Sommers 2003)으로, 즉 전기 주가로 표준화시켜 분석하면 전반적으로 K-IFRS의 도입 이후 연결영업이익이 별도영업이익에 비해 보다 더 정보유용성이 높다는 결과는 관찰되지 않았다. 즉 K-IFRS 도입 후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 환경 하에서도 기업의 경영활동에 대한 가장 핵심정보 중 하나인 영업이익 측면에서 볼 때 연결실체가 반영된 연결재무제표의 정보력이 법적실체가 고려된 별도재무제표의 정보력을 능가한다는 결과는 발견되지 않았다. 따라서 아직까지 한국회계기준원 및 감독당국의 공시환경과 관련한 정책취지와는 달리 주식시장에서 투자자들은 연결실체 중심의 투자의사결정을 보이지는 않음을 본 연구결과가 시사한다. 그러한 점에서 본 연구의 발견은 학계의 관련연구에 추가적인 실증적 증거를 제공할 뿐만 아니라, 향후 한국회계기준원 및 감독당국에서 K-IFRS 기준과 관련한 정책변경시 법적실체가 아닌 연결실체 관점이 고려된 정책시행이 필요할 수 있기 때문에 이와 관련하여 유의한 실증적 증거가 될 것으로 기대된다.

〈주제어〉 한국채택국제회계기준, 연결재무제표, 별도재무제표, 영업이익, 상대적 가치관련성

I. 서 론

본 연구는 한국채택국제회계기준(이하 K-IFRS)의 의무도입 이후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 환경에서 연결과 별도재무제표에서 각각 산출된 연결실체와 법적실체가 고려된 영업이익 중 어떤 방식의 정보가 보다 높은 가치관련성을 가지는지의 여부를 주식시장의 투자자들 측면에서 실증적으로 분석하였다. 본 연구에서 초점을 두고 있는 영업이익 정보는 기업의 경영활동에 대한 가장 핵심정보 중 하나로서 기업가치 평가에 중요할 뿐 아니라 미래 이익과도 지속성(persistence)이 높은 경영성과라는 점에서 투자자들의 투자의사결정에 유용한 정보로 활용되는 성과지표이다.¹⁾

1) 본 연구가 K-IFRS 도입 후 연결과 별도재무제표 간의 상대적 정보력의 차이를 비교하는데 있어 당기순이익 대신 영업이익 정보에 초점을 둔 이유는 다음과 같다. 첫째, 기업의 경영성과와 관련해 가장 핵심정보 중 하나인 영업이익 정보는 당기순이익과 비교하여 일시적 성격인 비반복적, 비지속성의 계정항목이 제외되어 있기 때문에 미래 이익에 대한 지속성이 높은 성과지표를 제공한다(전영순과 하승현 2011).

선행연구의 경우 연결과 별도재무제표의 정보력을 비교하여 살펴본 결과에서 연결재무제표 정보력이 별도재무제표의 정보력보다 높다는 결과를 보고한 연구(공경태와 최종서 2014 ; 기현희 등 2013)와 연결과 별도재무제표의 정보력에 차이가 없다는 결과를 보고한 연구(기현희 2014)가 있어 검증결과 측면에서 서로 혼재된 증거(mixed evidence)가 보고되었다. 그런데 선행 연구들은 대부분 경영성과(예로, 당기순이익이나 영업이익)에 초점을 두어 분석하기 보다는 연결과 별도재무제표 두 모형 간의 추가설명력(R^2)에 차이가 있는지를 중심으로 분석하였다. 앞서의 분석방법은 전반적인 연결과 별도재무제표의 정보력 간의 차이 여부는 알 수 있겠지만, 개별 경영성과 지표에 대한 가치관련성 간에 차이가 있는지에 대해서는 해당 연구결과만으로는 알 수 없다. 한편, 일반적으로 학계나 실무계의 투자자들의 측면에서 보다 중요시되는 관심은 앞서 선행연구들의 분석방법인 두 모형 간 설명력의 차이로 나타나는 연결과 별도재무제표의 전반적인 정보력 간의 차이에 있기 보다는 각 재무제표로부터 산출된 경영성과 지표 중 어떤 정보가 주식시장의 투자자들에게 보다 더 정보유용성이 높은지에 있다.

따라서 본 연구는 앞서의 선행연구의 접근방법과는 달리, 연결과 별도재무제표 간에 정보유용성의 차이를 경영성과 중 학계와 실무계에서 보다 더 관심을 가지는 영업이익에 초점을 맞추어 이 정보에 대한 연결과 별도재무제표 간의 상대적 가치관련성²⁾에 차이가 있는지를 중심으로 살펴보고자 한다. 본 연구의 초점은 이전 연구들과 비교할 때 관심사항뿐 아니라 검증방법상에도 차이를 가지고 있다. 즉 선행연구의 방법은 주로 Ohlson(1995) 모형에서 고려된 변수에 초점이 있기 보다는 연결과 별도의 재무정보가 고려된 두 모형 간의 추가설명력(R^2)에서 차이가 있

또한 미국의 재무분석가들은 이익을 예측할 때 일시적 성격의 항목이 제외되어 지속성이 높은 영업이익을 중심으로 예측정보를 공시하고 있다. 이와 같이 영업활동은 기타의 다른 기업활동 보다도 기업의 본연적인 활동으로 구성되기 때문에 영업이익은 기업의 경영성과와 관련한 가장 핵심적인 활동을 담은 성과지표로서 학계 및 실무계에서 평가되고 있다. 둘째, K-IFRS 도입 후 별도재무제표의 경우 당기순이익을 측정할 때 종속기업 및 관계기업 등에 대한 투자자산을 지분법으로 평가하지 않고 원가법이나 공정가치법 중 하나를 기업이 선택하여 회계처리 하도록 되어 있는 반면에, 연결재무제표에는 연결회계를 통해 지분법 평가가 고려되기 때문에 연결재무제표의 당기순이익과 별도재무제표의 당기순이익 간의 가치관련성을 직접 비교하는 데에는 지분법손익의 포함여부에서 차이가 있게 된다. 이와 달리, 영업이익은 지분법 차감 전의 이익이라는 점에서 연결과 별도재무제표 간의 비교시 이러한 차이가 없기 때문에 투자자 관점에서도 보다 직접적인 정보 비교가 가능할 것으로 보인다.

- 2) 상대적 가치관련성(relative value relevance)은 각기 다른 모형식에서 두 회계정보(본 연구에서는 K-IFRS 도입 이후 작성된 연결영업이익 vs 별도영업이익)가 서로 다른 정보효과를 가질 때 어떤 회계정보가 추가와 더 큰 관련성이 있는지와 관련한 회계정보 선택상의 상대적 순위를 결정하는데 이용되는 개념이다(김영욱 등 2014 ; 박종일 등 2014 ; Biddle et al. 1995). 한편, 이와 유사해 보이지만, 다른 개념 중 하나로 추가적 가치관련성(incremental value relevance)이란 개념이 있다. 예를 들어, 한 모형식에서 영업이익 정보가 이미 추가와 양(+)의 관련성을 가지는 상황에서 영업외손익 정보를 추가한 경우에도 이 정보가 추가와 유의한 양(+)의 관련성이 나타난다면 이를 추가적 가치관련성을 가진다고 보는 개념이다. 따라서 K-IFRS 도입 후 연결영업이익의 가치관련성과 별도영업이익의 가치관련성을 서로 비교한다는 측면에서 보면 본 연구는 앞서의 두 경우 중 상대적 가치관련성 개념에 속한다.

는지에 초점을 두고 Vuong(1989) 검증방법으로 살펴보았다. 반면, 본 연구도 Ohlson(1995) 모형을 이용하지만, 본 연구에서는 연결과 별도의 재무정보 중 각 영업이익의 상대적 가치관련성을 나타내는 두 회귀계수(β_2) 간에 차이가 있는지에 초점을 두고 평행성 검증방법으로 분석한다. 이러한 측면에서 본 연구와 선행연구 간에는 검증방법에 차이가 있다.

한편, 우리나라의 경우 2011년도부터 모든 상장기업에 대하여 K-IFRS가 의무도입 된 이후 회계정보에 대한 공시환경에 변화가 야기된 사항은 국제회계기준의 도입으로 인해 한국회계기준원과 감독당국이 국제적 정합성에 맞추기 위해 주된 재무제표를 개별재무제표에서 연결재무제표로 변경한 것과, 또한 종속기업이 있는 지배기업은 주재무제표인 연결재무제표 외에도 보조재무제표로서 별도재무제표를 종전과 같이 동시에 작성·공시하도록 한 데에 있다. 따라서 과거 K-IFRS 도입전의 회계기준(이하 K-GAAP) 보고체계에서와 같이 종속기업이 있는 지배회사가 작성하는 별도재무제표가 더 이상 주재무제표는 아니라는 점에서 K-IFRS 도입 이후 연결과 별도재무제표의 위상은 서로 간에 변화가 있게 되었다. K-IFRS 이전기간에는 종속기업이 있는 지배기업은 개별재무제표를 먼저 공시한 후, 자산총액이 2조원 미만의 회사들은 한 달 후에 가서 후속으로 연결재무제표를 작성한 후 공시하였다. 또한 종속기업이 있는 지배기업이 작성하는 개별재무제표는 종속기업 및 관계기업 등에 대한 투자자산을 지분법으로 평가할 수 있었기 때문에 당기순이익 측면에서는 연결재무제표와 거의 동일한 회계정보가 반영되었다.³⁾ 이와 달리, 2011년도부터 국내에 도입된 K-IFRS의 경우 연결실체가 반영된 연결재무제표를 주재무제표로 공시하면서, 지배기업 자신의 법적실체가 고려된 별도재무제표에서는 더 이상 지분법 평가를 하지 못하고, 연결재무제표에 대한 보조재무제표의 역할을 수행한다.⁴⁾ K-IFRS 도입 이후부터는 K-GAAP이 적용되는 기간과 달리 자본시장의 투자자들에게도 종속기업이 있는 기업에 대해서는 주된 재무제표로서 공시되는 재무제표가 더 이상 법적실체의 별도재무제표가 아니기 때문에 과거 개별재무제표 위주의 투자관행이 연결실체 관점의 연결재무제표 중심으로 이동될 필요성이 있게 되었다. 그러한 점에서 K-IFRS의 도입 이후에는 주재무제표로 공시되는 연결재무제표

- 3) 한편, K-IFRS 하에서 지배기업이 작성하는 별도재무제표는 지분법 회계처리의 배제로 인하여 K-IFRS 하에서의 종속기업이 없는 기업의 개별재무제표뿐만 아니라 과거 K-GAAP 하에서의 종속기업의 존재와 상관없이 작성되었던 개별재무제표와 비교할 때 당기순이익의 산출과정에 차이가 있게 되었다. 결국 이러한 차이는 기업간 또는 기간간의 비교가능성에 문제가 될 수 있다. 또한 과거 K-GAAP 하에서는 지배기업이 작성한 개별재무제표의 당기순이익과 연결재무제표의 지배기업소유주지분 당기순이익은 서로 일치되는 단일계정연결(one-line consolidation)로 작성될 수 있었지만, K-IFRS 도입 이후에는 지배기업이 작성하는 별도재무제표와 연결재무제표의 당기순이익 간에 더 이상 앞서와 같은 단일계정연결의 효과를 가질 수 없게 되었다. 이는 미국의 경우와 유사한 회계처리 방법이다.
- 4) 반면, 종속기업이 없는 기업의 개별재무제표는 연결재무제표의 보고대상이 아니므로 연결실체를 고려할 필요가 없고, 과거 K-GAAP의 보고체계와 같이 관계기업에 대한 투자자산을 지분법으로 계속 평가한다. 따라서 개별재무제표만을 작성하는 기업은 종전과 같이 법적실체 관점의 투자의사결정이 그대로 유지된다.

의 정보효과는 증가될 것으로 기대되지만, 보조재무제표가 된 별도재무제표의 정보효과는 상대적으로 낮아질 것으로 기대된다.

하지만, 한국회계기준원 및 감독당국에 의한 K-IFRS 하의 재무제표와 관련한 공시정책의 변경에도 불구하고, 국내의 경우 과거부터 개별재무제표 위주의 정보가 중심이 되어 왔기 때문에 연결재무제표보다 법적실체의 개별재무제표가 더 중요한 의미를 지녀 왔다.⁵⁾ 즉 K-IFRS의 전면 시행에도 불구하고 자본시장의 투자자들은 개별재무제표 위주의 오랜 관행으로 인해 법적실체인 별도재무제표에서 연결실체인 연결재무제표 중심의 투자관행으로 변경하는데 있어서는 새로운 회계환경의 변화에 대한 이해부족으로 인해 적지 않은 마찰과 갈등이 수반될 여지도 있어 보인다. 만일 이런 경우라면 한국회계기준원 및 감독당국에 의한 일련의 회계환경의 변화가 추진되었다 하더라도 투자자들이 법적실체를 중심으로 한 투자패턴에 큰 변화가 나타나지 않을 수도 있다. 왜냐하면 오랜 관행이나 습관은 쉽게 변화하지 않는 속성이 있고, 변화가 진행되는 과정은 시간의 함수와 밀접한 관련이 있기 때문이다. 따라서 투자자들이 종전과 같은 투자습관에 고착되어 있다면 법적실체가 고려된 별도재무제표 위주의 투자행위에 따라 투자 의사결정이 수행될 가능성도 배제할 수는 없어 보인다. 이러한 측면에서 볼 때에는 K-IFRS 도입 후에도 여전히 연결재무제표보다는 별도재무제표의 정보효과가 더 크게 나타날 수 있다.

우리나라의 경우 2011년도 K-IFRS의 의무도입은 과거 K-GAAP 공시환경 때와는 달리, 연결과 별도재무제표 간에 주재무제표 여부에 대한 역할 변경이 있게 되었는데, 이러한 공시환경의 변화는 자본시장의 투자자들 입장에서조차 투자패턴의 변화를 야기할만한 사건이다. 따라서 본 연구는 앞서의 연구주제와 관련한 실증적 의문(empirical question)을 분석하고자 한다. 본 연구의 실증적 증거는 학계의 관련연구에 추가적인 공헌을 할 뿐만 아니라, 한국회계기준원 및 감독당국에서도 일련의 K-IFRS 도입에 따른 효과가 본래 의도된 취지대로 이행되고 있는지와 관련한 실효성 측면에서의 정책적 시사점도 제공해 줄 것으로 기대된다. 또한 향후 한국회계기준원 및 감독당국에서 K-IFRS와 관련한 정책변경시 K-IFRS 회계기준이 연결정보를 중심으로 작성·공시되기 때문에 법적실체가 아닌 연결실체 중심의 정책시행이 필요하므로, 본 연구와 같은 연결실체 관점의 연결재무제표와 법적실체 관점의 별도재무제표 간의 영업이익에 대한 상대적 가치관련성의 차이와 관련한 실증적 증거는 정책결정자들에게도 유익한 참고자료가 될 것으로 예상된다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어, 제Ⅱ장에서는 연결재무제표를 다룬 K-IFRS 이전과 이후 기간의 선행연구들을 검토하고, 이를 바탕으로 가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 가설을 검증하기 위한 연구모형을 설계하고, 변수의 정의와 측정 및 표본의 선정과정을 설명

5) 유럽의 경우는 이와 다른 측면이 있다. 국제회계기준에서 연결재무제표를 주재무제표로 하는 사항은 영미권의 회계환경을 배경으로 제정되었기 때문에 유럽 국가들의 회계정보 이용자들은 연결실체가 반영된 연결재무제표 정보에 의존하는 관행에 보다 익숙한 환경에 있다(최종서 등 2013b).

한다. 제Ⅳ장에서는 가설에 대한 실증분석 결과를 제시하고, 그 결과를 논의하며, 제Ⅴ장에서는 본 연구결과를 요약하고, 연구의 시사점과 한계점에 대하여 기술한다.

Ⅱ. 선행연구의 검토 및 가설의 설정

1. 선행연구의 검토

미국의 경우 연결재무제표만을 주재무제표로 공시하고 있으며, 유럽연합(EU)의 경우도 연결재무제표를 주재무제표로 공시하되 별도재무제표는 기업의 선택에 따라 공시되고 있다.⁶⁾ 또한 일본도 2000년도부터 연결재무제표를 주재무제표로 작성·공시하고 있다. 따라서 국외의 경우 대부분이 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 회계환경이기 때문에 해외 연구들은 연결과 별도재무제표 정보 간의 차이를 비교하여 살펴보기 보다는 연결재무제표를 중심으로, 또한 IFRS 도입 전후 정보의 질 변화에 초점을 둔 연구들이 주로 수행되었다.⁷⁾ 따라서 본 절에서는 K-IFRS 전과 후의 기간에서 연결재무제표를 다룬 국내 선행연구들을 중심으로 살펴보고자 한다.

국내의 경우 K-IFRS 도입 전 연구들은 연결재무제표가 보조재무제표로 공시되었던 당시 연결재무제표에 대한 외부감사가 의무화된 후 연결재무제표의 경우도 정보유용성이 있는지를 살펴보기 시작하였다(전성빈 1994 ; 김지홍 1995 ; 김권중 등 2001 ; 김권중과 나인철 2002).⁸⁾ 예를 들어, 김권중 등(2001)은 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 연결순자산 및 연결순이익 정보가 주가와 관련성이 있는지를 분석한 결과에서 연결재무제표의 순자산과 순이익 모두는 주가와 양(+)의 관계가 있음을 보고하였다. 또한 연결순이익은 개별순이익에 대해 추가적인 정보효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 연결이익도 정보유용성이 있음을 나타내주는 결과이다. 또한 개별재무제

-
- 6) 국제회계기준을 도입한 국가들은 연결재무제표의 작성에 대해서는 일관되게 IFRS를 의무 적용하고 있으나, 법적실체의 재무제표에 대한 준거기준은 국가마다 상이하다. 유럽 국가들에서의 개별실체에 대한 재무제표의 공시 현황과 관련해 보다 자세한 내용은 최중서 등(2013b)의 <표 1>을 참고하기 바란다.
 - 7) 해외의 경우 일부 연구들에서 연결과 개별재무제표 간의 정보력에 차이가 있는지에 대하여 주식수익률을 이용하여 연구하였다. 예를 들어, Hall et al.(1994)은 개별재무제표의 이익정보가 연결재무제표의 이익정보에 비해 주식수익률과 관련성이 더 높음을 보고하였다. Niskanen et al.(1998)은 핀란드의 상장기업을 대상으로 개별재무제표의 이익과 연결재무제표의 이익이 주가수익률에 미치는 영향을 분석한 결과, 연결재무제표의 이익정보는 주가수익률과 관련성이 있는 것으로 나타난 반면, 개별재무제표는 추가적인 정보력이 없는 것으로 나타났다. 그런데 이 연구는 35개의 표본만을 분석에 이용하고 있어 이를 일반화하는 데는 한계가 있어 보인다.
 - 8) 우리나라의 경우 K-IFRS 도입 전에는 대부분의 연구들이 주로 개별재무제표를 이용하여 분석되었기 때문에, 연결재무제표를 다룬 연구들은 상대적으로 찾아보기 어렵다(신현걸 2008).

표에서 지분법이 적용된 1999년부터는 개별재무제표에서 지분법 회계처리로 인해 4월말에 공시되는 연결재무제표의 정보효과를 개별재무제표가 먼저 선점한다는 결과를 보고한 선행연구들이 있다(신현걸과 이만우 2002 ; 박성환 2002). 즉 이들 연구들은 지배기업이 지분법을 적용하여 개별재무제표에 연결효과를 반영하게 된 후부터는 개별정보가 연결정보를 선점하는 효과가 있고, 한 달 후에 후속되는 연결재무제표는 추가적인 정보력을 제공하지 않는다는 결과를 보고하였다. 반면, 박홍조와 지현미(2009)는 2007년 및 2008년도 자료를 이용하여 자산규모가 2조원 이상의 대기업들은 연결재무제표의 공시기한이 3월말로 단축되어 이들 기업의 연결정보가 추가적인 정보력이 있는지를 가치관련성 측면에서 분석하였다. 분석결과, 연결재무제표도 지분법이 적용된 개별재무제표와 비교하여 추가적인 설명력이 있음을 보고하였다.⁹⁾ 한편, 신현걸(2008)은 K-IFRS 도입 전(2001년~2006년) 자료를 이용하여 개별과 연결재무제표의 가치관련성을 서로 비교분석하였다. 분석결과, 개별재무제표 정보의 추가관련성보다 연결재무제표의 추가관련성이 Vuong(1989)의 결과에서 유의하게 낮게 나타나, 기업의 결산시점의 주가는 주로 개별재무제표에 의존한다는 것을 보고하였다. 이상의 경우가 K-IFRS 도입 이전기간을 대상으로 연결재무제표를 다룬 연구들의 결과이다.

이후 연구들은 K-IFRS의 도입에 따라 연결재무제표가 주재무제표로 공시되기 시작한 2011년도를 기점으로 다시 연결재무제표를 분석하기 시작하였다. 먼저 한종수와 박선영(2013)은 연결재무제표 정보와 함께 고려하였을 때에도 별도재무제표 정보가 추가적인 가치관련성이 있다는 것을 보고하였다.¹⁰⁾ 본 연구와 보다 관련성이 높은 연구로는 공경태와 최종서(2014), 기현희 등(2013) 및 기현희(2014) 등이 있다. 예를 들어, 공경태와 최종서(2014)는 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표 정보의 가치관련성 변화를 알아보기 위해 2009년부터 2012년까지 연결재무제표를 연속적으로 공시한 494개 자료를 이용하여 연구하였다. 연구결과는 과거 K-GAAP 기간보다 K-IFRS 도입 후 연결주당순자산의 가치관련성은 증가하였으나 연결주당순이익의 가치관련성은 오히려 감소되었음을 보고하였다. 또한 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 별도와 연결정보 간의 추가설명력(R^2)을 서로 비교한 결과에서는 2009년과 2010년도에는 별도와 연결정보 간의 추가설명력에 차이가 없었으나, K-IFRS가 도입된 2011년과 2012년도에는 연결재무제표를 이용한 추가설명력이 별도재무제표와 비교하여 더 높게 나타났다. 또한 시장유형별로 나누어 분석된 결

9) 이 연구는 2007년부터 자산규모 2조원 이상의 대기업의 경우 연결재무제표에 대한 공시기한이 3월말로 단축됨에 따라 대기업의 연결순자산과 연결순이익이 그렇지 않은 경우와 비교하여 가치관련성이 더 높다는 결과를 보고한 것이다.

10) 한편, K-IFRS를 다룬 국내의 초반 연구들은 주로 별도재무제표 관점에서 연결재무제표 정보가 추가적 가치관련성이 있는가를 중심으로 연구하였다(김영옥 등 2014 ; 최종서 등 2013b). 하지만, 이들 연구들은 연결재무제표 자체의 정보효과에 초점을 두지는 않았다. 예를 들어, 최종서 등(2013b)은 별도재무제표에 지분법 평가가 반영된 연결정보를 모형식에 추가하면 별도재무제표의 정보력이 더 향상된다는 측면을 주장하고, 이와 관련된 실증적 결과를 제시하였다.

과에 따르면, 유가증권상장기업은 K-IFRS 도입 이후 연결주당순자산의 가치관련성은 상승한 반면, 연결주당순이익의 가치관련성은 감소된 것으로 나타났고, 코스닥상장기업은 연결주당순이익의 가치관련성은 하락했지만, 연결주당순자산의 가치관련성은 유의한 변화가 없는 것으로 나타났다. 그러나 이 연구는 연결과 별도재무제표를 이용하여 비교분석을 수행하고 있지만, 두 모형 간에 추가설명력(R^2)의 차이를 중심으로 살펴보았기 때문에 연결과 별도재무제표에서 각 주당순이익의 가치관련성 중 어떤 정보가 투자자들에게 보다 더 정보유용성이 높은지와 관련해서는 살펴보지 않았다.

기현희 등(2013)은 K-IFRS가 도입된 2011년도 한해 중 유가증권상장기업 자료를 이용하여 연결과 별도재무제표 간의 추가관련성에 차이가 있는지를 분석하였다. 분석을 위한 모형은 Ohlson(1995)의 시장가치 모형을 총자산으로 표준화한 후 분석하였다. 분석결과, 연결재무제표의 정보가 별도재무제표의 정보에 비해 추가설명력(R^2)이 높음을 보고하였다. 이 결과에 대해 저자들은 K-IFRS가 의무적용이 되면서 연결재무제표가 주재무제표로 전환됨에 따라 투자자들의 의사결정에서 연결재무제표의 정보가 별도재무제표의 정보보다 더 많이 반영되어 기업의 추가수준의 적정성이 연결재무제표를 기준으로 평가되고 있다고 해석하였다. 또한 기현희(2014)는 K-IFRS 도입 후 2년간의 유가증권상장기업 자료를 이용하여 연결과 별도재무제표의 주당영업이익(OIPS) 및 주당순이익(EPS)에 대한 추가설명력에 차이가 있는지를 분석하였다. 이 연구에서는 K-IFRS 도입 후 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따라 연결재무제표의 성과측정치의 가치관련성이 별도재무제표의 성과측정치와 차이가 있을 것으로 예상했으나, 분석결과에는 연결과 별도재무제표를 이용한 두 모형 간의 추가설명력(R^2)에 유의한 차이가 관찰되지 않았다. 그리고 기현희와 왕현선(2014)은 K-IFRS 도입 후 2년간의 유가증권상장기업을 대상으로 연결과 별도재무제표를 이용하여 주당순이익 이외에도 대체적인 성과측정치들에 대한 모형의 추가설명력에 차이가 있는지를 연구하였다. 연구결과, 연결재무제표의 경우 EPS가 포함된 모형의 추가설명력(R^2)이 여타의 성과측정치들과 비교하여 더 높게 나타난 반면, 별도재무제표의 결과에서는 OIPS가 포함된 모형의 추가설명력이 여타의 성과측정치가 포함된 경우보다 높게 나타났다. 하지만 이 연구는 연결과 별도재무제표 간을 직접 비교하는 방법으로 분석되기보다는 연결과 별도재무제표로부터 산출된 각 성과측정치를 각각 살펴보는 방법이라는 점에서 두 변수 간의 상대적 가치관련성의 차이를 계량경제학적인 방법에 따라 직접 비교한 연구는 아니다.

이상의 K-IFRS 도입 이후를 분석한 선행연구들의 결과를 종합하면, K-IFRS 도입 후 연결재무제표의 정보력이 별도재무제표의 정보력보다 높게 나타난 결과를 보고한 연구(공경태와 최중서 2014 ; 기현희 등 2013)와 연결과 별도재무제표 간의 정보력에 차이가 없다는 결과를 보고한 연구(기현희 2014)가 있어 해당 주제는 혼재된 증거(mixed evidence)가 제시되었다. 한편, 이들 연구 모두는 경영성과(예로, 당기순이익이나 영업이익)에 초점을 두기보다 연결과 별도재무제표를 이용한 가치평가모형에서의 두 모형 간에 상대적 추가설명력(R^2)에 차이가 있는지를 중심으

로 분석되었기 때문에 이러한 분석방법에서는 전반적인 연결과 별도재무제표의 정보력 차이 여부를 알 수 있으나, 경영성과 측면의 두 변수 간의 상대적 가치관련성에 유의한 차이가 있는지와 관련한 결과는 제공해 주지 못한다. 그런데 일반적으로 학계 및 투자자들은 IFRS 도입과 관련해서 Ohlson(1995)의 모형에 고려된 주당순자산(BPS)이나 주당순이익(EPS) 혹은 주당영업이익(OIPS) 중 이들 모두가 고려되어 평가되는 전체의 정보력의 차이보다는 각 경영성과(EPS나 OIPS)의 변화 차이에 더 관심을 가질 수 있다. 또한 투자자들 역시 BPS 보다는 EPS나 OIPS 정보에 따라 투자 의사결정을 수행하는 경향이 높다. 이러한 맥락에서 본다면 앞서의 선행연구들에서의 접근방법보다 본 연구와 같이 연결과 별도재무제표 간의 경영성과를 직접 비교하는 방법에서 나타난 결과가 기업과 관련한 이해관계자들에게는 더 유익한 시사점을 제공해 줄 것으로 기대된다.

본 연구는 이전 선행연구들과 비교해 다음과 같은 점에서 차별성을 가진다. 첫째, 이전 연구들은 영업이익의 가치관련성을 분석하는데 있어 주로 법적실체 관점에서의 별도 및 개별재무제표를 중심으로 K-IFRS 방식의 영업이익과 K-GAAP 방식으로 재산정된 영업이익 간의 정보유용성에 차이가 있는지를 살펴보았다(이기세와 전성일 2014; 최종서 등 2013a; 유용근 등 2013).¹¹⁾ 이와 달리, 본 연구는 2011년도부터 주재무제표가 된 연결재무제표와 보조재무제표가 된 별도재무제표에 대해 각 영업이익에 대한 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 살펴보았다는 점에서 분석대상과 범위에 차이가 있다. 둘째, 이전 연구들에서는 연결 및 별도재무제표의 정보력의 차이를 Ohlson(1995) 모형을 통해 살펴볼 때 주로 두 모형 간의 추가설명력(R^2)에 차이가 있는지를 Vuong(1989)의 방법으로 분석하였다(공경태와 최종서 2014; 기현희 2014; 기현희 등 2013). 따라서 Ohlson(1995) 모형에 포함된 주당순이익과 주당순자산에 대한 가치관련성의 변화 보다는 연결과 별도정보에 대한 두 모형 간의 추가설명력(R^2)에 차이가 있는지를 중심으로 검증한 것이다. 이와 달리, 본 연구는 두 모형 간의 추가설명력(R^2)에 대한 차이보다는 연결과 별도재무제표의 각 영업이익의 상대적 가치관련성에 초점을 두고 두 회귀계수 간에 유의한 차이가 있는지를 평행성 검증(parallelism test)방법으로 분석한다.¹²⁾ 셋째, 기현희 등(2014) 및 기현희와

11) 한편, 전성일과 이기세(2012), 유용근 등(2013), 그리고 최종서 등(2013a)은 2011년도 한 해 기간 자료를 이용하여 법적실체 관점의 재무제표 중 영업이익에 대해 K-IFRS 방식과 K-GAAP 방식 간의 정보유용성에 차이가 있는지를 살펴보았다는 점에서 본 연구와는 연구대상에 있어 차이가 있다.

12) 선행연구들은 대부분 연결과 별도재무제표 정보 간에 차이가 있는지를 분석할 때 Vuong(1989)의 검증방법을 이용하여 두 모형 간의 추가설명력(R^2)에 대한 차이를 중심으로 살펴보았다. 그런데 Vuong(1989)의 검증방법은 연결과 별도재무제표에 포함된 변수들에 대한 각각의 정보를 서로 비교하는 방법은 아니고, 각 연결과 별도정보가 포함된 전체 두 모형에서의 추가설명력 간을 비교한다. 따라서 앞서의 방법으로 연결과 별도정보의 각 영업이익에 대해 비교할 경우에는 모형식에 포함된 다른 변수, 예로 주당순자산이나 주당영업외손익은 주가에 미치는 영향이 일정하게 고정되었다는 가정이 필요하다. 하지만 Ohlson(1995) 모형은 'information dynamics'에 따라 주당순이익과 주당순자산 간에 한쪽 정보력이 상대적으로 낮아지면, 다른 쪽 정보력이 상대적으로 높아지는 구조적 관계가 발생될 수 있기 때

왕현선(2014)은 K-IFRS 도입 후 연결과 별도재무제표의 영업이익의 가치관련성을 살펴보았지만, 이들 연구 모두는 연결과 별도재무제표 정보를 서로 비교하는 방법 대신 각각을 분석하는 방법으로 살펴보았다. 이와 달리, 본 연구는 K-IFRS 도입 후 연결과 별도재무제표에서의 각 영업이익의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 직접 비교하는 방식으로 살펴본다는 점에서 앞서의 연구들의 방법과는 다르다. 마지막으로, K-IFRS와 가치관련성 간의 관계를 다룬 이전 연구들은 Ohlson(1995) 모형을 이용할 때 표준화하지 않고 분석한 연구가 있는가 하면, 표준화한 후 분석한 연구가 있다.¹³⁾ 즉 선행연구들은 선별적으로 표준화할지 여부를 결정한 후 선택된 한 가지 방법으로만 해당 연구주제와 관련한 검증결과를 도출하였다. 하지만 이러한 표준화여부에 따른 선택이 검증결과의 해석상에 영향을 미칠 수도 있기 때문에, 본 연구는 Ohlson(1995) 모형을 표준화를 하지 않은 경우와 표준화한 경우 간에 검증결과 측면에서 일치성 여부도 확인하기 위해 두 방법을 병행하여 분석한 후 이를 비교해 살펴보았다는 점에서 차이가 있다.

2. 가설의 설정

전술한 바와 같이 K-IFRS 도입에 따라 종속기업이 있는 지배회사가 작성하는 연결재무제표는 2011년도부터 주재무제표의 역할을 하게 된 반면, 지배기업이 작성하는 자신의 재무제표는 개별재무제표에서 별도재무제표로 바뀌면서 보조재무제표로서 연결재무제표와 동시에 공시된다. 따라서 이러한 공시환경의 변화가 연결과 별도재무제표 간의 정보유용성에 변화를 가져올 수 있기 때문에, 투자자들 관점에서 주식시장의 반응을 살펴보는 것은 중요하다. 왜냐하면 K-IFRS의 전면 도입 이전인 K-GAAP 기간에는 연결재무제표는 개별재무제표의 보조적인 역할만을 수행하였고, 공시시점도 자산총액 2조원 이상을 제외하고는 개별재무제표보다 한 달 뒤에 이루어졌다. 따라서 종전 K-GAAP 하에서는 지배기업이 작성하는 개별재무제표가 연결재무제표

문에 모형식에 포함된 다른 한편의 정보도 동시에 가변(variable)되는 속성을 가질 수 있다. 따라서 이러한 모형이 갖는 특성 때문에 전체 모형식의 추가설명력은 일정하게 유지될 가능성이 있다. 이러한 측면을 감안한다면 Vuong(1989)의 검증은 전체 모형의 추가설명력을 비교할 때는 적절한 방법일 수 있지만, 연결과 별도정보의 각 경우에서 Ohlson(1995)의 모형식에 포함된 변수들을 상호 비교하기에는 어려움이 따른다. 왜냐하면 관심변수(예로, 영업이익)의 증감보다 모형식에 포함된 다른 변수(예로, 주당순자산, 주당영업외손익)의 영향에 따라라도 모형의 추가설명력이 변화될 수 있기 때문에, 이런 경우라면 모형식에 포함된 전체 추가설명력의 차이는 보여줄 수 있겠지만, 각각의 변수들에 대한 상대적 가치관련성을 연결과 별도정보 관점에서 서로 비교하는 데는 한계가 있다. 그러한 점에서 Ohlson(1995) 모형을 통해 연결과 별도정보 중 관심변수(예로, 영업이익) 하나를 중심으로 살펴보고자 할 때에는, 전체 모형에 대한 추가설명력의 차이를 검증하는 Vuong(1989)의 방법보다 연결과 별도정보로부터 각각 산출된 관심변수에 대한 두 회귀계수 간의 차이를 비교하는 것이 보다 더 직접적인 검증결과가 될 수 있다. 따라서 본 연구는 후자의 방법을 이용한다.

- 13) 예를 들어, 관련연구인 공경태과 최종서(2014) 및 기현희(2014)는 Ohlson(1995)의 모형을 표준화하지 않고 분석된 결과이고, 기현희 등(2013)은 시장가치 모형을 총자산으로 표준화한 후 분석된 결과이다.

보다 회계정보를 선점하는 효과가 있었지만(신현결과 이만우 2002 ; 박성환 2002), K-IFRS 도입 이후부터는 이러한 별도재무제표는 보조재무제표로 작성되고 연결재무제표가 주된 재무제표로 공시되는 회계환경이 되었다. 즉 과거 K-GAAP 보고체계와 비교하면 K-IFRS 도입 이후부터 연결과 별도재무제표의 입장이 서로 반대의 역할을 하게 되었다. 따라서 연결과 별도재무제표 모두 동시에 공시되는 회계환경에 있게 되어 앞서와 같은 선점효과는 더 이상 기대하기 어렵다. 투자자들 관점에서도 K-IFRS 도입 후부터는 보조재무제표인 별도재무제표 보다는 주재무제표인 연결재무제표를 통해 경제적 의사결정을 수행할 필요성이 있게 되었기 때문에 기업활동의 핵심적인 영업활동과 관련하여 별도재무제표로부터 산출된 영업이익보다 연결재무제표로부터 산출된 영업이익 정보를 보다 활용할 것으로 기대된다.

하지만, K-IFRS 도입 이후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 환경 하에서 연결실체 관점의 연결재무제표 정보와 개별실체 관점의 별도재무제표 정보 중 어느 경우를 주식시장의 투자자들이 보다 더 중요한 정보로 활용하는지는 분석가능한(testable) 실증적 의문사항에 귀결된다. 또한 한국회계기준원 및 감독당국의 국제적 정합성을 제고하기 위한 취지에 따라 K-IFRS 도입 후부터 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 회계환경에 투자자들이 적절히 반응하는지, 아니면 종전 K-GAAP 관행에 따라 법적실체 관점의 별도재무정보를 중심으로 이용하는지에 관한 사항은 투자자들 관점에서 양방향(bi-directional)의 논의가 모두 가능하다. 따라서 본 연구는 이전 연구들(공경태와 최중서 2014 ; 기현희 2014 ; 기현희 등 2013)의 방법과 같이 양방향의 고려된 가설을 설정한 후 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표의 영업이익(이하 연결영업이익)에 대한 가치관련성과 별도재무제표의 영업이익(이하 별도영업이익)에 대한 가치관련성이 다른지 여부를 분석함으로써 주식시장의 투자자들에게 어떤 경우가 보다 더 정보유용성이 높은지를 살펴보고자 한다.

가설 : K-IFRS 의무도입 이후 연결영업이익과 별도영업이익 간에 가치관련성은 차이가 있다.

III. 연구설계 및 표본의 선정

1. 연구모형의 설정과 연구방법

본 연구의 목적은 K-IFRS 도입 후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 환경에서, 영업활동과 관련한 가장 핵심적인 성과지표인 영업이익에 대해 연결재무제표와 별도재무제표로부터 산출된 정보 중 어떤 경우가 주식시장의 투자자들 관점에서 보다 더 유용한지를 규명하는데 있다. 이를 위해 본 연구는 아래의 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 분석한다.

$$P_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OIPS_t + \beta_3 NOIPS_t + Industry\ dummy + Year\ dummy + \varepsilon \quad \text{식(1)}$$

$$P_{t+1}/P_t = \alpha_0 + \beta_1 BPS_t/P_t + \beta_2 OIPS_t/P_t + \beta_3 NOIPS_t/P_t + Industry\ dummy + Year\ dummy + \varepsilon \quad \text{식(2)}$$

여기에서,

P_{t+1}	= t+1년도 3월말 증가 ;
P_{t+1}/P_t	= t+1년도 3월말 증가/t년도 3월말 증가 ;
BPS_t	= t년도 연결재무제표 또는 별도재무제표의 주당순자산 ;
BPS_t/P_t	= t년도 연결재무제표 또는 별도재무제표의 주당순자산/t년도 3월말 증가 ;
$OIPS_t$	= t년도 연결재무제표 또는 별도재무제표의 주당영업이익 ;
$OIPS_t/P_t$	= t년도 연결재무제표 또는 별도재무제표의 주당영업이익/t년도 3월말 증가 ;
$NOIPS_t$	= t년도 연결재무제표 또는 별도재무제표의 주당연결영업외손익 ;
$NOIPS_t/P_t$	= t년도 연결재무제표 또는 별도재무제표의 주당연결영업외손익/t년도 3월말 증가 ;
P_t	= t년도 3월말 증가 ;
$Industry\ dummy$	= 산업별 더미변수 ;
$Year\ dummy$	= 연도별 더미변수 ;
ε	= 잔차항

편의상 i 기업에 대한 아래첨자는 생략함.

위의 식(1)은 Ohlson(1995) 모형을 주가수준(price-level)으로 표현한 경우이다. Ohlson(1995)의 주가수준 모형은 종속변수가 1주당 주가로 측정되며, 이에 대한 설명변수로 고려되는 재무정보에 대해서 주당순자산과 주당순이익으로 측정되고 이를 선형함수로 표현한 가치평가모형이다. 본 연구의 관심변수는 영업이익이라는 점에서 주당순이익 대신 주당영업이익($OIPS$)과 주당연결영업외손익($NOIPS$)으로 대체하여 분석한다(이기세와 전성일 2014 ; 기현희 2014 ; 유용근 등 2013).¹⁴⁾ 또한 본 연구는 식(1)에 대한 설명변수로 연결실체가 반영된 연결정보와 법적실체가 반영된 개별정보를 각각 이용하여 분석하였다. 즉 연결재무제표의 BPS , $OIPS$ 및 $NOIPS$ 와 별도재무제표의 BPS , $OIPS$ 및 $NOIPS$ 를 각각 식(1)의 모형식을 이용하여 먼저 회귀분석을 수행한다. 그런 후에 회귀분석의 결과로부터 산출된 연결재무제표의 $OIPS$ 의 가치관련성 정도를 나타내는 회귀계수 $\beta_{2(연결)}$ 와 별도재무제표의 $OIPS$ 의 가치관련성 정도를 나타내는 회귀계수 $\beta_{2(별도)}$ 간의 상대적 크기에 차이가 있는지를 살펴본다. 두 회귀계수 간에 상대적 크기에 유의한 차이가 있는지를 보다 직접적으로 비교하기 위해서는 통계적인 방법이 필요하며, 이를 위해 본 연구에서는 Hollander(1970)에서 제안된 평행성 검증(parallelism test)을 이용하였다(김영옥 등 2014 ; 박종일

14) 본 연구는 이기세와 전성일(2014)의 방법과 같이 영업외손익에 대한 측정은 법인세비용차감전손익에서 영업이익을 차감하여 측정하였다. 한편, 유용근 등(2013)의 방법과 같이 당기순이익에서 영업이익을 차감하여 영업외손익을 측정한 경우도 분석해 보았지만, 주된 연구결과는 질적으로 유사한 것으로 나타났다. 또한 $OIPS$ 가 음수인 기업을 모형식에 추가로 고려한 경우에도 검증결과는 질적으로 유사한 것으로 나타났다.

등 2014 ; 강선아와 김용식 2013).¹⁵⁾ 이러한 분석절차는 식(2)의 모형식의 경우에도 동일하게 적용된다. 식(2)는 식(1)의 주가수준 모형에 대하여 종속변수를 기준으로 다시 전기 주가로 모든 변수를 표준화하여 측정된 모형식이다.

식(1)의 주가수준 모형의 설정은 많은 연구들에서 통상적으로 이용되는 방법이다(박홍조와 지현민 2010 ; 공경태와 최중서 2014 ; 이기세와 전성일 2014 ; 기현희 2014 ; 기현희와 왕현선 2014 ; 한중수와 박선영 2013 ; 강선아와 김용식 2013 ; 이성협 등 2013 ; 권혁진 등 2014 등). 하지만, 주가수준 모형의 경우 1주당가치로 측정되기 때문에 비율변수가 아닌 금액변수로 측정되어 분석된다는 점에서 회귀분석 결과에서 계량경제학적 문제로 이분산성(heteroscedasticity) 및 기업규모 간 차이(scale difference)에 따른 큰 기업에 의한 규모효과(scale effects) 문제가 발생할 가능성이 높다는 결과는 이미 과거 선행연구들에서 보고된 바 있었다(Barth and Clinch 2009 ; Lo 2005 ; Easton and Sommers 2003 ; Barth and Kallapur 1996 ; Kothari and Zimmerman 1995).¹⁶⁾ 따라서 이러한 계량경제학적 문제를 제거하거나 보다 완화시키는 방법으로 Easton and Sommers(2003)는 종속변수를 기준으로 Ohlson(1995) 모형을 표준화한 후 분석할 것을 권하고 있다. 이러한 방법에 따라 1주당 주가모형을 전기 주가로 표준화한 후 분석한 연구로는 김영옥 등(2014), 박종일 등(2014), 이세용(2014) 및 강선아와 김용식(2013) 등이 있다. 이와 같이 본 연구는 식(1) 및 식(2)과 같이 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우와 전기 주가로 표준화한 경우를 병행하여 분석한 후 검증결과의 일반화 가능성을 제고하기 위하여 비교하여 살펴본다. 만일 검증결과 측면에서 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 식(1)의 결과와 전기 주가로 표준화한 식(2)의 결과 간에

15) 평행성 검증은 Hollandar(1970)의 연구에서 제안된 방법이다. 이 평행성 검증은 각각의 두 모형식에서 나타난 각 회귀계수 간에 상대적으로 유의한 차이가 있는지를 검증할 때 이용되는 방법이다. 이와 달리, F-test는 한 모형식에 포함된 두 변수 간의 회귀계수 값에 유의한 차이가 있는지를 검증할 때 이용되는 방법이라는 점에서 차이가 있다.

16) Ohlson(1995) 모형을 다룬 연구들은 시장가치 모형 또는 주가수준 모형이 주식수익률(return) 모형에 비해 이론적 관점에서는 더 우월하다고 주장한다. 그러나 한편으로, 시장가치 모형 또는 주가수준 모형 모두는 비율변수가 아닌 금액변수로 측정되어 분석되기 때문에 검증결과에서 가장 큰 문제 중 하나는 이분산성 및 기업규모 간 차이에 따른 규모효과가 검증결과에 영향을 미칠 수 있는 계량경제학적인 문제를 가지고 있다는 점이다(Barth and Clinch 2009 ; Lo 2005 ; Easton and Sommers 2003 ; Barth and Kallapur 1996 ; Kothari and Zimmerman 1995 등). 예를 들어, Barth and Clinch(2009) 및 Easton and Sommers(2003)는 Ohlson(1995) 모형과 같이 시장가치나 주가수준을 이용한 회귀분석 결과에서 큰(작은) 기업은 큰(작은) 자기자본의 장부가치와 큰(작은) 순이익을 가지는 특성 때문에, 이러한 기업규모 간 차이로 인해, 특히 큰 기업에 의한 규모효과의 영향이 검증결과에서 이분산성 이상의 문제를 발생시킬 수 있다고 주장한다. 이 연구는 가장 큰 기업들(the largest firms)에 의한 영향이 전반적인 검증결과를 결정하는 문제가 있고, 또한 기업간 규모의 차이 문제가 회귀분석 후 나타난 회귀계수에 편의(coefficient bias)를 야기할 수 있음을 제시하고 있다(Barth and Clinch 2009 ; Easton and Sommers 2003). 또한 Easton and Sommers(2003)는 이러한 문제를 해결하는 하나의 방법으로서 종속변수와 같은 변수로 Ohlson(1995) 모형을 표준화한 후 분석할 것을 권하고 있다.

중요한 차이가 나타나지 않으면 결과해석을 하는데 있어 별 문제가 되지 않을 것이다. 그런데 만일 두 경우의 검증결과 간에 중요한 차이가 있거나 다른 결과가 나타난다면 표준화하지 않은 경우가 표준화한 경우에 비해 이분산성 및 규모효과 문제가 발생될 가능성이 높다(Barth and Clinch 2009 ; Lo 2005 ; Easton and Sommers 2003 등). 따라서 이런 경우는 표준화하지 않은 결과보다는 표준화한 결과로 해석될 필요가 있다(Barth and Clinch 2009 ; Easton and Sommers 2003).

K-IFRS 도입 후 자료를 이용하여 식(1) 및 식(2)을 통해 회귀분석 된 결과에서 만일 투자자들이 연결실체가 반영된 연결영업이익 정보가 기업의 핵심적인 영업활동 정보를 보다 잘 전달할 것으로 인지한다면 연결영업이익은 별도영업이익 정보와 비교하여 상대적으로 가치관련성이 더 클 것으로 기대된다($\beta_{2(\text{연결})} > \beta_{2(\text{별도})}$). 그렇지 않고 만일 K-IFRS 도입 후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되고, 별도재무제표가 연결재무제표와 동시에 보조적 역할로 공시되는 환경 하에서도 투자자들이 과거 K-GAAP과 같이 연결실체보다는 법적실체에 따라 투자의사결정을 수행한다면 연결영업이익은 별도영업이익 정보와 비교하여 상대적으로 가치관련성이 더 작을 것으로 기대된다($\beta_{2(\text{연결})} < \beta_{2(\text{별도})}$). 전자는 국제적 적합성에 따라 국제회계기준을 도입한 국가들과 같이 한국회계기준원 및 감독당국에서 종속기업이 있는 지배회사의 회계정보에 대해 사업 보고서상에 연결재무제표를 중심으로 공시하도록 한 취지와 부합되는 결과일 것이다. 후자는 새로운 K-IFRS 공시환경에 친숙하지 않은 주식시장의 투자자들이 오랜 관행에 따라 종전의 K-GAAP에서와 같이 투자의사결정을 수행하여 나타난 결과일 수 있다. 따라서 전자의 결과로 나타난다면 정책당국의 취지에 부합되는 결과라는 점에서 K-IFRS 도입시 시행된 공시정책의 타당성이 뒷받침되는 증거라고 할 수 있다. 그러나 후자의 결과가 나타난다면 한국회계기준원 및 감독당국의 취지에 부합하지 않게 투자자들은 과거 K-GAAP 보고체제와 같이 영업이익 정보에 대해 법적실체를 더 중요시한 결과일 것이다. 따라서 전자와 후자 중 어떤 결과가 나타날지는 실증적 의문이다.

2. 표본의 선정

본 연구는 2011년도부터 2013년도까지 연결재무제표를 작성한 상장기업을 대상으로 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 12월 결산법인
- (3) 연결재무제표를 작성한 기업
- (4) NICE신용평가정보(주)의 KISVALUE에서 주가 및 기타 재무자료를 추출할 수 있는 기업
- (5) Fn-GuidePro로부터 2011년도 별도재무제표의 K-IFRS 방식의 영업이익 및 K-GAAP 방식의 영업이익 자료를 추출할 수 있는 기업

- (6) 금융감독원 전자공시시스템(DART system)으로부터 2011년도 연결재무제표상 K-IFRS 방식의 연결영업이익 자료를 추출할 수 있는 기업
- (7) K-IFRS의 조기도입 기업은 제외

본 연구의 분석기간은 K-IFRS가 의무도입 된 2011년부터 2013년까지 3년간으로, 표본은 연결재무제표를 작성하여 보고한 유가증권상장기업과 코스닥상장기업을 대상으로 하였다. 조건 (1)에서 금융업을 제외한 이유는 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반 제조업과 비교하여 상이하므로, 표본의 비교가능성을 제고하기 위함이다. 조건 (2)는 표본에 대한 동질성을 확보하기 위한 사항이다. 조건 (3)은 해당 연구주제를 다루는데 있어 필요한 사항이다. 조건 (4)부터 (6)까지는 분석을 위한 자료원에 관한 사항이다. 주가 및 재무자료에 대해서는 NICE신용평가정보(주)의 KISVALUE 데이터베이스로부터 추출하였다. 다만, 2011년도의 별도재무제표로부터 산출된 영업이익은 K-IFRS 방식으로 작성되었으며, 이 자료는 Fn-GuidePro의 2011년도 당시 추출된 정보를 이용하였다. 또한 2011년도 연결재무제표에서 연결영업이익이 K-IFRS 방식으로 작성된 자료는 금융감독원의 전자공시시스템(DART system)을 통해 사업보고서에서 수작업으로 수집했다.¹⁷⁾ 그리고 조건 (7)에서 K-IFRS를 조기 도입한 기업들은 그 경제적 유인이 다를 수 있어 표본에서 제외하였다.

한편, 본 연구는 각 변수에 대한 극단치 처리를 위해 각 모형식에서 사용된 변수의 상하 1% 내에서 조정(winsorize)한 후 분석하였다. 이상의 조건을 모두 만족시키는 최종표본은 분석기간(2011년도부터 2013년도까지) 중 연결 및 별도재무제표의 자료 모두 3,320개 기업/연 자료이다.

<표 1>에는 표본의 산업별 분포에 대하여 전체표본뿐 아니라 연도별 자료로도 보고하였다. <표 1>을 보면, 표본에 수록된 업종이 다양한 산업에 걸쳐 고루 분포된 것을 볼 수 있다. 전체표본 및 연도별 자료 모두 제조업이 표본의 65% 이상으로 가장 많다(예로, 전체표본 : 65.7%, 2011년도 및 2012년도 : 65.5%, 2013년도 : 66.1%).¹⁸⁾ 그 다음이 서비스업으로 20% 전후로 나타

17) 2011년도 초기 K-IFRS 방식으로 산정된 영업손익은 기업이 자율적으로 영업활동에 포함시킬 계정항목을 선택할 수 있었다. 그러나 2012년도부터는 영업손익의 산정방식이 다시 과거의 K-GAAP 방식으로 환원되었다. 그런데 재무자료의 공급기관들은 대부분 2013년도를 기준으로 자료를 추출할 경우 2011년도의 자료에 대해서도 2013년도 시점의 변경된 자료를 제공한다. 하지만 본 연구의 목적이 영업이익에 대한 주가와의 관련성을 살펴보는 데 있으므로, 수정 후 자료보다는 2011년도 당시의 수정 전 자료가 분석상에 더 적합성이 높은 정보이다. 따라서 본 연구에서는 해당 연도에 공시된 자료를 이용해서 분석한 것이다. 한편, 본 연구는 민감도 분석(sensitivity analysis)의 일환으로 수정 후 자료를 이용해서도 별도의 분석을 실시해 보았다. 그러나 검증결과 측면에서는 표에 제시된 사항과 질적으로 유사한 것으로 나타났다.

18) 지면상 별도의 표로 제시하지 않았지만, KISVALUE의 산업별 중분류 기준에 따라 제조업의 산업별 분포를 확인해 본 결과, 전 업종에 걸쳐 고루 분포되어 있음을 확인할 수 있었다. 따라서 본 연구의 결과는 특정 산업에 기인된 검증결과가 아닐 수 있음을 시사한다.

났다(전체표본 : 19.6%, 2011년도 : 19.6%, 2012년도 : 19.7%, 2013년도 : 19.4%). 나머지 산업들은 표본의 10% 이내이다.

〈표 1〉 표본의 산업별 분포

Industry	전체표본		연도별 자료					
	IFRS (2011-2013)		IFRS (2011)		IFRS (2012)		IFRS (2013)	
	빈도수	백분율(%)	빈도수	백분율(%)	빈도수	백분율(%)	빈도수	백분율(%)
제조업	2,180	65.7%	687	65.5%	740	65.5%	753	66.1%
건설업	110	3.3%	36	3.4%	39	3.5%	35	3.1%
도매 및 소매업	265	8.0%	83	7.9%	90	8.0%	92	8.1%
서비스업	650	19.6%	206	19.6%	223	19.7%	221	19.4%
기 타	115	3.4%	38	3.6%	38	3.4%	39	3.4%
합 계	3,320	100.0%	1,050	100.0%	1,130	100.0%	1,140	100.0%

주1) 산업별 구분은 NICE신용평가정보(주)의 KISVALUE에 수록된 업종별 대분류 기준에 따라 분류함.

주2) 분석기간 2011년부터 2013년까지의 자료를 통합하여 보고함.

IV. 실증분석결과

1. 주요 변수의 기술통계

〈표 2〉에는 식(1) 및 식(2)의 모형식에 포함된 주요 변수의 기술통계를 보고하였다. 앞서 식(1)은 Ohlson(1995) 모형에 대해 표준화하지 않은 경우이고, 식(2)는 전기 주가로 표준화한 경우였다. 따라서 〈표 2〉에서는 식(1)의 경우를 먼저 보고한 후 하단에는 식(2)의 경우를 보고했다. 이를 통해 식(1)의 1주당가치로 측정된 변수와 식(2)에서 전기 주가로 표준화한 변수 간에 어느 정도의 차이가 있는지를 살펴볼 수 있다.

먼저 주가(P_{t+1})는 연결 및 별도재무제표 모두 3월말 종가로 같다. 즉 주가(P_{t+1})의 평균(중위수)은 22,782(6,025)원이며, 평균이 중위수보다 대략 3.78배(=22,782/6,025) 높다. 연결재무제표에서 주당순자산(BPS)의 평균(중위수)인 27,628(5,759)원은 별도재무제표에서 BPS의 21,918(5,375)원보다 더 크다. 또한 연결재무제표에서 주당영업이익(OIPS)의 평균(중위수)은 2,523(419)원으로, 별도재무제표에서 OIPS의 1,582(312)원보다 크고, 연결재무제표에서 주당영업외손익(NOIPS)의 평균(중위수)인 -515(-67)원은 별도재무제표에서 NOIPS의 -342(-43)원에 비

해 작다. 연결과 별도재무제표의 경우 모두 *OIPS*는 *NOIPS*보다 높은 수치 값을 가진다.

<표 2>에서 볼 수 있듯이, 1주당가치로 측정된 변수들 모두 금액의 수치 값을 보이는데 반해, 이를 전기 주가로 표준화한 경우에는 비율에 가까운 값으로 전환됨을 볼 수 있다. 예를 들어, 전기 주가로 표준화 하면 주가(P_{t+1}/P_t)의 평균(중위수)은 1.105(0.988)이고, 연결 및 별도재무제표에서 주당순자산(BPS/P)의 평균(중위수)은 각각 1.328(0.960)과 1.186(0.903)이며, 주당영업이익($OIPS/P$)의 평균(중위수)은 각각 0.064(0.068)와 0.045(0.053)이고, 또한 주당영업외손익($NOIPS/P$)의 평균(중위수)은 -0.072(-0.013)와 -0.065(-0.008)로 나타난다. 이는 앞서 Ohlson (1995) 모형을 표준화하지 않은 경우와 비교하면 표준화한 경우가 비율 수치에 더 근접된다는 점에서 표준화하지 않은 경우가 표준화한 경우보다 회귀분석 시 이분산성 문제가 있을 가능성이 높다.

<표 2> 주요 변수에 대한 기술통계

Variables		평 균	중위수	표준편차	최소값	최대값
연결재무제표 (N=3,320)	P_{t+1}	22,782	6,025	52,781	452	348,500
		1.105	0.988	0.510	0.317	3.319
	BPS_t	27,628	5,759	72,895	103	519,882
		1.328	0.960	1.289	0.056	7.818
	$OIPS_t$	2,523	419	7,903	-7,516	53,299
		0.064	0.068	0.230	-1.224	0.772
	$NOIPS_t$	-515	-67	2,617	-17,180	6,720
		-0.072	-0.013	0.270	-2.045	0.287
별도재무제표 (N=3,320)	P_{t+1}	22,782	6,025	52,781	452	348,500
		1.105	0.988	0.510	0.317	3.319
	BPS_t	21,918	5,375	51,156	106	347,264
		1.186	0.903	1.060	0.057	6.512
	$OIPS_t$	1,582	312	4,760	-7,347	30,770
		0.045	0.053	0.187	-1.089	0.534
	$NOIPS_t$	-342	-43	1,930	-12,483	5,490
		-0.065	-0.008	0.257	-2.024	0.198

주1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조.

주2) 분석기간은 K-IFRS 도입 이후인 2011년부터 2013년까지를 통합하여 보고함.

한편, 표준화여부에 따라 기업규모 간 차이가 어느 정도 큰지를 비교하여 알아보기 위해 표준편차를 살펴보면, Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우 연결재무제표의 *BPS*, *P*, *OIPS*, *NOIPS* 순으로 표준편차가 크고, 별도재무제표는 *P*, *BPS*, *OIPS*, *NOIPS* 순으로 크다. 예를 들어, 연결(별도)재무제표에서 *BPS*의 표준편차는 72,895(51,156)이고, *OIPS*는 앞서보다 적은 1/9(1/11) 수준인 7,903(4,760)이며, *NOIPS*는 *BPS*와 비교하면 대략 1/28(1/27) 수준인 2,617(1,930)이다. 또한 *P*의 표준편차 52,781과 비교하면 *OIPS* 및 *NOIPS*의 표준편차는 상대적으로 작게 나타났다. 이는 1주당가치로 측정된 Ohlson(1995) 모형은 기업규모 간 차이(scale difference), 즉 개별기업간의 편차가 특히 주당순자산 및 주가에서 매우 크다는 것을 볼 수 있다.

또한 *P*의 최소값과 최대값이 각각 452와 348,500으로 나타났는데, 이 사항은 변수에 대해 1% 내에서 극단치를 조정(winsorize)한 후이지만, 개별기업간의 편차가 크며, 최대값이 최소값에 비해 771배(=348,500/452) 더 크다. *BPS*도 최대값이 최소값보다 연결재무제표는 5,047배(=519,882/103) 크고, 별도재무제표는 3,276배(=347,264/106) 커서, *P*와 비교해서도 더 큰 편차의 차이를 보인다. 이러한 결과는 1주당가치로 측정된 Ohlson(1995) 모형의 경우 기본적으로 비율변수가 아닌 금액변수의 특성이 반영되어 있기 때문에 이를 통한 검증결과는 이분산성의 문제가 높고, 이와 더불어 앞서 살펴본 표준편차 및 최대값과 최소값 간의 차이 역시 크기 때문에 Easton and Sommers(2003)의 주장처럼 주가수준(price-levels) 모형을 이용한 검증결과에서 이분산성 문제 이외에도 규모효과 문제가 영향을 미칠 수 있는 가능성이 높음을 시사한다. 이는 가치평가모형으로서 Ohlson(1995) 모형을 1주당가치로 분석하면 금액변수가 갖는 특성 때문에 계량통계학적 문제가 나타날 가능성이 높음을 나타낸다. 반면, Easton and Sommers(2003)의 주장처럼 종속변수와 같은 변수로 표준화한 경우에는 P_{t+1}/P_t , BPS_t/P_t , $OIPS_t/P_t$, $NOIPS_t/P_t$ 의 표준편차는 연결(별도)재무제표에서 각각 0.510(0.510), 1.289(1.060), 0.230(0.187), 0.270(0.257)으로 나타나 앞서 표준화하지 않은 경우와 비교하면 월등히 작아졌기 때문에 이분산성의 문제와 규모효과 문제 모두 검증결과에서 나타날 가능성이 상대적으로 감소될 수 있다. 따라서 앞서의 각 변수가 갖는 분포상 특성을 고려한다면 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우와 전기 주가로 표준화한 경우 간을 상호 비교하여 검증결과의 일치성 여부를 확인해 볼 필요가 있어 보인다.

2. 변수간의 상관관계

<표 3>에는 식(1) 및 식(2)의 모형식에 포함된 주요변수 간의 상관관계를 보고하였다. Panel A에는 Ohlson(1995)의 주가수준 모형의 결과를, Panel B에는 전기 주가로 표준화한 결과를 각각 제시하였다. 또한 대각선 상단(하단)에는 연결재무제표(별도재무제표)의 결과를 보고하였다.

〈표 3〉 주요변수에 대한 상관관계

Panel A : Ohlson(1995) 모델을 표준화하지 않은 경우				
Variable	P_{t+1}	BPS	OIPS	NOIPS
P_{t+1}	1	0.790***	0.847***	-0.121***
BPS	0.810***	1	0.822***	-0.245***
OIPS	0.807***	0.732***	1	-0.194***
NOIPS	0.004	-0.052***	0.010	1
Panel B : Ohlson(1995) 모델을 전기 주가로 표준화한 경우				
Variable	P_{t+1}/P_t	BPS/ P_t	OIPS/ P_t	NOIPS/ P_t
P_{t+1}/P_t	1	0.163***	0.205***	0.026
BPS/ P_t	0.169***	1	0.258***	-0.300***
OIPS/ P_t	0.183***	0.138***	1	0.265***
NOIPS/ P_t	0.027	-0.255***	0.377***	1

주1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조.

주2) 표에 보고된 사항은 피어슨 상관계수이며, 분석기간은 K-IFRS 도입 이후인 2011년부터 2013년까지임.

주3) 대각선 상단은 연결재무제표의 사항을 보고하고, 대각선 하단은 별도재무제표의 사항을 보고함.

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

<표 3>의 Panel A와 B를 보면, 관심변수 OIPS 및 OIPS/P는 연결 및 별도재무제표의 경우 모두 주가(P)와 유의한 양(+)의 상관성이 나타났다. 표준화하지 않은 주가수준의 결과(Panel A)는 OIPS와 P 간에 연결(별도)재무제표의 경우 0.847(0.807)의 상관성으로 높게 나타난 반면, 전기 주가로 표준화한 결과(Panel B)는 두 변수 간에 양(+)의 상관성이 나타났지만, 앞서와 달리 상관성이 대략 1/4의 수준이다. 즉 표준화하지 않은 경우가 표준화한 경우에 비해 4배 이상의 더 높은 양(+)의 상관성을 보인다. 한편으로, 이러한 결과는 선행연구의 주장처럼 같은 속성의 변수라 하더라도 전자가 후자보다 이분산성 문제나 기업규모 간 차이에 기인한 규모효과로 인해 두 변수 간의 상관성이 과대 추정되는 편의(overestimated bias)가 있는 의미도 내포한다. 또한 이러한 점은 전자의 경우가 후자에 비해 두 변수 간에 다중공선성(multicollinearity) 문제의 소지가 더 높을 수 있다. 예를 들어, 설명변수로 포함되는 BPS와 OIPS 간에 표준화하지 않은 경우 0.822(0.732)의 높은 상관성을 가지며, 표준화한 BPS/P와 OIPS/P 간에는 0.258(0.138)로 보다 낮은 상관성을 보인다. 이는 표준화하지 않은 Ohlson(1995) 모형이 표준화한 경우와 비교하여 회귀분석 후 결과에서 다중공선성 문제에 더 취약할 수 있음을 나타낸다.

한편, NOIPS와 P 간에는 Panel A의 경우 연결재무제표는 유의한 음(-)의 상관성을 보이지만, 별도재무제표는 유의하지 않은 양(+)의 상관성이 나타났다. 반면, Panel B의 경우 별도재무

제표에서는 앞서와 같은 결과를 보이지만, 연결재무제표는 앞서와 달리 두 변수 간에 유의하지 않은 양(+)의 상관성이 나타났다. 또한 *OIPS*와 *NOIPS* 간의 관계(Panel A)도 표준화를 한 비율 변수로 살펴보면(Panel B), 두 변수 간에 다른 결과로 나타남을 볼 수 있다. 따라서 이상의 결과들은 두 변수 간의 단순 상관성에 대한 결과이지만, Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 결과와 이를 표준화한 결과 간에 변수에 따라 다른 상관성을 보인다는 점은 각 변수에 대한 표준화 여부에 따라라도 검증결과가 다르게 나타날 수 있음을 시사한다. 따라서 표준화 여부에 따라 검증결과에 차이가 있는지를 살펴볼 필요가 있다.

3. 가설의 검증결과

<표 4>에는 전체표본을 대상으로 식(1)과 식(2)를 이용하여 연결 및 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익 간의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 알아보기 위해 회귀분석 결과를 먼저 보고하였다. 연결재무제표를 이용한 결과(표의 왼쪽)와 별도재무제표를 이용한 결과(표의 오른쪽)를 각각 보고한 후, 각 영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수(β_2)에 차이가 있는지를 살펴보기 위한 평행성 검증(parallelism test) 결과는 표의 하단에 보고하였다. 괄호 밖의 수치는 두 회귀계수 간(β_2)의 차이 값이고, 괄호 안의 수치는 두 회귀계수 간에 유의한 차이가 있는지를 나타낸 유의수준 p 값이다. 또한 Panel A는 Ohlson(1995)의 주가수준 모형을 표준화하지 않은 경우의 결과를, Panel B는 전기 주가로 표준화한 경우의 결과를 각각 보고하였다. 한편, 각 회귀분석 시에 산업 및 연도더미 변수가 포함되어 분석되었지만, 지면상 보고는 생략한다.

<표 4>의 결과를 보면, Panel A와 B의 회귀분석 결과 모두 통계적으로 유의한 F 값을 보이고 있어 모형식의 설정은 적합성이 있는 것으로 나타났다.¹⁹⁾ 모형의 설명력($Adj. R^2$)은 Panel A에서 연결(별도)재무제표를 이용한 경우 75.8%(76.3%)로 높게 나타난 반면,²⁰⁾ Panel B에서 전기 주가

19) 일반적으로 회귀분석시 분산팽창요인(Variance Inflation Factor ; 이하 VIF) 값이 10을 상회하면 설명 변수 간의 다중공선성 문제가 심각한 것으로 판단한다. <표 4>의 경우에 대해 변수 간의 다중공선성 문제가 있는지를 VIF 값으로 확인해 보았다. 설명변수 중 VIF의 최대값을 보였던 변수로는 Panel A에서 연결(별도)정보의 경우 *BPS(BPS)*로 그 값은 3.152(2.167)였고, Panel B는 *NOIPS(NOIPS)*로 1.274(1.313)로 나타났다. 이러한 결과로 볼 때, 모형식에서 VIF의 최대값이 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우 4 이하이고, Ohlson(1995) 모형을 표준화한 경우는 2 이하이므로, 전반적으로 전자가 후자에 비해 높지만, 허용범위 내에 있다. 따라서 본 연구의 모형에서 변수간의 다중공선성 문제는 심각하지 않은 것으로 판단된다. 이후 결과들에서도 질적으로 유사한 결과가 확인되어 이와 관련한 별도의 논의는 생략한다.

20) 한편, 본 연구의 관심사항은 아니지만, 공경태와 최종서(2014) 및 기현희 등(2013)의 연구에서는 K-IFRS 도입 후 두 모형 간의 추가설명력(R^2)을 비교한 결과, 연결정보가 별도정보에 비해 정보유용성이 더 높음을 보고하였다. 그런데 <표 4>의 결과로 볼 때 Vuong(1989) 검증을 별도로 수행하지 않더라도 단순 수치를 비교하면 별도정보를 이용한 모형의 설명력이 76.3%이고, 연결정보를 이용한 모형의 설명력은 75.8%로 거의 차이를 보이지 않음을 볼 수 있다. 이러한 결과는 Panel B에서 전기 주가로 표준

로 표준화한 결과는 각각 6.7%(6.9%)로 앞서와 비교하면 낮은 설명력을 보인다. 이는 Ohlson (1995) 모형을 전기 주가로 표준화하면 금액변수가 비율변수로 전환됨에 따라 이분산성 및 기업 규모 간 차이가 통제되기 때문에 설명력은 상대적으로 낮아진 것으로 보인다.²¹⁾

가설에 대한 결과를 살펴보면 다음과 같다. 연결과 별도재무제표에서 영업이익(OIPS, OIPS/P)의 계수는 표준화여부와 상관없이 모두 주가와 유의한 양(+)의 관계로 나타났다. 먼저 Ohlson (1995) 모형을 표준화하지 않은 결과(Panel A)에서 K-IFRS의 도입 후 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(\text{연결})}$)를 별도영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(\text{별도})}$)와 비교하면 1.036(=4.020-5.056)만큼 작고, 그 상대적 크기에 차이가 있는지를 평행성 검증으로 분석한 결과, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 차이로 나타났다. 즉 별도재무제표에서 산출된 영업이익이 연결재무제표에서 산출된 영업이익보다 주식시장의 투자자들에게는 상대적으로 정보유용성이 더 높다는 결과이다. 한편, 이러한 결과는 공경태와 최종서(2014) 및 기현희 등(2013)의 연구에서 모형의 주가설명력으로 살펴본 경우와는 다른 결과이다. 즉 이들의 선행연구에서는 K-IFRS 도입 이후 모형 간의 주가설명력(R^2)을 기준으로 분석한 결과에서 연결재무제표의 정보가 별도재무제표보다 더 높은 정보력이 있음을 보고하였다. 하지만, 영업활동의 핵심성과 정보인 영업이익의 관점에서는 이와 반대의 결과로 나타남을 <표 4>의 결과를 통해 볼 수 있다. 이는 관심사항에 따라 같은 Ohlson(1995) 모형을 이용하더라도 두 모형 간에 전체의 주가설명력(R^2)에서의 차이 결과와 해당 개별 변수(예로, 영업이익)의 회귀계수(β_2) 간 차이 결과 간에 다른 결과가 나타날 수 있음을 보여준다.

다음으로, Ohlson(1995) 모형을 표준화한 결과(Panel B)에서도 K-IFRS의 도입 후 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(\text{연결})}$)를 별도영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(\text{별도})}$)와 비교하면 0.075(=0.374-0.449)만큼 작지만, 그 상대적 크기에 차이가 있는지를 평행성 검증으로 분석한 결과 통계적으로 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다. 이는 Panel A와 달리 Ohlson(1995) 주가수준 모형에 대해 전기 주가로 표준화하여 분석하면 K-IFRS 도입 후 연결영업이익의 정보유용성이 개별영업이익의 정보유용성과 비교하여 투자자들 관점에서 별다른 차이가 없다는 것을 의미한다. 즉 주식시장의 투자자들은 지배기업이 연결실체로 보고한 연결영업이익과 지배기업 자신의 법적실체로 보고한 별도영업이익 간에는 정보유용성 측면에서 볼 때 연결실체의 관점과 법적실체의 관점 간에 영업이익에 대한 정보력에 별다른 차이가 없음을 나타낸다.

화한 결과와 유사하다.

- 21) 한편, 두 모형 간에 주가설명력의 차이 정도는 표준화 여부에 따라 다를 수 있지만, 앞서 설명한 바와 같이 본 연구가설에서의 관심사항은 두 모형 간에 주가설명력의 차이에 있지 않고, 연결과 별도재무제표 간에 영업이익의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지에 있다. 따라서 모형 간에 설명력의 차이와 관련한 논의는 생략한다.

〈표 4〉 K-IFRS 도입 후 연결영업이익과 별도영업이익 간의 가치관련성 비교 : 전체표본

$$P_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OIPS_t + \beta_3 NOIPS_t + Industry\ dummy + Year\ dummy + \varepsilon \quad \text{식(1)}$$

$$P_{t+1}/P_t = \alpha_0 + \beta_1 BPS_t/P_t + \beta_2 OIPS_t/P_t + \beta_3 NOIPS_t/P_t + Industry\ dummy + Year\ dummy + \varepsilon \quad \text{식(2)}$$

Panel A : Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우

Variable	연결재무제표 (2011-2013)		별도재무제표 (2011-2013)	
	Coef	t-stat	Coef	t-stat
Intercept	8,559.68	1.39	7,025.18	1.15
BPS	0.241	21.46***	0.511	38.66***
OIPS	4.020	39.68***	5.056	36.16***
NOIPS	1.522	8.47***	0.650	2.75***
Industry dummy	Included		Included	
Year dummy	Included		Included	
Adj. R ²	0.758		0.763	
F Value	578.40***		595.56***	
N of Obs.	3,320		3,320	
Parallelism test	연결재무제표의 OIPS($\beta_{2(\text{연결})}$) vs 별도재무제표의 OIPS($\beta_{2(\text{별도})}$)			
	-1.036(0.000)			

Panel B : Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화한 경우

Variable	연결재무제표 (2011-2013)		별도재무제표 (2011-2013)	
	Coef	t-stat	Coef	t-stat
Intercept	1,151	9.85***	1,130	9.68***
BPS	0.054	6.87***	0.076	8.49***
OIPS	0.374	8.91***	0.449	8.66***
NOIPS	0.032	0.90	-0.005	-0.13
Industry dummy	Included		Included	
Year dummy	Included		Included	
Adj. R ²	0.067		0.069	
F Value	14.30***		14.58***	
N of Obs.	3,320		3,320	
Parallelism test	연결재무제표의 OIPS($\beta_{2(연결)}$) vs 별도재무제표의 OIPS($\beta_{2(별도)}$)			
	-0.075(0.203)			

주1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조.

주2) 분석기간은 2011년도부터 2013년도까지 자료임.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

선행연구의 주장처럼 Ohlson(1995) 모형을 표준화 하지 않은 경우(Panel A)와 Ohlson(1995) 모형을 표준화한 경우(Panel B) 간에 검증결과 측면에서 차이가 있는 경우 전자가 이분산성이나 규모효과 문제가 있고, 후자가 이러한 이분산성이나 규모효과의 문제가 통제되거나 보다 완화된 검증결과라는 점에서 Panel A 보다는 Panel B의 결과로 해석될 필요가 있다(Easton and Sommers 2003). 즉 Panel A의 결과만으로는 K-IFRS 의무도입 이후 별도영업이익이 연결영업이익 정보와 비교하여 상대적 가치관련성이 더 높다는 결론을 도출하기에는 Panel B의 결과가 뒷받침되지 않기 때문에 무리가 있다. 따라서 Easton and Sommers(2003), Barth and Kallapur(1996), Kothari and Zimmerman(1995) 등의 선행연구의 주장처럼 1주당 주가로 표현되는 Ohlson(1995) 모형 자체가 가질 수 있는 계량경제학적 문제가 상대적으로 덜한 검증결과로 보면, K-IFRS 도입 후 연결재무제표가 주재무제표로 보고되는 공시환경에서 종속기업에 대한 연결실체가 반영된 연결영업이익과 지배기업의 법적실체만을 고려한 별도영업이익 간에 상대적 가치관련성 측면에서 별다른 차이가 없게 나타나 본 연구의 가설은 기각되었다.

이상의 결과를 종합하면, 우리나라의 경우 K-IFRS가 의무도입이 된지 몇 년 되지 않아 아직까지는 투자자들이 과거 법적실체를 통한 투자 의사결정 관행에 더 익숙하여 외국과 같이 연결실체를 이용한 투자결정은 수월하지 않을 수 있기 때문에 연결재무제표의 정보력이 별도재무제표의 정보력을 완전히 능가하기에는 과도기적 과정에 있는 것으로 보인다. 따라서 본 연구결과는 K-IFRS 도입 후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 환경 하에서 영업활동에 있어서 가장 핵심적인 성과지표인 영업이익 측면에서는 연결실체가 반영된 연결영업이익이 법적실체가 고려된 별도영업이익의 정보력보다 더 유용한 정보를 제공한다는 결과는 관찰되지 않았다. 이는 2011년도 공시환경에 따른 변화가 아직은 정책결정자들에게는 의도한 취지에 부합되는 결과로 이행되고 있지는 않음을 시사해 준다. 따라서 본 연구의 발견은 정책결정자들에게는 K-IFRS 도입 이후 공시환경을 변화시킨 것 이외에도 추가로 연결재무제표의 활용도를 높이기 위한 개선 방안이 필요하다는 것에 대하여 투자자들 관점에서의 실증적 증거를 제공한다.

한편, Panel A 및 B에서 연결 및 별도재무제표 모두 $BPS(BPS/P)$ 는 P 에 대해 유의한 양(+)의 관련성을 보이지만, $OIPS(OIPS/P)$ 와 비교하면 월등히 낮은 양(+)의 관련성으로 나타났다. 또한 영업외손익($NOIPS$)은 Panel A에서만 연결 및 별도재무제표 모두 P 에 대해 유의한 양(+)의 관련성이 나타났고, Panel B와 같이 표준화한 후 분석하면 주가와 더 이상 유의한 양(+)의 관련성을 보이지 않았다. 이는 본 연구의 관심사항은 아니지만, $NOIPS$ 의 결과는 표준화 여부에 따라 주가와 양(+)의 관계가 다소 차이가 있다는 점에서 이분산성이나 규모효과가 통제된 후의 결과 역시 병행하여 검증결과를 살펴볼 필요가 있다.

4. 가설에 대한 연도별 분석결과

앞서의 <표 4>에서는 가설에 대해 전체 분석기간(2011년부터 2013년까지)을 대상으로 검증

결과를 살펴보았다. 본 절에서는 전체표본에 대해 연도별로 나누어 회귀분석을 추가로 수행해 보았다. 그 결과는 <표 5>에 보고하였고, 표 보고방식은 앞서의 <표 4>와 동일하다.

<표 5>의 결과를 보면, Ohlson(1995) 모형을 표준화 하지 않은 결과(Panel A)는 앞서의 <표 4>의 Panel A와 마찬가지로 연도별로 분석하여도 연도별 모두 별도영업이익의 가치관련성이 연결영업이익의 가치관련성과 비교하여 상대적으로 크며, 평행성 검증결과도 모두 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 예를 들어, 2011년도의 결과를 보면 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(\text{연결})}$)는 별도영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(\text{별도})}$)와 비교하면 $0.797(=4.404-5.201)$ 만큼 작고, 그 상대적 크기에 차이가 있는지를 평행성 검증으로 분석하면 1% 수준에서 유의한 차이로 나타났다. 이러한 결과는 2012년도 및 2013년도의 경우도 대동소이한 결과를 보이고 있다.

<표 5> K-IFRS 도입 후 연결영업이익과 별도영업이익 간의 가치관련성 비교 : 연도별 분석결과

$$P_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OIPS_t + \beta_3 NOIPS_t + Industry\ dummy + \varepsilon \quad \text{식(1)}$$

$$P_{t+1}/P_t = \alpha_0 + \beta_1 BPS_t/P_t + \beta_2 OIPS_t/P_t + \beta_3 NOIPS_t/P_t + Industry\ dummy + \varepsilon \quad \text{식(2)}$$

Panel A : Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우

Variable	연결재무제표			별도재무제표		
	IFRS(2011)	IFRS(2012)	IFRS(2013)	IFRS(2011)	IFRS(2012)	IFRS(2013)
	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)
Intercept	4,160.65 (0.39)	7,362.71 (0.73)	9,147.36 (0.84)	2,473.37 (0.23)	5,522.84 (0.55)	7461.33 (0.71)
BPS	0.177 (8.39***)	0.168 (9.02***)	0.346 (18.55***)	0.442 (18.12***)	0.460 (22.02***)	0.621 (26.54***)
OIPS	4.404 (24.60***)	4.483 (26.42***)	3.415 (19.17***)	5.201 (21.79***)	5.701 (24.50***)	4.381 (17.03***)
NOIPS	1.633 (4.74***)	1.361 (4.91***)	1.792 (5.61***)	1.686 (3.58***)	0.165 (0.45)	0.562 (1.38)
Industry dummy	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Adj. R ²	0.761	0.773	0.750	0.755	0.774	0.769
F Value	210.23***	241.44***	214.02***	202.71***	242.36***	238.63***
N of Obs.	1,050	1,130	1,140	1,050	1,130	1,140
Parallelism test	연결재무제표의 OIPS($\beta_{2(\text{연결})}$) vs 별도재무제표의 OIPS($\beta_{2(\text{별도})}$)					
	IFRS(2011)		IFRS(2012)		IFRS(2013)	
	-0.797(0.000)		-1.218(0.000)		-0.966(0.000)	

〈표 5〉 K-IFRS 도입 후 연결영업이익과 별도영업이익 간의 가치관련성 비교 : 연도별 분석결과 (계속)

Panel B : Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화한 경우						
Variable	연결재무제표			별도재무제표		
	IFRS(2011)	IFRS(2012)	IFRS(2013)	IFRS(2011)	IFRS(2012)	IFRS(2013)
	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)
Intercept	1.187 (5.92***)	1.256 (5.79***)	1.138 (6.40***)	1.157 (5.79***)	1.233 (5.65***)	1.115 (6.20***)
BPS	0.015 (1.09)	0.027 (1.83*)	0.106 (8.80***)	0.043 (2.78***)	0.044 (2.67***)	0.132 (9.24***)
OIPS	0.329 (4.92***)	0.387 (4.78***)	0.489 (6.63***)	0.418 (5.21***)	0.460 (4.68***)	0.511 (5.50***)
NOIPS	-0.067 (-0.79)	0.171 (2.70***)	-0.084 (-1.51)	-0.030 (-0.32)	0.073 (1.12)	-0.062 (-1.05)
Industry dummy	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Adj. R ²	0.063	0.050	0.150	0.072	0.042	0.132
F Value	5.43***	4.74***	13.53***	6.08***	4.10***	11.86***
N of Obs.	1,050	1,130	1,140	1,050	1,130	1,140
Parallelism test	연결재무제표의 OIPS($\beta_{2(연결)}$) vs 별도재무제표의 OIPS($\beta_{2(별도)}$)					
	IFRS(2011)		IFRS(2012)		IFRS(2013)	
	-0.089(0.361)		-0.073(0.512)		-0.022(0.816)	

주1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조.

주2) 분석기간은 2011년도부터 2013년도까지 자료임.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

그러나 Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화한 결과(Panel B)는 앞서 <표 4>의 Panel B와 마찬가지로 연도별로 분석해도 2011년도, 2012년도 및 2013년도 모두 연결영업이익과 별도영업이익 간의 가치관련성에 유의한 차이는 나타나지 않았다.

이상의 결과를 종합해 보면, 가설에 대한 사항은 전체표본의 결과와 각 연도별로 분석한 결과 모두 일치된 결과로 나타나 <표 4>에서의 풀(pool) 자료를 통합하여 분석한 결과는 횡단면-시계열적 종속성(cross-sectional and time-serial dependence) 문제에 따른 영향에 기인된 결과가 아닐 수 있음을 <표 5>의 결과는 의미한다. 즉 연도별 자료를 분석한 결과도 전체표본의 결과와 마찬가지로 K-IFRS 도입 후 연결재무제표가 주재무제표로 공시된 환경에서 연결영업이익이 별도영업이익보다 주식시장의 투자자들에게 더 유용한 정보를 제공할 것으로 예상한 가설은 기각되었다.

5. 추가분석 및 민감도 분석

앞서의 분석에서는 전체표본을 대상으로 또는 연도별 자료를 이용한 검증결과를 살펴보았다. 연구주제는 다르지만, K-IFRS를 다룬 일부 연구들에서는 전체표본을 다시 시장유형(market type)에 따라 구분한 결과에서 차별적인 정보효과가 나타나는지를 살펴본 경우가 있다(공경태와 최종서 2014 ; 이기세와 전성일 2014 ; 박종일 등 2014 ; 강선아와 김용식 2013 등). 본 절에서도 앞서의 연구들과 같이 전체표본을 다시 유가증권상장기업(KOSPI)과 코스닥상장기업(KOSDAQ)으로 나누어 각 시장별로 앞서의 주제를 살펴보았다. 그 결과는 <표 6>에 보고하였다. 표 보고방식은 앞서의 <표 4>와 동일하다.

<표 6>을 보면, Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 결과(Panel A)는 KOSPI와 KOSDAQ 표본으로 나누어 분석해도 두 시장유형에 상관없이 일관되게 전체표본과 일치된 결과로 나타났다. 그러나 Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화한 경우(Panel B)에는 KOSPI와 KOSDAQ 표본의 결과 간에 다소 차이가 있다.

<표 6> 추가분석 : KOSPI vs KOSDAQ 표본에 대한 검증결과

Panel A : Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우									
Variable	KOSPI				KOSDAQ				
	연결재무제표 (2011—2013)		별도재무제표 (2011—2013)		연결재무제표 (2011—2013)		별도재무제표 (2011—2013)		
	Coef	t-stat	Coef	t-stat	Coef	t-stat	Coef	t-stat	
Intercept	9,956.55	0.82	8,013.21	0.66	7,782.18	1.82*	7,335.27	1.79*	
BPS	0.242	14.86***	0.514	26.05***	0.148	4.42***	0.250	6.95***	
OIPS	3.956	26.50***	4.975	23.28***	4.598	25.92***	6.469	30.40***	
NOIPS	1.763	6.68***	1.048	2.90***	−0.185	−0.64	−1.693	−5.20***	
Industry dummy	Included		Included		Included		Included		
Year dummy	Included		Included		Included		Included		
Adj. R ²	0.761		0.758		0.578		0.609		
F Value	268.43***		264.14***		173.48***		197.60***		
N of Obs.	1,429		1,429		1,891		1,891		
Parallelism test	연결재무제표의 OIPS($\beta_{2(연결)}$) vs 별도재무제표의 OIPS($\beta_{2(별도)}$)								
	−1.019(0.000)				−1.871(0.000)				

〈표 6〉 추가분석 : KOSPI vs KOSDAQ 표본에 대한 검증결과 (계속)

Panel B : Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화한 경우								
Variable	KOSPI				KOSDAQ			
	연결재무제표 (2011–2013)		별도재무제표 (2011–2013)		연결재무제표 (2011–2013)		별도재무제표 (2011–2013)	
	Coef	t–stat	Coef	t–stat	Coef	t–stat	Coef	t–stat
Intercept	0.960	6.14***	0.945	6.01***	1.337	7.89***	1.309	7.77***
BPS	0.040	4.14***	0.051	4.73***	0.083	6.23***	0.119	7.85***
OIPS	0.289	5.36***	0.293	4.39***	0.492	7.61***	0.655	8.16***
NOIPS	0.066	1.53	0.057	1.23	–0.001	–0.02	–0.079	–1.22
Industry dummy	Included		Included		Included		Included	
Year dummy	Included		Included		Included		Included	
Adj. R ²	0.057		0.048		0.095		0.108	
F Value	6.11***		5.22***		14.21***		16.29***	
N of Obs.	1,429		1,429		1,891		1,891	
Parallelism test	연결재무제표의 OIPS($\beta_{2(연결)}$) vs 별도재무제표의 OIPS($\beta_{2(별도)}$)							
	–0.004(0.957)				–0.163(0.077)			

주1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조.

주2) 분석기간은 2011년도부터 2013년도까지 자료임.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

구체적으로는 KOSPI 표본의 결과는 <표 4>에서 Panel B의 전체표본의 경우와 같이 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(연결)}$)는 별도영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(별도)}$)와 비교하면 $0.004(=0.289-0.293)$ 만큼 작지만, 평행성 검증결과 유의한 차이가 없다. 이와 달리, KOSDAQ 표본의 결과는 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(연결)}$)는 별도영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수($\beta_{2(별도)}$)와 비교하면 $0.163(=0.492-0.655)$ 만큼 작고, 평행성 검증결과, 10% 수준에서 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉 코스닥상장기업의 경우 별도영업이익이 연결영업이익보다 투자자들에서 정보유용성이 더 높은 것으로 나타났다.

한편, 앞서의 <표 6>에서 Panel B의 결과 중 KOSDAQ 표본에서 연결영업이익과 별도영업이익 간의 상대적 가치관련성에 유의한 차이를 보였던 결과에 대해 보다 자세한 사항을 알아보기 위하여 민감도 분석 차원에서 연도별 자료로 분석해 보았다. 그 결과는 <표 7>과 같다.

〈표 7〉 민감도 분석 : KOSDAQ 표본의 연도별 분석결과

Panel B : Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화한 경우						
Variable	연결재무제표			별도재무제표		
	IFRS(2011)	IFRS(2012)	IFRS(2013)	IFRS(2011)	IFRS(2012)	IFRS(2013)
	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)
Intercept	1.458 (4.92 ^{***})	1.565 (4.92 ^{**})	1.268 (5.10 ^{***})	1.406 (4.80 ^{***})	1.539 (4.83 ^{***})	1.243 (4.99 ^{***})
BPS	0.041 (1.79 [*])	0.067 (2.64 ^{**})	0.131 (6.25 ^{***})	0.079 (3.05 ^{***})	0.088 (3.12 ^{***})	0.180 (7.39 ^{***})
OIPS	0.485 (4.93^{***})	0.531 (3.94^{***})	0.584 (4.98^{***})	0.650 (5.32^{***})	0.706 (4.56^{***})	0.703 (4.83^{***})
NOIPS	0.050 (0.35)	0.365 (2.76 ^{***})	-0.217 (-2.42 ^{**})	0.047 (0.29)	0.082 (0.71)	-0.185 (-1.97 ^{**})
Industry dummy	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Adj. R ²	0.117	0.063	0.150	0.139	0.060	0.148
F Value	6.97 ^{***}	4.36 ^{***}	9.92 ^{***}	8.23 ^{***}	4.17 ^{***}	9.77 ^{***}
N of Obs.	584	649	658	584	649	658
Parallelism test	연결재무제표의 OIPS($\beta_{2(연결)}$) vs 별도재무제표의 OIPS($\beta_{2(별도)}$)					
	IFRS(2011)		IFRS(2012)		IFRS(2013)	
	-0.165(0.254)		-0.175(0.344)		-0.119(0.417)	

주1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조.

주2) 분석기간은 2011년도부터 2013년도까지 자료임.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

<표 7>의 결과를 보면, 앞서 <표 6>의 Panel B에서 KOSDAQ 표본의 패널 자료를 통합한 분석결과와 달리, 각 연도별 분석에서는 2011년도, 2012년도 및 2013년도 모두 평행성 검증결과, 별도영업이익이 연결영업이익과 비교하여 상대적 가치관련성이 더 높다는 결과는 나타나지 않았다. 이는 앞서 <표 6>의 Panel B에서 KOSDAQ 표본의 결과는 패널 자료가 가질 수 있는 횡단면-시계열적 종속성 문제에 기인하여 각 회귀계수 값이 과대추정 되었을 가능성이 있다. 그러한 점에서 앞서의 <표 6>의 Panel B에서 패널 자료를 통합한 후 분석된 KOSDAQ 표본의 결과에서 유의성이 있게 나타난 결과는 연도별 자료로 살펴본 결과에서 뒷받침되고 있지 않기 때문에 결과해석은 연도별 자료로 할 필요가 있다. 따라서 전체표본을 다시 시장유형별로 나누어 살펴본 결과에서도 KOSPI와 KOSDAQ 표본 모두 <표 4>에서 전체표본의 결과와 대체로 일치

된 결과를 보였다.

한편, 전술한 바와 같이 선행연구인 공경태와 최종서(2014) 및 기현희 등(2013)의 연구들은 K-IFRS 도입 후 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 연결과 별도재무제표 간에 모형의 추가설명력(R^2)을 서로 비교한 결과에서 연결재무제표의 정보력이 별도재무제표의 정보력보다 더 높다는 결과를 보고한 바 있다. 그러나 <표 4>부터 <표 7>까지의 결과로 볼 때, Ohlson(1995) 모형을 표준화하여 분석한 경우 영업활동의 가장 핵심적인 성과지표인 영업이익 측면에서는 연결실체와 법적실체 간에 주식시장의 투자자들에게는 별다른 차이가 없는 것으로 나타나 앞서의 선행 연구와는 다른 실증적 증거가 관찰되었다. 이러한 본 연구의 발견은 관련연구에 추가적인 공헌(additional contribution)을 할 것으로 기대된다.

V. 결 론

본 연구는 K-IFRS 의무도입 이후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 환경 하에서 기업 활동의 가장 핵심정보 중 하나인 영업이익 정보에 대하여 연결과 별도재무제표 간에 정보유용성에 상대적 차이가 있는지를 주식시장의 투자자들 관점인 가치관련성 측면에서 실증적으로 분석하였다.

이러한 분석을 통해 본 연구는 2011년도 연결과 별도재무제표 간에 공시환경의 변화가 투자자들 입장에서 연결실체가 반영된 연결재무제표와 법적실체가 고려된 별도재무제표 중 보다 더 유용한 정보가 어느 경우인지를 살펴보고자 하였다. 또한 이를 살펴보는데 있어 본 연구는 관련연구들과 달리(공경태와 최종서 2014 ; 기현희 2014 ; 기현희 등 2013) Ohlson(1995) 모형을 이용하여, 모형의 추가설명력(R^2) 간에 차이보다는 연결과 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 가치관련성을 나타내는 두 회귀계수(β_2) 간에 유의한 차이가 있는지에 초점을 두고 분석하였다. 그리고 검증결과의 일관성을 제고하기 위하여 Ohlson(1995) 모형을 주가수준 모형으로 분석한 경우와 이를 다시 전기 주가로 표준화하여 분석한 경우를 서로 비교하여 살펴보았다. 분석기간은 K-IFRS 도입 후 기간인 2011년도부터 2013년도까지, 연결재무제표를 작성한 전체 상장기업을 대상으로 분석했다. 분석에 이용된 최종표본은 분석기간 동안 3,320개 기업/연 자료이다.

본 연구의 실증결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, Ohlson(1995)의 주가수준 모형을 표준화하지 않고 분석한 결과와 이를 표준화하여 분석한 결과 간에는 검증결과 측면에서 중요한 차이가 있는 것으로 나타났다. 구체적으로 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않고 분석한 결과는 평행성 검증결과에서 별도영업이익이 연결영업이익보다 상대적 가치관련성이 더 큰 것으로 나타났다. 그러나 이분산성 및 규모효과의 문제가 보다 완화된 전기 주가로 표준화한 결과는 별도영업이익과 연결영업이익 간의 상대적 가치관련성에 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다. 이상의

두 결과(표준화 여부에 따른 결과)는 전체표본에 대해 분석기간을 통합하여 분석한 경우나 연도별로 분석한 경우 모두 일치된 결과로 나타났다. 둘째, 전체표본을 다시 시장유형별로 나누어 KOSPI와 KOSDAQ 표본에 대해 각각 분석한 결과도 두 시장유형에 관계없이 대체로 앞서의 전체표본의 결과와 일치하였다. 따라서 이러한 본 연구결과는 K-IFRS 도입 후 연결과 별도재무제표 간에 모형의 추가설명력(R^2)을 비교하여 분석된 이전 연구들(공경태와 최종서 2014 ; 기현희 등 2013)의 실증적 증거와는 다른 결과이다.

이상의 결과를 종합하면, Ohlson(1995) 모형을 전가 주가로 표준화하여 분석한 결과는 전반적으로 K-IFRS의 도입 후 연결영업이익이 별도영업이익에 비해 정보유용성이 더 높다는 결과는 발견되지 않았다. 이는 한국회계기준원 및 감독당국에서 K-IFRS 도입시 연결재무제표와 별도재무제표 간의 역할변경과 관련한 공시정책의 시행에도 불구하고 아직까지 본래의 취지를 뒷받침해 주는 결과가 관찰되고 있지 않음을 시사한다. 따라서 한국회계기준원 및 감독당국에서 공시환경을 변화시킨 사항과 관련한 취지와 달리, 주식시장의 투자자들은 과거 K-GAAP 보고체계에 친숙한 투자패턴에 의해 투자의사결정을 수행하는 경향이 있을 수 있음을 본 연구결과는 시사한다. 그러한 점에서 본 연구결과는 학계의 관련연구에 추가적인 실증적 증거를 제공할 뿐 아니라, 향후 한국회계기준원 및 감독당국이 K-IFRS 회계기준과 관련한 정책변경시 법적실체가 아닌 연결실체 관점이 고려된 정책시행이 필요할 수 있기 때문에 본 연구의 발견은 정책결정자들에게 유익한 시사점을 제공할 것으로 기대된다.

이상의 유익한 시사점의 제공에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 분석상 한계가 있을 수 있다. 첫째, 본 연구는 Ohlson(1995) 모형식에 기초하고 있지만, 모형식에 고려되지 않은 생략된 변수(omitted variables)의 문제는 여전히 남아 있다. 둘째, 본 연구는 K-IFRS 도입 후 연결과 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익 간의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 검증하였다. 그러나 이러한 검증결과에서 나타난 현상이 해당 사건에 기초한 것인지, 아니면 시장의 효율성에 따른 것인지, 아니면 두 효과 모두에 의한 것인지에 대한 결합가설(joint hypothesis)의 형태로 구성될 수 있기 때문에 이런 측면은 결과해석상에 고려될 필요가 있다. 그러나 이러한 분석상 한계는 본 연구만의 문제라기보다 자료 분석을 이용한 경험적 연구들이 가질 수 있는 공통된 특성이기도 하다. 한편, 향후 연구들에서는 K-IFRS 전후기간에 따라 연결재무제표 및 별도재무제표에 대한 영업이익의 가치관련성의 변화를 비교하여 살펴보는 것도 필요한 연구주제라고 생각된다.

참고문헌

- 강선아·김용식. 2013. “국제회계기준(K-IFRS)적용에 따른 회계정보유용성 검증”. 회계연구 제18권 제3호 : 123-148.
- 공경태·최종서. 2014. “K-IFRS 도입 이후 연결재무제표의 가치관련성”. 경영학연구 제43권 제4호 : 1113-1144.
- 권혁진·김새로나·양동훈·조광희. 2014. “국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성”. 세무와회계저널 제15권 제5호 : 195-218.
- 기현희. 2014. “K-IFRS 이후 주당영업이익과 주당순이익의 가치관련성”. 국제회계연구 제54권 : 1-15.
- _____. ·왕현선. 2014. “K-IFRS 이후의 성과측정치의 가치관련성”. 회계연구 제19권 제1호 : 1-22.
- _____. ·박정산. 2013. “국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 별도재무제표의 정보효과 비교”. 국제회계연구 제48권 : 55-76.
- 김권중·나인철. 2002. “지분법 회계와 연결재무제표정보의 유용성에 대한 실증적 연구”. 회계학연구 제27권 제4호 : 115-144.
- _____. ·권해숙. 2001. “연결회계이익의 정보유용성 분석”. 회계학연구 제26권 제4호 : 157-187.
- 김영옥·최영수·최정호·김학운. 2014. “IFRS 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성”. 회계학연구 제39권 제1호 : 117-146.
- 김지홍. 1995. “연결재무제표와 개별재무제표 정보의 차이”. 회계저널 제4권 : 11-26.
- 박성환. 2002. “지분법 도입후 연결재무제표의 정보효과”. 회계연구 제7권 제2호 : 1-18.
- 박종일·최성호·남혜정. 2014. “K-IFRS 의무도입이 순이익의 상대적 가치관련성에 미치는 영향 : 연결, 별도, 개별 재무제표 간의 비교를 중심으로”. 2014년도 한국회계학회 하계국제학술대회 발표논문.
- 박홍조·지현미. 2009. “연결재무제표의 정보유용성 및 개별재무제표에서 지분법 손익을 이용한 이익조정”. 회계정보연구 제27권 제2호 : 61-90.
- 박홍조·지현미. 2010. “연결재무제표 공시제도 변경이 연결회계정보의 가치관련성에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제11권 제2호 : 67-84.
- 신현걸. 2008. “국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 개별재무제표의 가치관련성 비교”. 대한경영학회지 제21권 제3호 : 1109-1136.
- _____. ·이만우. 2002. “지분법 적용시 연결재무제표 정보의 유용성”. 세무와 회계저널 제3권 제1호 : 67-91.
- 유용근·문보영·최은실. 2013. “영업이익 산정반식에 따른 영업이익의 가치관련성 비교”. 회계저널 제22권 제2호 : 1-21.

- 이기세 · 전성일. 2014. “K-IFRS 도입으로 인한 영업이익과 영업외손익의 가치관련성 변화에 관한 연구”. 회계저널 제23권 제2호 : 191-217.
- 이성엽 · 김완희 · 오종문. 2013. “K-IFRS에 의한 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성에 관한 연구”. 세무와회계저널 제14권 제6호 : 105-132.
- 이세용. 2014. “발생액의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제15권 제1호 : 251-277.
- 전성빈. 1994. “감사받은 연결재무제표의 정보효과”. 회계학연구 제19권 : 51-71.
- 전영순 · 하승현. 2011. “K-IFRS 조기 도입한 기업의 영업이익의 구분 표시 및 영업이익 산출에 관한 연구”. 회계저널 제20권 제2호 : 239-275.
- 최종서 · 곽영민 · 백정환. 2013a. “K-IFRS 이후 영업이익 공시 정책 변화에 대한 연구 : 코스닥 시장을 중심으로”. 2013년도 한국회계학회 하계국제학술대회 발표논문.
- _____. 2013b. “별도재무제표의 유용성 제고 방안에 관한 연구”. 회계저널 제22권 제3호 : 101-158.
- 한중수 · 박선영. 2013. “K-IFRS하에서의 별도재무제표와 연결재무제표의 상호보완적 가치관련성에 대한 연구”. 회계연구 제18권 제2호 : 175-208.
- Barth, M. and S. Kallapur. 1996. The effects of cross-sectional scale differences on regression results in empirical accounting research. *Contemporary Accounting Research* 13 (2) : 527-567.
- Barth, M. E. and G. Clinch. 2009. Scale effects in capital markets-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting* 36 (3) & (4) : 253-288.
- Biddle, G., G. Seow, and A. Siegel. 1995. Relative versus incremental information content. *Contemporary Accounting Research* 12 (1) : 1-23.
- Easton, P. D. and G. A. Sommers. 2003. Scale and scale effects in market-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting* 30 (1) : 25-56.
- Hall, C., Y. Hamao, and T. Harris. 1994. Comparison of relations between security market prices, returns, and accounting measures in Japan and the United States. *Journal of International Financial Management and Accounting* 5 (1) : 47-73.
- Hollander, M. 1970. A distribution-free test for parallelism. *Journal of the American Statistical Association* 65 : 387-394.
- Kothari, S. and J. Zimmerman. 1995. Price and return models. *Journal of Accounting and Economics* 20 : 155-192.
- Lo, K. 2005. The effects of scale differences on inferences in accounting research : coefficient estimates, tests of incremental association, and relative value relevance. *Working Paper*. University of British Columbia.

- Niskanen, J., J. Kinnunen, and E. Kasanen. 1998. Note on the information content of parent company versus consolidated earnings in Finland. *European Accounting Review* 7 : 31–40.
- Ohlson, J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2) : 661–687.
- Vuong, Q. 1989. Likelihood ratio test for model selection and non-nested hypotheses. *Econometrica* 57 (2) : 307–333.

Comparing the Relative Value Relevance of Operation Income between Consolidated and Separate Financial Statements under K - IFRS

Jong-Il Park* · Kyunga Na** · Sangmin Jung***

— <Abstract> —

This paper examines whether the operating income reported in the consolidated statements of comprehensive income provides more useful information to investors in terms of relative value relevance compared to that reported in the separate statements of comprehensive income after the adoption of K-IFRS in 2011 when consolidated financial statements became the main financial statements and individual financial statements of a parent company, previously reported as the main statements under the K-GAAP, were provided as auxiliary statements named “separate financial statements”.

To analyze this issue, we collect all listed firms in the Korea Stock Exchange (KOSPI firms) and the Korean Securities Dealers Automated Quotations (KOSDAQ firms) reporting consolidated financial statements from 2011 to 2013, and use the regression model from Ohlson (1995) to estimate the value relevance of operating income from each type of financial statement. Then, we investigate the difference in the coefficients from the two regressions using parallelism test. We also compare the results based on the un-deflated Ohlson (1995)’s price-level model with those based on the deflated model (price-to-lagged price), since the latter controls for heteroscedasticity and scale effects (Easton and Sommers 2003). To check the robustness of the results, we run the regressions by each fiscal year (2011, 2012, and 2013) as well as by each market separately.

Our major findings are as follows : the results based on the deflated model are significantly different from those based on the un-deflated model. When the un-deflated model is used, the value relevance of operating income from the separate financial statements is in general greater than that from the consolidated financial statements. However, in the results based on the deflated model, we do not observe a significant difference in the value relevance of operating income between the two types of financial statements. These results remain qualitatively the same across

* Professor, School of Business, Chungbuk National University, parkjil@chungbuk.ac.kr, First Author

** Assistant Professor, Dept. of Accounting, Business School, Keimyung University, kyunga@kmu.ac.kr, Corresponding Author

*** Ph.D. Candidate, School of Business, Chungbuk National University, Assistant Professor, Catholic Sangji College, dj2ys@csj.ac.kr, Co-Author

the markets and across the fiscal years.

To summarize our results based on the deflated Ohlson (1995) model which better mitigates the heteroscedasticity and scale bias compared to the un-deflated counterpart, it is not likely that the consolidated operating income conveys more useful information than the operating income disclosed in the separate financial statements even after the consolidated financial statement became the main financial statements in 2011. This implies that investors do not seem to consider the consolidated financial statements, compared to that reported in the separate financial statements, as to be more important information in their investment decision, which is not consistent with the intended goal of the accounting standard setters and supervisory bodies. Our findings may not only provide additional evidence on the related current accounting literature but also act as an important reference to the standard setters and policy makers for their policy changes related to K-IFRS.

〈Key words〉 K-IFRS, Consolidated financial statement, Separate financial statement, Operating income, Relative value relevance