

세무와회계저널
제14권 제6호 2013년 12월 pp.39~65
한국세무학회

연결당기순이익 구성항목의 변화와 가치관련성

- 비지배지분귀속 당기순이익을 중심으로 -

신현걸* · 정재연**

<요 약>

우리나라 기업은 2007년까지 지배기업개념에 기초하여 연결당기순이익을 보고하였으나, 2008년부터는 실체개념에 기초하여 연결당기순이익을 보고하고 있다. 연결당기순이익에 있어서 두 개념 간의 근본적인 차이는 지배기업개념 연결당기순이익에는 비지배지분순이익이 제외되는 반면, 실체개념의 연결당기순이익에는 비지배지분순이익이 포함된다는 것이다. 본 논문에서는 분석기간을 2007년 이전과 2008년 이후로 구분하여 연결당기순이익의 주가관련성이 두 기간 간에 유의한 차이가 존재하는지 검증하였다. 적용하는 회계기준과 관계없이 연결실체의 경제적 실질은 동일하기 때문에 지배기업개념의 연결당기순이익과 실체개념의 연결당기순이익의 주가관련성이 유의하게 다르지 않아야 한다. 그러나 양자의 주가관련성이 유의하게 다르다면 시장에서 연결당기순이익의 의미를 잘못 이해하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

연구결과 2008년 이후 실체개념에 따른 연결당기순이익과 주가의 관련성은 2007년 이전 지배기업개념에 따른 연결당기순이익과 주가의 관련성에 비해 통계적으로 유의하게 낮았다. 이는 2008년 이후 연결당기순이익에 포함된 비지배지분귀속 당기순이익이 잡음(noise) 역할을 한 데 기인하는 것으로 파악되었으며, 2011년부터 한국채택국제회계기준의 의무적용에 따른 효과를 고려한 후에도 실체개념에 따른 연결당기순이익의 주가관련성은 그 이전의 기간에 비해 유의하게 낮았다. 따라서 시장에서는 공시된 연결당기순이익의 본질을 제대로 꿰뚫어 보지 못하고, 외형에 의해 주가가 오도될 수 있음을 확인할 수 있었다는데 본 연구의 의의가 있다.

한편 본 연구에서 사용한 데이터베이스(KISVALUE)의 2008년 이후 연결당기순이익이 연결손익계산서상 연결당기순이익이 아닌 지배기업소유주귀속 당기순이익으로 입력되어 있음을 확인할 수 있었다. 현재 연결재무제표가 기본재무제표로 공시되고 있는 국제회계기준의 환경 하에서 향후 연결당기순이익을 이용하는 연구결과에 상당한 영향을 미칠 수 있기 때문에 연구자의 주의가 필요하며, 관련 데이터베이스의 내용이 조속히 수정되길 기대한다.

<주제어> 연결당기순이익, 지배기업개념, 실체개념, 비지배지분

* 건국대학교 경영대학 교수, shinhg@konkuk.ac.kr, 02-450-3648, 교신저자

** 강원대학교 경영대학 부교수, jyjung@kangwon.ac.kr, 033-250-6177, 주저자

논문접수일 2013년 9월 12일

1차수정일 2013년 11월 17일

게재확정일 2013년 11월 26일

I. 서 론

연결재무제표를 작성하는데 기초가 되는 개념 또는 이론으로서 지배기업개념(parent entity concept)과 실체개념(entity concept)이 있다. 지배기업개념은 지배기업의 주주가 주체가 되어 연결재무제표를 작성하는 개념이므로 비지배지분(non-controlling interests)을 연결실체의 지분으로 보지 않고, 부채로 간주한다. 그 결과 지배기업의 관점에서 볼 때 종속기업 당기순이익 중 비지배지분에 귀속되는 금액(이하 ‘비지배지분귀속 당기순이익’¹⁾)이라 함)은 타인자본에 귀속되는 것이므로 연결당기순이익에서 제외된다. 반면에 실체개념은 지배기업의 주주뿐만 아니라 종속기업의 비지배주주도 연결실체의 주주집단으로 보기 때문에 비지배지분귀속 당기순이익은 연결당기순이익에 포함된다. 결국 지배기업개념의 연결당기순이익과 실체개념의 연결당기순이익의 근본적 차이는 비지배지분귀속 당기순이익의 포함 여부라 할 수 있다.

우리나라에서는 2007년까지 「연결재무제표기준」 및 「연결재무제표준칙」을 적용하여 연결재무제표를 작성하였는데, 동 기준 및 준칙은 지배기업개념에 따라 연결당기순이익을 계산하도록 규정하였다. 즉, 총당기순이익에서 비지배지분귀속 당기순이익을 차감하여 연결당기순이익을 결정하였다. 그러나 2008년부터 적용된 「기업회계기준서 제25호 연결재무제표」는 실체개념에 따라 연결당기순이익을 계산하도록 규정하였다. 즉, 연결당기순이익은 종전 기준 및 준칙의 총당기순이익과 동일한 금액(즉, 비지배지분귀속 당기순이익 차감전 금액)이며, 연결당기순이익 하단에 지배기업소유주귀속 당기순이익과 비지배지분귀속 당기순이익을 추가로 표시하는 방식으로 연결손익계산서를 작성하였다. 한편 2011년부터 의무적용하고 있는 한국채택국제회계기준(기업회계기준서 제1027호)도 실체개념에 따라 연결재무제표를 작성하기 때문에 (연결)포괄손익계산서²⁾의 당기순이익 표시방법은 종전의 「기업회계기준서 제25호」와 다르지 않다.

어떤 회계기준을 적용하는지에 관계없이 연결실체의 경제적 실질은 동일할 것이다. 즉, 지배기업개념을 적용하든 실체개념을 적용하든 관계없이 연결실체의 경영성과인 연결당기순이익의 본질은 동일할 것이다. 그럼에도 불구하고 지배기업개념을 적용하는 경우와 실체개념을 적용하는 경우 연결손익계산서상 연결당기순이익이 다른 금액으로 보고되는데, 시장에서 이를 외형 그

1) 「연결재무제표기준」 및 「연결재무제표준칙」에서는 외부주주지분순이익 및 소수주주지분순이익이라는 용어를 사용하였으나, 현행 회계기준인 한국채택국제회계기준에서 사용하는 용어와 일치시키기 위하여 비지배지분귀속 당기순이익이라고 표현하였다.

2) 한국채택국제회계기준은 주재무제표가 연결재무제표이므로 재무제표의 명칭 앞에 ‘연결’이라는 용어를 사용하지는 않는다. 또한 한국채택국제회계기준은 손익계산서 대신 포괄손익계산서라는 명칭을 사용한다. 그러나 본 논문에서는 개별재무제표와 구분하기 위해서 ‘연결’이라는 용어를 사용할 것이며, 한국채택국제회계기준 도입 이전의 재무제표 명칭과 일관성을 갖기 위해서 포괄손익계산서 대신 손익계산서라는 명칭을 사용하기로 한다.

대로 인지할 것인지, 아니면 본질적으로 동일한 것으로 간주할 것인지를 파악하는 것은 흥미로운 작업이 될 수 있다. 이에 본 연구는 지배기업개념에 따른 연결당기순이익의 주가관련성과 실체개념에 따른 연결당기순이익의 주가관련성 간에 차이가 있는지 검증하고자 한다. 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익이 포함되는지의 여부에 따라 연결당기순이익과 주가 간의 관련성이 유의하게 다르다면 회계정보의 외형에 따라 시장이 오도될 수 있음을 의미한다. 반대로 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익이 포함되는지의 여부에 관계없이 연결당기순이익과 주가 간의 관련성이 유의하게 다르지 않다면 시장이 회계정보의 실질을 꿰뚫어 보고 있다고 해석할 수 있다.

연구결과 2008년 이후 실체개념에 따른 연결당기순이익과 주가의 관련성은 2007년 이전 지배기업개념에 따른 연결당기순이익과 주가의 관련성에 비해 통계적으로 유의하게 낮았다. 이는 2008년 이후 연결당기순이익에 포함된 비지배지분귀속 당기순이익이 잡음(noise) 역할을 한 데 기인하는 것으로 파악되었으며, 2011년부터 한국채택국제회계기준의 의무적용에 따른 효과를 고려한 후에도 실체개념에 따른 연결당기순이익의 주가관련성은 그 이전의 기간에 비해 유의하게 낮았다. 따라서 시장에서는 공시된 연결당기순이익의 본질을 제대로 꿰뚫어 보지 못하고, 외형에 의해 주가가 오도될 수 있음을 확인할 수 있었다는데 본 연구의 의의가 있다.

한편 본 연구에서 사용한 데이터베이스(KISVALUE)의 2008년 이후 연결당기순이익이 연결손익계산서상 연결당기순이익이 아닌 지배기업소유주귀속 당기순이익으로 입력되어 있음을 확인할 수 있었다. 현재 연결재무제표가 기본재무제표로 공시되고 있는 국제회계기준의 환경 하에서 향후 연결당기순이익을 이용하는 연구결과에 상당한 영향을 미칠 수 있기 때문에 연구자의 주의가 필요하며, 관련 데이터베이스의 내용이 조속히 수정되길 기대한다.

본 논문은 모두 5개의 장으로 구성되어 있다. 본장의 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 우리나라의 연결재무제표 관련 회계기준의 변천과정을 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 연구가설과 연구모형을 설정하고, 표본선정 절차를 설명하며, 제Ⅳ장에서는 연구결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 논문의 결론과 한계점을 서술한다.

Ⅱ. 연결재무제표 관련 회계기준의 변천과 선행연구의 검토

1. 연결재무제표 관련 회계기준의 변천

우리나라에서는 연결재무제표와 관련된 회계기준으로 1985년에 증권관리위원회가 「연결재무제표기준」을 제정하였으며, 증권선물위원회가 1998년에 「연결재무제표준칙」을 제정하여 종전의 「연결재무제표기준」을 대체하였다. 이후 한국회계기준원의 회계기준위원회가 「연결재무제표

준칙』을 몇 차례 개정한 후 2007년에 「기업회계기준서 제25호 연결재무제표」를 제정하였다. 그리고 국제회계기준을 도입하면서 2011년부터 상장기업 등은 「한국채택국제회계기준」(이하 K-IFRS라 함)을, 그 이외의 기업은 「일반기업회계기준」을 의무 적용하여 연결재무제표를 작성하고 있다.

1985년부터 최근까지 연결재무제표와 관련된 회계기준 및 연결손익계산서상 연결당기순이익의 표시방법을 요약하면 <표 1>과 같다.³⁾ 단, 적용되는 회계기준 간에 표시되는 연결당기순이익의 금액을 명확하게 비교하기 위해서 2007년까지 적용했던 연결재무제표기준 및 준칙 하에서 총당기순이익을 ₩1,000, 외부주주지분순이익을 ₩200으로 가정했을 때 이후 기업회계기준서 제25호와 K-IFRS를 적용할 경우 연결손익계산서의 연결당기순이익이 어떤 금액으로 보고될 것인지 함께 제시하였다.

<표 1> 기간별 연결재무제표 작성개념 및 연결당기순이익의 표시방법

연결재무제표기준 · 준칙 (1985년~2007년) 지배기업개념 적용		기업회계기준서 제25호 (2008년~2010년) 실체개념 적용		K-IFRS (기업회계기준서 제1027호) (2011년 이후) 실체개념 적용	
총당기순이익	1,000	연결당기순이익	1,000	당기순이익	1,000
외부주주지분순이익	(-)200	지배회사지분순이익	800	지배기업소유주귀속	800
연결당기순이익	800	소수주주지분순이익	200	비지배지분귀속	200

<표 1>에서 과거 회계기준에서 사용하였던 외부주주지분순이익 또는 소수주주지분순이익은 K-IFRS의 비지배지분귀속 당기순이익과 동일한 의미이다. 이 금액은 종속기업 당기순이익에 비지배지분율을 곱한 금액으로 결정된다.⁴⁾ 2007년까지 적용했던 연결재무제표기준 및 준칙은 지배기업개념을 적용하여 연결재무제표를 작성하도록 규정하였다. 따라서 총당기순이익에서 외부주주지분순이익을 차감한 후의 금액을 연결당기순이익으로 표시하였다. 또한 이렇게 표시된 연결당기순이익은 지분법을 적용한 지배기업의 개별당기순이익과 일치한다.⁵⁾

3) 기업회계기준서 제25호는 2007년 1월에 제정되면서 2007년 12월 31일 이후 최초로 종료하는 회계연도부터 적용되도록 하였는데, 대다수 기업의 결산일이 12월말이기 때문에 동 기준서는 실질적으로 2008년부터 적용되기 시작하였다. 한편 K-IFRS는 2009년부터 조기적용이 가능하였는데, 대다수의 12월말 결산기업들은 의무적용 개시시점인 2011년 초부터 동 기준을 적용하기 시작하였다.

4) 물론 지배력 취득시점의 종속기업 순자산의 장부금액과 공정가치가 다르거나 상향거래 미실현손익이 있는 경우에는 장부금액과 공정가치의 차이 중 당기 조정액과 당기발생 미실현손익을 종속기업 당기순이익에서 차감한 후의 금액에 비지배지분율을 곱한 금액으로 비지배지분귀속 당기순이익을 계산한다.

5) 이러한 원리를 one-line consolidation이라고도 한다.

이에 반해 2008년부터 적용된 기업회계기준서 제25호는 실체개념을 적용하여 연결재무제표를 작성하도록 규정하였다. 따라서 종전의 연결재무제표기준 및 준칙에서의 총당기순이익이 기업회계기준서 제25호의 연결당기순이익과 동일한 금액이다. 또한 연결당기순이익 하단에 연결당기순이익이 지배회사지분과 소수주주지분에 얼마씩 귀속되는지 별도로 표시하였다. <표 1>에서 보는 바와 같이 기업회계기준서 제25호의 지배회사지분순이익은 연결재무제표기준 및 준칙에서의 연결당기순이익과 동일한 금액이다.

K-IFRS를 도입하면서 적용되기 시작한 기업회계기준서 제1027호⁶⁾는 연결당기순이익의 결정 과정에 있어서 기업회계기준서 제25호와 근본적인 차이가 없다. 기업회계기준서 제1027호도 실체개념을 적용하되 연결재무제표가 주재무제표이므로 당기순이익 앞에 굳이 ‘연결’이라는 용어를 붙이지 않는다. 그리고 소수주주지분이라는 용어 대신 비지배지분이라는 용어를 사용하고, 당기순이익을 지배기업소유주귀속 금액과 비지배지분귀속 금액으로 구분 표시한다.

2. 선행연구 검토

미국에서는 1950년대 말에 연결재무제표가 주재무제표로 되면서 거의 모든 회계정보와 관련된 연구는 연결재무제표를 대상으로 수행되었다고 할 수 있다. 본 연구의 주제와 관련된 몇 가지 선행연구를 소개하면 다음과 같다. Beckman(1995)은 사업결합거래에 대한 선행연구들을 분석하여 3가지 연결개념 즉, 지배기업개념, 실체개념 및 비례연결개념의 이론적 기초를 수립하여 비지배지분의 성격을 규명하고자 하였으며, 비지배지분이 연결실체를 구성하는 지분으로 보아야 한다는 입장을 지지하였다. Nurnberg(2001)는 지배기업 개념에 기초한 연결재무제표가 연결실체의 재무상태, 순이익 및 이익잉여금의 변동을 완전하게 보고하지 못한다고 지적하고, 실체개념에 기초한 연결재무제표가 지배기업지분 및 소수주주지분을 완전하게 보고할 수 있다는 다양한 사례를 제시하였다. 그러나 이러한 연구들은 회계자료를 이용한 실증분석을 수행하지는 않았다.

미국과 달리 개별재무제표와 연결재무제표를 모두 공시했던 유럽의 경우에는 연결재무제표와 개별재무제표 중 어느 재무제표의 가치관련성이 더 높은지를 분석하는데 초점을 두었다. IFRS 도입 이전의 기간에 대한 연구 결과는 대체로 개별재무제표보다 연결재무제표의 가치관련성이 유의하게 높은 것으로 나타났다. 미국기업과 독일기업의 대응표본을 이용한 연구(Harris et al. 1994), 핀란드 기업을 대상으로 수행된 연구(Niskanen et al. 1998), 스페인 상장기업을 대상으로 수행된 연구(Abad et al. 2000) 등의 결과는 모두 개별재무제표에 비해 연결재무제표가 추가,

6) 2012년에 기업회계기준서 제1110호 ‘연결재무제표’가 공표되면서 기업회계기준서 제1027호가 삭제되었으나, 지배력을 판단하는 기준만 보완되었을 뿐 연결재무제표를 작성하는 원리는 기업회계기준서 제1027호와 동일하다.

또는 주식수익률에 대해서 추가적인 정보를 제공하는 것으로 나타났다. 그러나 그리스 기업을 대상으로 수행된 연구(Hevas et al. 2000)에서는 연결재무제표의 가치관련성이 개별재무제표에 비해서 더 낮은 것으로 나타났다.

유럽에서 IFRS를 도입한 후에도 연결재무제표의 가치관련성이 제고되는지에 대한 연구들은 상반된 결과를 제시하였다. Bartov et al.(2005) 등은 IFRS 도입 이후 재무제표의 가치관련성이 향상되었다고 주장한 반면, Callao et al.(2007) 등은 재무제표의 가치관련성이 향상되지 않았다고 주장하였다. 이러한 상반된 결과는 IFRS를 자발적으로 도입한 기간을 대상으로 연구가 수행되었기 때문으로 판단된다. 반면에 2005년 이후 의무도입기간을 대상으로 수행된 연구 결과는 연결재무제표의 가치관련성이 개선되었다는 일관된 증거를 제시하였다(Armstrong 2010, Müller 2011).

우리나라에서 연결재무제표와 관련하여 수행된 연구들은 주로 연결재무제표가 개별재무제표에 비하여 추가적인 정보를 제공하는지의 여부를 검증하는데 초점을 두었다. 정종암과 김지홍(1991)은 연결재무제표 재무비율을 이용하는 경우가 개별재무제표 재무비율을 이용하는 경우에 비해 신용등급판정이 불리한 것으로 나타난다고 주장하였다. 이후 김권중과 남상오(1994), 정규연과 김정원(1994)은 연결이익 정보의 추가적인 설명력을 발견하지 못하였으나, 황인태(1995), 김경호(1996), 김권중과 나인철(2002) 등은 연결회계정보가 주식거래량이나 주가와 관련성이 존재함을 발견하였다.

최근에 K-IFRS를 도입하면서 수행된 대부분의 연구는 연결재무제표가 주재무제표로 전환되면서 과거의 개별재무제표에 비해서 연결재무제표가 추가적인 가치관련성을 제공하는지에 초점을 두었다. 박홍조와 지현미(2010)는 12월말 결산법인의 연결재무제표 공시시점을 다음연도 4월 말에서 3월말로 단축하였을 경우 연결재무정보의 가치관련성이 더 크다는 증거를 발견하였다. 기현희 등(2013)은 K-IFRS가 의무 적용된 2011년도 12월 결산기업을 대상으로 별도재무제표와 연결재무제표의 기업가치 관련성에 차이가 있는지 분석한 결과 별도재무제표보다 연결재무제표 정보가 기업가치에 더 많이 반영되고 있음을 발견하고, 이는 K-IFRS가 의무적용되기 이전에 연구한 신현결(2008)의 연구결과와 상반된 것이라고 주장하였다. 이와 유사하게 한종수와 박선영(2013)은 별도재무제표 순이익이 개별재무제표의 순이익에 비하여 추가적인 가치관련성을 제공하며, 연결재무제표 정보와 함께 고려하였을 때에도 별도재무제표 정보가 추가적인 가치관련성이 있음을 주장하였다.

한편 본 논문의 관심분야와 관련 있는 비지배지분(소수주주지분)에 대한 연구는 많이 수행되지 않았다. 이장형과 최현돌(2007)은 연결재무제표의 이용자들이 소수주주지분의 본질을 무엇으로 인식하는지 파악하기 위하여 소수주주지분과 주가와와의 관련성을 분석하였다. 즉, 기업실체 이론과 지배회사이론에 따라 자본시장에서 연결재무제표의 소수주주지분을 자본, 부채, 또는 자본도 부채도 아닌 준부채(quasi liability) 중 어느 것으로 파악하는지 분석하였다. Ohlson(1995)

모형에 기초한 분석 결과, 소수주주지분을 부채에 포함시킨 모형의 주가설명력이 가장 높았으며, 주당자산, 주당순이익 및 주당소수주주지분은 통계적으로 주가에 정의 방향으로, 주당소수주주지분 포함 부채, 주당소수주주지분 제외 부채 및 주당부채는 통계적으로 주가에 음의 방향으로 영향을 미치는 것을 발견하였다. 황규진과 이아영(2010)은 지배주주와 비지배주주 간의 대리인 문제에 초점을 두고, 연결재무제표의 비지배지분이 높을수록 이익조정 가능성이 낮아지는지의 여부를 분석하였다. 이익조정을 재량적발생액으로 측정한 회귀분석 결과, 비지배지분과 이익조정 간에는 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재하였다. 그러나 비지배지분순이익과 이익조정 간에는 비지배지분 당기순이익이 흑자인 경우에는 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재하는 반면, 비지배지분 당기순이익이 적자인 경우에는 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하여 연구자의 가설을 완전하게 뒷받침하지는 못하였다.

이상 선행연구를 검토한 바와 같이 연결재무제표와 관련된 국내외의 선행연구 중 연결당기순이익의 구성요소의 변동이 주가관련성에 영향을 미치는지 살펴본 연구는 아직 수행되지 않았다. 따라서 본 연구가 비지배지분귀속 당기순이익이 연결당기순이익에 포함되는 경우와 포함되지 않는 경우 주가관련성에 유의적 차이가 존재하는지를 분석함으로써 시장에서 연결당기순이익의 구성요소들을 제대로 이해하고 있는지 처음으로 실증 검증했다는 것이 선행연구와 차별되는 점이라고 할 수 있다.

III. 연구설계

1. 가설설정

2007년까지 적용했던 연결재무제표기준 및 준칙이 지배기업개념에 기초하여 연결당기순이익을 결정하기는 하였지만, 비지배지분을 연결재무상태표상 부채가 아닌 자본으로 분류하였기 때문에 2008년부터 실체개념에 기초한 기업회계기준서 제25호를 적용한 후에도 연결재무상태표상 비지배지분의 분류는 변동되지 않았다. 그러나 2007년까지 연결당기순이익에는 비지배지분귀속 당기순이익이 제외된 반면, 2008년부터 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익이 포함되기 시작하였다. 즉, 연결당기순이익의 구성항목은 다음과 같이 변경되었다.

지배기업개념 연결당기순이익(2007년까지)=지배기업소유주귀속 당기순이익

실체개념 연결당기순이익(2008년부터)

=지배기업소유주귀속 당기순이익+비지배지분귀속 당기순이익

특정 연도에 어떤 회계기준을 적용하는지에 관계없이 연결실체의 경제적 실질은 동일할 것이다. 즉, 지배기업개념과 실체개념 중 어떤 개념을 적용하든 관계없이 연결실체의 경영성과인 연결당기순이익의 본질은 동일할 것이다. 그럼에도 불구하고 지배기업개념을 적용하는 경우와 실체개념을 적용하는 경우 연결손익계산서상 연결당기순이익이 다른 금액으로 보고되기 때문에 시장에서 이를 외형 그대로 인지할 것인지, 아니면 본질적으로 동일한 것으로 간주할 것인지를 파악하는 것은 흥미로운 작업이며 또한 실증의 문제이다.

연결재무제표상 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익이 포함되는지의 여부에 따라 연결당기순이익과 주가 간의 관련성이 유의하게 다르다면 회계정보의 형식에 따라 시장이 오도될 수 있음을 의미한다. 반대로 연결재무제표상 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익이 포함되는지의 여부에 관계없이 연결당기순이익과 주가 간의 관련성이 유의하게 다르지 않다면 시장이 회계정보의 실질을 꿰뚫어 보고 있다는 의미로 해석할 수 있다. 이에 본 연구에서는 다음과 같은 연구가설을 설정하기로 한다.⁷⁾

가설 : 지배기업개념 연결당기순이익의 주가관련성과 실체개념 연결당기순이익의 주가관련성 간에 차이는 없다.

2. 연구모형

본 연구는 회계정보와 주가 간의 관련성을 분석한 선행연구에서 가장 많이 사용한 Ohlson (1995)의 연구모형을 적용한다. Ohlson(1995)은 배당할인모형, 순자산의 순증관계(clean surplus relation) 및 초과이익의 1차 자기회귀과정에 기초하여 가치평가모형을 도출하였다. 그러나 대부분의 실증분석에서는 다음과 같은 검증모형으로 수정하여 회계정보와 주가 간의 관련성을 검증하였다.

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 BV_t + \alpha_2 X_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

P_t : t시점의 주가

BV_t : t기간 말의 순자산의 장부금액

X_t : t기간의 이익

그런데 Collins 등(1999)은 식 (1)에서 t기간 말의 순자산(BV_t)에 t기간의 이익(X_t)이 이미 포함되어 있기 때문에 식(1)이 t기간의 이익(X_t)과 주가 간의 관련성을 적절하게 분석하는데 한계가 있다고 지적하고, 기말순자산의 장부금액(BV_t) 대신 기초순자산의 장부금액(BV_{t-1})을 모형에

7) 지배기업개념과 실체개념 중 어느 개념이 더 우월한지 논하는 것은 본 논문의 연구범위를 벗어나는 주제이므로, 이와 관련된 내용은 언급하지 않는다.

포함함으로써 당기이익과 주가 간의 관련성을 더욱 정확하게 파악할 수 있도록 식(2)를 도출하였다.⁸⁾

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{t-1} + \alpha_2 X_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

본 논문에서도 Collins 등(1999)이 도출한 식(2)에 기초하여 다음과 같이 확장된 회귀분석 모형인 식(3)과 식(4)를 이용하여 주가관련성을 분석한다. 회귀분석 모형에서 회계자료 변수는 모두 연결재무제표에 기초한 금액이며, 기업 간 규모의 차이를 조정하고 이분산성의 문제를 감소시키기 위해서 모든 변수를 기말 유통보통주식수로 표준화하였다.

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{t-1} + \alpha_2 NI_t + \alpha_3 BV_{t-1} * YRD + \alpha_4 NI_t * YRD + \alpha_5 NEG_t + \alpha_6 MKT + \sum \alpha_k IND + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 (BV_{t-1} - NCI_{t-1}) + \alpha_2 NCI_{t-1} + \alpha_3 NI_t + 4(BV_{t-1} - NCI_{t-1}) * YRD + \alpha_5 NCI_{t-1} * YRD + \alpha_6 NI_t * YRD + \alpha_7 NEG_t + \alpha_8 MKT + \sum \alpha_k IND + \varepsilon_t \quad (4)$$

- P_t : t기말 보통주 증가
 BV_{t-1} : t기초 순자산의 장부금액/t기말 유통보통주식수
 NCI_{t-1} : t기초 비지배지분의 장부금액/t기말 유통보통주식수
 NI_t : t기 연결당기순이익/t기말 유통보통주식수
 YRD : 2007년까지는 0, 2008년부터는 1인 연도구분 더미
 NEG_t : NI_t 가 음의 값이면 NI_t , 그렇지 않으면 0
 MKT : 코스피시장 상장기업이면 1, 코스닥시장 상장기업이면 0
 IND : 산업분류 더미

8) Collins 등(1999)이 제시한 식(3)의 도출과정을 요약하면 다음과 같다. 식(1)에서 초과이익(X_t^a)은 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$X_t^a = X_t - (R_f - 1)BV_{t-1}, \quad R_f : 1 + \text{무위험 이자율} \quad (1)$$

한편 순증관계를 표시하면 다음과 같다.

$$BV_t = BV_{t-1} + X_t - d_t, \quad d_t : t기간의 순배당 \quad (2)$$

식(1)의 X_t^a 및 BV_t 를 각각 ①과 ②로 대체하면 다음과 같은 식을 유도할 수 있다.

$$P_t = BV_{t-1} + X_t - d_t + \alpha_1 [X_t - (R_f - 1)BV_{t-1}] + \alpha_2 V_t$$

$$(P_t + d_t) = [1 - \alpha_1(R_f - 1)]BV_{t-1} + (1 + \alpha_1)X_t + \alpha_2 V_t$$

위의 식에서 비회계정보(V_t)를 제거하고 이를 절편과 오차항으로 대체하면 다음과 같은 검증모형이 도출된다.

$$(P_t + d_t) = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{t-1} + \alpha_2 X_t + \varepsilon_t$$

위 식의 우변($P_t + d_t$)은 배당부 기말주가를 의미하는 것으로서 기본적으로 식(3)과 동일하다.

연결당기순이익이 2007년까지는 지배기업개념에 따라 산출된 반면, 2008년부터는 실체개념에 따라 산출되었다. 식(3)에서 NI_t 와 연도구분 더미변수 YRD 의 상호작용변수($NI_t * YRD$)의 회귀계수(α_4)가 유의하게 0과 다르다면, 이는 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익이 포함되는지의 여부에 따라 주가에 미치는 영향이 다르다는 것을 의미하는 것이다. 더불어 실체개념이 적용되면서 연결순자산의 가치관련성도 변동되었는지 확인하기 위하여 BV_{t-1} 와 연도구분 더미변수 YRD 의 상호작용변수도 포함하였다.

식(4)는 시장에서 비지배지분을 연결실체의 지분으로 인식하는지, 아니면 타인자본의 일부로 인식하는지를 파악하기 위해서 식(3)의 기초순자산에 포함되어 있는 비지배지분을 분리한 모형이다. 식(4)에서 비지배지분의 회귀계수(α_2)가 유의한 양의 값을 갖는다면 시장에서 비지배지분을 자기자본으로 인식하는 반면, 유의한 음의 값을 갖는다면 시장에서 비지배지분을 부채로 인식하고 있음을 의미한다. 식(4)에서도 당기순이익뿐만 아니라 비지배지분을 제외한 연결순자산과 비지배지분의 각각에 대하여 연도더미를 곱한 상호작용변수를 추가하여 실체개념의 적용으로 인한 가치관련성의 변동을 확인한다.

한편 당기순이익의 경우와 당기순손실의 경우 주가와 관계가 다른 행태를 보이기 때문에 (Collins 등, 1999) NI_t 가 음의 값이면 NI_t , 그렇지 않으면 0으로 하는 변수(NEG_t)를 연구모형에 포함하였다. 또한 표본기업들이 상장되어 있는 시장별로 회계정보와 주가 간의 관련성에 차이가 존재할 수 있으므로 이를 통제하기 위하여 표본기업이 코스피시장에 상장되어 있으면 1, 코스닥시장에 상장되어 있으면 0으로 하는 더미변수(MKT)를 추가하였다. 마지막으로 업종 특성이 주가에 미치는 영향을 통제하기 위하여 표본기업을 6개의 대분류 산업(제조, 건설, 도소매, 출판·영상·방송통신 정보서비스, 전문과학 및 기술서비스, 기타)으로 구분한 더미변수(IND)를 포함하였다.

본 연구에서 사용한 한국신용평가(주)의 데이터베이스(KISVALUE)의 자료를 확인해 본 결과, 2007년까지는 연결손익계산서상 연결당기순이익을 연결당기순이익으로 입력하였으나, 2008년부터는 연결손익계산서상 지배기업소유주귀속 당기순이익을 연결당기순이익으로 입력하였음을 확인하였다. 이렇게 연결당기순이익을 입력한 이유는 2007년 이전과 2008년 이후 연결당기순이익 수치의 비교가능성을 유지하기 위해서라고 추측된다. 그러나 이와 같은 입력 결과로 인하여 2008년 이후 데이터베이스상 연결당기순이익과 실제로 공표된 연결손익계산서상 연결당기순이익은 동일하지 않다는 문제가 발생한다. 따라서 2007년 이전의 연결당기순이익을 포함하여 분석을 할 때 KISVALUE 데이터베이스를 사용하는 연구자들은 이 부분에 주의를 하여야 할 것이다.

주가와 관련성이 있는 회계정보 중 연결당기순이익은 데이터베이스상 연결당기순이익이라기 보다는 연결손익계산서상 연결당기순이익이라고 보는 것이 타당하다. 왜냐하면 시장에서는 공표된 연결손익계산서의 연결당기순이익에 주목을 하지, 나중에 완성된 데이터베이스의 정보를 주목하지는 않을 것이기 때문이다. 따라서 회귀분석에서는 식(3)과 식(4)의 NI_t 변수(즉, 데이터베이

스상 연결당기순이익) 대신 다음과 같이 측정한 연결손익계산서상 연결당기순이익($ADJNI_t$)을 이용하여 분석하고, 그 분석결과를 NI_t 를 이용한 분석결과와 비교한다.

$$ADJNI_t : 2007\text{년까지 } NI_t, \\ 2008\text{년 이후 } NI_t + \text{비지배지분귀속 당기순이익}$$

분석결과를 해석할 때 NI_t 를 이용한 결과는 이론적인 주가관련성인 반면, $ADJNI_t$ 를 이용한 결과는 실제로 시장에서 공표된 연결손익계산서에 기초한 주가관련성이라고 판단하면 될 것이다.

3. 표본선정

본 연구는 2004년부터 2012년까지 코스피시장과 코스닥시장에 상장되어 있으며, 관리종목으로 분류되지 않고, 연결재무제표를 작성하는 기업 중 다음의 조건을 모두 만족시키는 기업을 표본기업으로 선정한다.

- (1) 금융보험업을 영위하지 않는 기업
- (2) 결산일이 12월 말인 기업
- (3) 적정의견의 감사의견을 받은 기업
- (4) 연결재무제표 및 추가자료가 불충분한 기업
- (5) 자본잠식(연결순자산이 음수) 상태인 기업
- (6) 비지배지분이 있는 기업

금융보험업은 비금융보험업과 비교할 때 영업특성이 상이하고 재무제표의 구성항목도 이질적이므로 조건(1)을 설정하였으며, 연결재무제표 관련 개정 회계기준의 적용 시점을 통제하기 위하여 조건(2)을 설정하였다. 조건(3)은 재무제표 금액의 신뢰성을 확보하기 위하여 비적정의견의 감사의견이 표명된 재무제표를 제외하는 것이며, 조건(4)에 따라 연결재무제표 및 추가자료가 불충분한 기업을 표본에서 제외하였다. 그리고 조건(5)에 따라 연결순자산이 음수인 기업도 제외하였다. 마지막으로 지배기업개념과 실체개념간의 연결당기순이익은 비지배지분이 존재할 경우에만 차이가 있으므로 조건(6)에 따라 연결재무상태표에 비지배지분이 없는 표본은 제외하였다.⁹⁾

9) 비지배지분이 없는 기업에 대해서도 2007년 이전과 2008년 이후 기간의 주가관련성을 분석하여 비지배지분이 있는 기업의 분석결과와 비교해 보는 것도 필요하다. 그러나 논문에서 제시하지는 않았지만 비지배지분이 없는 기업은 비지배지분이 있는 기업에 비해서 연결순자산과 연결당기순이익이 매우 적고 주가와의 관련성도 비지배지분이 있는 기업과 상당히 다른 행태를 보이는 것을 확인하였다. 본 논문이 2007년 이전과 2008년 이후 비지배지분순이익이 주가에 어떤 영향을 미치는지를 파악하는 것을 주목적으로 하기 때문에, 비지배지분이 없는 표본을 대상으로 분석을 하지는 않는다.

본 연구에서 사용한 회계자료 및 주가자료는 (주)한국신용평가의 KISVALUE에서 수집하였다. 최종 표본은 3,788개의 기업-연 표본이며, <표 2>에 표본선정 절차를 요약하였다.

<표 2> 표본선정 절차

최초 표본수	14,166개
비적정의견 표명 기업	(-)789개
연결재무제표 및 주가자료 불충분 기업	(-)7,734개
자본잠식 상태의 기업	(-)17개
비지배지분이 없는 기업	(-)1,767개
극단치 ¹⁰⁾	(-)71개
최종 표본수	3,788개

IV. 분석결과

1. 기술통계량

본 연구에서 사용하는 연결순자산과 연결당기순이익을 비롯한 변수들에 대한 기술통계량을 <표 3>에 요약하였다.

<표 3> 기술통계량

(단위 : 원)

변 수	평 균	표준편차	최소값	중위수	최대값
<i>BV</i>	30,753	51,084	25	9,519	435,522
<i>NCI</i>	5,186	17,565	- 8,531	426	223,715
<i>GNI</i>	2,613	6,771	- 42,562	611	67,448
<i>NCII</i>	438	2,331	- 23,889	14	37,675
<i>NI</i>	2,175	5,633	- 31,744	561	43,748
<i>ADJNI</i>	2,419	6,364	- 39,584	588	58,575

10) 극단치는 본 연구에서 사용하는 변수 중 순자산과 순이익을 대상으로 하여 평균±3*표준편차의 범위를 벗어나는 표본으로 하였다.

(주) <변수설명>

BV : 기초 순자산의 장부금액/기말 유통보통주식수, NCI : 기초 비지배지분의 장부금액/기말 유통보통주식수,
 GNI : 총당기순이익/기말 유통보통주식수, $NCII$: 비지배지분귀속 당기순이익/기말 유통보통주식수,
 NI : 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, $ADJNI$: 2007년까지 NI , 2008년부터 $NI+NCII$

<표 3>에서 보는 바와 같이 주당순자산(BV)의 평균은 30,753원인데 반해 중위수가 9,519원으로 나타나, 주당순자산이 매우 높은 일부 표본기업으로 인하여 주당순자산의 평균이 중위수보다 높은 것으로 판단된다. 표본기업의 주당비지배지분(NCI)의 평균은 5,186원으로 주당순자산의 약 16.9%에 해당되어 그 비중이 적지 않은 편이다. 주당총당기순이익(GNI)의 평균은 2,613원이며, 여기에서 주당비지배지분귀속 당기순이익($NCII$)의 평균 438원을 차감한 금액이 주당연결당기순이익(NI)의 평균 2,175원이다. 주당비지배지분귀속 당기순이익의 평균이 양의 값을 갖기 때문에 종속기업들이 평균적으로 당기순손실보다는 당기순이익을 더 많이 보고하였음을 알 수 있다.

<표 3>의 NI 는 데이터베이스(KISVALUE)상 연결당기순이익의 주당금액으로서 지배기업소유주귀속 당기순이익의 주당금액이다. KISVALUE 데이터베이스는 연결재무제표준칙이 개정된 2008년 이후에도 연결당기순이익을 연결손익계산서상 연결당기순이익으로 입력하지 않고, 지배기업소유주귀속 당기순이익으로 입력하였다. 따라서 연결손익계산서에 공표된 연결당기순이익과 주가 간의 관련성을 분석하기 위해서는 2008년 이후의 연결당기순이익을 데이터베이스상 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익을 가산하여 수정한 주당금액($ADJNI$)을 사용할 필요가 있다. $ADJNI$ 의 평균은 2,419원으로 NI 의 평균보다 244원 더 많은데, 이는 2008년 이후 비지배지분귀속 당기순이익의 평균이 양의 값을 갖기 때문이다. 한편 GNI 와 $ADJNI$ 의 평균이 동일하지 않은 이유는 $ADJNI$ 가 2007년까지는 NI 와 동일한 금액이나, 2008년부터는 GNI 와 동일한 금액이기 때문이다.

2. 단일변량분석

본 연구의 초점은 2007년 말 이전과 2008년 초 이후의 두 기간 간에 연결당기순이익의 주가 관련성이 통계적으로 유의하게 다른지 검증하는 것이다. 따라서 회귀분석을 수행하기 전에 두 기간 간 관련 변수들의 차이분석(t -검정)을 수행하였으며, 분석결과를 <표 4>에 요약하였다.

〈표 4〉 차이분석 결과

변 수	2007년 말까지 기간 (지배기업개념 적용 기간)	2008년 초 이후 기간 (실체개념 적용 기간)	t값 (p값)
<i>P</i>	29,255	27,342	0.93 (0.354)
<i>BV</i>	31,575	30,356	0.69 (0.491)
<i>NCI</i>	5,569	5,000	0.94 (0.345)
<i>GNI</i>	3,128	2,363	3.27 (0.001)
<i>NCII</i>	593	363	2.85 (0.004)
<i>NI</i>	2,536	2,000	2.75 (0.006)
<i>ADJNI</i>	2,536	2,363	0.79 (0.432)

(주) <변수설명>

P : 기말 증가, *BV* : 기초 순자산의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NCI* : 기초 비지배지분의 장부금액/기말 유통보통주식수, *GNI* : 총당기순이익/기말 유통보통주식수, *NCII* : 비지배지분귀속 당기순이익/기말 유통보통주식수, *NI* : 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, *ADJNI* : 2007년까지 *NI*, 2008년부터 *NI*+*NCII*

<표 4>를 보면 주가(*P*), 주당순자산가액(*BV*), 그리고 주당비지배지분(*NCI*)은 2007년 말 이전의 기간과 2008년 초 이후의 기간 간에 통계적으로 유의한 차이가 존재하지 않는다. 이는 2008년 초부터 실체개념에 기초한 연결회계기준이 적용되었어도 연결재무상태표상 주당순자산가액이나 주당비지배지분은 그 이전의 기간에 비해 유의한 차이가 없었으며, 주가도 유의한 차이가 없었음을 의미한다.

그러나 주당총당기순이익(*GNI*), 주당비지배지분귀속 당기순이익(*NCII*), 그리고 주당연결당기순이익(*NI*, 데이터베이스상 주당연결당기순이익임)은 2007년 말까지의 기간에 비해 2008년 초 이후의 기간에 통계적으로 유의하게 작다. 그러나 연결손익계산서상 주당연결당기순이익(*ADJNI*)은 두 기간 간에 유의한 차이가 존재하지 않았다. <표 4>에서 보는 바와 같이 2007년까지 *ADJNI*는 *NI*와 동일한 반면, 2008년 이후의 *ADJNI*는 *GNI*와 동일하다. 따라서 비록 단일변량분석의 결과 이기는 하나, 지배기업개념이 적용된 2007년 이전의 기간과 실체개념이 적용된 2008년 이후의 기간 간에 연결재무제표상의 주요 금액인 주당순자산금액과 주당연결당기순이익(*ADJNI*에 기초한 금액)은 유의하게 다르지 않다.

회귀분석에서 사용할 변수들 간의 상관분석(Pearson 상관분석 및 Spearman 상관분석)을 수행하였으며, 분석결과를 <표 5>에 제시하였다.

〈표 5〉 상관분석 결과

	P	BV	NCI	NI	ADJNI	NCII
<i>P</i>		0.763	0.423	0.657	0.643	0.282
<i>BV</i>	0.597		0.669	0.626	0.620	0.368
<i>NCI</i>	0.243	0.622		0.405	0.419	0.487
<i>NI</i>	0.691	0.615	0.288		0.984	0.456
<i>ADJNI</i>	0.662	0.638	0.386	0.961		0.520
<i>NCII</i>	0.210	0.399	0.598	0.331	0.513	

(주) 모든 상관계수는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함

표의 대각선 아래 부분은 Pearson 상관계수이며, 대각선 위 부분은 Spearman 상관계수임.

<변수설명>

P : 기말 종가, *BV* : 기초 순자산의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NCI* : 기초 비지배지분의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NI* : 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, *ADJNI* : 2007년까지 *NI*, 2008년부터 *NI*+*NCII*, *NCII* : 비지배지분귀속 당기순이익/기말 유통보통주식수

<표 5>의 상관계수를 보면 모든 주당 순자산금액을 비롯한 변수들과 주가 간에 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재한다. 주목할 부분은 주당순자산금액, 주당총당기순이익, 주당연결당기순이익(*NI* 및 *ADJNI*)의 상관계수에 비해 주당비지배지분과 주당비지배지분귀속 당기순이익의 상관계수가 다소 낮은 것으로 나타났다. 이는 연결재무제표 정보 중 비지배지분과 관련된 정보의 추가설명력이 상대적으로 낮은 것으로 이해할 수 있다. 한편 독립변수들 간의 상관계수가 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타났으나, 분산팽창인자(VIF)를 확인할 결과 회귀분석결과에서 다중공선성을 의심할 정도는 아니라고 판단된다.

3. 회귀분석

지배기업개념을 적용한 연결당기순이익과 실체개념을 적용한 연결당기순이익의 주가관련성 간에 차이가 존재하는 지 확인하기 위하여 회귀분석을 수행하였으며, 분석결과를 <표 6>에 요약하였다.

<표 6>의 모형 1과 모형 2는 전술한 연구모형에서 제시한 식(3)과 식(4)이다. 다만, 모형 1과 모형 2는 주당연결당기순이익을 데이터베이스에 입력된 금액(*NI*)에 기초한 것이며, 모형 3과 모형 4는 주당연결당기순이익을 연결손익계산서에 공시된 금액(*ADJNI*)으로 대체한 것이다.

모형 1의 분석결과를 보면 주당순자산(*BV*)과 주당연결당기순이익(*NI*)은 모두 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하며, *NEG*도 주가와 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재하여 주가관련성과 관련된 여러 선행연구의 결과와 일관된 결과를 보이고 있다.

〈표 6〉 회귀분석 결과

변 수	데이터베이스상 연결당기순이익(NI) 이용		연결손익계산서상 연결당기순이익(ADJNI) 이용	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
절편	-2,062 (-0.80)	-2,739 (-1.07)	-1,012 (-0.37)	-2,707 (-1.02)
<i>BV</i>	0.202 (6.61**)		0.224 (6.984**)	
<i>BV-NCI</i>		0.292 (7.84**)		0.310 (8.05**)
<i>NCI</i>		-0.045 (-0.66)		-0.018 (-0.26)
<i>NI</i> 또는 <i>ADJNI</i>	7.340 (25.43**)	7.088 (24.20**)	7.059 (23.36**)	6.836 (22.60**)
<i>BV*YRD</i>	-0.051 (-1.53)		-0.023 (-0.66)	
<i>(BV-NCI)*YRD</i>		-0.091 (-2.19*)		0.024 (0.57)
<i>NCI*YRD</i>		0.049 (0.60)		-0.315 (-3.71**)
<i>NI*YRD</i> 또는 <i>ADJNI*YRD</i>	0.505 (1.53)	0.615 (1.83)	-1.195 (-3.57**)	-0.967 (-2.91**)
<i>NEG</i>	-9.060 (-21.18**)	-8.830 (-20.46**)	-7.318 (-16.62**)	-7.150 (-16.50**)
<i>MKT</i>	4,942 (3.43**)	4,500 (3.12**)	6,374 (4.22**)	5,245 (3.52**)
<i>IND</i>	포함	포함	포함	포함
F값	486.5**	416.3**	411.7**	370.7**
Adj.R ²	0.585	0.588	0.544	0.559

(주) 유의수준 : ** 1% 미만 유의함. * 5% 미만 유의함

<변수설명>

BV : 기초 순자산의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NCI* : 기초 비지배지분의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NI* : 데이터베이스상 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, *ADJNI* : 연결손익계산서상 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, *YRD* : 2007년까지는 0, 2008년부터는 1인 연도구분 더미, *NEG* : *NI*가 음의 값이면 *NI*, 그렇지 않으면 0, *MKT* : 코스피시장 상장기업이면 1, 코스닥시장 상장기업이면 0, *IND* : 산업분류 더미

한편 모형 2는 순자산금액에 포함되어 있는 비지배지분을 분리한 모형인데, 주당순자산금액($BV-NCI$)와 주당연결당기순이익(NI)은 모두 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하는 반면, 주당비지배지분(NCI)은 주가와 음의 상관관계가 존재하지만 통계적으로 유의하지는 않다.

가장 관심 있는 변수인 $NI*YRD$ 는 모형 1과 모형 2 모두에서 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않았다. 이는 실체개념이 적용된 2008년 이후 연결당기순이익과 주가의 관련성이 지배기업개념이 적용된 2007년 이전 연결당기순이익과 주가의 관련성에 비해 유의하게 변하지 않았음을 의미한다. 또한 $BV*YRD$, $(BV-NCI)*YRD$ 및 $NCI*YRD$ 의 모든 상호작용변수도 통계적으로 유의하지 않아, 2007년 이전과 2008년 이후의 기간 간에 연결순자산의 주가관련성의 차이가 존재하지 않는다고 해석할 수 있다.

모형 3과 모형 4의 분석결과를 보면 주당순자산(BV), 주당비지배지분(NCI), 주당연결당기순이익($ADJNI$) 및 NEG 변수는 모형 1 및 모형 2의 분석결과와 유사하다. 그러나 가장 관심 있는 변수인 $ADJNI*YRD$ 는 모형 3과 모형 4 모두 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재함으로써, 모형 1 및 모형 2와 상반된 결과를 제시하고 있다. 즉, 실체개념을 적용하기 시작한 2008년 이후 연결당기순이익의 주가관련성이 지배기업개념을 적용한 2007년 이전에 비해 통계적으로 유의하게 감소했음을 의미하는 것이다.

<표 6>의 모형 1과 모형 2의 결과에만 기초하여 보면 다음과 같은 해석이 가능하다. 2007년 이전과 2008년 이후 두 기간에 적용된 회계기준이 동일하였다면, 두 기간 간 연결당기순이익의 주가관련성은 차이가 없어야 할 것이다. 모형 1과 모형 2의 NI 변수는 지배기업귀속 당기순이익을 의미하므로 2007년 이전과 2008년 이후의 두 기간 간에 실질적 차이는 없다고 할 수 있다. 따라서 2008년부터 실체개념에 따라 연결당기순이익이 공시되었다라도, 시장에서는 여전히 연결당기순이익의 하단에 추가로 표시되는 지배기업귀속 당기순이익을 연결당기순이익으로 간주함으로써 2008년 이후 연결당기순이익의 주가관련성의 변동이 그 이전의 기간에 비해 유의하게 달라지지 않았던 것으로 해석할 수 있다.

반면에 모형 3과 모형 4의 결과에만 기초하여 보면 다음과 같은 해석이 가능하다. 2007년 이전의 기간에 비해 2008년 이후에는 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익이라는 잡음(noise)이 포함되어 오히려 주가관련성이 낮아졌다고 해석할 수 있다. 모형 4에서 $NCI*YRD$ 를 보면 통계적으로 유의한 음의 회귀계수를 보여주는데, 이는 2008년 이후 비지배지분을 연결실체의 자본(순자산)이라기보다는 부채(순자산 감소)라고 보기 때문에 주가관련성이 유의하게 낮아졌다고 판단된다. 이와 같이 연결재무상태표의 비지배지분이 2008년부터 주가관련성이 낮아졌다는 결과와 비지배지분귀속 당기순이익이 포함된 연결당기순이익이 2008년부터 주가관련성이 낮아졌다는 결과는 일관되어 있다.

앞에서도 언급한 바와 같이 모형 1과 2의 분석결과는 이론적인 주가관련성을 의미하는 반면,

모형 3과 4의 분석결과는 실제 공시된 연결당기순이익의 주가관련성을 의미하는 것이다. 2007년 이전의 기간과 마찬가지로 2008년 이후에도 시장에 공시된 연결손익계산서상 연결당기순이익이 주가에 영향을 미치는 것이지, 연결당기순이익 하단에 부가 표시되는 지배기업귀속 당기순이익이 주가에 영향을 미쳤다고 보기는 어렵다.

<표 6>의 모형 3과 4에서 2008년 이후의 *ADJNI*는 지배기업귀속 당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익이 가산된 금액인데, 비지배지분귀속 당기순이익이 주가관련성에 있어 잡음(noise)에 해당된다는 저자의 해석이 타당한지 검증할 필요가 있다. 따라서 2008년 이후의 기간에 대해서만 연결당기순이익(*ADJNI*)을 지배기업귀속 당기순이익(*NI*)과 비지배지분귀속 당기순이익(*NCIIL*)으로 구분하여 회귀분석을 수행하였으며, 그 결과를 <표 7>에 요약하였다.

<표 7> 회귀분석 결과—2008년 이후(n=2,551개)

	모형 A	모형 B
절편	-2,113 (-0.69)	-2,500 (-0.82)
<i>BV</i>	0.167 (7.65**)	
<i>BV-NCI</i>		0.200 (7.64**)
<i>NCI</i>		0.048 (0.84)
<i>NI</i>	7.755 (37.07**)	7.628 (35.27**)
<i>NCIIL</i>	-0.832 (-2.14*)	-0.427 (-1.00)
기타 변수	포함	포함
F값	384.1**	350.2**
Adj.R ²	0.600	0.601

(주) 유의수준 : ** 1% 미만 유의함. * 5% 미만 유의함

<변수설명>

BV : 기초 순자산의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NCI* : 기초 비지배지분의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NI* : 데이터베이스상 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, *NCIIL* : 비지배지분귀속 당기순이익/기말 유통보통주식수

<표 7>에서 보는 바와 같이 비지배지분귀속 당기순이익(*NCIIL*)은 비지배지분을 연결순자산에서 구분하지 않은 모형 A의 경우 5% 유의수준에서 주가와 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재하며, 비지배지분을 연결순자산에서 구분한 모형 B의 경우에는 통계적으로 유의하지는 않지만 주가와 음의 상관관계가 존재한다. 따라서 비지배지분귀속 당기순이익이 연결당기순이익에 포함됨으로써 이것이 잡음의 역할을 하여 2008년 이후 *ADJNI*가 주가에 대한 설명력이 낮아졌다는 해석을 뒷받침한다.

한편 2011년부터 K-IFRS가 의무적으로 적용되었기 때문에 실체개념이 적용된 2008년 이후

의 기간에 대한 분석결과에 K-IFRS의 적용이 영향을 주었을 수 있다. 따라서 K-IFRS 적용 여부에 대한 더미변수 및 상호작용변수를 포함하여 회귀분석을 수행하였으며, 그 결과를 <표 8>에 요약하였다.¹¹⁾

<표 8> 회귀분석 결과-2008년 이후 IFRS 영향(n=2,551개)

	모형 C	모형 D
절편	-5,350 (-1.61)	-2,940 (-0.93)
<i>BV-NCI</i>	0.334 (12.86**)	0.319 (9.75**)
<i>NCI</i>	-0.295 (-5.40**)	-0.330 (-4.77**)
<i>ADJNI</i>	5.745 (30.51**)	5.102 (22.35**)
<i>IFRS</i>	4,593 (2.83**)	
<i>(BV-NCI)*IFRS</i>		0.014 (0.34)
<i>NCI*IFRS</i>		0.077 (0.76)
<i>ADJNI*IFRS</i>		1.594 (5.30**)
기타 변수	포함	포함
F값	299.6**	263.2**
Adj.R ²	0.563	0.572

(주) 유의수준 : ** 1% 미만 유의함. * 5% 미만 유의함

<변수설명>

P : 기말 증가, *BV* : 기초 순자산의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NCI* : 기초 비지배지분의 장부금액/기말 유통보통주식수, *ADJNI* : 연결손익계산서상 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, *IFRS* : 2011년 이후이면 1, 그렇지 않으면 0

<표 8>의 모형 C를 보면 IFRS 변수가 유의한 양의 회귀계수를 갖는다. 이는 K-IFRS 도입으로 연결재무제표와 주가 간의 관련성이 높아졌음을 의미하는 것이며, K-IFRS 도입에 따른 주가관련성의 영향을 분석한 최근의 우리나라 논문의 결과와도 일관된다. 또한 모형 D를 보면 연결순자산과 비지배지분은 K-IFRS 도입으로 인하여 주가관련성에 유의한 차이가 존재하지 않으나, 연결당기순이익은 유의한 양의 주가관련성이 존재함을 알 수 있다.

따라서 <표 6>의 모형 3과 모형 4에서 *ADJNI*YRD* 변수가 통계적으로 유의한 음의 회귀계수를 갖는 것은 K-IFRS 도입에 따른 주가와 유의한 양의 관련성을 고려할 때 매우 이해적인 결과라고 볼 수 있다. 따라서 K-IFRS를 도입여부와 관계없이 2008년 이후 실체개념에 기초한 연결손익계산서상 연결당기순이익은 비지배지분귀속 당기순이익이라는 잡음으로 인하여 2007

11) K-IFRS가 2009년부터 일부 기업에서 조기 적용되었으나, 그 대상이 많지 않을 것으로 판단하여 본 연구에서는 조기적용에 따른 영향을 구분하지 않고, 2011년 의무적용으로 인한 영향만 분석한다.

년 이전의 기간에 비해 주가관련성이 낮아졌다고 결론을 내릴 수 있다.

4. 추가분석

연결실체의 순자산에서 비지배지분이 차지하는 비중이 클 경우 비지배지분귀속 당기순이익이라는 잡음도 증가할 수 있으므로 비지배지분의 비중이 작은 경우에 비해 연결당기순이익과 주가 간의 관련성이 달라질 수 있다. 따라서 주당비지배지분의 중위수를 기준으로 표본기업을 두 집단으로 구분하여 회귀분석을 수행하였다. 단, 회귀분석은 순자산에서 비지배지분을 구분한 모형(즉, 식(4))으로 하고, 연결손익계산서상 연결당기순이익(*ADJNI*) 변수만 포함하였으며, 분석 결과를 <표 9>에 요약하였다.

<표 9> 회귀분석 결과

변 수	주당비지배지분이 중위수보다 작은 집단(n=1,894)	주당비지배지분이 중위수보다 큰 집단(n=1,894)
절편	5,668 (3.12 ^{**})	-11,689 (-2.34 [*])
<i>BV-NCI</i>	0.169 (5.58 ^{**})	0.399 (6.18 ^{**})
<i>NCI</i>	3.140 (1.25)	-0.064 (-0.67)
<i>ADJNI</i>	5.803 (20.30 ^{**})	6.904 (14.72 ^{**})
<i>(BV-NCI)*YRD</i>	-0.073 (-2.08 [*])	0.031 (0.44)
<i>NCI*YRD</i>	-2.977 (-1.18)	-0.264 (-2.29 [*])
<i>ADJNI*YRD</i>	1.381 (4.28^{**})	-1.451 (-2.83^{**})
<i>NEG</i>	-8.790 (-24.73 ^{**})	-6.471 (-8.30 ^{**})
<i>MKT</i>	4,072 (4.40 ^{**})	8,046 (2.51 [*])
<i>IND</i>	포함	포함
F값	204.0 ^{**}	169.3 ^{**}
Adj.R ²	0.605	0.536

(주) 유의수준 : ** 1% 미만 유의함. * 5% 미만 유의함

<변수설명>

BV : 기초 순자산의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NCI* : 기초 비지배지분의 장부금액/기말 유통보통주식수, *ADJNI* : 연결손익계산서상 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, *YRD* : 2007년까지는 0, 2008년부터는 1인 연도구분 더미, *NEG* : *NI*가 음의 값이면 *NI*, 그렇지 않으면 0, *MKT* : 코스피시장 상장기업이면 1, 코스닥시장 상장기업이면 0, *IND* : 산업분류 더미

<표 9>의 회귀분석 결과를 보면 두 집단 모두 주당순자산(*BV-NCI*) 및 연결당기순이익

(*ADJNI*), 그리고 *NEG*의 회귀계수는 <표 6>의 회귀분석 결과와 유사하다. 그러나 주당비지배지분이 작은 집단의 경우에는 주당비지배지분(*NCI*)이 주가와 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않은 반면, 주당비지배지분이 큰 집단의 경우에는 주당비지배지분이 주가와 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재한다.

본 연구의 관심변수인 *ADJNI*YRD*의 회귀계수를 보면 주당비지배지분이 중위수보다 작은 집단에서는 통계적으로 유의한 양의 계수를 보이는 반면, 주당비지배지분이 중위수보다 큰 집단에서는 통계적으로 유의한 음의 계수를 보이고 있다. 이러한 결과는 주당비지배지분이 큰 집단의 경우 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익이라는 잡음의 영향이 크기 때문에 2008년 이후 연결당기순이익의 추가설명력이 낮아진 반면, 주당비지배지분이 작은 집단의 경우에는 연결당기순이익에 비지배지분귀속 당기순이익의 영향이 미미할 것이므로 2008년 이후 연결당기순이익의 추가설명력이 오히려 높아진 것으로 풀이할 수 있다.

연결당기순이익에 포함되는 비지배지분귀속 당기순손익이 이익일 경우와 손실일 경우 주가와와의 관련성이 다를 수 있다. 따라서 표본기업을 비지배지분귀속 당기순손익의 부호에 따라 두 개의 집단으로 구분하여 회귀분석을 수행하였으며, 그 결과를 <표 10>에 제시하였다. 단, 회귀분석은 순자산에서 비지배지분을 구분한 모형(즉, 식(4))으로 하고, 연결손익계산서상 연결당기순이익(*ADJNI*) 변수만 포함하였다.

<표 10> 회귀분석 결과

변 수	비지배지분귀속 당기순이익 집단(n=2,592)	비지배지분귀속 당기순손실 집단(n=1,519)
절편	-2,538 (-0.70)	-1,520 (-0.68)
<i>BV-NCI</i>	0.297 (6.39**)	0.242 (5.21**)
<i>NCI</i>	-0.072 (-0.84)	0.748 (4.29**)
<i>ADJNI</i>	7.720 (18.85**)	3.848 (11.34**)
<i>(BV-NCI)*YRD</i>	0.122 (2.19*)	0.120 (2.52*)
<i>NCI*YRD</i>	-0.524 (-5.02**)	-0.330 (-1.73)
<i>ADJNI*YRD</i>	-1.552 (-3.39**)	1.588 (4.38**)
<i>NEG</i>	-6.729 (-9.16**)	-5.764 (-14.63**)
<i>MKT</i>	3,764 (1.86)	4,905 (3.98**)
<i>IND</i>	포함	포함
F값	253.22**	182.6**
Adj.R ²	0.559	0.609

(주) 유의수준 : ** 1% 미만 유의함. * 5% 미만 유의함

<변수설명>

BV : 기초 순자산의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NCI* : 기초 비지배지분의 장부금액/기말 유통보통주식수, *ADJNI* : 연결손익계산서상 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, *YRD* : 2007년까지는 0, 2008년부터는 1인 연도구분 더미, *NEG* : *NI*가 음의 값이면 *NI*, 그렇지 않으면 0, *MKT* : 코스피시장 상장기업이면 1, 코스닥시장 상장기업이면 0, *IND* : 산업분류 더미

<표 10>의 비지배지분순이익 집단의 회귀분석 결과는 <표 6>의 모형 4의 분석결과와 유사하다. 즉, 주당순자산, 주당연결당기순이익은 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하는 반면, 주당비지배지분은 통계적으로 유의하지는 않지만 주가와 음의 상관관계가 존재한다. 또한 *ADJNI*YRD* 변수는 주가와 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재하여, 2008년 이후 비지배지분순이익이라는 잡음이 연결당기순이익에 포함되면서 연결당기순이익의 주가설명력이 낮아졌다고 해석할 수 있다.

반면에 비지배지분순손실 집단의 회귀분석 결과를 보면, 주당비지배지분과 *ADJNI*YRD* 변수 모두 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하고 있어 비지배지분순이익 집단의 회귀분석 결과와 다르다. 여기에서 주당비지배지분(*NCI*)의 회귀계수와 *ADJNI*YRD*의 회귀계수를 비교해 볼 필요가 있다. 비지배지분순이익 집단의 경우 주당비지배지분의 회귀계수가 음수일 때 *ADJNI*YRD*의 회귀계수도 음수이며, 비지배지분순손실 집단의 경우 주당비지배지분의 회귀계수가 양수일 때 *ADJNI*YRD*의 회귀계수도 양수이므로 분석결과는 일관성이 있다.

비지배지분순손실 집단의 경우 앞에서 수행한 분석결과와 반대로 주당비지배지분과 주가 간에 양의 상관관계가 존재하는데 그 이유를 명확하게 제시하는 것이 쉽지는 않다. 비지배지분순손실 집단은 종속기업의 성과가 좋지 않은 집단을 의미하는데, <표 10>의 *ADJNI*의 회귀계수를 보면 비지배지분순손실 집단의 회귀계수가 비지배지분순이익 집단의 회귀계수보다 낮음을 알 수 있다. 이는 비지배지분순손실 집단의 연결당기순이익의 주가관련성이 상대적으로 낮다는 것인데, 이에 반해 연결순자산의 주가관련성은 상대적으로 높은 것을 알 수 있다. 따라서 연결순자산을 구성하는 비지배지분(*NCI*)의 주가관련성도 높고, 그 결과 비지배지분순손실의 잡음으로서의 영향이 적어 *ADJNI*YRD*가 유의한 양의 회귀계수를 보이는 것으로 해석할 수 있다. 물론 저자의 이러한 해석이 반드시 옳다고 볼 수는 없으나, 본 논문에서 비지배지분의 주가관련성과 비지배지분귀속 당기순이익이 포함된 연결당기순이익의 주가관련성이 일관된 방향을 갖는다는 것을 확인한 것은 의미 있는 수확이라고 할 수 있다.

한편 표본기업이 어느 시장에 상장되어 있는지에 따라 주당순자산과 주당연결당기순이익의 주가설명력에 차이가 존재할 수 있어 표본기업을 두 집단으로 구분하여 회귀분석을 수행하였다. 단, 회귀분석은 순자산에서 비지배지분을 구분한 모형(즉, 식(4))으로 하고, 연결손익계산서상 연결당기순이익(*ADJNI*) 변수만 포함하였으며, 분석 결과를 <표 11>에 요약하였다.

〈표 11〉 회귀분석 결과

	코스피시장 상장 (n=2,458)	코스닥시장 상장 (n=1,330)
절편	221 (0.06)	3,940 (2.47*)
<i>BV-NCI</i>	0.336 (7.17**)	-0.421 (-4.22**)
<i>NCI</i>	0.006 (0.07)	0.263 (0.89)
<i>ADJNI</i>	6.733 (18.25**)	9.423 (13.42**)
<i>(BV-NCI)*YRD</i>	0.032 (0.61)	0.113 (1.08)
<i>NCI*YRD</i>	-0.322 (-3.13**)	-0.401 (-1.22)
<i>ADJNI*YRD</i>	-0.891 (-2.19*)	-2.505 (-3.48**)
<i>NEG</i>	-7.125 (-13.26**)	-7.995 (-13.10**)
<i>IND</i>	포함	포함
F값	245.62**	108.8**
Adj.R ²	0.544	0.493

(주) 유의수준 : ** 1% 미만 유의함. * 5% 미만 유의함

<변수설명>

P : 기말 증가, *BV* : 기초 순자산의 장부금액/기말 유통보통주식수, *NCI* : 기초 비지배지분의 장부금액/기말 유통보통주식수, *ADJNI* : 연결손익계산서상 연결당기순이익/기말 유통보통주식수, *YRD* : 2007년까지는 0, 2008년부터는 1인 연도구분 더미, *NEG* : *NI*가 음의 값이면 *NI*, 그렇지 않으면 0, *MKT* : 코스피시장 상장기업이면 1, 코스닥시장 상장기업이면 0, *IND* : 산업분류 더미

〈표 11〉의 분석결과를 보면 코스피시장 상장기업의 주당순자산 및 주당연결당기순이익은 모두 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재하는 반면, 코스닥시장 상장기업의 경우에는 주당연결당기순이익만 주가와 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재할 뿐 주당순자산은 주가와 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재한다. 이는 대다수 코스닥상장기업의 경우 주가가 순자산보다는 수익력에 기초하여 형성되는 경향이 많은데 기인하는 것으로 해석할 수 있다. 두 시장 모두 *ADJNI*YRD*는 주가와 통계적으로 유의한 음의 상관관계가 존재하여, 2008년 이후 비지배지분귀속 당기순이익이 연결당기순이익에 포함됨으로써 연결당기순이익의 주가설명력이 낮아졌음을 알 수 있다.

지금까지 수행된 회귀분석에서 주가는 *t*년도 12월말 종가를 이용하였는데, 여러 선행연구에서 이용했던 *t*+1년도 3월말 및 4월말 종가도 이용하여 회귀분석을 수행하였으며, 별도의 표로 그 결과를 제시하지는 않지만 회귀분석의 결과는 12월말 종가를 이용한 결과와 유사하였다. 또한 본 논문의 분석기간을 2007년 이전과 2008년 이후로 구분하였기 때문에 2008년의 글로벌 금융위기의 영향이 있었을 지도 모른다. 따라서 2008년을 제외하고 분석을 하였는데, 별도로 분석 결과를 제시하지는 않지만 2008년을 포함한 분석 결과와 유의하게 달라지지 않았다.

V. 결 론

본 연구에서는 지배기업개념에 기초한 연결당기순이익의 주가관련성과 실체개념에 기초한 연결당기순이익의 주가관련성 간에 차이가 존재하는지 검증하였다. 지배기업개념에 기초한 연결당기순이익은 지배기업귀속 당기순이익인 반면, 실체개념에 기초한 연결당기순이익은 지배기업귀속 당기순이익에 비지배지분순이익을 가산한 금액이다. 어떤 개념에 기초하여 연결당기순이익을 계산하든, 연결실체의 경제적 실질은 동일한데, 지배기업개념이 적용되는 기간과 실체개념이 적용되는 기간 간에 연결당기순이익과 주가 간의 관련성에 유의한 차이가 존재한다면 이는 시장에서 연결재무제표의 정보를 제대로 이해하지 못하고 있다는 증거가 될 수 있다.

연구결과 2008년 이후 실체개념에 따른 연결당기순이익과 주가의 관련성은 2007년 이전 지배기업개념에 따른 연결당기순이익과 주가의 관련성에 비해 통계적으로 유의하게 낮았다. 이는 2008년 이후 연결당기순이익에 포함된 비지배지분귀속 당기순이익이 잡음(noise) 역할을 한 데 기인하는 것으로 파악되었으며, 2011년부터 한국채택국제회계기준의 의무적용에 따른 효과를 고려한 후에도 실체개념에 따른 연결당기순이익의 주가관련성은 그 이전의 기간에 비해 유의하게 낮았다.

또한 표본기업을 주당비지배지분이 중위수보다 작은 집단과 큰 집단으로 구분한 분석 결과, 주당비지배지분이 큰 집단의 경우 연결당기순이익에 미치는 비지배지분귀속 당기순이익이라는 잡음의 영향이 크기 때문에 2008년 이후 주가설명력이 낮은 것으로 나타났다. 표본기업을 비지배지분순이익 집단과 비지배지분순손실 집단으로 구분한 분석 결과 비지배지분순이익 집단은 2008년 이후 주가설명력이 높아진 반면, 비지배지분순손실 집단은 2008년 이후 주가설명력이 높아졌다. 마지막으로 표본기업을 코스피시장과 코스닥시장으로 구분한 결과 두 시장 모두 2008년 이후 연결당기순이익의 주가관련성이 낮은 것으로 나타났다.

한편 본 연구에서 사용한 데이터베이스(KISVALUE)의 2008년 이후 연결당기순이익이 연결손익계산서상 연결당기순이익이 아닌 지배기업소유주귀속 당기순이익으로 입력되어 있음을 확인할 수 있었다. 현재 연결재무제표가 기본재무제표로 공시되고 있는 국제회계기준의 환경 하에서 향후 연결당기순이익을 이용하는 연구결과에 상당한 영향을 미칠 수 있기 때문에 연구자의 주의가 필요하며, 관련 데이터베이스의 내용이 조속히 수정되길 기대한다.

본 연구는 시장이 공시된 연결당기순이익의 본질을 제대로 꿰뚫어 보지 못하고, 외형에 의해 주가가 오도될 수 있음을 확인할 수 있었다는데 의의가 있다. 그러나 본 논문이 지배기업개념의 연결정보와 실체개념의 연결정보의 유용성을 비교한 것은 아니라는 한계점이 있다. 또한 2008년을 전후한 글로벌 외환위기의 영향을 적절하게 통제하지 못한 한계점도 있다. 따라서 후속 연구에서는 이러한 한계점을 고려하여 지배기업개념과 실체개념에 따른 회계정보의 질적 차이를 규명하길 기대한다.

참고문헌

- 기현희 · 왕현선 · 박정산. 2013. “국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 별도재무제표의 정보 효과 비교”. 국제회계연구 제48집 : 55-76.
- 김경호. 1996. “연결재무제표정보의 유용성에 관한 연구”. 한국회계학회 춘계학술연구발표회 논문집 : 21-47.
- 김권중 · 나인철. 2002. “지분법회계와 연결재무제표 정보의 유용성에 대한 실증적 연구”. 회계학연구 제27권 : 115-144.
- 김권중 · 남상오. 1994. “연결회계정책 정립을 위한 실증적 연구”. 회계학연구 제26권 제4호 : 157-187.
- 박홍조 · 지현미. 2010. “연결재무제표 공시제도 변경이 연결회계정보의 가치관련성에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제11권 제2호 : 67-84.
- 신현걸. 2008. “국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 개별재무제표의 가치관련성 비교”. 대한경영학회지 제21권 제3호 : 1109-1136.
- 이장형 · 최현돌. 2007. “소수주주지분의 표시방법과 주가관련성에 대한 비교분석”. 상업교육연구 제15권 : 231-249.
- 정규언 · 김정원. 1994. “연결재무제표의 추가적인 정보가치에 관한 연구”. 경영학연구 제23권 제3호 : 83-108.
- 정종암 · 김지홍. 1991. “연결재무제표의 유용성에 관한 연구”. 경영학연구 제23권 제3호 : 127-155.
- 한종수 · 박선영. 2013. “K-IFRS하에서의 별도재무제표와 연결재무제표의 상호보완적 가치관련성에 대한 연구”. 회계연구 제18권 제2호 : 175-208.
- 황규진 · 이아영. 2010. “연결재무제표의 비지배지분 관련 정보에 대한 연구”. 대한경영학회지 제23권 제6호 : 3231-3249.
- 황인태. 1995. “연결재무제표의 유용성에 관한 실증적 연구”. 회계학연구 제20권 : 55-75.
- Abad, C., J. Laffarga, A. Garcia-Borbolla, M. Larrdn, J. M. Pinero, and N. Garrod. 2000. An Evaluation of the Value Relevance of Consolidated versus Unconsolidated Accounting Information : Evidence from Quoted Spanish Firms. *Journal of International Financial Management and Accounting* 11(3) : 156-177.
- Armstrong, C. 2010. Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. *The Accounting Review* 85(1) : 31-61.
- Bartov, E. S.R. Goldberg, and M. Kim. 2005. Comparative Value Relevance Among German, U.S., and International Accounting Standards : A German Stock Market Perspective. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 20(2) : 95-119.
- Beckman, J. K. 1995. The Economic Unit Approach to Consolidated Financial Statements : Support

- from the Financial Economics Literature. *Journal of Accounting Literature* 14 : 1–23.
- Callao, S., J. I. Jarne, and J.A. Laines. 2007. Adoption of IFRS in Spain : Effect on the comparability and relevance of financial reporting. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 16(2) : 148–178.
- Collins, D. W., M. Pincus, and H. Xie. 1999. Equity Valuation and Negative Earnings : The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review* 74(1). 29–61.
- Harris, T. S., M. Lang, and H. P. Moller. 1994. The Value Relevance of German Accounting Measures : An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research* 32(2) : 187–209.
- Müller, V. 2011. Value Relevance of consolidated versus Parent Company Financial Statements : Evidence from the Largest Three European Capital Markets. *Accounting and Management Information Systems* 10(3) : 326–350.
- Nurnberg, H. 2001. Minority Interest in the Consolidated Retained Earnings Statement. *Accounting Horizons* 15(2) : 119–146.
- Niskanen, J., J. Kinnunen, and E. Kasanen. 1998. A Note on the Information Content of Parent Company versus Consolidated Earnings in Finland. *The European Accounting Review* 7(1) : 31–40.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11. 661–687.

Value Relevance of Change in Components of Consolidated Net Income

-Focusing on Net Income Attributable
to Non-Controlling Interests -

Hyun Geol Shin* · Jae Yeon Jeong**

〈Abstract〉

While Korean parent companies had reported consolidated net income under the parent entity concept until 2007, they have reported it under the entity concept since 2008. With respect to consolidated net income, the basic difference between parent entity concept and entity concept is that net income attributable to non-controlling interests('NCI' hereafter) is excluded from the consolidated net income under parent entity concept, however, it is included in the consolidated net income under entity concept.

This paper investigate whether there is a significant difference of value relevance of consolidated net income between two periods, Period I (2004 through 2007) and Period II (2008 through 2012). Regardless of the accounting standards applied, it is reasonable that there should not be a significant difference between the value relevance of consolidated net income under the two concepts. However, if the significant difference would be found it can be interpreted that market could not fully understand the meaning of consolidated net income.

We found that value relevance of Period II is significantly lower than that of Period I. It would result from the NCI that affected negatively the stock price as a noise, and the result does not change after controlling the effect of IFRS adoption in 2011.

We can conclude that the market does not fully understand the meaning of consolidated net income after adoption the entity concept, and stock prices could be affected by the form rather than the substance of accounting information.

〈Key words〉 consolidated net income, parent entity concept, entity concept, non-controlling interests

* Professor, School of Business Administration, Konkuk University

** Associate professor, College of Business Administration, Kangwon National University