

세무학회지
제14권 제6호 2013년 12월 pp.105~132
한국세무학회

K-IFRS에 의한 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성에 관한 연구*

이성엽** · 김완희*** · 오종문****

<요 약>

본 연구의 목적은 한국채택국제회계기준(K-IFRS)에 의해 작성된 연결재무제표와 별도재무제표의 상대적인 가치관련성을 Ohlson 모형(1995)을 이용하여 분석하는 것이다. 이를 위해서 각 재무제표의 순자산과 순이익을 독립변수로 하고 주가를 종속변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 또한 연결재무제표에서 산출할 수 있는 별도재무제표 대비 순자산 차이 및 순이익 차이가 가치관련성에 어떤 영향을 미치는지를 분석하였다. 이를 위해서는 별도재무제표의 순자산 및 순이익과 양 재무제표 간의 순자산 차이 및 순이익 차이를 독립변수로 하고 주가를 종속변수로 하는 회귀분석을 실시하였다.

연구대상기업은 금융업 이외의 산업에 속하는 우리나라 상장기업 중에서 617개의 표본을 선정하였고, 재무제표정보 및 주식관련자료는 KIS VALUE로부터 입수하였다. 또한 분석대상 회계연도는 우리나라에서 K-IFRS를 도입한 이후 최초로 전면적으로 적용한 2011년과 소급하여 적용한 2010년이다.

분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 연결재무제표와 별도재무제표의 순자산과 순이익은 가치관련성이 있는 것으로 나타났다. 각 모형의 설명력을 나타내는 수정결정계수(R^2)는, 연결재무제표에 기초한 모형이 0.666이고 별도재무제표에 기초한 모형이 0.795로서, 별도재무제표의 가치관련성이 더 높았으나 Vuong's test에 의한 모형의 설명력 차이는 유의적이지 않았다. 한편, 순자산과 순이익 중 주가에 좀 더 영향을 주는 요인은 순이익인 것으로 나타났다. 둘째, 연결재무제표와 별도재무제표의 순자산 차이와 순이익 차이에 대한 분석에서는 별도재무제표의 순자산 및 순이익뿐만 아니라 양 재무제표 간의 순자산 차이와 순이익 차이도 유의적인 양(+)의 가치관련성을 보였다. 이는 연결재무제표를 주재무제표로 공시하도록 하고 있는 K-IFRS가 실증적으로 지지를 받는다는 점에서 의미가 있다.

* 이 논문은 주저자의 박사학위논문을 발췌 정리하여 수정·보완한 것입니다. 학위 논문의 작성과 심사 과정에서 지도해주신 교수님들과 익명의 심사자분들께 진심으로 감사드립니다.

** 다산회계법인 공인회계사(경영학박사), leesy@dasancpa.com, 010-3210-9063, 주저자

*** 가천대학교 경영대학 교수, wanhikim@gmail.com, 010-3240-0763, 공동저자

**** 동국대학교 경주캠퍼스 경영학부 조교수, jmoh0228@naver.com, 054-770-2331, 교신저자

논문접수일 2013년 9월 25일

1차수정일 2013년 12월 2일

게재확정일 2013년 12월 10일

이 연구의 시사점은, K-IFRS의 도입으로 연결재무제표를 주재무제표로 공시하게 된 것이 가치 관련성 측면에서 의미가 있다는 것이다. 다만 K-IFRS가 도입 초기임을 감안할 때 별도재무제표도 가치관련성에 있어서 중요한 역할을 한다는 것이다.

〈주제어〉 한국채택국제회계기준, 가치관련성, 연결재무제표, 별도재무제표, Ohlson 모형, 순자산, 순이익

I. 서 론

Ball and Brown(1968)이 자본시장에서 회계정보의 유용성에 대한 논문을 발표한 이후 초기의 연구는 회계정보를 주로 정보의 시각(informational perspective)에서 다루어왔다. 그러나 Ohlson(1995)이 순증관계(Clean Surplus Relation ; CSR)를 이용하여 장부가치와 이익 등에 기초한 가치평가모형을 도출한 이후 회계연구의 방향은 가치측정의 시각(measurement perspective)으로 이전되었고 회계정보에 기초한 기업가치 평가가 회계연구의 중요한 주제가 되었다.

이러한 변화는, 회계연구의 방향이 회계정보가 주가에 미치는 영향을 다루던 간접적인 형태에서 주가를 측정하는 직접적인 형태로 전이(轉移)한 것을 의미하며, 또한 재무학의 주된 연구 분야였던 주가를 회계학의 연구 분야로 포함시킴으로써 회계연구의 영역이 확장된 것을 의미한다.

Ohlson(1995)의 연구 이후 Ohlson모형의 주가 설명력을 검증하거나 또는 모형 자체의 타당성을 검증하는 연구가 있었고 이러한 연구의 주제는 과연 회계정보가 주가를 측정하는데 있어서 나름의 역할을 하는가에 있었다. 특히 회계정보의 전달체계인 재무제표의 변화¹⁾는 이러한 연구에 있어서 매우 중요한 의미가 있는데 그것은 종전의 방법에 비해 새로운 방법이 주가를 더 잘 측정할 수 있는냐에 따라 새로운 방법의 유효성을 확인할 수 있기 때문이다.

우리나라에서도 2011년부터 상장법인 등은 의무적으로 한국채택국제회계기준(K-IFRS)를 적용하여 재무제표를 작성해야 하며, 이 때 공시되는 기본적인 재무제표는 연결재무제표이다. K-IFRS에서 연결재무제표를 주재무제표로 채택한 것은 그것이 별도재무제표에 비해 기업의 경제적 실질을 보다 잘 반영하기 때문에 이해관계자의 의사결정에 좀 더 유용한 정보를 제공할 것이라는 이론적인 지지에 기초하고 있다.

과거 기업회계기준에서도 이러한 점을 반영하여 개별재무제표를 작성함에 있어서 최소한 순이익만큼은 연결재무제표의 지배기업지분 순이익과 일치하는 지분법을 적용하도록 규정하고 있었으며, 현재 K-IFRS를 적용하지 않는 기업에 적용되는 일반기업회계기준에서도 개별재무제

1) 이러한 변화에는 재무제표의 표시 항목, 표시 방법 등이 포함된다. 가령 손익계산서에 표시하는 당기순이익과 포괄손익계산서에 표시하는 포괄당기순이익의 차이 또는 자산을 공정가치로 평가하는 것이 대표적이다.

표를 주재무제표로 하되 지분법의 적용을 의무화하고 있다. 또한 과거 기업회계기준에서는 연결재무제표를 작성·공시할 때 1개월의 시차를 두고 있었기 때문에 지분법을 적용한 개별재무제표는 공시 시점을 앞당겨서 이미 연결재무제표의 역할을 어느 정도 하고 있었다고 할 수 있다.

한편 K-IFRS에서는 연결재무제표를 주재무제표로 공시하지만 지배기업만의 경영성과나 재무상태를 파악할 수 있는 별도재무제표를 동시에 공시하도록 요구하고 있다. 그런데 과거 기업회계기준이나 일반기업회계기준에서 개별재무제표에 지분법의 적용을 요구하는 것과는 달리 별도재무제표에서는 피투자기업이나 종속기업의 투자주식에 대해 원가법이나 시가법을 적용하도록 하며, 또한 내부거래에 따른 미실현손익을 제거하지 않는다.

선행연구를 살펴보면 자본시장에 있어서 연결재무제표와 별도재무제표의 상대적인 가치관련성은 결론이 일관되지 않고 있으며, 또한 K-IFRS의 도입 이전의 재무제표를 대상으로 하고 있고, K-IFRS의 도입 이후에 이루어진 연구에서도 조기도입기업을 대상으로 하는 등의 한계가 있다.

이러한 배경에 기초하여 이 연구에서는 K-IFRS에 의한 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성(value relevance)을 Ohlson 모형(1995)을 이용하여 실증적으로 분석하고자 한다. 이 연구는 특히 K-IFRS 도입 이전이 아니라 연결재무제표와 별도재무제표가 동시에 공시되는 2011년을 연구대상기간²⁾으로 하였다는 점에서 기존의 연구와 차이점이 있다. 또한 과거 회계기준에 의하면 연결재무제표와 개별재무제표의 순자산과 순이익은 특별한 경우를 제외하면 일치하는 반면에 K-IFRS에 의한 연결재무제표와 별도재무제표의 순자산과 순이익은 차이가 발생하므로 그 차이가 가치관련성과 어떤 관계가 있는지를 살펴보는 것은 기존의 연구와는 다른 점이라 할 수 있다. K-IFRS를 조기에 도입한 기업을 대상으로 한 유사 연구(최해동·김광윤 2012 등)가 있으나 그러한 연구는 K-IFRS의 의무 적용 이전에 자발적으로 조기 도입한 소수 표본만을 대상으로 하고 있어서 표본 특성과 표본 규모로 인해 분석결과에 차이가 있을 수 있다. 따라서 이 연구는 K-IFRS의 도입에 의해 달라지는 재무제표의 작성 및 공시체계가 가치관련성에 어떤 변화를 가져오는지를 살펴본다는 점에서 의미가 있다.

본 연구는 2011년과 2010년에 걸쳐 종속기업이 있는, 즉 연결재무제표를 작성해야 하는, 결산일이 12월 31일인 비금융업 상장기업을 대상으로 한다. 해당 회계자료와 주가자료는 KIS VALUE에서 추출하였으며, 일정한 기준을 정하여 그 기준을 충족하지 않는 자료를 제외하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 연결재무제표와 별도재무제표의 순자산과 순이익은 가치관련성이 있는 것으로 나타났다. 각 모형의 설명력을 나타내는 수정결정계수(R^2)는, 연결재무제표에 기초한 모형이 0.666이고 별도재무제표에 기초한 모형이 0.795로서, 통계적으로 유의한 차이는 아니나 별도재무제표의 가치관련성이 더 높았다. 한편, 순자산과 순이익 중 주가에 좀 더

2) 실제 분석에 있어서는 K-IFRS 도입에 따라 소급해서 공시하는 2010년도 연결재무제표와 별도재무제표도 포함했다.

영향을 주는 요인은 순이익인 것으로 나타났다. 둘째, 연결재무제표에서 산출할 수 있는 별도재무제표와의 순자산 차이와 순이익 차이에 대한 분석에서는 별도재무제표의 순자산 및 순이익과 아울러 양 재무제표의 순자산 차이와 순이익 차이도 유의적인 양(+)의 가치관련성을 보였다. 이는 연결재무제표를 주재무제표로 공시하도록 하고 있는 K-IFRS가 실증적으로 지지를 받는다는 점에서 의미가 있다.

이 연구의 시사점은 K-IFRS의 도입으로 연결재무제표를 주재무제표로 공시하게 된 것이 가치관련성 측면에서 의미가 있다는 것이다. 다만 K-IFRS가 도입 초기임을 감안할 때 별도재무제표도 가치관련성에 있어서 중요한 역할을 한다는 것이다.

이 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 이론적 배경과 선행연구에 대해 살펴보고, III장에서는 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성을 비교하기 위한 연구모형을 설계한 후 이에 기초하여 연구가설, 변수의 측정방법, 연구방법, 그리고 표본 선정에 대하여 살펴본다. IV장에서는 실증분석을 실시한 후 그 결과를 분석하고, V장에서는 결론 등을 기술하였다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

1. 연결재무제표와 별도재무제표

한국회계연구원 회계기준위원회의 재무회계개념체계에 의하면, 기업실체는 기업의 소유주와는 독립적으로 존재하는 회계단위로서, 개별 기업은 하나의 독립된 회계단위인 기업실체에 해당하지만 지배·종속관계에 있는 기업들의 경우 지배기업과 종속기업은 단일의 법적 실체는 아니지만 단일의 경제적 실체를 형성하고 하나의 회계단위로서 연결재무제표의 작성 대상이 된다고 서술하고 있다.³⁾ 또한 우리나라에서 흔히 재무제표의 기본가정의 하나로 언급하는 기업실체의 가정은 기업을 소유주와는 독립적으로 존재하는 회계단위로 간주하고 이 회계단위의 관점에서 그 경제활동에 대한 재무정보를 측정, 보고하는 것을 의미한다. 일반적으로 개별 기업은 하나의 독립된 회계단위로서 재무제표를 작성하는 기업실체에 해당한다. 그러나 기업실체의 개념은 법적 실체와는 구별되는 개념이다. 즉, 지배·종속관계에 있는 기업들의 경우 법적으로는 별개의 실체이지만 단일의 경제적 실체를 이루고 있으므로 연결재무제표의 작성대상이 된다. 달리 말하면 지배기업과 모든 종속기업은 연결재무보고의 기업실체가 되는 것이다. 이러한 관점에서 연결재무제표의 작성에 정당성이 부여될 수 있다.

연결재무제표는 지배기업과 모든 종속기업을 하나의 경제적 실체로 보아 각 기업의 재무제표를 하나로 합쳐서 작성한 재무제표이다. 연결재무제표 또는 별도재무제표의 순자산이나 순손익

3) 한국회계연구원 회계기준위원회, 재무회계개념체계(2003).

에 종속기업 또는 지분법을 적용하는 관계기업이 미치는 영향은 <표 1>과 같다.

<표 1> 종속기업 등이 연결재무제표와 별도재무제표의 순자산과 순손익에 미치는 영향

구 분		종속기업	관계기업
연결재무제표	순자산	누적지배기업지분 누적내부미실현손익	누적투자기업지분, 누적내부미실현손익
	순손익	지배기업지분 내부미실현손익	지배기업지분(지분법손익) 내부미실현손익
별도재무제표	순자산	누적배당금수익, 시가평가차액	누적배당금수익, 시가평가차액
	순손익	배당금수익	배당금수익

연결재무제표의 작성 과정에서 종속기업의 순자산 중 취득원가에 대응되는 자본을 제외한 누적적인 지배기업지분에 해당하는 금액은 연결재무제표에 반영된다. 즉, 지배기업이 종속기업 투자에 대해 원가법을 적용할 경우⁴⁾ 애초의 취득원가에 해당하는 종속기업의 순자산은 제거되지만 이후 발생한 순손익 및 기타포괄손익 등은 연결재무제표에 반영된다. 또한 내부거래에 따른 미실현손익은 연결과정에서 제거되므로 연결재무제표와 별도재무제표의 순자산은 해당 금액만큼 추가적으로 차이가 발생할 것이다. 한편 별도재무제표에서 종속기업투자에 대해 원가법으로 처리할 경우 종속기업으로부터 받은 배당금은 수익으로 회계처리할 것이므로 순자산은 해당 금액만큼의 차이가 발생한다. 이와는 달리 별도재무제표에서 종속기업 투자에 대해 공정가치로 평가할 경우 원가와 공정가치의 차액은 기타포괄손익으로 처리할 것이므로 이 경우에 시가평가차액은 별도재무제표의 순자산과 연결재무제표의 순자산의 차이를 가져온다.

연결재무제표의 작성과정에서 종속기업의 순이익 중 지배기업지분에 해당하는 금액은 연결재무제표에 반영된다. 또한 내부거래에 따른 미실현손익은 연결과정에서 제거되므로 연결재무제표와 별도재무제표의 순이익은 해당 금액만큼 차이가 발생할 것이다. 한편 별도재무제표에서 종속기업으로부터 받은 배당금은 수익으로 회계처리할 것이므로 순이익은 해당 금액만큼의 추가적인 차이가 발생한다. 그러나 별도재무제표에서 종속기업 투자에 대해 공정가치로 평가할 경우 원가와 공정가치의 차액은 기타포괄손익으로 처리할 것이므로 이로 인한 순이익의 차이는 발생하지 않는다.

4) 시가법을 적용할 경우에도 원가와 시가와의 차이는 별도재무제표에서 기타포괄손익으로 인식될 것이므로 연결분개를 하는 과정에서 최초의 취득원가로 환원될 것이다.

2. 선행연구 검토와 본 연구의 차이점

신현걸(2008)은 연결재무제표를 기본재무제표로 공시하는 K-IFRS의 도입과 관련하여 과거에 우리나라에서 수행되었던 개별재무제표 위주의 여러 가지 연구 결과에 의문을 제기하며, 2001년부터 2006년까지 6년간의 개별재무제표와 연결재무제표의 주가관련성을 Ohlson 모형을 이용하여 비교하였다. 또한 개별재무제표와 연결재무제표의 주요 재무비율의 차이를 분석하였다. 연구결과 개별재무제표에 기초한 주요 재무비율과 연결재무제표에 기초한 주요 재무비율 간에 통계적으로 유의한 차이가 존재함으로써 향후 연결재무제표를 기본재무제표로 공시할 경우 기업가치 또는 신용등급 평가에 영향을 미칠 것으로 보았으며, 또한 개별재무제표의 주가관련성보다 연결재무제표의 주가관련성이 통계적으로 유의하게 낮다는 결과를 제시하며 현재 우리나라 기업의 결산시점 주식가격은 주로 개별재무제표에 의존함을 확인하였다.

K-IFRS에 의해 작성한 재무제표의 가치관련성이 증가했는지에 대한 최근의 연구를 살펴보면 최해동 등(2012)은 Ohlson 모형과 Feltham and Ohlson 모형을 이용하여 국제회계기준이 종전의 회계기준에 비해 추가설명력이 더 우수한지 여부를 2009년과 2010년에 걸쳐 K-IFRS를 조기에 도입한 기업의 사례를 통해 실증적으로 규명하였다. 이 연구에서는 K-IFRS를 조기에 도입한 61개 기업 중에서 일정한 기준을 충족하는 50개 기업을 표본으로 선정하여 분석하였는데, 연구결과에 의하면 순장부가치 비율의 경우 통계적 유의성은 없지만 회귀계수는 양수(+)이고, 순이익비율은 통계적 유의성이 있고 회귀계수는 순장부가치 비율과 마찬가지로 양수(+)인 것으로 나타났다. 한편, 순장부가치 차이 비율과 순이익가치 차이 비율의 경우 회귀계수는 각각 양수(+), 음수(-)로 나타났고, 모두 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다. 결론적으로 Ohlson 모형을 이용하여 K-IFRS를 조기에 도입한 기업을 대상으로 국제회계기준의 추가적인 기업가치 설명력을 검증한 결과 K-IFRS는 추가적인 기업가치 설명력이 없는 것으로 나타났다. 한편, 앞의 Ohlson 모형에 순영업자산 비율 및 순영업자산 차이 비율을 추가하여 검증한 결과에서도 통계적 유의성이 없었다. 이러한 결과에 대해서는 우리나라의 경우 K-IFRS를 전면적으로 도입하기 이전에도 이미 K-IFRS의 내용을 상당한 정도로 도입하고 있었다는 점이 하나의 이유가 될 수 있을 것으로 결론을 내리고 있다.

김영옥 등(2012)은 K-IFRS를 도입한 이후 종속기업이 있는 주권상장기업의 경우 주된 재무제표인 연결재무제표와 함께 개별 기업의 별도재무제표도 동시에 공시된다는 점을 고려하여 연결재무제표와 별도재무제표의 상대적 가치관련성 및 증분적 가치관련성을 실증적으로 분석하였다. 상대적 가치관련성과 관련한 회귀분석의 결과 주당순자산과 주당순이익의 회귀계수는 유의적인 양수(+)였는데 상대적 가치관련성 측면에서 연결재무제표와 별도재무제표는 서로 유의적인 차이가 없는 것으로 확인되었다. 따라서 연결재무제표의 가치관련성이 별도재무제표의 가치관련성보다 더 높지 않다는 것이다. 한편 순자산과 순이익의 설명력에 있어서는 연결재무제표와 별도재무제표와 관계없이 모두 순이익이 순자산보다 주가에 대한 설명력이 더 높았다. 그리고

증분적 가치관련성과 관련한 회귀분석의 결과 별도재무제표의 순자산과 순이익의 회귀계수는 유의적인 양수(+)인데 비해서 연결재무제표의 순자산 차이의 회귀계수는 음수(-)이고 유의적이지 않았으나 순이익 차이의 회귀계수는 양수(+)이고 유의적이다.

이상의 선행연구를 살펴보면 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성에 있어서 결론이 일관적이지 않고, 또한 K-IFRS의 도입 이전의 재무제표를 대상으로 하고 있으며, K-IFRS의 도입 이후에 이루어진 연구에서도 초기 도입 기업만을 대상으로 하는 등의 한계가 있다.

이 연구는 기존의 Ohlson 모형을 이용한 가치관련성과 관련한 선행연구들과 비교할 때 다음과 같은 점에서 차별성이 있다. 첫째, 이 연구에서는 K-IFRS의 도입에 의해 동시에 공시되는 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성을 살펴본다. 과거 회계기준에 의하면 일반적으로 연결재무제표는 개별재무제표가 공시된 이후 일정한 기간이 경과한 후에 보충적으로 공시되는 재무제표이므로 각 재무제표가 공시되는 시점의 차이로 인한 문제가 있을 수 있다. 둘째, 이 연구에서는 K-IFRS가 본격적으로 도입된 2011년의 재무제표 정보를 기초로 분석을 실시한다. 즉, 과거 회계기준과는 다른 국제적 정합성이 있는 K-IFRS를 적용한 재무제표에 기초하여 가치관련성을 분석한다는 점에서 의의가 있다. 특히 과거 회계기준에서는 개별재무제표에서도 종속기업 등의 투자에 대해 지분법을 적용함으로써 부분적으로는 개별재무제표가 연결재무제표의 기능을 수행하고 있었으나 K-IFRS를 적용한 별도재무제표에서는 종속기업 등의 주식에 대해 원가 또는 공정가치로 평가하도록 하고 있으므로 각 재무제표의 순자산이나 순이익에 차이가 있을 수밖에 없다. 따라서 이러한 재무제표간의 차이가 가치관련성에 어떤 영향을 미치는지를 분석하는 것은 의미가 있다. 또한 기존의 연구에서는 K-IFRS를 조기에 도입한 소수의 표본만을 대상으로 연구를 수행하여 분석에 한계가 있을 수 있으나, 이 연구에서는 상장기업이 의무적으로 K-IFRS를 도입한 2011년의 재무제표정보를 기초로 분석을 한다.

III. 연구설계

1. 연구가설

이 연구에서는 K-IFRS의 도입에 따라 동시에 공시되는 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성을 분석한다. 즉, 종속기업 등의 재무상태 및 경영성과가 반영되고 내부거래에 따른 미실현손익이 제거된 연결재무제표와 종속기업 등의 투자에 대해 원가 또는 공정가치로 평가하고 내부거래에 따른 미실현손익이 제거되지 않은 별도재무제표의 가치관련성에 차이가 있는가를 검증한다. 이를 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설1 : K-IFRS에 의한 연결재무제표의 회계정보의 가치관련성은 K-IFRS에 의한 별도재무제표의 회계정보의 가치관련성보다 높다.

연결재무제표는 지배기업과 종속기업 등의 재무제표를 하나의 재무제표로 통합하여 표시하는 것이므로 연결실체의 재무상태나 경영성과를 파악할 수 있는 장점이 있다. 즉, 정보이용자들이 연결실체에 대한 합리적인 의사결정을 할 수 있는 것이다. 또한 연결재무제표는 종속기업이나 관계기업을 이용한 이익의 조작 등이 제거되어 별도재무제표에서 왜곡될 수 있는 개별 실체의 재무상태나 경영성과를 파악할 수 있으며, 많은 나라에서 연결재무제표를 주재무제표로 채택하고 있기 때문에 국가 간 비교가능성을 높일 수 있으므로 우리나라 주식시장의 주요 참여자인 외국 투자자의 입장에서 볼 때 별도재무제표보다 더 익숙한 것으로 주가와 관련하여 더 많은 의미를 부여할 가능성이 있다.

한편, 가설1과 관련하여 연결재무제표가 제공하는 추가적인 정보의 가치관련성을 확인하기 위하여 연결재무제표의 순자산, 순이익과 별도재무제표의 순자산, 순이익의 차이를 이용하여 연결재무제표의 가치관련성을 분석한다. 즉, 연결재무제표가 제공하는 추가적인 회계정보인 순자산 차이와 순이익 차이가 가치관련성이 있는지를 분석한다. 이를 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설2 : K-IFRS에 의한 연결재무제표가 제공하는 추가적인 회계정보는 증분 가치관련성이 있다.

2. 연구모형

가. Ohlson(1995) 모형

Ohlson은 다음과 같은 세 가지 가정을 통하여 주가평가모형을 도출하였다. 첫째, 미래의 기대 배당의 현재가치(present value of future dividend ; PVED)가 주가를 결정한다. 둘째, 회계자료(accounting data)와 배당금은 순증관계(CSR)를 충족시키며, 배당은 현재의 이익을 감소시키지 않고 순자산가치를 감소시킨다. 셋째, 초과이익은 확률적 시계열 행태(stochastic time-series behavior)를 나타낸다.

이러한 가정 하에서 다음과 같은 배당할인모형과 순증관계를 생각할 수 있다.

$$\text{배당할인모형 : } P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r_f)^{-\tau} E(d_{t+\tau})$$

순증관계 : $y_{t+\tau} = y_{t+\tau-1} + x_{t+\tau} - d_{t+\tau}$

단, P_t : t시점의 개별주식의 가격,

d_t : t시점의 배당금 지급액,

r_f : 무위험이자율

$E_t(\cdot)$: t시점의 정보에 기초한 기댓값

x_t : (t-1, t) 기간의 이익,

y_t : t시점의 순자산가치

순증관계를 배당금에 대해 정리하면 다음과 같다.

$$d_{t+\tau} = y_{t+\tau-1} - y_{t+\tau} + x_{t+\tau}$$

한편 어느 기업의 특정기간의 초과이익(residual income)은 그 기업이 창출하는 특정기간의 이익에서 전기간말의 장부가치에 무위험이자율을 곱한 값을 차감한 것과 같으며, 이를 수식으로 나타내면 $x_{t+\tau}^\alpha = x_{t+\tau} - r_f y_{t+\tau-1}$ 과 같고, $x_{t+\tau} = x_{t+\tau}^\alpha + r_f y_{t+\tau-1}$ 이 된다. 이를 순증관계를 배당금에 대해 정리한 식에 대입하면 다음과 같은 식이 도출된다.

$$d_{t+\tau} = y_{t+\tau-1} - y_{t+\tau} + x_{t+\tau}^\alpha + r_f y_{t+\tau-1}$$

최종적으로 위의 식을 배당평가모형에 대입하면, 다음과 같다.

$$\begin{aligned} P_t &= \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r_f)^{-\tau} E(y_{t+\tau-1} - y_{t+\tau} + x_{t+\tau}^\alpha + r_f y_{t+\tau-1}) \\ &= \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r_f)^{-\tau} E[(1+r_f)y_{t+\tau-1} - y_{t+\tau} + x_{t+\tau}^\alpha] \\ &= \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r_f)^{-\tau} E[(1+r_f)y_{t+\tau-1}] - \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r_f)^{-\tau} E(y_{t+\tau}) + \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r_f)^{-\tau} E(x_{t+\tau}^\alpha) \end{aligned}$$

그런데 위의 식에서 첫 번째 항과 두 번째 항을 전개하여 축차적으로 정리할 경우 τ 가 ∞ 이면 y_t 만 남게 되어 최종적으로 다음과 같은 식으로 정리된다.

$$P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r_f)^{-\tau} E(x_{t+\tau}^\alpha)$$

그러므로 어느 기업의 특정시점의 주주지분의 가치는 그 시점의 장부가치와 이후 그 기업이 창출하는 미래초과이익의 현재가치의 합계임을 알 수 있다.

Ohlson 모형의 가장 큰 특징은 순증관계를 이용하여 발생주의에 의한 회계수치를 가치평가에 연결시켰다는 것이다(Lo and Lys 2000). 이후 Ohlson 모형은 회계학 연구에 있어서 매우 중요한 역할을 하는데 그것은 Ohlson 모형의 바람직한 속성의 하나가 가치평가와 회계수치를 공식적으로 연결시켰기 때문이다.

나. 실증모형

Ohlson 모형은 주식가치가 미래의 배당금의 현재가치라는 미래배당할인모형에 기초하여 순증관계를 추가함으로써 회계정보가 주식가치를 측정하는데 있어서 중요한 역할을 한다는 것을 보여준다. 즉, Ohlson 모형은 주식가치의 평가를 위해 발생주의에 의한 회계정보를 직접 이용한다는 것이다.

이 연구에서는 Collins et al.(1997)이 사용한 모형 등을 기초로 가치관련성을 실증적으로 분석하고자 한다. 연구와 관련한 기본적인 Ohlson 모형은 다음과 같다.

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \epsilon_{it}$$

단, P_{it} : t시점의 개별주식의 가격,
 BV_{it} : t시점의 주당순자산
 E_{it} : (t-1, t) 기간의 주당순손익
 ϵ_{it} : 오차항

한편, 실증분석에서는 2010년과 2011년을 분석대상기간으로 하였으므로 연도 간 주가수준의 차이를 발생시키는 생략변수의 통제를 위해 연도 Dummy를 추가하였으며⁵⁾, 또한 회계이익이 음(-)인 경우에는 회계이익과 주가와의 관계가 회계이익이 양(+)인 경우와 질적으로 다른 형태를 보인다는 선행연구 결과(백원선 외 2002)를 고려하여 회계이익이 음(-)인 범위에서만 비대칭적인 변수를 포함시켰다.

이를 고려한 연구모형은 다음과 같다.

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 NE_{it} + \alpha_4 YR + \epsilon_{it} \quad (1)$$

단, P_{it} : t시점의 개별주식의 가격,
 BV_{it} : 각 재무상태표의 주당순자산
 E_{it} : 각 손익계산서의 주당순손익
 NE_{it} : 순이익이 음이면 E_{it} , 그렇지 않으면 “0”
 YR : 2010년은 0, 2011년은 1
 ϵ_{it} : 오차항

이 모형은 K-IFRS의 도입에 따라 동시에 공시되는 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관

5) 본 연구에서는 연도 더미 YR 를 추가하는 식(1)의 모형 대신 YR 과 BV_{it} , E_{it} , NE_{it} 과 간의 상호작용을 고려한 모형을 검토하였다. 이 경우에도 검증 결과는 본질적인 차이가 없었다. 다만 상호작용을 고려하는 모형의 경우 다중공선성의 문제가 나타났다. 이는 본 연구의 분석대상기간이 2010년과 2011년으로 구성되어 있어 상호작용을 고려하는 경우 독립변수 데이터의 절반가량이 동일한 값을 갖게 되기 때문으로 판단된다.

련성을 상호 비교하기 위한 것으로 이 식을 이용하여 가설 1을 검증한다. 순자산과 순이익이 가치관련성을 갖는다면 연결재무제표 또는 별도재무제표에 관계없이 위 식에서 주당순자산과 주당순이익의 회귀계수는 양수(+)일 것으로 예상된다. 또한 가설 1이 타당하다면 연결재무제표에 기초한 회귀분석 모형의 설명력(수정결정계수)은 별도재무제표에 기초한 모형의 설명력(수정결정계수)보다 높을 것이다.

한편 위 식(1)에서 연결재무상태표를 기준으로 한 BV_{it} 는 별도재무상태표의 주당순자산에 연결재무상태표의 주당순자산과 별도재무상태표의 주당순자산의 차이의 합계로 나타낼 수 있고, 연결손익계산서를 기준으로 한 E_{it} 도 별도손익계산서의 주당순이익에 연결손익계산서의 주당순이익과 별도손익계산서의 주당순이익의 차이의 합계로 나타낼 수 있다.⁶⁾ 따라서 식(1)은 다음과 같이 다시 쓸 수 있다.

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SBV_{it} + \alpha_2 \Delta BV_{it} + \alpha_3 SE_{it} + \alpha_4 \Delta E_{it} + \alpha_5 NE_{it} + \alpha_6 YR + \epsilon_{it} \quad (2)$$

단, SBV_{it} : 각 기업의 별도재무상태표의 주당순자산

ΔBV_{it} : 각 기업의 연결재무상태표의 지배기업 주당순자산과 별도재무상태표의 주당순자산 차이

SE_{it} : 각 기업의 별도재무제표의 연도별 주당순손익

ΔE_{it} : 각 기업의 연결손익계산서의 지배기업 주당순이익과 별도손익계산서의 연도별 주당순이익 차이

NE_{it} : 순이익이 음이면 SE_{it} , 그렇지 않으면 “0”

YR : 2010년은 0, 2011년은 1

ϵ_{it} : 오차항

이 모형은 가설 2를 검증하기 위한 것이다. 가설 2가 타당하다면 위 식에서 주당순자산, 주당순손익, 그리고 증분 주당순자산, 증분 주당순손익의 회귀계수는 양수(+)일 것으로 예상된다.

3. 변수의 측정

가. 주식가치

주식가치는 결산일인 12월 31일에 각 기업이 발행한 보통주의 주당 주가로 측정한다.⁷⁾ 물론

6) 그러나 K-IFRS의 주재무제표인 연결재무상태표의 자기자본 총액은 종속기업의 비지배지분을 포함하고 있으므로 특정 기업의 기업가치와 대응되지 못한다. 이는 연결손익계산서에서도 마찬가지다. 따라서 비지배지분에 해당하는 순자산과 순손익을 제외한 금액을 기준으로 별도재무제표 금액과의 차이를 산출하는 것이 타당하다.

7) 우리나라에서 이루어진 많은 연구에서는 Collins et al.(1997)의 연구 모형을 적용하여 결산일로부터 3개월 후의 주가를 적용한 경우가 많다. 그러나 Ohlson 모형의 가장 중요한 특징인 가치측정적 관점에서

시장이 효율적이지 않은 경우에 주식의 시가 주식가치의 측정치로 적합하지 않을 수도 있지만 이용 가능한 정보 중 가장 객관적이라는 장점이 있기 때문에 시가를 사용하기로 한다. 다만, 우선주를 발행한 기업의 경우에 설명변수인 순자산과 순손익에는 우선주주에게 귀속되는 부분이 있으므로 우선주를 발행한 기업은 표본에서 제외하기로 한다.

나. 주당순자산

주당순자산은 각 재무상태표의 자산 총계에서 부채 총계를 차감한 순자산을 발행보통주식수로 나누어 산정한다. 다만, K-IFRS의 연결재무상태표의 순자산에는 종속기업의 비지배지분을 포함하고 있으므로 특정 기업의 기업가치와 대응되지 못한다.⁸⁾ 따라서 연결재무상태표에서는 비지배지분에 귀속하는 순자산을 제외한 금액을 기준으로 연결재무상태표의 순자산을 산출하는 것이 타당하다.

다. 주당순이익

주당순이익은 각 손익계산서의 순이익을 발행보통주식수로 나누어 산정한다. 다만, 주당순자산에서와 마찬가지로 K-IFRS에 의한 연결손익계산서의 순이익에는 종속기업의 비지배지분을 포함하고 있으므로 특정 기업의 기업가치와 대응되지 못한다. 따라서 연결손익계산서에서는 비지배지분에 귀속하는 순이익을 제외한 금액을 기준으로 연결손익계산서의 주당순이익을 산출하는 것이 타당하다.

라. 주당순자산 차이

주당순자산 차이는 연결재무제표의 주당순자산에서 별도재무제표의 주당순자산을 차감하여 산정한다. 이는 연결재무제표에 포함된 회계정보의 증분 가치관련성을 검증하기 위한 목적이다.

마. 주당순이익 차이

주당순이익 차이는 연결재무제표의 주당순이익에서 별도재무제표의 주당순이익을 차감하여 산정한다. 이는 주당순자산 차이와 마찬가지로 연결재무제표에 포함된 회계정보의 증분 가치관련성을 검증하기 위한 목적이다. 한편 주당순자산 차이와 달리 주당순이익 차이는 당기의 경영성과를 나타내는 것이다. 따라서 추가적으로는 종속기업에 대한 것과 관계기업에 대한 것으로 구분할 수 있다. 즉, 종속기업의 경우 연결재무제표의 작성을 통하여 연결손익계산서에 전체적

본다면 결산일의 주가를 사용하지 않을 이유는 없는 것으로 보인다. 다만 실증분석에서는 12월말 주가를 기준으로 하되 3월말의 주가를 이용하여 추가적인 분석을 실시하여 제시하였다.

8) 이는 신현걸(2008)의 연구 등에 근거한 것이다.

으로 포함되지만 관계기업의 경우 연결손익계산서에 지분법이익으로만 포함된다. 따라서 이와 같이 주당순이익의 차이를 구분한다면 종속기업과 관계기업의 경영성과 중 어느 것이 보다 가치관련성이 있는지를 분석할 수 있으나 자료의 한계 등으로 인하여 이와 같이 세분하지 않았다.

4. 표본선정

본 연구에서는 2011년 12월말 현재 한국거래소에 상장된 기업 중 다음의 기준을 충족하는 기업을 표본으로 선정하였다. 분석대상기간은 2010년과 2011년이며 이 기간 동안 KIS VALUE에 해당 자료가 존재하는 기업 중 다음의 조건을 모두 충족하는 경우에 표본으로 선택하였다.

가. 결산일이 12월인 기업

결산일을 12월로 한정된 것은 표본의 동질성을 확보하기 위한 목적이다. 즉, 결산일이 서로 다른 기업이 표본에 포함될 경우 외부 요인으로 인해 주가에 영향이 있을 수 있기 때문이다.

나. 금융업이 아닌 기업

금융업에 속한 기업의 경우 다른 산업에 속한 기업들과 회계정보가 동질적이라고 보기 어렵다. 특히 금융업의 경우 다른 산업에 비해 감독당국에 의한 규제가 심하기 때문에 회계정보에 영향이 있을 수 있으며 또한 재무제표의 구성도 차이가 있다.

다. 관리종목에 속하지 않은 기업

관리종목으로 지정된 기업은 관리종목 지정사유로 인해 주가나 회계정보에 왜곡이 있을 수 있고, 정상적인 상태인 경우와 그 연속성이 단절된다. 또한 관리종목으로 지정된 기업의 주식은 거래량이 매우 적거나 또는 일정 기간 거래가 정지되는 경우도 많기 때문에 주가의 적정성에 문제가 있을 수 있다. 따라서 본 연구에서는 모형에 투입될 변수의 동질성을 높이기 위해 대상기간 동안 관리종목에 속한 기업은 표본에서 제외한다.

라. 시가총액 등에 결측값이 없는 기업

회계정보를 이용하여 주가가치를 측정하려는 본 연구의 목적을 달성하기 위해서는 해당 모형에 투입될 변수에 결측값이 없어야 한다. 만일 그러한 변수에 결측값이 있을 경우 해당 표본을 적용한 모형은 유효하지 않다.

마. 우선주를 발행하지 않은 기업

우선주를 발행한 기업의 경우 순자산은 보통주주 지분과 우선주주 지분으로 구분해야 하고, 순이익의 경우에도 우선주 배당금을 차감해야 하는 문제가 발생하는데 현실적으로 이를 구분하는 것은 불가능하다. 따라서 우선주를 발행한 기업을 표본에서 제외하였다.

바. 연결재무제표와 별도재무제표를 모두 공시한 기업

이는 각 재무제표에 표시된 회계정보의 가치관련성을 검증하려는 본 연구의 목적을 달성하기 위한 것이다. 즉, 별도재무제표만을 공시한 기업의 경우 연결재무제표의 정보가 없으므로 각 재무제표에 표시된 회계정보의 가치관련성을 검증하려는 본 연구의 목적을 달성할 수 없다. 또한 연결재무제표를 공시한 경우에도 별도재무제표의 순자산이나 순손익과 차이가 없는 경우가 있는데⁹⁾ 이러한 기업도 표본에서 제외한다.

이와 같은 조건을 모두 충족한 표본은 2010년에 272개, 2011년에 377개 등 모두 649개이다. 여기서 주요 변수의 평균과 표준편차를 계산한 후에 평균에서 3배의 표준편차를 벗어나는 표본 32개를 추가로 제거하여, 최종적으로 선정된 표본은 2010년에 260개, 2011년에 357개로 모두 617개이다. 표본의 선정과정을 요약하면 다음의 <표 2>와 같다.

〈표 2〉 표본의 선정과정

구 분	표본수
12월 결산법인 중 2010년과 2011년에 상장되어 있는 기업으로 금융업에 속하지 않는 기업의 표본	1,356
관리종목에 속한 기업의 표본	(28)
2010년말과 2011년말의 시가총액이 없는 기업의 표본	(53)
우선주를 발행한 기업의 표본	(206)
연결재무제표 공시의무가 없거나 순자산 또는 순이익의 차이가 없는 기업의 표본	(420)
소 계	649
극단치 제거	(32)
최종적으로 선정된 표본의 수	617

9) 이는 종속기업의 순이익(순손실)이나 순자산이 연결재무제표에 전혀 반영되지 않는 경우인데, 지분법적용기업(관계기업)만이 있는 경우 관계기업의 경영성고가 악화되어 지분법 적용을 중지한 경우, 또는 관계기업이나 종속기업이 있는 경우에 별도재무제표에서 동 기업의 주식에 대한 손상을 인식하고 연결재무제표에서도 동일하게 손상을 인식한 경우에 나타날 수 있다.

IV. 실증분석

1. 기술통계 및 상관관계 분석

표본에 포함된 기업의 2년간 자료에 대해 분석에 이용되는 주요 변수의 기술통계와 주요 변수간의 상관관계를 살펴보면 <표 3> 및 <표 4>와 같다.

<표 3> 변수의 기초통계량

구분	범위	최소값	최대값	평균	표준편차
P	442,909	91	443,000	28,084	50,774
CBV	474,535	202	474,737	32,603	54,148
SBV	469,630	205	469,835	31,059	51,070
ΔBV	141,121	△22,559	118,562	1,543	7,926
CE	109,230	△24,345	84,885	3,021	8,012
SE	72,608	△23,120	49,489	2,276	5,766
ΔE	67,345	△37,397	29,948	745	2,442

1) 각 변수의 정의

P : 연도별 주가

CBV : 연결재무상태표의 연도별 주당 순자산가치(비지배지분 제외)

SBV : 별도재무상태표의 연도별 주당 순자산가치

CE : 연결손익계산서의 연도별 주당 순이익(비지배지분 제외)

SE : 별도손익계산서의 연도별 주당 순이익

2) 표본수 : 617개, 2010년 및 2011년 통합 자료

<표 3>에서 보듯이 순자산을 비교해보면 연결재무상태표의 순자산과 별도재무상태표의 순자산의 평균의 차이는 그리 크지 않다는 것을 알 수 있는데, 절대적인 크기에 있어서는 연결재무상태표의 순자산이 약간 크다는 것을 확인할 수 있다. 이는 K-IFRS를 최초로 적용할 때 기존 기업회계기준에 의해 지분법을 적용한 장부금액을 사용할 수 있도록 함¹⁰⁾에 따라 누적적인 지분법이익이 있는 종속기업 등의 주식을 보유한 경우 세 가지 대안 중 유리한 것을 선택한 기업이 많았을 가능성이 높다는 것을 의미한다. 다만, 앞으로 시간이 흐름에 따라 별도재무상태표에서의 종속기업 등의 주식 가액은 증자나 감자 등의 경우를 제외하면 변동할 가능성이 없지만 연결재무상태표의 종속기업 등의 주식 가액은 종속기업의 순손익이나 관계기업의 지분법손익 등

10) K-IFRS 1101호에 의하면 이러한 종속기업 등에 대한 투자와 관련하여 별도재무상태표에 표시할 금액은 최초의 원가, 전환일의 공정가치, 전환일의 과거회계기준에 따른 장부금액 중 선택이 가능하다.

의 영향으로 변동할 것이므로 그 차이는 현재보다 훨씬 증가할 것으로 예상할 수 있다.

둘째, 연결손익계산서의 순이익과 별도손익계산서의 순이익을 비교하면 순자산과는 달리 그 차이가 훨씬 큰데 이는 저량(stock)인 순자산과 달리 순이익은 각 연도에 발생한 이익을 반영한 것이기 때문으로 보인다. 특히 종속기업 등의 추가 취득이나 매각, 그리고 종속기업 등의 경영성과의 변동 등으로 인해 양자는 매년 일정한 차이가 있을 수밖에 없는데 이러한 차이가 실증분석에서 논의할 주된 내용이라고 할 것이다.

〈표 4〉 변수간의 상관관계

구 분	CBV	SBV	ΔBV	CE	SE	ΔE
추가	0.698**	0.717**	0.148**	0.748**	0.828**	0.117**
CBV		0.990**	0.450**	0.623**	0.598**	0.101*
SBV			0.322**	0.609**	0.627**	0.076
ΔBV				0.331**	0.046	0.199**
CE					0.846**	0.443**
SE						0.077

1) 변수의 정의 : <표 3>의 변수 정의와 동일

2) *, ** : 각각 5%, 1% 유의수준(양측검정)에서 유의적임을 의미함.

3) 표본수 : 617개, 2010년 및 2011년 통합 자료

<표 4>는 변수간의 Pearson 상관계수를 계산한 것이다. 일부 변수를 제외한 변수간의 상관관계는 1% 수준에서 유의적인 것으로 나타나고 있는데 순이익의 경우 별도손익계산서의 순이익이 연결손익계산서의 순이익보다 추가와의 상관관계가 더 높게 나타나고 있다. 순자산의 경우에도 별도손익계산서의 순자산이 연결손익계산서의 순자산보다 추가와의 상관관계가 더 높게 나타나고 있다. 한편, 연결재무상태표의 순자산과 별도재무상태표의 순자산의 상관관계도 거의 1에 가까운 수준으로 나타났는데 이는 앞에서 설명한 바 있듯이 K-IFRS를 최초로 적용할 때 선택 가능한 대안 중 상대적으로 유리한 금액을 선택한 기업이 많았을 가능성이 높다는 것을 의미한다. 그리고 연결 순이익과 별도 순이익의 상관관계는 연결 순자산과 별도 순자산의 상관관계보다는 낮게 나타나고 있다. 또한 순자산과 순이익의 대응을 살펴보면 동일한 재무제표에 포함된 정보 간에 상대적으로 높은 상관관계를 나타내고 있다. 가령 연결재무제표의 순자산은 별도재무제표의 순이익보다 연결재무제표의 순이익과 더 높은 상관관계를 나타내고 있으며, 별도재무제표의 순이익은 연결재무제표의 순자산보다 별도재무제표의 순자산과 더 높은 상관관계를 나타내고 있다. 전반적으로 살펴보면 추가와의 상관관계에 있어서는 연결재무제표에 제시된 정보보다는 별도재무제표에 제시된 정보가 다소 높은 것으로 나타나고 있다.

2. 실증분석

가. 별도재무제표와 연결재무제표에 대한 개별적 회귀분석

연구가설 1을 검증하기 위해 Ohlson 모형(1995)을 별도재무제표와 연결재무제표에 대해 각각 적용한 결과는 다음의 <표 5>와 같다.

<표 5> Ohlson모형에 의한 가치관련성(별도재무제표와 연결재무제표)

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 NE_{it} + \alpha_4 YR + \epsilon_{it}$$

별도재무제표		연결재무제표	
상수항	3,439.884 (2.233*)	상수항	8,766.884 (4.522***)
SBV	0.211 (8.292***)	CBV	0.312 (10.542*)
SE	6.855 (26.943***)	CE	3.664 (17.649**)
NSE	-8.637 (-11.790***)	NCE	-5.131 (-5.738***)
YR	123.481 (0.064)	YR	-5,794.574 (-2.386**)
수정결정계수	0.795	수정결정계수	0.666
F값	598.095***	F값	307.550***

- 1) 2010년과 2011년의 재무제표 자료와 12월말 주가를 기준으로 한 분석임,
- 2) ()안은 t값이고 *, **, *** : 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의적임을 의미함.
- 3) 각 변수의 정의
 P : 주가
 SBV : 별도재무상태표의 주당 순자산가치
 CBV : 연결재무상태표의 주당 순자산가치(비지배지분 제외)
 SE : 별도손익계산서의 주당 순이익
 CE : 연결손익계산서의 주당 순이익(비지배지분 제외)
 NSE : 별도손익계산서의 주당 순이익이 음수(-)이면 SE, 양수(+)이면 '0'
 NCE : 연결손익계산서의 주당 순이익이 음수(-)이면 CE, 양수(+)이면 '0'
 YR : 연도 dummy
- 4) 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 별도재무제표와 연결재무제표의 경우에 각각 2.227과 1.977임.

표에서 보듯이 각 재무제표의 순자산 및 순이익은 매우 높은 가치관련성을 갖고 있음을 알 수 있다. 즉, 회귀분석에서 별도재무제표의 순자산 및 순이익의 회귀 계수, 그리고 연결재무제표

의 순자산과 순이익의 회귀 계수는 모두 통계적으로 유의하다. 또한 순자산과 순이익의 회귀계수는 재무제표에 관계없이 모두 양수인데 이는 순자산이 클수록, 그리고 순이익이 클수록 기업의 가치가 클 것이라는 ‘기업 가치’와 관련한 일반적인 추론과 정확하게 일치한다. 다만, 전체적인 모형의 설명력은 별도재무제표에 기초한 회귀식이 0.795로 연결재무제표에 기초한 회귀식의 0.666보다 상대적으로 더 높다. 그러나 Vuong's test를 적용한 결과 설명력에 통계적으로 유의적인 차이는 없었다. 한편 연도 Dummy의 회귀계수는 별도재무제표의 경우 양수(+)이나 유의적이지 않은 반면에, 연결재무제표의 경우 음수(-)이며 유의적이다. 또한 음의 이익(NE)에 대한 통제변수의 회귀계수는 순이익(SE 또는 CE)의 회귀계수를 고려하더라도 모두 음수(-)이며, 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타났다.

그리고 종속변수에 대한 독립변수의 상대적인 영향력을 나타내는 표준화 회귀계수(standardized beta coefficient)를 비교하면 순이익의 회귀계수가 순자산의 회귀계수에 비해 훨씬 큰데¹¹⁾ 이는 순자산의 절대적인 수준이 순이익의 절대적인 수준에 비해 높은 것을 감안하더라도 주가에 영향력이 더 큰 변수는 순이익이라는 것이다.

결론적으로 순자산과 순이익은 주가와 모두 양(+)의 가치관련성이 있으며, 순이익이 상대적으로 주가에 더 많은 영향력이 미친다. 한편, 수정결정계수를 기준으로 연결재무제표와 별도재무제표의 상대적인 가치관련성은 별도재무제표가 더 높은 것으로 나타났으나 유의적인 차이는 아니었다. 따라서 가설 1은 채택되지 않는다. 이는 연결재무제표와 별도재무제표의 상대적인 가치관련성에 차이가 없다는 김영옥 등(2012)의 연구결과와 일치한다.

통계적으로 유의적인 차이는 아니나 별도재무제표에 포함된 회계정보의 가치관련성이 연결재무제표에 비해 더 높게 나타날 수 있었던 것은 아직까지 우리나라에서 주식시장 참여자들이 연결재무제표보다는 별도재무제표에 익숙하기 때문일 수도 있다. 또한 도입 초기라서 연결재무제표와 별도재무제표의 회계정보의 양적 차이가 그리 크지 않기 때문일 수도 있다. 물론 앞으로 시간이 흐른 후에 더 많은 기간의 자료가 확보될 경우 각 재무제표의 가치관련성은 이 연구 결과와는 다르게 나타날 수 있을 것이다.

한편, 2011년의 각 재무제표만을 기준으로 한 회귀분석의 결과는 <표 6>과 같다. <표 6>에서 보는 바와 같이 연결재무제표와 별도재무제표의 순자산 및 순이익의 회귀계수는 모두 양수(+)이고 유의적으로 나타나고 있다. 그리고 음의 이익(NE)에 대한 통제변수의 회귀계수도 유의적인 음수(-)이다. 다만 모형의 설명력을 나타내는 수정결정계수는 별도재무제표의 경우가 0.807이고 연결재무제표의 경우가 0.654로 전체 기간의 표본을 대상으로 한 경우와 마찬가지로 별도재무제표의 가치관련성이 더 높은 것으로 나타났다. 그러나 이 경우에도 Vuong's test에 의한 결과는 통계적으로 유의한 차이가 없었다.

11) 별도재무제표에서 순자산의 표준화 회귀계수는 0.212고, 순이익의 표준화 회귀계수는 0.778이다. 연결재무제표에서 순자산의 표준화 회귀계수는 0.333고, 순이익의 표준화 회귀계수는 0.578이다.

〈표 6〉 Ohlson 모형에 의한 가치관련성(별도재무제표와 연결재무제표)

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 NE_{it} + \epsilon_{it}$$

별도재무제표		연결재무제표	
상수항	2,712.368 (2.206 ^{**})	상수항	5,096.050 (3.114 ^{***})
SBV	0.276 (11.575 ^{***})	CBV	0.335 (11.415 ^{***})
SE	6.303 (21.549 ^{***})	CE	2.720 (11.243 ^{***})
NSE	-7.668 (-11.126 ^{***})	NCE	-3.815 (-4.497 ^{***})
수정결정계수	0.807	수정결정계수	0.654
F값	497.451 ^{***}	F값	205.726 ^{***}

- 1) 2011년 재무제표 자료와 12월말 주가를 기준으로 한 분석임
- 2) ()안은 t값이고, *, **, *** : 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의적임을 의미함.
- 3) 각 변수의 정의는 <표 5>를 참조
- 4) 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 별도재무제표와 연결재무제표의 경우에 각각 2.702과 1.858임.

한편 기존의 많은 연구에서는 Collins 등의 연구 결과에 기초하여 회계정보가 주가에 충분히 반영되는 시점인 3월말 주가를 기준으로 실증연구를 수행하였다. 이에 따라 본 연구에서도 3월말 주가를 기준으로 연구가설 1을 재검증하였다.

3월말 주가를 기준으로 분석한 <표 7>을 12월말 주가를 기준으로 분석한 <표 5>와 비교하면 거의 유사한 결과를 보이고 있다.

그런데 K-IFRS에 의해 작성된 각 재무제표의 가치관련성이 아니라 연결재무제표에 포함된 별도재무제표와의 순자산 차이, 순이익 차이 정보가 가치관련성이 있는지를 확인하기 위해서는 위 회귀식은 적절하지 않다. 따라서 연결재무제표와 별도재무제표의 차이 정보가 추가적인 가치관련성이 있는지를 확인할 필요가 있다.

〈표 7〉 Ohlson모형에 의한 가치관련성(별도재무제표와 연결재무제표)

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 NE_{it} + \alpha_4 YR + \epsilon_{it}$$

별도재무제표		연결재무제표	
상수항	1,599,813 (0.394)	상수항	7,884.148 (3.357 ^{***})
SBV	0.173 (5.586 ^{***})	CBV	0.299 (8.389 ^{***})
SE	8.223 (28.259 ^{***})	CE	4.391 (17.546 ^{***})
NSE	-10.043 (-11.722 ^{***})	NCE	-6.155 (-5.716 ^{***})
YR	1,973.607 (0.843)	YR	-4,882.506 (-1.655 [*])
수정결정계수	0.772	수정결정계수	0.633
F값	515.168 ^{***}	F값	262.022 ^{***}

- 1) 2010년과 2011년의 재무제표 자료와 결산 이후 3월말 주가를 기준으로 한 분석임,
- 2) ()안은 t값이고, *, **, *** : 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의적임을 의미함.
- 3) 각 변수의 정의
 P : 주가
 SBV : 별도재무상태표의 주당 순자산가치
 CBV : 연결재무상태표의 주당 순자산가치(비지배지분 제외)
 SE : 별도손익계산서의 주당 순이익
 CE : 연결손익계산서의 주당 순이익(비지배지분 제외)
 NSE : 별도손익계산서의 주당 순이익이 음수(-)이면 SE, 양수(+)이면 '0'
 NCE : 연결손익계산서의 주당 순이익이 음수(-)이면 CE, 양수(+)이면 '0'
 YR : 연도 dummy
- 4) 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 별도재무제표와 연결재무제표의 경우에 각각 2.227과 1.972임.

나. 연결재무제표에 포함된 추가적인 회계정보의 가치관련성 분석

연결재무제표에 포함된 추가적인 회계정보의 가치관련성을 검증할 목적의 연구가설 2를 검증하기 위해 실증분석 모형으로는 제Ⅲ장에서 논의한 식(2)를 사용한다. 다음의 <표 8>은 2010년과 2011년의 전체 표본을 대상으로 하여 K-IFRS에 의해 작성된 연결재무제표에 포함된 증분 순자산과 증분 순이익이 가치관련성이 있는지를 확인하기 위해 Ohlson 모형(1995)을 적용한 결과이다.

<표 8>의 내용에 기초한 실증분석 결과를 해석하면 다음과 같다.

첫째, 앞의 <표 5>의 결과와 동일하게 별도재무제표의 순자산 및 순손익이 유의적인 양(+)의 가치관련성이 있지만 연결재무제표의 순자산과 순손익도 유의적인 양(+)의 증분 가치관련성을 나타내고 있다. 이는 K-IFRS에 의한 연결재무제표의 순자산과 순손익도 별도재무제표의 가치관련성과 더불어 추가적인 가치관련성이 있다는 것을 의미한다. 한편, 음의 이익(NE)에 대한 통제변수의 회귀계수는 순이익(SE 또는 CE)의 회귀계수를 고려하더라도 모두 음수(-)이며, 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타났다. 또한 분산팽창계수(VIF)도 최대값이 2.389로 변수간의 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 나타났다. 따라서 K-IFRS에 의한 연결재무제표가 제공하는 추가적인 회계정보가 증분 가치관련성을 갖는다는 가설 2는 채택된다. 이러한 결과는 김영옥 등(2012)의 연구결과와는 다소 차이가 있는데 그 연구에서는 순자산 차이의 회귀계수는 음수(-)이고 또한 통계적 유의성이 없었다. 이러한 차이는 모형에 반영한 주가의 측정 시기, 우선주 발행 기업의 제외, 그리고 음(-)의 이익에 대한 통제 여부 등 연구방법이 서로 다르기 때문일 수 있다.

<표 8> Ohlson 모형에 의한 증분가치관련성

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SBV_{it} + \alpha_2 \Delta BV_{it} + \alpha_3 SE_{it} + \alpha_4 \Delta E_{it} + \alpha_5 NE_{it} + \alpha_6 YR + \epsilon_{it}$$

구 분	회귀계수	t 값	유의확률	VIF	수정결정계수	F값
상수항	3,745.816	2.461	0.014		0.800	412.360
SBV	0.179	6.545	0.000	2.344		
△BV	0.319	2.468	0.014	1.256		
SE	7.009	28.601	0.000	2.389		
△E	1.145	2.979	0.003	1.054		
NE	-9.157	-12.441	0.000	1.366		
YR	-630.481	-0.332	0.740	1.056		

1) 2010년과 2011년의 재무제표 자료와 12월말 주가를 기준으로 한 분석임

2) F값은 1% 유의수준에서 유의적임.

3) 각 변수의 정의

SBV : 별도재무상태표의 주당 순자산가치

△BV : 주당 순자산가치의 차이(비지배지분 제외)

SE : 별도손익계산서의 주당 순이익

△E : 주당 순손익의 차이(비지배지분 제외)

NE : 주당순이익이 음수(-)이면 NE, 양수(+)이면 '0'

YR : 연도 dummy

한편 조기도입기업을 대상으로 한 최해동 등(2012)의 연구에서는 별도재무제표의 순이익의 회귀계수만 유의적인 양수(+)였으며, 특히 순이익 차이의 회귀계수는 음수(-)로서 유의적이지 않았다. 이러한 상황과 관련해서는 조기도입기업의 특성과 관련한 최성호 등(2011)의 연구에서 밝히고 있듯이 과거 회계기준에서 K-IFRS로 전환할 때 주당순이익의 전환조정액은 추가적인 가치관련성이 나타났지만 주당순자산의 전환조정액은 유의적인 가치관련성을 보이지 않는다는 것과 일치한다.

둘째, 각 재무제표를 기준으로 한 경우에도 마찬가지로 순이익의 표준화 회귀계수(0.796)가 순자산의 표준화 회귀계수(0.180)보다 큰 것으로 나타나고 있는데, 이는 순자산보다는 순이익이 주가에 미치는 영향이 더 크다는 것을 의미한다. 다만, 조기도입기업을 대상으로 한 연구에서는 다소 상반된 결과를 보이고 있는데 최해동 등(2012)의 연구에서는 이 연구와 동일한 결과를 보였지만, 오문성 등(2010)의 연구에서는 오히려 순자산의 회귀계수가 더 높았다.

그런데 2010년 표본의 경우 과거 회계기준에 의해 이미 재무제표를 작성·공표한 이후에 K-IFRS를 도입함에 따라 사후적으로 재무제표를 K-IFRS에 의해 재작성한 것으로 가치관련성과 관련하여 그 역할이 낮을 가능성이 있다. 따라서 2010년과 2011년으로 표본을 구분하여 가치관련성을 분석하는 것도 의미가 있을 수 있다. 특히 2011년만을 대상으로 한 분석은 이미 많은 연구자들이 K-IFRS를 조기에 도입한 기업들을 대상으로 한 연구¹²⁾와 대비하여 크게 증가한 표본을 분석 대상으로 분석을 한다는 점에서 의미가 있다.

<표 9>는 2011년의 표본만을 대상으로 한 회귀분석 결과를 보여준다.

<표 9> Ohlson 모형에 의한 증분 가치관련성(2011년)

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SBV_{it} + \alpha_2 \Delta BV_{it} + \alpha_3 SE_{it} + \alpha_4 \Delta E_{it} + \alpha_5 NE_{it} + \epsilon_{it}$$

구 분	회귀계수	t 값	유의확률	VIF	수정결정계수	F값
상수항	2,470.751	2.504	0.041		0.816	316.438
SBV	0.249	9.611	0.000	2.045		
△BV	0.217	1.872	0.062	1.294		
SE	6.387	21.808	0.000	2.175		
△E	1.184	3.543	0.000	1.055		
NE	-8.145	-11.814	0.000	1.602		

1) 2011년의 재무제표 자료와 12월말 주가를 기준으로 한 분석임

2) F값은 1% 유의수준에서 유의적임

3) 각 변수의 정의는 <표 8>을 참조

12) 이러한 연구로는 최성호 외(2011), 최해동 외(2012) 등을 들 수 있다.

2011년의 표본을 대상으로 한 분석 결과는 전체 기간의 표본을 대상으로 한 분석 결과와 동일하게 별도재무제표의 순자산과 순손익, 그리고 연결재무제표가 제공하는 순자산 차이, 순이익 차이의 회귀계수가 양수(+)이고 통계적 유의성이 있는 것으로 나타나고 있다. 그리고 음의 이익(NE)에 대한 통제변수의 회귀계수는 순이익(SE 또는 ΔE)의 회귀계수를 고려하더라도 모두 음수(-)이며, 통계적인 유의성이 있는 것으로 나타났다.

<표 10>은 <표 8>에 제시된 증분가치관련성 분석에서 종속변수를 3월말 주가로 바꾸어 추가로 분석한 것이다. 분석 결과는 <표 8>의 결과와 마찬가지로 별도재무제표의 순자산 및 순손익이 유의적인 양(+)의 가치관련성이 있지만 연결재무제표의 순자산과 순손익도 유의적인 양(+)의 증분 가치관련성을 나타내고 있다.

<표 10> Ohlson 모형에 의한 증분 가치관련성

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SBV_{it} + \alpha_2 \Delta BV_{it} + \alpha_3 SE_{it} + \alpha_4 \Delta E_{it} + \alpha_5 NE_{it} + \alpha_6 YR + \epsilon_{it}$$

구 분	회귀계수	t 값	유의확률	VIF	수정결정계수	F값
상수항	1,946.309	1.048	0.295		0.777	353.819
SBV	0.138	4.150	0.000	2.343		
ΔBV	0.350	2.229	0.026	1.253		
SE	8.388	28.146	0.000	2.388		
ΔE	1.318	2.812	0.005	1.052		
NE	-10.974	-12.286	0.000	1.367		
YR	1,128.353	0.485	0.628	1.057		

- 1) 2010년과 2011년의 재무제표 자료와 결산 이후 3월말 주가를 기준으로 한 분석임,
- 2) F값은 1% 유의수준에서 유의적임.
- 3) 각 변수의 정의는 <표 8>을 참조

V. 결 론

1. 연구의 요약 및 시사점

이 연구에서는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)를 도입한 이후인 2011년을 기준으로 별도재무제표와 연결재무제표의 가치관련성을 실증적으로 분석하였다. 분석결과에 의한 주요 결론은 다음과 같다. 첫째, 연결재무제표와 별도재무제표의 순이익과 순자산은 모두 가치관련성이 있지만, 전체적인 주가 설명력은 별도재무제표가 더 높은 가운데 유의적인 차이는 없는 것으로 나타

났다. 둘째, 별도재무제표의 순자산, 순이익과 연결재무제표의 순자산 차이, 순이익 차이를 적용한 분석에서도 순자산 차이와 순이익 차이는 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 이는 K-IFRS에 의한 연결재무제표 정보가 가치관련성이 있다는 것을 의미한다.

이 연구의 시사점은 다음과 같다. K-IFRS의 도입으로 인한 중요한 변화인 연결재무제표를 주재무제표로 공시하는 것이 중요한 의미가 있지만 별도재무제표도 가치관련성에 있어서 의미가 있다는 것이다. 이는 우리나라에서 K-IFRS를 도입한 이후 기간이 길지 않아서 K-IFRS에 의해 작성된 연결재무제표에 반영된 1년 또는 2년간의 경영성과만으로는 충분한 가치관련성을 찾기 어렵기 때문일 수 있다. 특히 K-IFRS의 도입 당시 종속기업 등의 투자주식에 대해서 전환일의 공정가치나 과거 회계기준에 의한 장부가치 등을 사용할 수 있었는데 대부분의 기업에서 선택 가능한 대안 중 유리한 금액을 사용했을 가능성이 높기 때문이다.

2. 연구의 한계와 향후 연구방향

이 연구의 한계와 향후 과제는 다음과 같다.

우선 이 연구에서는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)를 전면적으로 도입한 2011년을 기준으로 각 재무제표에 표시된 회계정보의 가치관련성을 살펴보았으나 분석대상기간이 단기로써 이로 인한 문제가 있을 수 있다. 특히 한국채택국제회계기준(K-IFRS)를 도입할 때 종속기업 등의 주식의 평가방법으로 전환일의 과거회계기준에 의한 장부금액 등의 사용할 수 있도록 허용함에 따라 각 재무제표의 순자산의 차이가 크지 않았다는 것도 실증분석의 결과에 문제를 일으킬 수 있을 것이다.

둘째, 실증분석에서 적용한 모형과 관련하여 생략변수의 문제가 있을 수 있다. 즉, 순자산이나 순이익 이외에도 주가에 영향을 미치는 요소가 더 있지만 이론적 충분조건의 부재, 실증분석의 편의성을 위하여 이러한 요소를 고려하지 않았다. 또한 주가에 영향을 미칠 수 있는 기업의 특성을 충분히 고려하지 못했다. 아울러 결산일이 동일한 기업을 대상으로 하여 외부경제환경의 영향이 동일할 것이라는 단순한 기대에 기초하여 분석을 수행하였기 때문에 그 방법이 다소 불완전할 수 있다.

셋째, 별도재무제표와 연결재무제표에 순이익의 차이와 관련하여 가치관련성에 추가적인 영향을 미칠 수 있는 요인을 고려하지 못하였다. 가령 종속기업 등이 배당금을 지급한 경우 별도재무제표에서는 이를 수익으로 회계처리하지만 연결재무제표에서는 종속기업에 대한 투자에서 차감한다. 아울러 순이익의 차이에 있어서 종속기업의 경영성과와 지분법손익으로 표시되는 관계기업의 경영성과는 가치관련성에 있어서 다를 수 있으나 이를 반영하지 못하였다.

넷째, 본 연구에서는 가설2에 대한 검증에서, 연결재무제표와 별도재무제표의 주당순자산과 주당순이익의 차이변수가 개별재무제표 변수에서 포착되지 않는 주가에 대한 추가적인 정보를

제공하는 것으로 해석하였다. 그런데, 차이변수는 이미 가치관련성이 존재하는 것으로 검증된 연결재무제표의 변수의 일부를 분해한 것이므로 이러한 해석에는 한계가 있을 가능성도 있다.

이상의 연구 결과와 한계에 기초한 향후 추가적인 연구방향을 제시하면 다음과 같다.

첫째, 연결재무제표와 별도재무제표에 제시된 회계정보 중에서 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 추가적인 변수를 찾고 이를 분석에 포함할 필요가 있을 것이다. 가령 각 재무제표의 부채 비율은 연결재무제표에서 훨씬 높게 나타나는데 이러한 변수가 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 살펴볼 수 있을 것이다.

둘째, 배당금이나 지분법손익 등 순이익 차이에 있어서 가치관련성에 영향을 미칠 수 있는 요인들에 대한 추가적인 분석이 필요할 것이다.

셋째, 순증관계를 벗어난 기타포괄손익에 속하는 항목이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지에 대한 분석이 필요할 것이다. 실증분석에는 포함하지 않았지만 기타포괄손익에 속하는 항목은 어떤 분석에서도 통계적인 유의성을 보이지 않았다. 물론 이러한 현상은 기타포괄손익이 가치관련성이 없다는 것을 보여주는 것이지만 좀 더 구체적으로 그에 대한 원인을 파악할 필요가 있을 것이다.

참고문헌

- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최 관 · 한봉희. 2010. 「자본시장에서의 회계정보 유용성」. 제2판. 신영사.
- 김경순 · 조장연. 2011. 회계정보의 가치관련성에 대한 결정요인. 회계학연구. 제36권 제4호 : 169-209.
- 김영옥 · 최정호 · 최영수 · 김학운. 2012. IFRS 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성. 한국회계학회 발표논문.
- 박경진 · 유영태 · 노민영. 2011. IFRS 적용이 기업의 신용평가에 미치는 영향. 회계저널. 제20권 제2호 : 33-64.
- 백원선 · 이화진 · 정영기. 2002. 자산재평가 동기와 재평가적립금의 가치평가. 회계학연구 제27권 제3호 : 1-25.
- 신현걸. 2008. 국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 개별재무제표의 가치관련성 비교. 대한경영학회지 제21권 제3호 : 1109-1136.
- 오문성 · 김성환 · 박진모. 2010. K-IFRS의 적용이 재무제표의 유용성에 미치는 영향에 관한 연구. 세무와회계저널. 제11권 제4호 : 359-384.
- 이만우 · 신현걸 · 최창규 · 김현식. 2010. 「IFRS 고급회계」. 제2판. 도서출판 탐진.
- 이학식 · 임지훈. 2010. 「SPSS 18.0 매뉴얼」. 집현재
- 최성호 · 김인숙 · 최 관. 2011. K-IFRS 조기도입기업의 이익특성과 회계정보의 가치관련성. 회계학연구 제36권 제2호 : 1-30.
- 최순재 · 김유찬 · 김영길. 2012. KOSPI 200 주가지수 편입기업의 이익정보 유용성. 회계연구. 제17권 제1호 : 151-169.
- 최해동 · 김광윤. 2012. 국제회계기준의 기업가치 관련성에 관한 연구. 세무와회계저널. 제13권 제2호 : 297-325.
- 한국회계기준원 한국회계기준위원회. 2012. 한국채택국제회계기준.
- 한국회계연구원 한국회계기준위원회. 2003. 재무회계개념체계.
- Beaver, W. H. 1989. *Financial Reporting : An Accounting Revolution*. 2nd ed. Prentice-Hall.
- Brown, S., K. Lo, and T. Lys. 1998. "Use of R^2 in accounting research : measuring changes in value relevance over the last forty decades". *Journal of Accounting and Economics* 28 : 83-115.
- Collins, D. W., E. L. Maydew, and I. S. Weiss. 1997. "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years". *Journal of Accounting and Economics* 24(1) : 39-67.
- Feltham, G. A. and J. A. Ohlson. 1995. "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities". *Contemporary Accounting Research* 11(2) : 689-731.

- Francis, J. and K. Schipper. 1999. "Have Financial Statements Lost Their Relevance?". *Journal of Accounting Research* 37(2) : 319-352.
- Lo, K. and T. Lys. 2000. "The Ohlson Model ; Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications". *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 15 : 337-367.
- Ohlson, J. A. 1995. "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation". *Contemporary Accounting Research* 11(2) : 661-687.
- Palepu, K., P. Healy and V. Bernard. 2000. 『*Business Analysis & Valuation*』. 2nd ed. South-Western College Publishing.

A Study on the Value Relevance of Consolidated and Separate Financial Statements based on K-IFRS

Sung-Youb Lee^{*} · Wan-Hee Kim^{**} · Jong-Moon Oh^{***}

— <Abstract> —

This study analyzes the comparative value relevance of consolidated and separate financial statements information, i.e., book values(net assets) and earnings(net income), based on K-IFRS. For this analysis multiple regression model is used.

The results of this study are as follows : First, separate financial statements as well as consolidated financial statements have value relevance(highly significant positive sign) and the explanatory power (adjusted R^2) of the separate financial statements to the stock price is higher than that of consolidated financial statements. The adjusted R^2 of separate financial statements is 0.795 and that of consolidated financial statements is 0.666. Furthermore, earnings have more effect on the stock price than book values. Second, The incremental information of consolidated financial statements has also value relevance(significant positive sign).

The implications based on above results are as follows : The disclosure of consolidated financial statements as main financial statements is meaningful in terms of value relevance. But the disclosure of separate financial statements is also meaningful, considering the early stage in adoption of K-IFRS.

<Key words> K-IFRS, value relevance, consolidated financial statements, separate financial statements

* CPA, Dasan Accounting Corporation

** Professor, School of Business, Gachon University

*** Assistant Professor, Department of Accounting, Dongguk University