

기타포괄이익항목의 추가적 정보가치*

최 원 석** · 안 태 식***

〈 개 요 〉

포괄이익의 개념 및 공시에서 중요한 것은 종래에 보고하던 당기순이익과 차이를 나타내는 기타포괄이익항목(other comprehensive income items)인데, 본 연구에서는 이러한 회계정보가 당기순이익 외에 추가적인 정보를 전달할 것인가 혹은 추가적인 주가설명력이 있는가에 대한 실증연구를 수행하였다. 기타포괄이익항목의 유용성(usefulness)을 분석하기 위해 회계변수와 주식가치와의 관계를 나타내는 가치평가모형을 제시하고 이에 근거하여 검증모형을 도출하였다.

1997년부터 1999년까지 모든 상장기업을 대상으로 분석한 결과 기타포괄이익항목(및 전년대비차액)은 주가수준뿐만 아니라 주식수익률에 대해서도 유의한 설명력을 갖고 있으며, 기타포괄이익항목을 구성하고 있는 투자유가증권평가손익(및 전년대비차액), 외화환산차대 전입 및 환입액(및 전년대비차액)도 주가수준뿐만 아니라 주식수익률에 대해서 유의한 설명력을 보였다. 이러한 결과는 우리나라에서 회계정책결정자가 포괄이익개념의 도입 여부를 결정하는데 실증적인 근거를 제시하였다는 점에서 의의가 있다.

한글색인어: 포괄이익, 기타포괄이익항목, 주가관련성, 주가수준분석, 주식수익률분석

논문접수: 2001. 8

게재확정: 2002. 3

* 본 연구는 2000년도 서울대학교 대학연구센터(팀) 지원사업을 위한 연구비에 의해 수행하였습니다. 본 연구에 대해 유익한 조언을 주신 억명의 두 심사위원님과 서울대학교 회계학연구센터, 회계학연구회, 2001년도 한국회계학회에서 건설적인 제안과 비판을 해 주신 여러 분들께 감사드립니다.

** 서울대학교 경영대학 박사과정

*** 서울대학교 경영대학 교수

I. 서 론

포괄이익개념(comprehensive income concept)의 도입 및 공시에 대해, 미국은 재무회계기준보고서 제130호(SFAS No.130, 1997)를 제정하여 포괄이익개념을 도입하고 있고, 국제회계기준위원회(International Accounting Standards Committee, 이하 IASC)는 기업의 경영성과 공시에 관해 포괄이익을 보고하는 새로운 국제회계기준(International Accounting Standards, 이하 IAS)의 제정을 추진하고 있다. 한국의 경우에도 재무제표구조 변경에 관한 연구가 회계연구원을 중심으로 진행되고 있는데, 포괄이익개념의 도입 및 공시가 핵심적인 내용으로 등장하고 있다. 또한, 포괄이익은 기업가치 평가시 순자산의 순전성 관계(clean surplus relation)를 만족하는 이익개념(Ohlson 1995)으로서 정보이용자에게 중요한 정보이다.

당기순이익과 차이를 나타내는 기타포괄이익항목¹⁾이 당기순이익의 주가관련성에 더하여 추가적인 주가관련성(incremental value relevance)이 있는지, 혹은 당기순이익이 주가를 설명하는 것에 더하여 추가적인 주가설명력(incremental explanatory power)이 있는지 여부는 포괄이익제도의 도입여부를 결정하는데 중요한 참고가 될 것이다. 따라서, 본 연구는 포괄이익의 유용성(usefulness)에 대한 논의에 실증적인 근거를 제공하고자 한다. 물론, 특정 항목의 회계처리방법 및 공시는 해당항목의 개념적 특징 또는 정책적 시사점을 파악하여 결정되어야 할 것이나 해당항목의 주가관련성과 같은 실증결과를 보조적인 수단으로 활용하면 회계정책에 관한 의사결정을 더욱 효과적으로 할 수 있을 것이다.

본 연구는 포괄이익에서 핵심적인 항목인 기타포괄이익항목의 유용성을 검증하기 위해 먼저 회계변수와 주식가치와의 관계를 나타내는 가치평가모형을 제시하고, 이에 근거하여 검증모형을 도출하였다. 가치평가모형은 김권중(1997)에서 확장된 Ohlson모형을 수정하여 사용하였으며, 주가수준분석(price-levels analysis)의 문제점(Easton 1999)을 보완하기 위해 주식수익률분석(returns analysis)을 함께 수행하였다.

1997년에서 1999년까지 모든 상장기업을 대상으로 분석한 결과 기타포괄이익항목은 주식가격에 대해 유의한 설명력을 갖고 있으며, 주식수익률분석에서도 역시 일관된 결과가 판측되고 있다. 현재 우리나라의 회계기준은 중요한 정보인 기타포괄이익항목을 직접 공시하지 아니하고 자본의 일시적인 조정항목인 자본조정에 누적액을 공시하고 있다. 본 연구결과는 주가와 관련성을 가지는 중요한 성과정보(performance information)인 기타포괄이익항목

1) 기타포괄이익의 개념에 대해 미국 SFAS No.130은 다음과 같이 정의하고 있다.

“기타포괄이익은 포괄이익(일정기간동안 소유자와의 거래가 아닌 거래나 사건 및 상황으로 인한 기업실체의 자본(순자산)의 변화 즉, 회계기간동안 소유자의 투자(출자)나 소유자에 대한 배분(배당)을 제외한 자본의 총변화분)에서 손익계산서에 보고되는 당기순이익을 제외한 부분이다.”

이 투자자관점에서 유용하고, 앞으로 회계정책 결정자가 포괄이익제도의 도입여부를 결정하는데 중요한 근거가 될 것이다.²⁾

다음의 2절에서는 포괄이익의 회계처리에 대한 국제 및 국내동향과 기타포괄이익항목의 회계처리 및 회계적 성격을 살펴본 후, 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. 3절에서는 연구모형을 도출하고 변수측정 및 표본선정문제를 다룬다. 4절에서는 분석결과를 제시하고 5절에서는 결론 및 한계점을 언급한다.

II. 연구배경과 가설

2.1. 포괄이익 및 기타포괄이익항목의 회계처리

미국의 재무회계기준위원회(Financial Accounting Standards Board, 이하 FASB)는 재무제표 이용자들의 요구, 기타포괄이익항목들에 대한 사용증가, 금융상품에 대한 공정가치회계의 도입 등에 의해 1997년에 재무회계기준보고서 제130호를 제정하였다. 이 보고서는 성과보고서에 주주와의 거래를 제외한 모든 자본변동을 포괄이익으로 반영할 것을 콜자로 한 것이다. 영국은 1992년에 재무성과보고서 3호인 '인식된 총손익보고서(Statement of Total Recognised Gains and Losses)'를 발표했고, 뉴질랜드도 1994년에 기타포괄이익항목을 주주지분변동표에 포함하는 회계기준을 제정했고, 1997년에는 IASC가 제2의 성과보고서나 주주지분변동표를 도입할 수 있도록 IAS 1호를 개정하였으며, 1998년에는 호주에서 비소유자와의 자본변동(non-owner changes in equity)을 포함하는 단일의 재무성과보고서를 제안하는 공개초안이 발표되었다. 또한, 호주, 캐나다, 뉴질랜드, 영국, 그리고 미국의 회계기준위원회 대표자로 구성되고 IASC 대표자가 참관하는 'G4+1'으로 알려진 회계기준제정기구의 모임은 1999년 8월에 재무성과보고에 관한 보고서를 발표했다. 이 보고서는 포괄이익에 속하는 모든 항목들을 단일의 성과보고서에 공시하는 방안을 제시하였다.

IASC는 기업의 재무성과 공시에 관한 새로운 IAS의 제정을 추진하고 있는데, 이는 손익계산서에 계상하지 않고 대차대조표 자본조정에 계상하는 항목들이 점차 늘어남에 따라 재무성과보고서 구조를 근본적으로 재검토할 필요성이 제기되었기 때문이다. 즉, 자산 및 부채에 대한 공정가치 평가가 확대됨에 따라 미실현평가손익항목이 늘어나고 있으나 이를 재무제표

2) 기타포괄이익항목을 직접 공시하는 것에 대한 연구로는 포괄이익의 공시방법과 관련하여 통제된 실험실연구를 실시한 심리학에 기초한 연구(psychology based research)가 있다. 이를 연구(Hirst and Hopkins 1998, Maines and McDaniel 2000)에 의하면, 회계정보를 자의적·불분명·간접적·불충분하게 공시하는 경우보다 분명하고 직접적으로 투명하고 일관성 있으며 충분하고 쉽게 공시하는 경우에 회계정보 이용자들이 보다 용이하게 의사결정에 사용한다는 것이다. 즉, 회계정보의 유용성이 제고되는 것이다.

에 어떻게 공시할 것인가에 대한 개념적 기준은 미비하기 때문이다. 지난 2000년에 발족한 재무성과보고에 관한 추진위원회에서는 기준초안보고서의 공개안을 마련중인데, 지금까지 밝혀진 공개안에 따르면, 현재 자본조정으로 계상하고 있는 투자유가증권평가손익, 해외사업환산차대 등의 미실현평가손익항목을 성과보고서에 포함한다(김권중 2001).

우리나라의 경우 위에서 언급한 국제동향에 대한 정합성(harmonization)을 제고하기 위하여 회계연구원에서 재무제표구조에 대한 전반적인 재검토작업이 이루어지고 있으며 손익계산서구조기준서, 대차대조표구조기준서, 주주지분변동표기준서에 관한 연구 등이 진행중이다.

손익계산서구조기준서에 의하면, 포괄이익기준서(안)를 제정하여 포괄이익 총액과 구성요소들을 보고할 수 있는 근거규정을 만들고 있다. 대차대조표구조기준서에 의하면, 종래에 자본조정항목으로 보고하던 투자유가증권평가손익과 해외사업환산차대라는 미실현평가손익항목을 '누적순이익외득실'항목으로 보고할 것을 제안하고 있다. 또한, 주주지분변동표라는 재무제표에 대해서도 도입 가능성에 대한 타당성연구가 진행되고 있는데, 포괄이익의 중요성에 비추어 미국회계기준과 국제회계기준 등의 선진회계기준에서는 주주지분변동표에 기타포괄이익의 상세내역을 공시하는 것도 허용하고 있다.

본 연구에서는 기타포괄이익항목에 해당하는 투자유가증권평가손익과 해외사업환산차대, 현금수반위험회피 과생상품평가손익 중 자료를 구할 수 있었던 투자유가증권평가손익과 해외사업환산차대를 중심으로 기타포괄이익항목의 주가관련성을 살펴보았다. 또한, 추가적으로 회계정책적 측면의 시사점을 얻기 위해서 현재는 기업회계기준에서 삭제되었지만 회계적 성격이 미실현평가손익인 외화환산차대 역시 분석에 포함하였다.³⁾ 기타포괄이익항목인 '투자유가증권평가손익', '해외사업환산차대' 그리고 '외화환산차대'의 회계처리와 회계적 성격은 다음과 같다.

투자주식 중 지분법에서 피투자회사의 순자산변동이 자본잉여금 및 자본조정의 증감에 의한 경우에 발생하는 투자유가증권평가손익과 공정가액법에서 나타나는 투자유가증권평가손익 즉 미실현평가손익항목과 장기투자목적으로 보유한 투자채권의 경우 장부가액이 공정가액과 다른 경우에 공정가액을 대차대조표가액으로 하는데, 그 차액을 미실현평가손익인 투자유가증권평가손익으로 처리한다. 또한 외화표시재무제표 환산시 현행환율법에서 나타나는 미실현평가손익인 해외사업환산차대가 분석대상이다. 1996년 말 기업회계기준이 개정되어 장기화폐성외화자산·부채와 관련하여 발생하는 외화환산손익은 이를 상계하여 그 차액을 외화환산차대 과목으로 하여 자본조정에 기재할 수 있도록 하였는데, 이 항목도 미실현평가손익이다. 그러나, 이 계정은 이후 이연자산·부채로 변경되었다가 1998년 말 기업회계기준이 개정되면서 삭제되고, 장기화폐성외화자산·부채로부터 발생하는 외화환산손익은 당기손익에 반영하게 되었다.⁴⁾

3) 자산재평가적립금도 기타포괄이익항목에 해당하는 미실현평가손익이지만, 이 항목의 주가관련성에 대해서는 이미 선행연구(김권중 1997: 백원선과 송인만 2000)가 충분히 이루어졌기 때문에 본 연구에서는 제외하기로 하였다.

4) 본 연구는 연구목적상 미실현평가손익의 성격을 가지는 외화환산차대와 이연자산·부채로 계상된 환율조

2.2. 선행연구와 가설설정

포괄이익에 관한 연구는 두 방향으로 진행되고 있는데, 하나는 포괄이익의 보고방식이 정보이용자들의 의사결정에 미치는 영향에 관한 연구인데, 심리학에 기초한 통제된 실험실연구 (Hirst and Hopkins 1998; Maines and McDaniel 2000)가 주를 이루고 있다. 다른 하나는 포괄이익을 다른 이익측정치와 비교한 성과측정치로서의 상대적 유용성이라든가 기타포괄이익항목이 종래의 당기순이익에 비한 추가적인 정보 제공 여부에 대한 연구이다. 이에 관한 효시는 O'Hanlon and Pope(1997)인데, 영국의 경우 자본에 직접 조정되는 기타포괄이익 항목의 주가관련성을 살펴보았으나 유의한 주가관련성을 발견하지 못하였다. Dhaliwal et al.(1999)은 미국재무회계기준보고서 제130호의 기타포괄이익에 해당하는 3개 항목을 모두 고려하여 포괄이익이 당기순이익보다 경영성과를 더 잘 설명하는지 검증하였는데, 포괄이익이 당기순이익보다 주식수익률이나 시장가치와 관련성이 더 높다고 할 수 없다는 결론을 내리고 있다. 한편, Choi(2000)는 Dhaliwal et al.(1999)이 사용한 상대적 가치관련성 연구방법(relative association study)을 비판하고 충분 가치관련성 연구방법(incremental association study)을 사용하여 기타포괄이익총액 및 구성항목에 대해 주가와의 관련성을 분석한 결과 당기순이익 외에 기타포괄이익항목이 추가적으로 유용한 정보를 제공한다고 밝혔다. Cahan et al.(2000)은 뉴질랜드에서 주주지분변동표에 공시되는 기타포괄이익항목의 유용성에 대한 연구 결과 기타포괄이익항목의 분리공시가 포괄이익총액에 비해 추가적인 정보를 제공한다는 증거를 찾지 못했다. 또한, 주주지분변동표에 기타포괄이익항목이 공시된 이후 당기순이익 외에 고정자산재평가항목과 외화환산조정항목의 가치관련성 변화가 있다는 증거를 찾지 못했다. 이상의 연구결과들은 포괄이익 내지 기타포괄이익항목에 대해 일관된 결과를 제시하지 못하고 있다.

국내의 관련된 연구로는 백원선과 송인만(2000)이 있는데, 이 연구는 포괄이익을 명시적으로 고려한 것은 아니다. 순자산의 순전성을 감소시키는 항목 즉, 1998년 개정 전 기업회계기준에 따라 재무제표에 계상된 재평가적립금, 이연자산 및 자본조정항목에 대하여 시장이 자산·부채와 유사한 것으로 평가하는지, 아니면 수익·비용과 유사한 것으로 평가하는지 분석하였다. 실증결과 자본조정항목⁵⁾은 순자산의 주가배수와 회계이익 주가배수의 중간정도 크기를 보였으며, 자본조정항목 중에는 투자주식평가이익만이 유의한 것으로 나타났다.

본 연구는 외국의 선행연구들이 사용한 검증모형에 의존하지 않고, 회계변수와 주식가치의

정차대를 동일한 항목으로 간주한다. 즉 환율조정차대로 계상된 외화환산손익이 자본조정인 외화환산차대로 계상될 경우의 금액(환율조정대 기말금액 + 환율조정대 환입금액, 환율조정차 기말금액 + 환율조정 차 상각금액)을 계산하여 연구에 사용하였다.

5) 백원선과 송인만(2000)은 자본조정항목 중 회계적 특성상 손익계산서에 보고되는 수익, 비용의 성격을 갖는 항목 즉, 투자유기증권평가손익, 해외사업환산차대, 외화환산차대(누적액)를 연구대상으로 하였다.

관계에 관한 이론으로부터 직접 실증분석모형을 도출하였고, 백원선과 송인만(2000)이 포괄이익을 명시적으로 고려하지 않은데 비해 본 연구는 포괄이익을 명시적으로 고려하였다는 점에서 차이가 있다.

정보이용자인 투자자 관점에서 기타포괄이익항목의 유용성여부를 살펴보기 위해서는 주식가격과 기타포괄이익항목의 관련성이 검증되어야 한다. 따라서, 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

연구가설 1: 기타포괄이익항목은 주가관련성이 있다.

하위연구가설 1-1: 투자유가증권평가손익은 주가관련성이 있다.

하위연구가설 1-2: 해외사업환산차대 전입 및 환입액은 주가관련성이 있다.

하위연구가설 1-3: 외화환산차대 전입 및 환입액은 주가관련성이 있다.

검증모형에 따라 기타포괄이익항목이 자기자본 장부가치와 당기순이익에 더하여 주가관련성 내지 주가설명력을 갖는가에 대해 분석하고자 한다. 좀 더 구체적으로 기타포괄이익을 구성하는 세 가지 항목 - 투자유가증권평가손익, 해외사업환산차대 전입 및 환입액, 외화환산차대 전입 및 환입액⁶⁾ - 을 구분하여 각각 주가관련성 내지 주가설명력 여부를 검증하고자 한다.

투자자들의 미래현금흐름에 대한 기대치 수정은 현재회계연도 회계변수의 직전회계연도 회계변수에 대비한 차액정보(change information)를 통해 이루어지고 이러한 기대치 수정은 주가변화를 유발한다. 투자자들이 이러한 차액정보를 미래현금흐름을 예측하는데 유용한 정보로 여긴다면 차액정보는 주식가격변동 즉 주식수익률과 관련될 것이다. 따라서, 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

연구가설 2: 기타포괄이익항목의 전년대비 차액은 주가관련성이 있다.

하위연구가설 2-1: 투자유가증권평가손익의 전년대비 차액은 주가관련성이 있다.

하위연구가설 2-2: 해외사업환산차대 전입 및 환입액의 전년대비 차액은 주가관련성이 있다.

하위연구가설 2-3: 외화환산차대 전입 및 환입액의 전년대비 차액은 주가 관련성이 있다.

주가수준분석의 결과를 재확인하고 보완하며 동일한 이론적 토대⁷⁾를 가지고 있는 주식수익률모형을 유도하여 주가수준모형에서 살펴본 기타포괄이익항목 총액과 구성요소(수준변수,

- 6) 본 연구에서 사용한 기타포괄이익항목은 대차대조표 자본조정항목에 누적액이 기재되기 때문에 당시의 성과만을 분리하기 위해 당기누적액과 전기누적액의 차이 즉 변동액으로 측정하였다. 또한, 자본조정에 보고되는 투자유가증권평가손익을 '누적투자유가증권평가손익'으로 재정의한다.
- 7) Easton(1999)은 Ohlson(1995)이 제시한 주가수준모형에서 전년대비차액(time-differencing)을 구하여 주식수익률모형을 도출하고 있다. 본 연구에서도 같은 방법으로 주식수익률모형을 도출하고자 한다.

level variable)뿐만 아니라 기타포괄이익항목 총액과 구성요소의 직전회계기간 대비차액(차액변수, change variable)에 대해서도 주가와의 관련성을 검증하고자 한다.

III. 연구모형 및 표본선정

3.1 연구모형의 도출

본 연구는 대표적인 회계정보이용자로서 투자자를 가정하고 이들의 의사결정이 주식가치의 평가과정이며 주식가치는 미래배당의 현재가치에 의해 결정된다는 경제이론을 토대로 한다. 즉, 주식가치평가이론인 배당할인모형(dividend discount model)에서 출발하여 회계변수에 의한 가치평가모형을 유도하고 이를 토대로 검증모형을 도출하였다. 연구모형은 순자산의 순전성관계에 기초하고 있으나, 우리의 회계제도가 이 관계를 만족하고 있지 못하므로 순자산의 순전성관계를 변형한 순자산의 연계관계를 가정하여 모형을 도출하였다. 검증모형은 일 반적으로 받아들여지고 있는 주식가치평가이론인 배당할인모형을 기초로 하는데, 배당할인모형은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E_t[d_{t+\tau}] \quad (1)$$

P_t = t기간 말의 주식가치,

$d_{t+\tau}$ = $t+\tau$ 기간의 배당(주주의 출자납입액을 조정한 순배당),

ρ = $1 + r$, r = 할인율,

$E[\cdot]$ = 기대치 부호.

Ohlson(1995)은 식 (1)에 순자산의 순전성관계를 가정하여 회계변수에 의한 가치평가모형을 유도하고 있으나, 현재 우리나라의 경우 기타포괄이익항목이 회계이익이 아닌 자본조정 항목에 포함되기 때문에 순자산의 순전성관계를 만족하지 않는다. 따라서, 다음과 같은 순자산의 연계관계, 즉 'dirty surplus relation'을 상정할 수 있을 것이다.

$$BV_t = BV_{t-1} + X_t - d_t + OCI_t \quad (2)$$

BV_t = t기간 말의 순자산(자기자본) 장부가치,

X_t = t기간의 회계이익(당기순이익),

OCI_t = t기간의 기타포괄이익항목.

여기서 회계변수에 의한 가치평가모형을 유도하기 위해 초과이익을 다음과 같이 정의한다.

$$X_t^a \equiv X_t - rBV_{t-1} \quad (3)$$

r = 자기자본비용(cost of equity),

rBV_{t-1} = 정상이익(normal earnings).

X_t^a = 초과이익(abnormal earnings).

확장된 순자산의 연계관계인 식 (2)를 이용하면 식 (1)의 배당할인모형을 회계변수에 의한 가치평가모형으로 유도할 수 있다. 초과이익의 정의인 식 (3)을 식 (2)의 연계관계와 결합하면 배당 d_t 는 다음과 같다.

$$d_t = X_t^a - BV_t + OCI_t + \rho BV_{t-1} \quad (4)$$

식 (4)를 식 (1)의 배당할인모형과 결합한 후 정리하면, 주식가치(P_t)는 다음과 같다.

$$P_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E[X_{t+\tau}^a] + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E[OCI_{t+\tau}] \quad (5)$$

식 (5)의 주식가치(P_t)는 자기자본 장부가치(BV_t), 미래초과이익($E_t[X_{t+\tau}^a]$)의 현재가치, 미래기간 중 기타포괄이익항목($E_t[OCI_{t+\tau}]$)의 현재가치의 합으로 결정되고 있다.

식 (5)의 이론모형을 검증가능한 형태로 전환하는 것이 필요한데, 기타포괄이익항목을 미실현평가손익으로서 미래지속성(future persistence)이 없는 일시적 이익(transitory earnings)이라고 가정한다. 즉, 기타포괄이익항목의 미래기대치인 $E_t[OCI_{t+\tau}]$ 를 '0'이라고 가정한다(Ohlson 1999). 따라서 식 (5)의 이론모형은 다음과 같이 단순화된다.

$$P_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \rho^{-\tau} E[X_{t+\tau}^a] \quad (6)$$

식 (6)에서 초과이익 X_t^a 는 기업 간의 경쟁으로 인해 점차 감소할 것으로 예상할 수 있으므로, X_t^a 의 확률과정을 정규의 자기회귀과정(auto-regressive process), $X_{t+1}^a = \omega X_t^a + \varepsilon_{t+1}$ ($0 \leq \omega \leq 1$, $E_t[\varepsilon_{t+1}] = 0$, ω 는 초과이익지속계수), 으로 가정할 수 있다(김권중 1997).⁸⁾ 따라서, 식 (6)은 다음과 같이 추정가능한 형태로 단순화된다.

8) Ohlson(1995)은 미래초과이익에 대해 선형성가정(linear information dynamics)을 도입하여 미래에 대한 예측 없이 현행회계정보로 기업가치를 설명하고, X_{t+1}^a 의 확률과정에 X_t^a 이외의 비회계정보(v_t)를 포함하여 모형화하였다. 이 경우 식 (7)의 우변에 v_t 에 관한 항목이 추가되나, v_t 는 관측 불가능하여 실증모형에서 통상적으로 오차항에 포함되므로 X_{t+1}^a 에 대해 정규의 자기회귀과정을 가정하는 것과 동일하게 된다.

$$P_t = BV_t + \frac{\omega}{\rho - \omega} X_t^a \quad (7a)$$

$$P_t = BV_t + \frac{\omega}{\rho - \omega} (X_t - rBV_{t-1}) \quad (7b)$$

식 (7b)에 식 (2)의 순자산의 연계관계를 이용하여 재구성하면 다음과 같다.

$$P_t = (1 - k)BV_t + k(\theta X_t - d_t + OCI_t) \quad (8)$$

$$k = \frac{\omega(\rho-1)}{\rho-\omega}, \quad \theta = \frac{\rho}{\rho-1}$$

식 (8)이 본 연구의 실증분석에 사용될 기본모형이다. 여기서 k 는 초과이익지속계수인 ω 에 따라 크기가 정해지는데, 발생한 이익이 전부 영구적으로 지속되지 않는 현실의 상황에서는 $0 < \omega < 1$ 인 경우가 일반적일 것이고, 따라서 $0 < k < 1$ 가 될 것이라고 예상할 수 있다. 그리고 θ 는 이익승수(earnings multiplier)의 성격을 갖는다. 본 연구에서 검증의 초점이 되는 기타포괄이익항목인 OCI_t 의 회귀계수 크기에 대해 살펴보면, 당기 기말대차대조표 순자산장부가액인 BV_t 에는 OCI_t 가 포함되어 있으므로 결국 이론모형에서 예상하는 OCI_t 의 회귀계수 크기는 '1'이 된다.⁹⁾

위의 기본모형에 대해 연도별로 절편더미변수를 설정하고 음(negative)의 회계이익을 통제하기 위하여 식 (8)을 수정하면 식 (9)와 같다.

모형 1: 기타포괄이익항목의 주가관련성 검증모형(주가수준모형)

$$P_t = a_0 + \sum_{k=98}^{99} a_k DY_{kt} + b_1 BV_t + b_2 X_t + b_3 OCI_t + b_4 D_t + b_5 NX_t + e_t \quad (9)$$

DY_{kt} : 관측치가 연도 k 에 속하면 1, 그렇지 않으면 0 ($k = 1998, 1999$),

NX_t : X_t 가 음이면 X_t , 그렇지 않으면 0,

a_0 : 절편, e_t : 오차항.

P_t 는 t 기말 주식의 시장가치인데 t 기말 보통주 주식가격 $\times t$ 기말 보통주 유통주식수,¹⁰⁾

9) 식 (8)을 다음과 같이 변형할 수 있다.

$$P_t = (1 - k)(BV_t^* + OCI_t) + k(\theta X_t - d_t + OCI_t)$$

$$P_t = (1 - k)BV_t^* + k(\theta X_t - d_t) + OCI_t$$

$BV_t^* = BV_t - OCI_t$, 기말대차대조표상 순자산장부가액에서 기타포괄이익항목을 차감한 금액.

10) 주식의 시장가치를 측정하는 시점을 결산일 후 3개월이 지난 시점도 고려할 수 있으나, 회계기간말로 한 이유는 투자유가증권 시가정보와 현행환율 및 자기자본 장부가액 산출시점이 회계기간 말이기 때문이다 (송인만 등 2000).

BV_t 는 t 기말 순자산 장부가치로 t 기말 대차대조표상 자기자본총계,¹¹⁾ X_t 는 t 기말 손익계산서에 계상된 당기순이익, OCI_t 는 t 기간의 투자유가증권평가손익·해외사업환산차대 전입 및 환입액·외화환산차대 전입 및 환입액 합계 즉 기타포괄이익항목 합계이다. 그리고, D_t 는 납입자본의 증감 조정후 순배당금으로 보통주 및 우선주 배당금에서 납입자본의 순증가액을 차감한 금액으로 정의하였다.¹²⁾

종속변수인 주식가치의 연도별 평균적 변화에 따른 효과를 통제하기 위해서 즉, 연도별로 전반적인 경제환경의 변화에 대한 주가움직임에 따른 횡적상관성(cross-sectional dependence)을 통제하기 위해서 모형에 절편 연도더미변수인 DY_{kt} 를 포함하였다(백원선과 송인만 2000; 김권중과 김문철 2000).¹³⁾ 또한, 회계이익이 음(-)인 경우에 동 회계수치와 주가와의 관계가 회계이익이 양(+)인 경우와는 질적으로 다른 양상을 보인다는 선행연구 (Hayn 1995; Collins et al. 1997, 1999)의 결과와 일반적으로 음의 회계이익을 투자자들이 일시적이라고 여기므로 회계이익 중 일시적인 것을 분리하기 위해 회계이익이 음인 경우에 비대칭적으로 정의되는 NX_t 를 모형에 포함시켰다.

기타포괄이익항목이 주가관련성(value relevance)을 갖는다면 OCI_t 의 회귀계수 b_3 는 유의한 양(positive)의 값을 가질 것이다. 또한 OCI_t 의 회귀계수 b_3 가 BV_t 에 포함된 것을 고려하여 이론모형에서 예상하는 '1'과 일치하는지 여부도 확인한다. 다른 회귀계수의 부호는 순배당과 음의 이익 통제변수를 제외하고는 모두 양의 값이 예측된다. 식 (9)를 추정함에 있어 이분산(heteroscedasticity)문제를 검토하고 White(1980)방법에 의해 수정된 t-통계치를 사용하여 계수추정치의 유의성을 검증하였다(Barth and Kallapur 1996). 다른 검증모

11) 모형의 종속변수인 시장가치는 보통주 시가총액이고, 독립변수인 순자산장부가치를 비롯한 다른 변수들은 우선주지분이 포함되어 있다. 그런데, 포본기업들의 우선주발행비율이 대부분 미미하다면 위와 같은 변수측정에 특별히 문제될 것이 없으나, 일부표본기업의 경우에는 우선주비율이 작지 않기 때문에 우선주보유기업을 제외한 상태에서 모형 1을 재추정하였으나, 검증결과는 유사하였다.

12) 납입자본의 순증가액은 현금흐름표에 계상된 자본금 및 자본잉여금의 증가액(유상증자, 주식발행초과금, 자기주식 처분액)에서 감소액(유상감자, 자기주식 취득액)을 차감한 금액으로 계산한다(백원선과 송인만 2000).

13) Ohlson모델을 사용하여 회계변수의 주가관련성을 분석한 선행연구들(김권중과 김문철 2000, 백원선과 송인만 2000)은 종속변수인 주식가치가 연도별로 공통적으로 움직이는 것을 통제하기 위해 절편에만 연도더미변수를 사용하였다. 그러나, 연도별로 경제의 전반적인 상황변화를 반영하는 주가의 평균적인 변화 외에 slope의 변화를 야기하는 경제적 사건이나 상황이 발생할 수 있으므로 독립변수에 연도더미변수를 부여하여 모형 1을 재추정 하였다. 다만, 모형 1의 모든 독립변수에 slope 연도더미변수를 부여하면 모형이 지나치게 복잡해지고 회귀계수 추정의 정확성이 떨어지므로 모형 1에서 관심대상인 OCI_t 에 대해서만 slope 연도더미변수를 부여하였다. 검증결과 3개년 중 1998년과 1999년은 OCI_t 의 유의한 주가관련성이 발견되었으나 1997년은 OCI_t 의 유의한 주가관련성이 발견되지 않았다. 이러한 결과에 대해 다음과 같은 이유를 생각해 볼 수 있을 것이다. 먼저, 다른 회계연도에 비해 표본수가 100~150개나 적어 표본수 감소에 따른 검증력 감소가 있었을 것으로 추정된다. 둘째, 투자유가증권평가손익을 자본조정에 계상하기 시작한 시기가 1997년이므로 많은 기업이 1997년에 투자유가증권평가손익을 계상하지 않은 것으로 판단된다. 세째, 1997년은 IMF 경제위기, 국가신용등급 하락, 기업구조조정으로 우리나라 경제상황과 주식시장이 불안정하고 비정상적인 시기였고, 주가가 회계정보에 의해 설명되기보다 거시경제적 요인에 더 큰 영향을 받았기 때문에 OCI_t 의 비유의적인 결과를 신뢰할 수 없다.

형의 경우에도 모두 White의 수정된 t-통계치가 사용된다.

기타포괄이익항목을 구성하고 있는 투자유가증권평가손익, 해외사업환산차대 전입 및 환입액, 외화환산차대 전입 및 환입액 각각에 대한 주가관련성을 알아보기 위해 다음과 같은 모형을 설정하였다.

모형 2: 기타포괄이익 구성항목별 주가관련성 검증모형(주가수준모형)

$$P_t = a_0 + \sum_{k=98}^{99} a_k DY_{kt} + b_1 BV_t + b_2 X_t + b_3 CIMKT_t + b_4 CIFC_t + b_5 CIFCT_t + b_6 D_t + b_7 NX_t + e_t \quad (10)$$

$CIMKT_t$: t기간 누적투자유가증권평가손익(MKT)의 변동액, 즉 MKT_t 에서 MKT_{t-1} 을 차감한 금액.

$CIFC_t$: t기간 해외사업환산차대(FC) 전입 및 환입액, 즉 FC_t 에서 FC_{t-1} 을 차감한 금액.

$CIFCT_t$: t기간 외화환산차대(FCT) 전입 및 환입액, 즉 FCT_t 에서 FCT_{t-1} 을 차감한 금액.

$CIMKT_t$ 는 t기 대차대조표 자본조정에 계상된 누적투자유가증권평가손익이 t-1기 누적투자유가증권평가손익과 얼마나 차이가 있는지 나타내는 변수로, 투자자들이 이 성과정보를 중요하게 여긴다면 b_3 은 유의한 양의 값을 가질 것이다. $CIFC_t$ 는 t기간동안 해외사업환산차대 전입액 및 환입액을 나타내고 $CIFCT_t$ 도 t기간동안 외화환산차대 전입액 및 환입액을 나타내는데, 이러한 성과정보를 투자자들이 중요하게 여긴다면 b_4 와 b_5 는 유의한 양의 값을 가질 것이다. 또한 기타포괄이익 구성항목 변수의 회귀계수 크기가 BV_t 에 포함된 것을 고려하여 '1'이 되는지 여부도 확인한다. 다른 회귀계수의 부호는 순배당과 음의 이익 통제변수를 제외하고는 모두 양의 값이 예측된다. 기타포괄이익 구성항목인 세 변수를 함께 고려한 기본모형에서는 각 변수별로 지나치게 많은 '0'의 관측치가 회귀계수 추정치 및 그 유의성에 영향을 줄 수 있기 때문에 각 변수별로 '0'인 관측치들을 제외하고 해당변수만 고려한 축소모형도 분석하였다.

위의 주가수준분석은 횡단면분석에서 기업규모의 차이에 따라 회귀계수 추정치의 유의성이 결정될 수도 있고 특정시점의 주가수준은 회계기간동안 자본시장에 도달되는 정보를 적절하게 반영하지 못하는 문제(Easton 1999)가 있기 때문에 주식수익률모형에 의한 보완적인 분석이 필요하게 된다. 주식수익률모형은 주가수준모형인 식 (8)에서 직접 유도될 수 있는데 식 (8)의 각 변수에 대해 전년대비 차액형태(time-differencing)를 취하면 다음이 성립한다.¹⁴⁾

14) 주가수준모형에서 전년대비 차액형태를 취해 주식수익률모형을 도출하기 위해서는 k와 θ가 기간간 일정하다는 가정이 필요하다.

$$\Delta P_t = (1-k)\Delta BV_t + k\theta \Delta X_t - k\Delta d_t + k\Delta OCI_t \quad (11)$$

식 (11)을 정리하면 식 (12)와 같다.¹⁵⁾

$$\Delta P_t + d_t = (1-k)X_t + (1-k)OCI_t + kd_t + k\theta \Delta X_t - k\Delta d_t + k\Delta OCI_t \quad (12)$$

식 (12)의 양변을 P_{t-1} 로 나누면 주식수익률모형이 유도된다.

$$\frac{\Delta P_t + d_t}{P_{t-1}} = \frac{(1-k)X_t}{P_{t-1}} + \frac{(1-k)OCI_t}{P_{t-1}} + \frac{kd_t}{P_{t-1}} + \frac{k\theta \Delta X_t}{P_{t-1}} - \frac{k\Delta d_t}{P_{t-1}} - \frac{k\Delta OCI_t}{P_{t-1}} \quad (13)$$

식 (13)의 좌변은 주식수익률이 되고 우변은 당기순이익(X_t), 기타포괄이익항목(OCI_t), 순배당(d_t)의 수준변수와 차액변수의 합으로 구성되어 있다. 식 (13)에 절편 연도더미변수를 추가하면 식 (14)와 같다.

모형 3: 기타포괄이익항목의 주가관련성 검증모형(주식수익률모형)

$$\begin{aligned} BHR_t = & a_0 + \sum_{k=38}^{\infty} a_k DY_{kt} + b_1 \frac{X_t}{P_{t-1}} + b_2 \frac{OCI_t}{P_{t-1}} + b_3 \frac{D_t}{P_{t-1}} \\ & + b_4 \frac{\Delta X_t}{P_{t-1}} + b_5 \frac{\Delta OCI_t}{P_{t-1}} + b_6 \frac{\Delta D_t}{P_{t-1}} + e_t \end{aligned} \quad (14)$$

BHR_t : 회계연도 12개월에 대한 buy and hold 방식의 연간수익률,¹⁶⁾

P_{t-1} : 직전 회계연도 말의 보통주 시가총액.

ΔX_t 는 t 기간 당기순이익의 직전회계기간 당기순이익 대비차액 즉 X_t 에서 X_{t-1} 를 차감한 금액, ΔOCI_t 는 t 기간 기타포괄이익항목의 직전회계기간 기타포괄이익항목 대비차액 즉 OCI_t 에서 OCI_{t-1} 를 차감한 금액. ΔD_t 는 t 기간 순배당의 직전회계기간 순배당 대비차액 즉 D_t 에서 D_{t-1} 를 차감한 금액이다. 절편 연도더미변수 및 다른 독립변수들은 주가수준모형에서 정의된 바와 동일하다. 기타포괄이익항목이 주가관련성을 갖는다면 회귀계수 b_2 와 b_5 는 유의한 양의 값을 가질 것이다. 독립변수로 사용된 수준변수와 차액변수간 다중공선성(multicoll-

15) 식 (12)의 도출과정은 다음과 같다.

$$\Delta P_t = (1-k)(X_t - d_t + OCI_t) + k\theta \Delta X_t - k\Delta d_t + k\Delta OCI_t$$

$$\Delta P_t + d_t = (1-k)X_t + (1-k)OCI_t + kd_t + k\theta \Delta X_t - k\Delta d_t + k\Delta OCI_t$$

16) 연간수익률을 계산하는데, 분석에 사용한 첫 번째 월부터 12번째 월까지(12개월) 뿐만 아니라 회계연도 4번째 월부터 다음 회계연도 3번째 월까지(12개월), 첫 번째 월부터 다음 회계연도 3번째 월까지(15개월)에 대해서도 누적 산출하여 분석에 사용하였으나 결과는 유사하였다.

inearity)으로 인한 영향을 통제하기 위해 모형 3의 기본모형 외에 수준변수와 차액변수만으로 구성된 축소모형도 추가 분석하였다.

기타포괄이익항목을 구성하고 있는 투자유가증권평가손익, 해외사업환산차대 전입 및 환입액, 외화환산차대 전입 및 환입액과 각각의 전년대비 차액에 대한 주가관련성을 알아보기 위해 다음과 같은 주식수익률모형을 설정하였다.

모형 4: 기타포괄이익 구성항목별 주가관련성 검증모형(주식수익률모형)

$$\begin{aligned} BHR_t = & a_0 + \sum_{k=98}^{\infty} a_k DY_{kt} + b_1 \frac{X_t}{P_{t-1}} + b_2 \frac{CIMKT_t}{P_{t-1}} + b_3 \frac{CIFC_t}{P_{t-1}} \\ & + b_4 \frac{CIFCT_t}{P_{t-1}} + b_5 \frac{D_t}{P_{t-1}} + b_6 \frac{\Delta X_t}{P_{t-1}} + b_7 \frac{\Delta CIMKT_t}{P_{t-1}} \\ & + b_8 \frac{\Delta CIFC_t}{P_{t-1}} + b_9 \frac{\Delta CIFCT_t}{P_{t-1}} + b_{10} \frac{\Delta D_t}{P_{t-1}} + e_t \end{aligned} \quad (15)$$

$\Delta CIMKT_t$: t기간 투자유가증권평가손익의 직전회계기간 투자유가증권평가손익 대비차액 즉 $CIMKT_t$ 에서 $CIMKT_{t-1}$ 를 차감한 금액.

$\Delta CIFC_t$: t기간 해외사업환산차대 전입 및 환입액의 직전회계기간 해외사업환산차대 전입 및 환입액 대비차액 즉 $CIFC_t$ 에서 $CIFC_{t-1}$ 를 차감한 금액.

$\Delta CIFCT_t$: t기간 외화환산차대 전입 및 환입액의 직전회계기간 외화환산차대 전입 및 환입액 대비차액 즉 $CIFCT_t$ 에서 $CIFCT_{t-1}$ 를 차감한 금액.

기타포괄이익항목을 구성하고 있는 투자유가증권평가손익, 해외사업환산차대 전입 및 환입액, 외화환산차대 전입 및 환입액과 각각의 전년대비 차액이 주가관련성이 있다면 회귀계수 $b_2, b_3, b_4, b_7, b_8, b_9$ 이 유의한 양의 값을 가질 것이다. 모형 4에 대해서도 수준변수와 차액변수만으로 구성된 축소모형에 대해서 분석하였다.

3.2 표본선정

분석을 위해 재무제표자료는 한국신용평가(주)의 KIS-FAS 데이터베이스, 주가자료는 상장회사협의회 데이터베이스, 주식수익률자료는 한국신용평가(주)의 KIS-SMAT 데이터베이스에서 추출하였다. 투자유가증권평가손익을 자본조정에 계상하기 시작한 시기가 1997년이기 때문에 표본기간은 1997년부터 1999년까지로 하였다.

1997년부터 1999년까지 한국신용평가(주)의 KIS-FAS 데이터베이스에 수록된 전체상장기업을 대상(금융업 포함)으로 추출한 2,058 기업/년(686 기업×3년) 중에서 주가수준분석

의 경우 상장회사협의회 데이터베이스에서 당해연도 주가자료를 구하지 못한 기업/년, 당해연도 순자산이 음인 기업/년, 당해연도 보통주 발행주식수 자료가 없는 기업/년 및 투자유가증권평가손익, 해외사업환산차대, 외화환산차대를 계상하지 않아 OCI_t 가 '0'인 기업/년을 제외한 1,180 기업/년을 연구대상으로 한다. 주식수익률분석에서도 2,058 기업/년 중에서 상장회사협의회 데이터베이스에서 직전연도 주가자료를 구하지 못한 기업/년, 직전연도 보통주발행주식수 자료가 없는 기업/년 및 OCI_t 와 ΔOCI_t 가 '0'인 기업/년을 제외한 1,196 기업/년을 연구대상으로 한다.

위에서 기술한 표본선정절차를 요약하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 표본선정절차

주가수준분석				주식수익률분석			
연도 표본선정절차	1997	1998	1999	연도 표본선정절차	1997	1998	1999
전체상장기업 표본 차감 :	686	686	686	전체상장기업 표본 차감 :	686	686	686
- 당년도 주가자료 미비	(174)	(171)	(157)	- 전년도 주가자료 미비	(184)	(174)	(171)
- 당년도 순자산이 음이거나 보통주발행주식수 자료가 없는 표본	(36)	(36)	(20)	- 전년도 보통주발행주식수 자료가 없는 표본	(3)	(34)	(0)
- OCI_t 가 '0'인 표본	(157)	(76)	(51)	- OCI_t 와 ΔOCI_t 가 '0'인 표본	(170)	(75)	(51)
	319	403	458		329	403	464
최종표본 기업/년	1,180 기업/년			최종표본 기업/년	1,196 기업/년		

연구대상을 상장기업 전체로 한 이유는 포괄이익의 도입 및 공시에서 특정한 업종에 속한 기업과 특정한 결산월을 가진 기업을 제외할 이유가 없기 때문이며, 기타포괄이익항목 및 전년대비차액이 '0'인 기업/년은 연구목적을 달성할 수 없기 때문에 표본에서 제외하였다.¹⁷⁾

IV. 분석결과

4.1 기술통계

<표 2>에는 모형 1, 2(주가수준분석)에 사용되는 주요변수에 대한 기술통계가 제시되어

17) 기타포괄이익항목 및 전년대비차액이 '0'인 기업/년도 표본에 포함하여 분석하였으나 결과는 유사하였다.

있다. 주식의 시장가치(P_t)는 평균이 3,622억원이고 중위치가 408억원으로 양의 왜도(skewness)를 보이고 있으며, 표준편차도 2조 3,502억원으로 아주 크므로 기업간에 상당한 차이가 존재한다. 당기순이익(X_t)은 평균이 24억원으로 중위치인 30억원보다 작은 것으로 보아 음의 이익을 나타낸 기업이 평균에 큰 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

본 연구의 핵심항목인 기타포괄이익항목(OCI_t) 평균은 195억원으로서 당기순이익 평균인 24억원의 약 8배에 이르고 있어 항목의 성격은 비록 일시적이지만 그 크기는 무시하지 못할 금액이라는 것을 알 수 있다. 만약에 이 항목이 당기순이익에 반영되었더라면 기업별로 당기 순이익의 양상이 사뭇 다를 것이라고 예측할 수 있다. 기타포괄이익 구성항목인 투자유가증권평가손익($CIMKT_t$)은 평균 190억원, 해외사업환산차대 전입 및 환입액($CIFC_t$)은 평균 8억, 외화환산차대 전입 및 환입액($CIFCT_t$)은 평균 -3억이다. 그리고, $CIMKT_t$, $CIFC_t$, $CIFCT_t$ 의 중위치가 '0'이고 최빈값도 '0'인데,¹⁸⁾ 이는 이를 변수가 비경상적이고 비반복적인 일시적 항목임을 나타낸다. 순배당금(D_t)은 평균이 -374억인데 이러한 음(negative)의 수치는 배당금보다 납입자본의 순증가액이 더 크다는 것으로 대부분 기업의 경우 납입자본의 순증가액이 배당금보다 클 것이므로 정상적인 수치이다. 또한 회귀분석시 극단치(outlier)가 회귀계수 추정에 영향을 미치는 것을 완화하기 위해서 주가수준분석에서는 Belsley et al.(1980)에 따라 극단치 처리를 한다.

<표 2> 주요변수에 대한 기술통계(주가수준분석)

변수	평균	표준편차	1%	중위치	99%
P_t	362,226	2,350,205	2,550	40,791	5,809,200
BV_t	393,928	1,483,973	4,353	82,012	5,889,910
X_t	2,462	219,403	-482,821	3,094	367,728
OCI_t	19,546	288,700	-348,996	195	868,038
$CIMKT_t$	19,034	183,442	-39,905	0	406,525
$CIFC_t$	814	39,096	-11,748	0	9,417
$CIFCT_t$	-302	208,271	-218,310	0	431,730
D_t	-37,422	236,217	-806,870	186	55,244

표본: 1997년부터 1999년까지 1,180 기업/년.

변수정의 및 측정(단위: 백만원)

P_t : t기말 주식의 시장가치 즉 t기말 보통주 주식가격 \times t기말 보통주 유통주식수.

BV_t : t기말 순자산 장부가치 즉 t기말 대차대조표상 자기자본총계.

X_t : t기말 손익계산서에 계상된 당기순이익.

OCI_t : t기간 투자유기증권평가손익 · 해외사업환산차대 전입 및 환입액 · 외화환산차대 전입 및 환입액 합계
즉 기타포괄이익항목 합계.

$CIMKT_t$: t기간 누적투자유기증권평가손익(MKT)의 변동액 즉 $MKT_t - MKT_{t-1}$ 을 차감한 금액.

$CIFC_t$: t기간 해외사업환산차대(FC) 전입 및 환입액 즉 $FC_t - FC_{t-1}$ 을 차감한 금액.

18) $CIMKT_t$, $CIFC_t$, $CIFCT_t$ 의 관측치가 '0'인 비율은 각각 36.6%, 89.9%, 28.7%이다.

$CIFCT_t$: t기간 외화환산차대(FCT) 전입 및 환입액 즉 FCT_t 에서 FCT_{t-1} 을 차감한 금액.

D_t : 납입자본의 증감조정후 순배당금 즉 보통주 및 우선주배당금에서 납입자본의 순증가액을 차감한 금액.

<표 3>에는 모형 3, 4(주식수익률분석)에 사용되는 주요변수에 대한 기술통계가 제시되어 있다. 각 변수들에 대한 분포양상과 극단치의 존재가능성을 보면, 거의 모든 변수들에 대해 극단치가 존재하고 양쪽 극단 5%값에서 관측치가 안정되는 것을 확인할 수 있다. 따라서, 극단치 존재로 회귀계수 추정에 미치는 영향을 최소화하기 위해 ±5%조정(winsorization)기법¹⁹⁾을 이용하여 극단치 처리를 한다. 다만, 해외사업환산차대 전입 및 환입액(CIFC_t)과 전년대비 차액($\Delta CIFC_t$)의 분포를 보면 양쪽 극단 5% 밖에 관측치가 존재하고 나머지 관측치는 모두 '0'이기 때문에 부득이하게 주식수익률분석에서는 두 변수를 제외하였다.²⁰⁾

<표 3> 주요변수에 대한 기술통계(주식수익률분석)

변수	평균	표준편차	최소치	5%	25%	중위치	75%	95%	최대치
BHR _t	0.161	1.126	-0.999	-0.788	-0.508	-0.098	0.460	2.000	17.902
X _t	-0.198	1.942	-40.559	-1.683	-0.007	0.065	0.172	0.649	4.932
OCI _t	0.101	0.848	-6.752	-0.268	-0.015	0.000	0.078	0.679	20.216
D _t	-0.152	0.725	-13.433	-0.874	0.000	0.005	0.030	0.093	0.417
ΔX_t	0.004	2.232	-40.736	-1.243	-0.065	0.012	0.144	1.245	39.006
ΔOCI_t	0.138	1.512	-6.731	-0.315	-0.034	0.000	0.042	1.005	41.281
ΔD_t	-0.095	0.689	-13.433	-0.827	-0.038	0.000	0.028	0.306	4.069
CIMKT _t	0.062	0.554	-3.936	-0.095	0.000	0.000	0.003	0.389	15.689
CIFC _t	-0.002	0.070	-1.580	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.187
CIFCT _t	0.041	0.635	-6.752	-0.172	0.000	0.000	0.015	0.299	20.216
$\Delta CIMKT_t$	0.069	0.578	-4.380	-0.101	0.000	0.000	0.005	0.427	15.689
$\Delta CIFC_t$	-0.010	0.192	-3.489	-0.001	0.000	0.000	0.000	0.001	1.214
$\Delta CIFCT_t$	0.082	1.249	-9.242	-0.278	-0.016	0.000	0.005	0.669	41.281

표본: 1997년부터 1999년까지 1,196 기업/년.

변수정의 및 측정(각 변수(BHR_t 제외)는 직전회계연도(t-1기) 말의 보통주 시가총액으로 나누었음)

BHR_t : 회계연도 12개월간에 대한 buy and hold 방식의 연간수익률.

ΔX_t : t기간 당기순이익의 직전회계기간 당기순이익 대비차액 즉 X_t 에서 X_{t-1} 을 차감한 금액.

ΔOCI_t : t기간 기타포괄이익항목의 직전회계기간 기타포괄이익항목 대비차액 즉 OCI_t 에서 OCI_{t-1} 을 차감한 금액.

$\Delta CIMKT_t$: t기간 투자유가증권평가손익의 직전회계기간 투자유가증권평가손익 대비차액 즉 $CIMKT_t$ 에서 $CIMKT_{t-1}$

19) 한봉희(2001)는 여러 가지 극단치 처리방법을 비교하였는데, 조정기법은 절단기법(trimming)에 비해 표본규모의 축소라는 문제를 발생하지 않고, 서열기법(ranking)은 모형설명력을 제고되나 추정된 회귀계수의 크기에 대한 경제적 해석을 내리는 것이 곤란하여 조정기법이 이러한 단점을 가지지 않은 가장 효과적인 방법이라고 제시한다.

20) 주가수준분석에서 해외사업환산차대 전입 및 환입액은 유의한 결과가 나오지 않았는데 그 이유는 분석대상표본 가운데 거의 90%에 가까운 관측치가 '0'이기 때문이다. 양쪽 극단 5% 밖의 관측치만으로 해당 변수의 주가관련성에 대한 결론을 내리기는 곤란하다.

를 차감한 금액.

$\Delta CIFC_t$: t기간 해외사업환산차대 전입 및 환입액의 직전회계기간 해외사업환산차대 전입 및 환입액 대비차액 즉 $CIFC_t$ 에서 $CIFC_{t-1}$ 를 차감한 금액.

$\Delta CIFCT_t$: t기간 외화환산차대 전입 및 환입액의 직전회계기간 외화환산차대 전입 및 환입액 대비차액 즉 $CIFCT_t$ 에서 $CIFCT_{t-1}$ 를 차감한 금액.

ΔD_t : t기간 순배당의 직전회계기간 순배당 대비차액 즉 D_t 에서 D_{t-1} 를 차감한 금액.

모형의 독립변수간 높은 상관관계로 인해 다중공선성문제가 야기될 수 있는데 주가수준분석에 사용한 검증모형에 대해 다중공선성문제를 검토한 결과 분산확대인자는 10미만이고 고유값은 0.01보다 크고 상태지수도 10미만이며 큰 분산할당이 존재하지 않아 다중공선성에 심각한 문제가 없다고 판단된다(Belsley et al. 1980). 그러나, 주식수익률분석에서는 표본관측치에 대해 회귀식의 독립변수인 수준변수와 차액변수간의 상관관계를 검토한 결과 약 70~80%의 유의한 상관관계를 보이고 있어, 다중공선성이 회귀계수 추정치 및 그 통계적 유의성에 미치는 영향을 통제하기 위해 분석시 양 변수가 모두 포함된 기본모형과 함께 수준변수와 차액변수만으로 구성된 축소모형도 추가 분석하였다.

4.2 분석결과

4.2.1 주가수준분석

<표 4>에 의하면 설명변수의 회귀계수 추정치는 모두 예상대로의 부호를 갖고 있으며, 모든 설명변수가 통상적인 수준에서 유의한 것으로 나타나고 있다. 특히 기타포괄이익항목은 주가에 대해 유의한 양(positive)의 관련성이 있다. 즉 순자산의 장부가액과 당기순이익 외에 기타포괄이익항목이 주가를 추가적으로 설명하고 있어 미실현평가손익정보가 유용함을 알 수 있다.²¹⁾

OCL_t 의 회귀계수크기는 BV_t 에 포함된 것을 고려하면 1.235($= 0.574 + 0.661$)로, 이론 모형에서 예상하는 '1'에 근접하고 있다. 미래지속성이 있는 X_t 의 회귀계수(2.426)는 미래지속성이 없는 일시적 이익인 OCL_t 의 회귀계수(1.235)보다 더 크다. 이러한 결과는 영속성이 있는 이익이 일시적인 이익보다 주가를 설명하는 정도가 더 크다는 선행연구들(Kormendi and Lipe 1987; Collins and Kothari 1989; Easton and Zmijeweski 1989; Freeman and Tse 1992)의 결과와도 일치하고 있다.

21) Dhaliwal et al.(1999)의 연구결과를 고려하여 전체산업을 금융업과 제조업으로 구분하여 모형 1을 재추정 하였다. 금융업에 해당하는 기업/년이 69개에 불과해 검증결과를 일반화하기에는 다소 무리가 있으나 금융업에서 기타포괄이익항목의 주가관련성이 발견되지 않았다. 이런 결과는 표본크기가 작아 검증력 감소가 일어난 것으로 판단된다. 한편 금융업을 제외한 제조업 전체에 대한 검증결과는 본 논문결과와 유사하였다. 따라서, 우리의 경우에는 Dhaliwal et al.(1999)에서와 같이 금융업이 전체결과를 유도한다는 증거를 찾을 수 없었다.

<표 4> 기타포괄이익항목의 주가관련성 검증결과(주가수준분석: 모형 1)

$$P_t = a_0 + \sum_{k=38}^{39} a_k DY_{kt} + b_1 BV_t + b_2 X_t + b_3 OCI_t + b_4 D_t + b_5 NX_t + e_t$$

변수	회귀계수의 예측부호	회귀계수추정치 ¹⁾ (t-통계치) ²⁾
BV _t	(+)	0.661(7.12)***
X _t	(+)	2.426(3.04)***
OCI _t	(+)	0.574(1.81)**
D _t	(-)	-0.569(-2.16)**
NX _t	(-)	-2.357(-2.90)***
Adj. R ²		0.845
표본크기 ³⁾		1,168/1,180

변수정의

DY_{kt}: 관측치가 연도 k에 속하면 1. 그렇지 않으면 0 (k = 1998, 1999),NX_t: X_t가 음(-)이면 Xt. 그렇지 않으면 0.

1) 절편 연도더미변수들의 계수추정치들은 편의상 생략되었음.

2) White(1980)의 방법에 의해 산출된 t-통계치임.

3) Belsley et al.(1980)의 진단통계량을 사용하여 회귀계수에 과도하게 영향을 미치는 12개 기업/년이 제거되었음. 앞의 표본크기는 극단치 제거후이고 뒤의 표본크기는 극단치 제거전임.

*(10%), **(5%), ***(1%): 각 유의수준에서 유의함 표시(단측검증).

<표 5>에 의하면 기타포괄이익 구성항목인 세 변수가 모두 포함된 기본모형에서 CIMKT_t와 CIFC_t가 유의적인 결과를 보이고 있는데, 앞서 언급한 대로 각 변수에 포함된 다수의 '0'의 관측치와 아직 완전히 제거되지 않은 극단치 영향 때문에 회귀계수 크기, 부호 및 유의성을 신뢰할 수 없어 각 변수가 '0'이 아닌 관측치만으로 구성된 기본모형을 고려하였으나 해당되는 관측치가 겨우 39 기업/년에 불과해 부득이 축소모형을 분석하게 되었다. 축소모형에 대한 분석 결과 CIMKT_t와 CIFC_t가 이론모형에서 예측한 대로 통계적으로 유의한 양의 주가설명력을 나타내고 있다(유의도=10%수준). 그러나, CIFC_t는 유의한 주가설명력이 발견되지 않고 있다. 이러한 비유의적 결과는 관련된 선행연구들(O'Hanlon and Pope 1997; Dhaliwal et al. 1999; Cahan et al. 2000)의 결과와 일치한다. 이것은 CIFC_t가 기업의 외화표시채무제표 환산에 대한 회계처리 중 본사와 독립적으로 운영되는 해외지점 또는 해외사무소의 외화표시채무제표를 현행환율법으로 환산하는 경우에 나타나는 것으로서, 이러한 회계처리는 우리나라 기업회계기준(68조, 69조)하에서 예외적이고 화폐성·비화폐성법이 원칙적이기 때문이다. 또한, 현행환율법에 의한 회계처리가 예외적이므로 CIFC_t가 나타나는 빈도도 작아서 검증 대상표본의 90%가 '0'의 관측치를 나타내고 있다. 따라서, 분석시 해외사업환산차대 미계상기업인 '0'의 관측치에 의해 회귀계수 추정에 편의가 발생할 수 있으며, '0'의 관측치를 제외한다면 사용되는 표본규모의 축소에 따른 검증력 감소가 일어날 수 있다.

기타포괄이익 구성항목의 회귀계수는 BV_t에 포함된 것을 고려하면 이론적으로 '1'이 되어

야 하는데, 기본모형의 경우 $CIMKT_t$ 의 회귀계수는 $2.05 (= 1.494 + 0.556)$ 로 과대평가되어 있다. 이는 완전히 제거되지 않은 극단치 영향 때문일 것으로 판단된다. 축소모형 1에서도 $CIMKT_t$ 의 회귀계수가 $2.204 (= 1.453 + 0.751)$ 로 역시 과대평가 되어 있으나, 축소모형 3에서는 $CIFCT_t$ 의 회귀계수가 $0.937 (= 0.285 + 0.652)$ 로 이론적인 크기 '1'에 상당히 근접하고 있다.

<표 5> 기타포괄이익 구성항목별 주가관련성 검증결과(주가수준분석: 모형 2)

$$P_t = a_0 + \sum_{k=98}^m a_k DY_k + b_1 BV_t + b_2 X_t + b_3 CIMKT_t + b_4 CIFC_t + b_5 CIFCT_t + b_6 D_t + b_7 NX_t + e_t$$

변수	예측부호	계수추정치 ¹⁾ (t-통계치) ²⁾			
		기본모형	축소모형 1 $CIMKT_t=0$ 제외	축소모형 2 $CIFC_t=0$ 제외	축소모형 3 $CIFCT_t=0$ 제외
BV_t	(+)	0.556(6.32)***	0.751(3.68)***	0.308(2.74)***	0.652(4.60)***
X_t	(+)	2.612(2.34)***	2.043(1.39)**	2.542(2.29)***	3.844(3.14)***
$CIMKT_t$	(+)	1.494(1.69)**	1.453(1.29)***		
$CIFC_t$	(+)	-1.278(-2.65)***		0.713(0.79)	
$CIFCT_t$	(+)	0.228(0.78)			0.285(1.38)*
D_t	(-)	-0.565(-2.37)***	-0.275(-0.82)	-1.118(-2.88)***	-1.238(-1.32)*
NX_t	(-)	-2.509(-2.15)**	-2.058(-1.42)*	-3.171(-2.20)**	-3.995(-3.12)***
Adj. R ²		0.840	0.765	0.772	0.818
표본크기 ³⁾		1165/1180	736/748/1180	114/119/1180	834/841/1180

변수정의: <표 2> 및 <표 4> 참조

1) 절편 연도더미변수들의 계수추정치들은 편의상 생략되었음.

2) White(1980)의 방법에 의해 산출된 t-통계치임.

3) Belsley et al.(1980)의 전단통계량을 사용하여 회귀계수에 과도하게 영향을 미치는 기업/년이 제거되었음.
기본모형에서는 15개 기업/년이 제거됨. 축소모형에서 첫 번째 표본크기는 극단치 제거 후이고 두 번째 표본크기는 극단치 제거 전이고 세 번째 표본크기는 전체표본크기와 일치함.

*(10%), **(5%), ***(1%): 각 유의수준에서 유의함 표시(단측검증).

주가수준분석의 결과를 요약하면, 기타포괄이익항목은 자기자본 장부가액과 당기순이익이 주가를 설명하는 것 외에 추가적인 정보가치가 있는 것이 확인되어 '연구가설 1'을 지지하고 있다. 항목별로 투자유가증권평가순익은 기본모형과 축소모형에서 주가관련성이 확인되었고, 외화환산차대 전입 및 환입액은 축소모형에서는 주가관련성이 확인되었으나 기본모형에서는 주가관련성이 확인되지 않았다. 해외사업환산차대 전입 및 환입액은 축소모형에서 주가관련성을 확인할 수 없었다. 따라서, '하위연구가설 1-1'과 '하위연구가설 1-3'은 지지되고 있다.

4.2.2 주식수익률분석

<표 6>은 기타포괄이익항목이 주가변화를 나타내는 주식수익률과의 관련성에 대한 검증 결과를 제시하고 있다. 수준변수와 차액변수로 구성된 주식수익률모형은 양 변수간의 높은 상관관계 때문에 추정치의 통계적인 유의성이 낮아지는 문제가 발생할 수 있다. 기본모형의 경우 심각한 다중공선성문제는 존재하지 않으나 다중공선성으로 인한 잠재적인 영향을 최소화하기 위해 수준변수모형과 차액변수모형을 추가로 분석한다.

기본모형에 의하면 수준변수인 X_t 는 유의한 양의 관련성을 보이고 있으나 OCI_t 는 유의한 양의 관련성이 발견되지 않았다. 그러나, 차액변수인 ΔX_t 와 ΔOCI_t 는 통계적으로 매우 유의하게 주가변화를 설명하는 것으로 나타났다. 이런 사실은 OCI_t 와 ΔOCI_t 중 ΔOCI_t 가 주가변화를 대부분 설명한다고 해석할 수 있다. 그리고, 주식수익률분석에서는 주가수준분석과는 달리 모형에서 음의 이익을 분리하지 않아 X_t 와 ΔX_t 의 회귀계수크기가 주가수준분석에 비해 과소하게 평가되고 있다. 따라서, ΔOCI_t 의 회귀계수가 ΔX_t 보다 크게 나타나고 있다.²²⁾ 한편, 순배당과 관련된 D_t , ΔD_t 는 기본모형에서 유의한 주가변화 설명력이 발견되지 않았다. 이것은 모형에 내재된 배당정책 무관련이론(dividend policy irrelevancy)과 일시적 이익은 순수한 부의 창출과 소멸인 반면 배당은 부의 분배이기 때문이다(Ohlson 1999).

한편, 다중공선성의 잠재적인 영향을 제거한 축소모형에서는 이론모형에서 예측한대로 OCI_t , ΔOCI_t 가 통계적으로 매우 유의한 양의 값을 나타내고 있다. 다중공선성문제가 통제되는 경우, 기타포괄이익항목(및 전년대비차액)은 당기순이익(및 전년대비차액)이 주가변화를 설명하는 것에 추가하여 주가변화를 설명하고 있다. 즉, '연구가설 1'과 '연구가설 2'는 지지되고 있다.

<표 6> 기타포괄이익항목의 주가관련성 검증결과(주식수익률분석: 모형 3)

$$\begin{aligned} BHR_t = & a_0 + \sum_{k=38}^{39} a_k DY_{kt} + b_1 \frac{X_t}{P_{t-1}} + b_2 \frac{OCI_t}{P_{t-1}} + b_3 \frac{D_t}{P_{t-1}} \\ & + b_4 \frac{\Delta X_t}{P_{t-1}} + b_5 \frac{\Delta OCI_t}{P_{t-1}} + b_6 \frac{\Delta D_t}{P_{t-1}} + e_t \end{aligned}$$

변수 ¹⁾	예측부호	계수추정치 ²⁾ (t-통계치) ³⁾		
		기본모형	축소모형 1 수준변수모형	축소모형 2 차액변수모형
X_t	(+)	0.086(1.30)*	0.241(4.89)***	
OCI_t	(+)	0.068(0.27)	0.532(4.98)***	
D_t	(+)	-0.079(-0.50)	-0.195(-2.04)**	
ΔX_t	(+)	0.255(3.82)***		0.313(6.41)***

22) 음의 이익을 나타낸 기업/년을 제외하고 모형 3을 재추정해 본 결과 주가수준분석에서 해석한대로 이익 지속성이 큰 X_t 와 ΔX_t 의 회귀계수가 OCI_t 와 ΔOCI_t 보다 더 크게 나타났다.

ΔOCI_t	(+)	0.337(1.98)**		0.377(5.13)***
ΔD_t	(-)	-0.086(-0.56)		-0.141(-1.52)*
Adj. R ²		0.248	0.230	0.248
표본크기 ⁴⁾		1,196	1,196	1,196

변수정의: 〈표 2〉 및 〈표 3〉 참조

- 1) 각 변수는 직전회계연도(t-1기)말의 보통주 시가총액으로 나누었음.
- 2) 절편 연도더미변수들의 계수추정치들은 편의상 생략되었음.
- 3) White(1980)의 방법에 의해 산출된 t-통계치임.
- 4) 극단치 처리를 ±5%조정(winsorization)에 의해 표본크기에 변화가 없음.

*(10%), **(5%), ***(1%): 각 유의수준에서 유의함 표시(단측검증).

<표 7> 기타포괄이익 구성항목별 주가관련성 검증결과(주식수익률분석: 모형 4)

$$\begin{aligned} BHR_t = & a_0 + \sum_{k=98}^{\infty} a_k DY_{kt} + b_1 \frac{X_t}{P_{t-1}} + b_2 \frac{CIMKT_t}{P_{t-1}} + b_3 \frac{CIFCT_t}{P_{t-1}} + b_4 \frac{D_t}{P_{t-1}} \\ & + b_5 \frac{\Delta X_t}{P_{t-1}} + b_6 \frac{\Delta CIMKT_t}{P_{t-1}} + b_7 \frac{\Delta CIFCT_t}{P_{t-1}} + b_8 \frac{\Delta D_t}{P_{t-1}} + e_t \end{aligned}$$

변수 ¹⁾	예측부호	계수추정치 ²⁾ (t-통계치) ³⁾				
		기본모형	축소모형 1 수준변수모형	축소모형 2 차액변수모형	축소모형 3 $\Delta CIMKT_t$ 제외	축소모형 4 $CIMKT_t$ 제외
X _t	(+)	0.157(1.71)**	0.241(3.91)***		0.138(1.43)*	0.147(1.56)*
CIMKT _t	(+)	-0.849(-0.74)	0.899(3.22)***		0.930(3.38)***	
CIFCT _t	(+)	0.586(0.91)	1.802(5.46)***		0.434(0.68)	0.511(0.80)
D _t	(+)	-0.191(-0.78)	-0.115(-0.92)		-0.180(-0.73)	-0.190(-0.77)
ΔX_t	(+)	0.147(1.48)*		0.267(4.14)***	0.165(1.58)*	0.154(1.52)*
$\Delta CIMKT_t$	(+)	1.670(1.62)*		0.936(3.77)***		0.921(3.73)***
$\Delta CIFCT_t$	(+)	0.679(2.25)**		0.891(6.14)***	0.760(2.58)***	0.719(2.45)***
ΔD_t	(-)	0.049(0.19)		-0.130(-1.03)	0.029(0.11)	0.046(0.18)
Adj. R ²		0.189	0.168	0.186	0.184	0.189
표본크기 ⁴⁾		423	423	423	423	423

표본: 〈표 6〉에서 사용한 1,196개 기업/년 중에서 CIMKT_t, $\Delta CIMKT_t$, CIFCT_t, $\Delta CIFCT_t$,가 '0'인 기업/년을 제외한 423개 기업/년.

변수정의: 〈표 2〉 및 〈표 3〉 참조

- 1) 각 변수는 직전회계연도(t-1기)말의 보통주 시가총액으로 나누었음.
- 2) 절편 연도더미변수들의 계수추정치들은 편의상 생략되었음.
- 3) White(1980)의 방법에 의해 산출된 t-통계치임.
- 4) 극단치 처리를 ±5%조정(winsorization)에 의해 표본크기에 변화가 없음.

*(10%), **(5%), ***(1%): 각 유의수준에서 유의함 표시(단측검증).

<표 7>은 기타포괄이익 구성항목 중 해외사업환산차대 관련변수를 제외한 CIMKT_t, CIFCT_t, $\Delta CIMKT_t$, $\Delta CIFCT_t$ 가 당기순이익 및 전년대비차액 외에 추가적인 주가변화 설명

력 여부를 검증한 결과를 제시하고 있다.²³⁾ 기본모형은 앞의 <표 6>과 마찬가지로 수준변수보다는 차액변수가 통계적으로 유의적인 결과를 보이고 있다. 이 모형에서는 $CIMKT_t$ 와 $\Delta CIMKT_t$ 간의 심각한 다중공선성문제 때문에 축소모형 3과 4를 추가 분석하였다. 수준변수모형(축소모형 1)에서 구성항목은 통계적으로 매우 유의한 양의 주가변화 설명력을 나타냈다. 또한, 차액변수모형(축소모형 2)에서는 기본모형에 비해 더욱 유의적인 결과를 보이고 있다. 한편, 축소모형 3과 4에서는 $CIMKT_t$ 와 $\Delta CIMKT_t$ 각각 통계적인 유의성이 발견되었다. 다중공선성문제가 통제된 경우, 당기순이익(및 전년대비차액)뿐만 아니라 투자유가증권평가손익(및 전년대비차액)과 외화환산차대 전입 및 환입액(및 전년대비차액)도 주가변화를 설명한다. 즉, '하위연구가설 1-1', '하위연구가설 1-3' 및 '하위연구가설 2-1', '하위연구가설 2-3'은 지지되고 있다.

V. 결 론

본 연구에서는 포괄이익에서 핵심적인 항목인 기타포괄이익항목의 추가관련성 여부를 검증하였다. 이를 위해 회계변수와 주식가치와의 관계를 나타내는 가치평가모형을 제시하고 이에 근거하여 검증모형을 도출하였다. 검증모형을 기반으로 1997년부터 1999년까지 모든 상장기업을 대상으로 분석한 결과 기타포괄이익항목은 주가수준뿐만 아니라 주식수익률에 대해서도 유의한 설명력을 갖고 있음을 알 수 있었다. 또한, 기타포괄이익 구성항목별로 보면 투자유가증권평가손익(및 전년대비차액)과 외화환산차대 전입 및 환입액(및 전년대비차액)도 주가수준뿐만 아니라 주식수익률에 대해서도 유의한 설명력을 보였다. 이러한 결과는 우리나라 투자자들이 기타포괄이익항목을 유용한 회계정보로 판단하고 있다는 과학적인 증거를 제시하고 있으며, 포괄이익개념의 도입 여부를 결정하는데 중요한 근거가 될 것이다.

현재 경영활동의 성과를 반영하는 기타포괄이익항목의 누적액을 대체대조표 자본항목에 자본조정으로 보고하는 간접적 공시방법을 채택하고 있으나, 본 연구결과는 주가와의 관련성이 확인된 기타포괄이익항목을 다른 손익항목과 함께 개별·직접적으로 보고하는 공시정책의 도입 가능성에 대한 논의의 토대를 마련했다고 할 수 있다. 또한, 산업과 무관하게 일관된 결과를 보이고 있기 때문에 포괄이익개념 도입시 산업간 차이를 둘 필요는 없다고 판단된다.

본 연구에서는 회계정보에 의한 이론적인 가치평가모형에서 검증모형을 도출하는 과정에서 비교적 엄격한 가정을 도입하였다. 먼저 미래초과이익의 시계열행태에 대한 선형성가정은 불편회계(unbiased accounting)를 토대로 하나, 보수주의회계(conservative accounting)

23) $CIMKT_t$, $\Delta CIMKT_t$, $CIFCT_t$, $\Delta CIFCT_t$ 가 '0'인 기업/년도 표본에 포함하여 분석하였으나 결과는 유사하였다.

로 인해 장부가치 측정에 체계적인 오류가 존재한다면 기업 간의 경쟁에도 불구하고 미래초과이익은 무한히 나타날 수 있다. 또한 모든 기업들의 초과이익지속계수와 할인율이 동일하고, 오차항에 포함된 비회계정보가 주식가치와 무관하며 모든 기업에게 같은 방식으로 영향을 미친다는 가정(Lee 1999)을 하였으나, 기업현실에서는 가정과 다른 양상이 나타날 수 있다.

본 연구에서 포괄이익의 공시방법에 대해서는 구체적으로 논의하지 않았으나, 기타포괄이익항목이 성과보고서에 포함되었을 때 회계정보의 유용성이 예상대로 증가할 것인가 즉 공시방법에 따른 유용성 차이 여부와 차이 정도에 대해서는 우리나라에서 포괄이익개념을 적용하는 공시방법이 도입된 이후에 가능한 연구라 할 수 있다.

참 고 문 헌

- 김권중, 1997, 자산재평가와 회계정보의 유용성에 대한 실증적 분석, 회계학연구(제22권 제1호): 37-57.
- 김권중·김문철, 2000, 금융업을 이용한 공정가치 회계정보의 유용성 분석, 회계학연구(제25권 제3호): 133-154.
- 김권중, 2001, 재무성과의 공시에 관한 새로운 국제회계기준의 제정추진현황, 월간공인회계사(1월호): 86-87.
- 백원선·송인만, 2000, 순자산의 순전성 감소항목의 가치평가 : 재평가적립금, 이연자산 및 자본조정을 중심으로, 회계학연구(제25권 제1호): 1-20.
- 송인만·박철우·양동훈, 2000, 유가증권 시가정보의 유용성에 대한 실증연구, 회계학연구(제25권 제3호): 1-27.
- 유청을·이대선·고완석, 2001, 손익계산서구조기준서, 한국회계연구원 토론서 제8호.
- 이대선·고완석·송기신·박성환, 2001, 대차대조표구조기준서, 한국회계연구원 토론서 제9호.
- 이택수·정창모, 2000, 주주지분변동표 기준서에 관한 연구, 한국회계연구원 연구보고서.
- 한봉희, 2001, 회계이익변수에 대한 극단치 처리방법의 비교분석, 경영학연구(제30권 제1호): 47-73.
- Barth, M. and S. Kallapur, 1996, The Effects of Cross-Sectional Scale Differences on Regression Results in Empirical Accounting Research, *Contemporary Accounting Research*(Fall): 527-567.
- Belsley, D., E. Kuh and R. Welsch, 1980, *Regression Diagnostics: Identifying Influential Data and Sources of Collinearity*, Wiley & Sons.

- Cahan, S.F., S.M. Courtenay, P.L. Gronewoller and D. Upton, 2000, Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures, *Journal of Business Finance and Accounting*(Vol.27): 1273-1301.
- Canadian Institute of Chartered Accountants, 1999, Reporting Financial Performance: Proposals for Change Recommendations of the G4+1, *Canadian Institute of Chartered Accountants*.
- 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(December): 39-67.
- 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(January): 29-61.
- Collins, D.W. and S.P. Kothari, 1989, An Analysis of the Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficient, *Journal of Accounting and Economics*: 143-181.
- Choi, J., 2000, Is Comprehensive Income Useless?, Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, HK.
- Dhaliwal, D., K.R. Subramanyam and R. Trezevant, 1999, Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance?, *Journal of Accounting and Economics* 26(January): 43-67.
- Easton, P., 1999, Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data, *Accounting Horizons*(December): 399-412.
- Easton, P. and M. Zmijewski, 1989, Cross-Sectional Valuation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements, *Journal of Accounting and Economics*: 117-141.
- Financial Accounting Standards Board, 1997, Statement of Financial Accounting Standards No.130: Reporting Comprehensive Income, *Financial Accounting Standards Board*, Stamford, CT.
- Freeman, R. and S. Tse, 1992, A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings, *Journal of Accounting Research*(Autumn): 185-209.
- Hayn, C., 1995, The Information Content of Losses, *Journal of Accounting and Economics* 20(September): 125-153.
- Hirst, D.E., and P.E. Hopkins, 1998, Comprehensive Income Reporting and Analysts' Valuation Judgments, *Journal of Accounting Research* 36(Supplement) : 47-75.

- Kormendi, R. and R. Lipe, 1987, Earnings Innovations, Earnings Persistence and Stock Returns, *Journal of Business*(July): 323-346.
- Laureen A. Maines and Linda S. McDaniel, 2000, Effects of Comprehensive Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgments: The Role of Financial Statement Presentation Format, *The Accounting Review* 75: 179-207.
- Lee, C.M.C., 1999, Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research, *Accounting Horizons*(December): 413-425.
- O'Hanlon, J.F. and P.F. Pope, 1997, The Value Relevance of U.K. Dirty Surplus Accounting Flows, Working Paper, Lancaster University.
- Ohlson, J., 1995, Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation, *Contemporary Accounting Research*(Spring): 661-687.
- Ohlson, J., 1999, On Transitory Earnings, *Review of Accounting Studies* 4: 145-162.
- White, H., 1980, A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity, *Econometrica*: 817-838.

