

# K-IFRS 도입 전후 연결재무제표와 별도재무제표 간 영업이익의 상대적 가치관련성 비교

박종일\* · 나경아\*\*

목 차	
I. 서 론 ..... 7	IV. 실증분석 결과 ..... 27
II. 선행연구의 검토 및 가설의 설정 ..... 11	1. 주요 변수들의 기술통계량 2. 주요 변수들의 상관관계 3. 가설의 검증 결과 4. KOSPI vs KOSDAQ 표본의 검증 결과
III. 연구모형의 설계 ..... 20	5. H3 및 H4에 대한 강건성 분석
1. 연구모형의 설계 및 연구방법 2. 표본의 선정	V. 결 론 ..... 39

\* 주저자 : 충북대학교 경영대학 경영학부 교수, 경영학 박사(회계학 전공)

\*\* 교신저자 : 계명대학교 경영대학 회계학과 조교수, 회계학 박사

\*\*\* 투고일 : 2015. 5. 22. 1차수정일 : 2015. 6. 5. 게재확정일 : 2015. 6. 25.

### < 국문초록 >

본 연구는 우리나라에서 한국채택회계기준(K-IFRS)을 도입한 2011년도 이전과 이후 3년간(2008년부터 2013년까지)의 자료를 이용하여, 기업의 영업활동과 관련된 가장 핵심적인 성과측정지인 영업이익에 대해 연결재무제표와 별도재무제표 간의 상대적 가치관련성에 어떠한 차이가 있는지를 검증하였다. 나아가 K-IFRS 도입 전후에서 연결재무제표 및 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 가치관련성에 변화가 있는지에 대해서도 검증하였다. 이를 위하여 Ohlson(1995)의 추가수준 모형을 이용하였다. 표본은 연결재무제표를 작성한 유가증권상장과 코스닥상장기업을 대상으로 하였다. 분석에 이용된 최종표본은 5,520개 기업/연 자료이다(Pre-IFRS : 2,210개 vs Post-IFRS : 3,310개).

본 연구의 주요 실증 결과는 다음과 같다. 첫째, K-IFRS를 도입하기 이전에는 연결재무제표의 영업이익보다 개별재무제표의 영업이익의 가치관련성이 상대적으로 더 높게 나타난 반면, K-IFRS 도입 이후에서도 연결영업이익보다 별도영업이익의 가치관련성이 상대적으로 더 높게 나타났다. 특히 K-IFRS 도입 이후에 대한 결과는 감독당국과 한국회계기준원이 2011년도부터 모든 상장기업에 대하여 연결재무제표를 주재무제표로 작성·공시하도록 한 취지와는 다른 결과라고 할 수 있다. 둘째, K-IFRS 도입 전에 비해 도입 후 연결재무제표뿐만 아니라 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 가치관련성은 모두 유의하게 향상된 것으로 나타났다. 이러한 결과는 새로운 회계기준인 K-IFRS의 의무도입이 종전 K-GAAP 기준과 비교하여 영업이익의 가치관련성 측면에서는 회계정보의 질 개선에 효과성이 있다는 것을 시사한다. 하지만 전체 표본을 시장유형별(유가증권상장기업 표본 vs 코스닥상장기업 표본)로 다시 나누어서 분석한 결과에 따르면, 앞서의 두 번째 결과는 주로 유가증권상장기업에서 나타났다. 반면, 코스닥상장기업의 경우 별도재무제표는 K-IFRS 도입 이후 영업이익의 가치관련성이 향상되었으나, 연결영업이익의 가치관련성은 K-IFRS 도입 전후기간에 별다른 차이가 없는 것으로 나타났다.

이러한 본 연구의 발견은 K-IFRS 도입의 효과를 살펴본 관련연구들에 추가적인 실증적 증거를 제공함으로써 회계학계에 공헌할 것으로 기대되며, 또한 본 연구 결과는 학계뿐 아니라 회계기준 제정기관 및 정책입안자들에게도 K-IFRS 의무도입과 관련한 실효성을 파악하는 데 있어 유익한 정보를 제공해 줄 것으로 예상된다.

▶ **주제어** : 한국채택국제회계기준, 연결재무제표, 별도재무제표, 영업이익의 상대적 가치관련성

## I. 서론

본 연구는 한국채택국제회계기준(Korean International Financial Reporting Standards 혹은 K-IFRS)의 의무도입 후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 보고환경 하에서 연결재무제표와 별도재무제표 간의 정보유용성에 어떤 차이가 있는지를 영업이익에 초점을 두고 상대적 가치관련성<sup>1)</sup> 측면에서 실증적으로 분석하였다.

구체적으로는 첫째, 분석기간을 K-IFRS 도입 전후로 나누어 연결재무제표와 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 분석한다. 이를 통해 본 연구는 감독당국과 한국회계기준원의 도입 취지대로 K-IFRS 적용 후 연결재무제표가 주재무제표로 보고되는 회계환경하에서 연결영업이익의 정보유용성이 별도재무제표의 경우와 비교할 때 더 높아졌는지를 살펴본다.

둘째, K-IFRS 도입 전후기간에서 새로운 회계기준의 도입 효과로 인해 연결재무제표 및 별도재무제표의 정보유용성이 영업이익의 가치관련성 측면에서 어떠한 변화가 있는지를 분석한다. 이를 통해 본 연구는 K-IFRS 의

---

1) 상대적 가치관련성(relative value relevance)은 각기 다른 모형식에서 두 회계정보(본 연구에서는 K-IFRS 도입 전후 작성된 연결영업이익 vs 별도영업이익)가 서로 다른 정보효과를 가질 때 어떤 회계정보가 주가와 더 관련성이 높은지에 대한 회계정보 선택상의 상대적 순위를 결정하는 데 이용되는 개념이다(김영욱 등 2014 ; 박종일 등 2014 ; Biddle et al. 1995). 한편, 이와 유사한 개념으로 추가적 가치관련성(incremental value relevance)은, 예를 들어 한 모형식에서 영업이익의 정보가 이미 주가와 양(+ )의 관련성을 가지는 상황에서 영업외손의 정보를 추가한 경우에도 이 정보가 주가와 유의한 양(+ )의 관련성이 나타난다면 이를 추가적 가치관련성을 가진다고 보는 개념이다. 따라서 본 연구는 K-IFRS 도입 전후 연결영업이익의 가치관련성과 별도영업이익의 가치관련성을 서로 비교하거나 각각의 재무제표에 대한 K-IFRS 도입 전후의 상대적 가치관련성의 변화를 살펴본다는 측면에서 보면, 앞서의 두 개념 중 상대적 가치관련성에 속한다.

무도입에 따라 주식시장의 투자자 관점에서 연결재무제표 및 별도재무제표의 정보유용성이 보다 더 향상되었는지를 살펴보고자 한다.

이전 연구들은 연결재무제표와 별도재무제표 간의 정보유용성에 차이가 있는지를 Ohlson(1995) 모형을 이용할 때 당기순이익 관점에서 주로 살펴보았다(기현희 등 2013 ; 기현희 2014 ; 공경태 · 최종서 2014).<sup>2)</sup> 이들 연구들에서 연결재무제표와 별도재무제표의 정보력을 비교하여 살펴본 결과 연결재무제표의 정보력이 별도재무제표의 정보력보다 더 높다는 결과를 보고한 연구(공경태 · 최종서 2014 ; 기현희 등 2013)<sup>3)</sup>와 연결재무제표와 별도재무제표의 정보력에 유의한 차이가 없다는 결과를 보고한 연구(기현희 2014)<sup>4)</sup>가 있어서 서로 혼재된 증거(mixed evidence)가 제시되었다. 그런데 K-IFRS 도입 후 별도재무제표의 경우에는 종전 기업회계기준(K-GAAP)과 비교하여 당기순이익을 계산할 때 관계기업투자주식에 대한 회계처리를 지분법으로 평가하지 않고 원가법 또는 공정가치법 중 선택하여야 한다.

따라서 K-IFRS 도입 후 종속기업이 있는 지배회사가 별도재무제표를 작성한 경우와 과거 K-GAAP하에서 종속기업이 있는 지배회사가 개별재무제표를 작성한 경우 간의 비교시 K-IFRS 전후 시점 간에 당기순이익 계산에서 지분법평가손익의 반영여부에 차이가 있게 된다. 이러한 차이로 인해 당기순이익을 K-IFRS 도입 전후기간으로 단순 비교하는 데에는 제약이 따른다. 이와 달리, 본 연구에서 관심을 가지는 영업이익의 경우 연결재무제표 및 별도재무제표 모두 앞서와 같은 차이가 야기되지 않기 때문에 K-IFRS 도입 전후기간에 따른 경영성과의 가치관련성을 서로 비교할 때

2) 기현희 · 왕현선 · 박정산, “국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 별도재무제표의 정보효과 비교”, 『국제회계연구』 제48권, 한국국제회계학회, 2013, 55~76면 ; 기현희, “K-IFRS 이후 주당영업이익과 주당순이익의 가치관련성”, 『국제회계연구』 제54권, 한국국제회계학회, 2014, 1~15면 ; 공경태 · 최종서, “K-IFRS 도입 이후 연결재무제표의 가치관련성”, 『경영학연구』 제43권 제4호, 한국경영학회, 2014, 1113~1144면.

3) 공경태 · 최종서, 위의 논문, 2014, 1132면 ; 기현희 외 2인, 위의 논문, 2013, 69면.

4) 기현희, 위의 논문, 2014, 10면.

보다 직접적인 비교가 가능할 것으로 보인다. 즉, 지분법평가손익은 영업외 손익에 보고되므로, 영업이익은 지분법 차감 전의 이익이라는 점에서 연결 재무제표와 별도재무제표 간의 정보유용성을 비교할 때 당기순이익처럼 지분법과 관련한 새로운 규정에 따른 변화에 영향을 받지 않기 때문이다.

뿐만 아니라, 본 연구에서 당기순이익보다 영업이익 정보에 초점을 두고 정보유용성을 비교하는 이유로는 다음과 같은 측면에 기초한다. 즉, 영업이익 정보는 기업의 경영성과에서 영업활동과 관련한 가장 핵심적인 정보 중 하나라는 점에서 당기순이익과 비교하면 영업이익은 일시적 성격인 비반복적, 비지속성의 계정항목이 제외된 경영성과를 제공한다. 따라서 영업이익 정보는 미래 이익이나 미래 현금흐름을 예측하는데 있어서도 보다 높은 예측력을 제공할 뿐 아니라, 이익의 지속성(persistence)도 상대적으로 높다(전영순·하승현 2011; 김문철·전영순 2012).<sup>5)</sup> 따라서 새로운 회계기준의 도입으로 인한 정보유용성의 변화 정도를 살펴볼 때 일시적 항목이 포함된 경영성과(당기순이익) 간의 비교보다는 기업 본연의 활동만으로 구성된 경영성과(영업이익) 간의 비교가 회계기준의 질적 차이가 있는지를 살펴보는 데 있어 보다 해당 사항을 잘 반영할 것으로 기대된다.<sup>6)</sup>

이러한 맥락에 따라 본 연구에서는 2011년도에 K-IFRS가 도입된 시점을 기준으로 해서 전후로 나누어 연결재무제표와 별도재무제표 간에 영업이익

5) 전영순·하승현, “K-IFRS 조기 도입한 기업의 영업이익의 구분 표시 및 영업이익의 산출에 관한 연구”, 『회계저널』 제20권 제2호, 한국회계학회, 2011, 249면; 김문철·전영순, “영업손익의 공시 등에 관한 연구”, 『회계저널』 제21권 제4호, 한국회계학회, 2012, 209면.

6) 왜냐하면 회계기준의 질에 상관없이 비교대상이 되는 당기순이익에는 영업외손익 외에도 영업외손익이 포함되어 있고 영업외손익은 원래부터 지속성이 낮고 비경상적인 일시적 성격의 항목으로 구성되기 때문이다. 또한 미국의 재무분석가들은 일시적 성격 항목이 제외되어 지속성이 높은 영업이익을 중심으로 예측치 정보를 공시하고 있다. 이와 같이 영업이익은 기타의 기업활동보다도 기업과 관련한 보다 본연적인 활동으로 구성되기 때문에 기업의 경영성과에 대한 가장 핵심적인 활동을 담은 성과지표로서 학계 및 실무계에서 수용되고 있다.

의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 검증하며, 아울러 K-IFRS 도입 전과 비교해 도입 후에 연결재무제표 및 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 가치관련성에 어떤 변화가 있는지를 실증적으로 검증한다는 점에서 선행연구와는 연구대상과 방법상에 차별성을 가진다.

이와 같이 첫 번째 분석을 통해서 본 연구는 감독당국과 한국회계기준원이 2011년도부터 모든 상장기업들에게 연결재무제표를 주재무제표로 작성·공시하도록 한 이후 법적실체의 영업이익보다 연결실체가 반영된 영업이익이 주식시장의 투자자들에게 합리적 의사결정을 하는 데 있어 보다 더 유용한 정보를 제공하는지를 살펴보고자 하였다. 이와 더불어, 두 번째 분석을 통해 본 연구는 새롭게 도입된 원칙 중심의 회계기준인 K-IFRS의 의무도입이 종전 K-GAAP 기준과 비교할 때 연결재무제표 및 별도재무제표에서 각 산출된 기업의 영업활동과 관련한 가장 핵심적인 성과측정치인 영업이익에 대해 보다 더 경제적 실질을 잘 반영하는지를 주식시장의 투자자 관점에서 분석함으로써 K-IFRS 도입에 따른 정보의 질 개선에 그 효과성이 있는지를 살펴보고자 하였다. 본 연구의 실증적 증거(empirical evidence)는 K-IFRS를 다룬 관련연구에 대하여 추가적인 공헌(additional contribution)을 할 뿐만 아니라, K-IFRS 의무도입 이후 회계정보의 질 변화에 관심이 있는 실무계 및 감독당국, 회계기준 제정기관, 정책입안자 등에게도 유익한 정보를 더불어 제공해 줄 것으로 기대된다.

본 논문은 다음과 같은 구성으로 이루어져 있다. 제Ⅱ장에서는 K-IFRS와 관련하여 연결재무제표를 다룬 선행연구들을 검토하고, 이를 바탕으로 가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 본 논문의 연구모형과 연구방법에 대하여 설명하고, 제Ⅳ장에서는 가설에 대한 실증분석 결과를 제시하고 논의하며, 마지막으로 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결론으로 연구 결과에 대한 요약 및 본 연구의 공헌점과 한계점에 대하여 기술한다.

## Ⅱ. 선행연구의 검토 및 가설의 설정

### 1. 선행연구에 대한 검토

미국의 경우 연결재무제표만을 주재무제표로 공시하고 있고, 유럽연합(EU)도 연결재무제표를 주재무제표로 공시하되 개별재무제표의 공시의무화는 국가마다 다르다.<sup>7)</sup> 일본의 경우도 2000년도부터 연결재무제표를 주재무제표로 작성하여 공시한다. 따라서 해외의 경우 대부분이 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 공시환경이기 때문에 국외 연구들은 연결재무제표와 별도재무제표 간의 정보력 차이를 비교하여 살펴본 연구는 거의 없다. 따라서 본 절에서는 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표와 주가와의 관계를 다룬 국내의 선행연구를 중심으로 검토하고자 한다.

K-IFRS를 다룬 국내 초기의 연구들은 주로 별도재무제표 관점에서 연결재무제표 정보가 추가적 가치관련성이 있는지를 분석하였다(김영욱 등 2014 ; 최종서 등 2013).<sup>8)</sup> 하지만 이들 연구들은 연결재무제표 자체의 정보력에 초점을 두기 보다는 별도재무제표에 보다 관심을 가지고 연구되었다. 예를 들어, 최종서 등(2013)<sup>9)</sup>은 별도재무제표에 지분법 평가가 반영된 연결정보를 모형식에 고려하면 별도재무제표의 정보력이 더 증가된다는 측면을 주

7) EU 국가들에서 개별재무제표와 관련한 공시 현황은 최종서 등(2013)의 연구를 참고하기 바란다.

8) 김영욱 · 최영수 · 최정호 · 김학운, “IFRS 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성”, 『회계학연구』 제39권 제1호, 한국회계학회, 2014, 117~146면 ; 최종서 · 광영민 · 백정환, “별도재무제표의 유용성 제고 방안에 관한 연구”, 『회계저널』 제22권 제3호, 한국회계학회, 2013, 101~158면.

9) 최종서 외 2인, 위의 논문, 2013, 102면.

장하고 이와 관련한 실증적 결과를 보고하였다. 한중수·박선영(2013)<sup>10)</sup>은 연결재무제표 정보와 함께 고려하였을 때에도 별도재무제표 정보가 추가적인 가치관련성이 있음을 제시하였다.

이후 연구들은 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표와 별도재무제표 간의 가치관련성에 차이가 있는지에 대하여 Ohlson(1995)<sup>11)</sup> 모형을 이용하여 두 모형 간의 설명력에 차이가 있는지를 살펴보았다(기현희 등 2013 ; 기현희 2014 ; 공경태·최중서 2014).<sup>12)</sup> 먼저 기현희 등(2013)<sup>13)</sup>은 K-IFRS가 도입된 2011년도 첫째 유가증권상장기업 자료를 대상으로 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성에 차이가 있는지를 분석하였다. Ohlson(1995) 모형을 이용하여 연결재무제표와 별도재무제표 간의 추가설명력( $R^2$ )을 비교한 결과, 연결재무제표의 정보가 별도재무제표의 정보에 비해 더 높다는 결과를 보고하였다. 이러한 결과에 대해 저자들은 K-IFRS가 의무적용되면서 연결재무제표가 주재무제표로 전환됨에 따라 투자자들의 의사결정에 연결재무제표의 정보들이 별도재무제표의 정보들보다 더 많이 반영되어 기업의 추가수준의 적정성이 연결재무제표를 기준으로 평가된다고 해석하였다.

또한 기현희(2014)<sup>14)</sup>는 K-IFRS 도입 후 2년간의 유가증권상장기업을 대상으로 연결재무제표와 별도재무제표의 주당영업이익과 주당순이익에 대해 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 두 모형 간의 추가설명력에 차이가 있는지를

10) 한중수·박선영, “K-IFRS하에서의 별도재무제표와 연결재무제표의 상호보완적 가치관련성에 대한 연구”, 『회계연구』 제18권 제2호, 대한회계학회, 2013, 198~199면.

11) Ohlson, J., Earnings, book values, and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting Research* 11 (2), Wiley-Blackwell, 1995, pp.661~687 ; Ohlson(1995) 모형은 주가를 종속변수로 하고, 주당순자산과 주당순이익을 설명변수로 하여 회귀분석하는 가치평가모형이다.

12) 기현희 외 2인, 앞의 논문, 2013, 69면 ; 기현희, 앞의 논문, 2014, 11면 ; 공경태·최중서, 앞의 논문, 2014, 1132면.

13) 기현희, 위의 논문, 2014, 55~76면.

14) 기현희, 위의 논문, 2014, 1~15면.



분석하였다. 이 연구에서는 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따라 연결재무제표에서의 성과측정치의 가치관련성이 별도재무제표의 경우와 차이가 있을 것으로 예상하였으나, 분석 결과는 연결재무제표와 별도재무제표 정보 간의 두 모형의 추가설명력에 유의한 차이를 발견하지 못하였다.

또한 기현희·왕현선(2014)<sup>15)</sup>은 K-IFRS 도입 이후 2년간의 유가증권상장 기업을 대상으로 연결재무제표와 별도재무제표에 대해 주당순이익의 이외에도 대체적인 성과측정치들에 대한 모형의 추가설명력에 차이가 있는지를 각각 분석하였다. 분석 결과, 연결재무제표의 경우 주당순이익이 포함된 모형의 추가설명력( $R^2$ )이 여타의 성과측정치의 경우보다 높게 나타났다. 또한 별도재무제표의 경우는 주당영업이익이 포함된 모형의 추가설명력이 여타의 성과측정치보다 높게 나타났다. 하지만 이 연구는 연결재무제표와 별도재무제표 간을 직접 비교분석하는 방법을 취하기보다는 연결재무제표와 별도재무제표로부터 산출된 각 성과측정치에 대하여 각각 나누어 살펴보았다는 점에서 본 연구 주제와는 차이가 있다.

한편, 공경태·최종서(2014)<sup>16)</sup>는 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표 정보의 가치관련성 변화를 알아보기 위하여 2009년부터 2012년까지 연속하여 연결재무제표를 공시한 494개 자료를 이용하여 연구하였다. 연구 결과, 과거 K-GAAP에 비해 K-IFRS 도입 이후 연결주당순자산의 가치관련성은 증가하였으나, 연결주당순이익의 가치관련성은 감소된 것으로 보고하였다. 또한 별도재무제표와 연결재무제표 정보에 대한 모형 간의 추가설명력( $R^2$ )을 서로 비교한 결과, K-IFRS 도입 이전에는 별도재무제표와 연결재무제표 정보의 추가설명력에 차이가 없었으나, K-IFRS 도입 이후에는 연결재무제표 정보에 대한 모형의 추가설명력이 별도재무제표의 경우보다 높게 나타났다. 또한 이 연구에서 표본을 시장유형별로 나누어 살펴본 결과, 유가증권

15) 기현희·왕현선, “K-IFRS 이후의 성과측정치의 가치관련성”, 『회계연구』 제19권 제1호, 대한회계학회, 2014, 1~22면.

16) 공경태·최종서, 앞의 논문, 2014, 1113~1144면.

상장기업의 경우 K-IFRS의 도입 이후에 연결주당순자산의 가치관련성은 증가하고 연결주당순이익의 가치관련성은 하락한 결과를, 코스닥상장기업의 경우 연결주당순이익의 가치관련성은 감소했지만, 연결주당순자산의 가치관련성에는 유의한 변화가 없는 것으로 나타났다. 하지만 이 연구는 연결재무제표와 별도재무제표 정보를 비교하고 있으나, 모형 간의 추가설명력( $R^2$ )을 중심으로 살펴보고 있기 때문에 연결재무제표와 별도재무제표의 주당순자산이나 주당순이익의 각각의 차이에 대한 통계적인 차이를 살펴본 것은 아니다. 즉, 이상의 선행연구들은 연결재무제표와 별도재무제표에서의 각 주당순이익의 가치관련성이 어느 경우에 주식시장의 투자자들에게 보다 더 유용한 정보를 제공하는지를 보다 직접적인 방법으로 살펴본 경우는 없기 때문에 선행연구에서 나타난 결과만으로는 이와 관련한 체계적인 정보를 알 수 없다.

따라서 본 연구는 과거 선행연구들과 비교할 때 다음과 같은 측면에서 차별성을 가진다.

첫째, 이전 연구들은 영업이익의 가치관련성을 분석할 때 주로 법적실체 관점에서의 별도재무제표와 개별재무제표를 이용하여 K-IFRS 방식의 영업이익과 K-GAAP 방식으로 재산정된 영업이익 간의 정보유용성에 차이가 있는지를 분석하였다(이기세·전성일 2014 ; 유용근 등 2013).<sup>17)</sup> 이와 달리, 본 연구에서는 2011년도부터 주재무제표가 된 연결재무제표와 보조재무제표가 된 별도재무제표에 대해서 영업이익의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 서로 비

17) 이기세·전성일, “K-IFRS 도입으로 인한 영업이익과 영업외손익의 가치관련성 변화에 관한 연구”, 『회계저널』 제23권 제2호, 한국회계학회, 2014, 191~217면 ; 유용근·문보영·최은실, “영업이익 산정반식에 따른 영업이익의 가치관련성 비교”, 『회계저널』 제22권 제2호, 한국회계학회, 2013, 1~21면 ; 전성일과 이기세(2012) 및 유용근 등(2013) 모두는 2011년도 한 해 기간의 자료를 이용하여 영업이익에 대해 K-IFRS 방식에 따라 기업에게 자율성이 있게 보고된 정보와 K-GAAP 방식으로 재산정된 정보 간의 정보유용성에 차이가 있는지를 분석하고 있다는 점과, 또한 연결실체 대신 법적실체를 중심으로 분석했다는 점에서 이들 연구들은 본 연구와는 연구 주제 측면에서 차이가 있다.

교분석한다는 점에서 앞서의 연구들과는 분석대상과 범위에 차이가 있다.

둘째, 이전 연구들은 연결재무제표 및 별도재무제표 간의 정보력 차이를 주로 Ohlson(1995) 모형에서의 두 모형 간의 추가설명력( $R^2$ ) 차이를 중심으로 살펴보았다(기현희 등 2013 ; 기현희 2014 ; 기현희·왕현선 2014 ; 공경태·최종서 2014).<sup>18)</sup> 이는 Ohlson(1995) 모형에 포함된 주당순이익과 주당순자산의 각각의 가치관련성에 대한 차이보다는 연결재무제표와 별도재무제표 간의 두 모형에 포함된 전체의 추가설명력( $R^2$ )에 대한 차이를 중심으로 살펴본 것이다. 이와 달리, 본 연구에서는 연결재무제표와 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 상대적 가치관련성( $\beta_2$ ) 차이에 초점을 둔 분석이 수행된다는 점에서 이전 연구와는 연구방법에 차이가 있다.<sup>19)</sup> 이를 위해서 본 연구는 평행성 검증(parallelism test) 방법을 이용하여 관련사항에 대해 보다 직접적인 비교분석을 수행하였다.

셋째, 관련연구인 기현희(2014) 및 기현희·왕현선(2014)<sup>20)</sup>은 K-IFRS 도입 이후의 연결재무제표와 별도재무제표의 영업이익의 가치관련성을 살펴보

18) 기현희 외 2인, 앞의 논문, 2013, 69면 ; 기현희, 앞의 논문, 2014, 11면 ; 기현희·왕현선, 앞의 논문, 2014, 13~14면 ; 공경태·최종서, 앞의 논문, 2014, 1132면.

19) 선행연구들의 경우 대부분이 연결재무제표와 별도재무제표 정보 간에 유의한 차이가 있는지를 분석할 때 Vuong(1989)의 검증을 통해 두 모형 간의 추가설명력( $R^2$ ) 차이를 비교하는 방법으로 분석이 수행되었다. 즉, Vuong(1989) 검증방법은 Ohlson(1995) 모형에 포함된 변수에 대한 전체의 추가설명력의 차이를 중심으로 유의성 여부를 판단한다. 하지만 이 분석방법은 각 회귀계수 간에 유의한 차이가 있는지에 초점을 맞추고 있기 보다는 모형식에 포함된 회계정보 모두가 고려된 전체 모형의 추가설명력 간의 차이에 초점을 둔 정보를 제공하기 때문에 각 개별 관심변수에 대한 상대적 가치관련성에서 유의한 차이가 있는지와 관련한 정보는 제공하지 못한다(김영욱 등 2014 ; 박종일 등 2014). 그러한 점에서 Ohlson(1995) 모형에서 관심변수 하나를 살펴보는 경우에는, 즉, 본 연구와 같이 영업이익(OIPS)의 회귀계수에 초점을 둔 경우는 Vuong(1989)의 방법보다 평행성 검증이 보다 직접적인 관련 정보를 제공해 줄 수 있다.

20) 기현희, 위의 논문, 2014, 1~15면 ; 기현희·왕현선, 위의 논문, 2014, 1~22면.

았지만, 이들 연구 모두는 연결재무제표와 별도재무제표 정보를 서로 비교하는 방법 대신 각각을 분석하는 방법으로 살펴보았다.

또한 공경태·최종서(2014)<sup>21)</sup> 역시 K-IFRS 도입 전후 연결재무제표 및 별도재무제표에서의 가치관련성 변화를 살펴보았지만, 이 연구도 전술한 바와 같이 연결재무제표와 별도재무제표의 K-IFRS 도입 전과 후의 두 모형에 포함된 전체의 추가설명력( $R^2$ )에 대한 차이가 있는지를 중심으로 살펴보았다. 이와 달리, 본 연구에서는 K-IFRS 도입 전후기간에서 연결재무제표와 별도재무제표에서의 각 영업이익의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 기업의 영업활동과 관련한 정보를 중심으로, 또한 직접 비교하는 방법으로 분석이 수행되었다는 점에서 앞서의 선행연구의 방법과는 차이가 있다.

## 2. 가설의 설정

우리나라의 경우 K-IFRS 의무도입에 따라 모든 상장기업들의 경우 종속기업이 있는 지배회사가 작성하는 연결재무제표는 2011년도부터 주재무제표의 역할을 하고, 이와 달리 지배기업이 작성하는 자신의 재무제표는 개별재무제표에서 별도재무제표로 바뀌면서 연결재무제표와 동시에 보고되지만 이제는 보조적인 정보로 공시되어 보고환경에 변화가 발생되었다. 따라서 이러한 공시환경의 변화가 연결재무제표와 별도재무제표 간의 정보유용성에 변화를 초래할 수 있기 때문에, 투자자들 관점에서 주식시장의 반응을 살펴보는 것은 중요할 수 있다. 왜냐하면 K-IFRS의 전면 도입 이전인 K-GAAP 기간에는 연결재무제표가 개별재무제표의 보조적인 역할을 수행했고, 보고시점도 개별재무제표보다 한 달 뒤에 공시되었다. 따라서 종전 K-GAAP기준 하에서는 지배기업이 작성하는 개별재무제표가 연결재무제표보다 회계정보를 선점하는 효과가 있었지만(신현걸·이만우 2002; 박성환 2002),<sup>22)</sup> K-IFRS 도입 이후부터는 별도재무제표의 경우 보조재무제표로 작

21) 공경태·최종서, 앞의 논문, 2014, 1113~1144면.

성·공시되고 연결재무제표가 주된 재무제표로 공시되기 때문에 이러한 변화된 보고환경은 과거 K-GAAP 때와 비교하면 연결재무제표와 별도재무제표 간의 역할이 서로 반대가 된 것이다. 연결재무제표와 별도재무제표 모두 동시에 공시되는 보고환경에서는 별도재무제표가 연결재무제표를 선점하는 효과는 더 이상 기대하기 어렵다. 이러한 두 재무제표 간의 공시환경이 변화됨에 따라 주식시장의 투자자들이 이러한 변화된 정보환경에 적절히 반응하고 있다면 K-IFRS 도입 이후부터는 연결재무제표가 주재무제표로 공시되므로, 법적실체가 고려된 별도재무제표보다는 연결실체가 반영된 연결재무제표로부터 산출된 회계정보를 이용하여 투자자들은 합리적인 의사결정을 내릴 필요성이 증가하게 된다. 이와 달리, K-IFRS 도입 이전 기간에서는 개별재무제표가 주된 재무제표이고 연결재무제표는 보조적인 재무제표로 개별재무제표보다 한 달 후에 공시되었기 때문에 주식시장의 투자자들은 연결재무제표보다는 개별재무제표 정보를 이용하여 투자의사결정을 주로 수행하였다.

이상의 논의를 정리하면 투자자들 관점에서는 K-IFRS 도입 이후부터는 지배회사가 작성하여 공시하는 보조재무제표인 별도재무제표보다는 주재무제표인 연결재무제표를 통해 투자자들은 합리적인 의사결정을 수행할 필요성이 증가했으므로, 기업활동의 핵심적인 성과지표인 영업이익에 대해 별도재무제표로부터 산출된 영업이익보다 연결재무제표로부터 산출된 영업이익의 정보유용성이 더 높을 것으로 기대된다. 반면, K-IFRS 도입 이전 기간에는 앞서의 경우와 반대로 기대된다. 이러한 논의에 기초하여 본 연구는 다음과 같이 가설 H1 및 H2를 대립 가설로 설정한 후 알아보고자 한다.

- 
- 22) 신현걸·이만우, “지분법 적용시 연결재무제표 정보의 유용성”, 『세무와 회계저널』 제3권 제1호, 한국세무학회, 2002, 67~91면; 박성환, “지분법 도입 후 연결재무제표의 정보효과”, 『회계연구』 제7권 제2호, 대한회계학회, 2002, 1~18면.

[가설 H1] K-IFRS 도입 전 연결재무제표에서 산출된 영업이익의 가치관련성은 개별재무제표<sup>23)</sup>에서 산출된 영업이익의 가치관련성과 비교할 때 상대적으로 작을 것이다.

[가설 H2] K-IFRS 도입 후 연결재무제표에서 산출된 영업이익의 가치관련성은 별도재무제표에서 산출된 영업이익의 가치관련성과 비교할 때 상대적으로 클 것이다.

다음으로, 2011년도부터 국내에 의무도입된 K-IFRS는 원칙 중심의 회계기준으로 연결재무제표 중심의 공시체계 및 자산과 부채의 공정가치 평가 확대 등의 측면에서 K-GAAP과는 다른 특징을 가지고 있다. 무엇보다 공시환경에서의 큰 변화는 과거 K-GAAP 보고체계와 달리 K-IFRS 도입 후부터는 연결재무제표 중심의 공시체계로 전환되었다는 점이다. 연결재무제표는 지배와 종속관계에 있는 연결실체의 재무상태와 경영성과 정보를 제공하고, 종속기업을 이용한 내부거래에서 발생하는 부당한 이익조정 등은 제거되며, 또한 연결정보는 정보이용자들에게 기업의 연결실체에 대한 종합적이고 체계적인 파악에 있어 유용한 정보를 제공한다. 한편, K-IFRS 도입 이후 별도재무제표는 종전 K-GAAP 기준과 달리 관계회사 투자주식에 대해 지분법 평가 대신 원가법이나 공정가치법으로 회계처리 하는 경우를 제외하면, 연결재무제표와 같이 K-IFRS의 특성인 자산과 부채의 공정가치 평가 확대, 원칙 중심의 회계기준 등은 그대로 적용된다. 다만, 연결재무제표와 달리 별도재무제표는 법적실체라는 점에 차이가 있다.

우리나라에서 K-IFRS를 의무도입한 데에는 회계정보의 신뢰성과 투명성을 향상시켜 국제적으로 기업가치를 제고시키는 데 있다. 예를 들어, 황이

23) 본 연구에서 개별재무제표의 의미는 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표를 작성한 지배기업의 별도재무제표에 대응되는 과거 K-GAAP하에서의 재무제표이다. 따라서 본 연구에서 개별재무제표는 K-GAAP하에서 연결재무제표를 작성한 지배기업이 보고하는 법적실체 관점의 재무제표를 의미한다. 이 개별재무제표가 K-IFRS 도입 이후부터 별도재무제표로 명칭이 변경되었다.

석·남혜정(2012)<sup>24)</sup>은 K-IFRS 도입에 따른 기대효과로 한국기업의 국제적 회계 신임도 향상, 재무제표의 회계투명성 증대, 회계투명성 증대로 인한 자본조달비용의 감소 및 해외시장 기업들에 있어 재무제표 이중 작성부담의 완화에 따른 재무제표작성 비용 감소 등을 제시하고 있다. 따라서 K-IFRS는 국제적으로 높은 품질의 회계기준이고(Barth et al. 2008),<sup>25)</sup> 보다 포괄적이고 적시적인 회계정보를 제공하여 투자자의 가치평가에 도움이 될 것이라는 논리에 따라 국내 상장기업들에게 도입되었다는 점을 고려한다면 가설 H3 및 H4의 경우도 다음과 같이 대립 가설의 형태로 가설을 설정한 후 이에 대해 알아보하고자 한다.

[가설 H3] K-IFRS 도입 후 연결재무제표에서 산출된 영업이익의 가치관련성은 K-IFRS 도입 전 연결영업이익의 가치관련성과 비교할 때 상대적으로 클 것이다.

[가설 H4] K-IFRS 도입 후 별도재무제표에서 산출된 영업이익의 가치관련성은 K-IFRS 도입 전 개별영업이익의 가치관련성과 비교할 때 상대적으로 클 것이다.

24) 황이석·남혜정, “국제회계기준의 도입효과에 대한 연구 : 전환조정정보의 유용성을 중심으로”, 『한국회계기준원 연구보고서』 제31호, 한국회계기준원, 2012, 1~39면.

25) Barth, M., W. Landsman, and M. Lang, International accounting standards and accounting quality, *Journal of Accounting Research* 46, University of Chicago on behalf of the Accounting Research Center, 2008, pp.467~498.

### Ⅲ. 연구모형의 설계

#### 1. 연구모형의 설계 및 연구방법

본 연구의 목적은 K-IFRS 도입 이후부터 상장기업의 경우 연결재무제표가 주재무제표로 작성·공시됨에 따라 연결재무제표와 별도재무제표 간의 영업이익의 가치관련성에 상대적 차이가 있는지를, 또한 이와 더불어 K-IFRS 전후기간에서 연결재무제표와 별도재무제표 각각의 영업이익의 가치관련성에 변화가 있는지를 실증적으로 살펴보는 데 있다. 이를 위해 본 연구는 아래의 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 검증한다.

$$P_{t+1} = a_0 + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OIPS_t + \beta_3 NOIPS_t + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon$$

..... 식(1)

$$P_{t+1} = a_0 + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OIPS_t + \beta_3 IFRS_t + \beta_4 OIPS * IFRS_t + \beta_5 NOIPS_t + \Sigma IND + \varepsilon$$

..... 식(2)

여기서,

$P_{t+1}$  = t+1년도 3월 말 종가(단 연결재무제표의 경우 2011년 이전은 4월 말 종가)

$BPS_t$  = t년도 연결재무제표 또는 별도재무제표의 주당순자산

$OIPS_t$  = t년도 연결재무제표 또는 별도재무제표의 주당영업이익

$NOIPS_t$  = t년도 연결재무제표 또는 별도재무제표의 주당연결영업외손익

$IFRS_t$  = t년도 Post-IFRS 기간이면 1, Pre-IFRS 기간이면 0

$\Sigma IND$  = 산업 터미변수

$\Sigma YD$  = 연도 터미변수

$\varepsilon$  = 잔차

편의상  $i$  기업에 대한 아래첨자는 생략하였음.

위의 식(1) 및 식(2)은 Ohlson(1995) 모형을 주가수준(price-level)으로 나타낸 것이다. 즉, Ohlson(1995)의 주가수준 모형은 종속변수가 1주당 주가( $P_{t+1}$ )



로 측정되며, 설명변수로는 회계정보에 대해 주당순자산(equity book value per share ; *BPS*)과 주당순이익(earnings per share ; *EPS*) 정보를 선행함수로 표현한 가치평가모형이다. 본 연구에서 관심변수는 영업이익(operating income per share ; *OIPS*)이라는 점에서 선행연구의 방법과 같이 주당순이익 대신 이를 분해한 주당영업이익(*OIPS*)과 주당영업외손익(non-operating income per share ; *NOIPS*)으로 대체한 후 모형식이 설정되었다(기현희 2014 ; 이기세 · 전성일 2014 ; 유용근 등 2013).<sup>26)</sup> 한편, 식(1)에는 산업특성의 차이 및 경제적 환경 변화가 기업의 전반적인 특성에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위해 산업( $\Sigma IND$ ) 및 연도( $\Sigma YD$ ) 터미변수를 모형식에 고려하였다. 다만, 식(2)에서는 *IFRS* 터미변수가 고려되므로, 선행연구와 같이 연도( $\Sigma YD$ ) 터미변수는 제외하고 산업( $\Sigma IND$ ) 터미변수만 포함하였다(공경태 · 최종서 2014).<sup>27)</sup>

본 연구에서의 연구방법을 설명하면 다음과 같다. 먼저 본 연구는 연결 실체가 반영된 연결정보와 법적실체가 반영된 개별정보를 각각 회귀분석한 후 두 재무제표 정보에서의 영업이익의 상대적 가치관련성(relative value relevance)에 차이가 있는지를 비교하기 위하여 연결재무제표 및 별도재무제표의 정보에 대해 각각 식(1)을 이용하여 회귀분석을 수행한다(H1 및 H2). 또한 K-IFRS 전후기간에 따라 연결재무제표 및 별도재무제표에서 산출된 영업이익의 가치관련성에 변화가 있는지를 살펴보기 위하여 표본을 Pre-IFRS 및 Post-IFRS 기간으로 나누어 각각 식(1)의 모형식을 통해 회귀분석을 수행한다(H3 및 H4). 그런 후에 앞서의 각각의 회귀분석의 결과에서 산출된 연결재무제표에서 영업이익의 가치관련성 정도를 나타내는 회귀계수

26) 본 연구는 연결재무제표 및 별도재무제표를 이용할 때 이기세와 전성일(2014)의 방법과 같이 영업외손익에 대한 측정은 법인세비용차감전손익에서 영업이익을 차감하여 측정하였다. 한편, 유용근 등(2013)의 방법과 같이 당기순이익에서 영업이익을 차감하여 영업외손익을 측정한 경우에도 주된 검증 결과는 질적으로 차이가 없는 것으로 드러났다. 또한 *OIPS*가 음수인 기업을 식(1) 및 식(2)에 추가로 고려한 경우에도 검증 결과는 질적으로 차이가 나지 않은 것으로 나타났다.

27) 공경태 · 최종서, 앞의 논문, 2014, 1122면.

$\beta_2$ (연결)와 별도재무제표에서 영업이익의 가치관련성 정도를 나타내는 회귀계수  $\beta_2$ (별도) 간의 상대적 크기에 차이가 있는지를 Pre-IFRS와 Post-IFRS로 나누어 비교한다. 또한 Post-IFRS 기간의 연결영업이익의 가치관련성 정도를 나타내는 회귀계수  $\beta_2$ (Post 연결)와 Pre-IFRS 기간의 연결영업이익의 가치관련성 정도를 나타내는 회귀계수  $\beta_2$ (Pre 연결) 간의 상대적 크기에 차이가 있는지를 비교한다. 또한 앞서와 같은 방법에 따라 별도재무제표의 경우도 동일하게 분석한다. 두 회귀계수 간에 상대적 크기에 통계적으로 유의한 차이가 있는지 여부를 비교하여 판단하기 위해서는 통계적인 방법이 필요하다.

이를 위하여 본 연구는 선행연구의 방법에 따라 Hollander(1970)<sup>28)</sup>에서 제안된 평행성 검증방법(parallelism test)을 이용하였다(김영옥 등 2014 ; 박종일 등 2014 ; 강선아 · 김용식 2013).<sup>29)</sup> 이와 같은 절차는 전체 상장기업을 대상으로 한 경우 외에도 시장유형(market type)에 따라 상장기업을 거래소에 상장된 기업(KOSPI)과 코스닥에 상장된 기업(KOSDAQ)으로 나누어서 별도의 분석을 수행한다. 한편, 식(2)의 경우는 H3 및 H4의 가설에 대한 강건성 분석

28) Hollander, M., A distribution-free test for parallelism, *Journal of the American Statistical Association* 65, Taylor & Francis Group, 1970, pp.387~394.

29) 김영옥 외 3인, 앞의 논문, 2014. 135면 ; 박종일 · 최성호 · 남혜정, “K-IFRS의 무도입이 순이익의 상대적 가치관련성에 미치는 영향 : 연결, 별도, 개별 재무제표 간의 비교를 중심으로”, 2014년도 한국회계학회 하계국제학술대회 발표논문, 한국회계학회, 2014, 21면 ; 강선아 · 김용식, “국제회계기준(K-IFRS) 적용에 따른 회계정보유용성 검증”, 『회계연구』 제18권 제3호, 대한회계학회, 2013, 137면 ; 평행성 검증은 Hollander(1970)의 연구에서 제안된 방법이다. 이 평행성 검증은 각각의 두 모형식에서 나타난 회귀계수 간에 상대적으로 유의한 차이가 있는지를 검증할 때 이용되는 방법이다. 한편, 이와 유사한 분석방법으로 F-test가 있는데, 이 방법은 한 모형식에서 두 변수 간의 회귀계수 값에 유의한 차이가 있는지를 검증할 때 이용되는 방법이라는 점에서 앞서의 경우와는 차이가 있다. 한편, 이러한 절차상의 방법은 연구 주제는 다르지만, 국내 연구인 김영옥 등(2014), 박종일 등(2014), 강선아와 김용식(2013) 등에서도 사용된 바 있는 방법이다.

(robustness analysis)을 위해 설정된 모형식이다. 이 모형식에서는 관심변수인 *OIPS*와 *IFRS*의 상호작용변수(interactive term)를 추가로 고려하였다. 여기서 *IFRS* 변수는 더미변수로서 Post-IFRS 기간이면 1, Pre-IFRS 기간이면 0으로 측정되었다.

만일 가설 H1, H2, H3, H4가 예상과 일치된 결과로 나타난다면 H1의 경우 식(1)을 통해 분석된 Pre-IFRS 기간에서는 연결재무제표에서 산출된 영업이익의 가치관련성을 나타내는  $\beta_2$ 의 회귀계수는 개별재무제표에서 산출된 영업이익의 가치관련성을 나타내는  $\beta_2$ 의 회귀계수와 비교하여 유의하게 작을 것으로 기대된다( $\beta_2(\text{Pre 연결}) < \beta_2(\text{Pre 개별})$ ). 같은 방법으로 H2의 경우 Post-IFRS 기간에서의 연결재무제표에서 산출된 영업이익(연결영업이익)의 가치관련성을 나타내는  $\beta_2$ 의 회귀계수는 별도재무제표에서 산출된 영업이익(별도영업이익)의 가치관련성을 나타내는  $\beta_2$ 의 회귀계수와 비교하여 유의하게 클 것으로 기대된다( $\beta_2(\text{Post 연결}) > \beta_2(\text{Post 별도})$ ).

또한 H3 및 H4의 경우에는 Post-IFRS 기간에서의 연결재무제표 및 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 가치관련성을 나타내는  $\beta_2$ 의 회귀계수가 Pre-IFRS 기간에서의 연결재무제표 및 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 가치관련성을 나타내는  $\beta_2$ 의 회귀계수와 비교하여 유의하게 모두 클 것으로 예상된다( $\beta_2(\text{Pre 연결}) < \beta_2(\text{Post 연결}), \beta_2(\text{Pre 별도}) < \beta_2(\text{Post 별도})$ ). 앞서의 본 연구의 가설은 감독당국과 한국회계기준원이 국제회계기준을 도입하는 과정에서 종전과 달리, 연결재무제표가 2011년도부터 주재무제표로 작성·공시하는 보고환경이 되었기 때문에 주식시장의 투자자들이 감독당국 및 한국회계기준원의 취지에 부합되게 기업의 핵심적인 영업활동 정보(즉, 법적실체 또는 연결실체가 반영된 영업이익 정보)에 대하여 어떻게 반응하고 있는지를 파악해 볼 수 있다는 점에서 본 검증 결과가 어떤 결과로 나타나는지에 따라 정책적인 시사점을 제공해 줄 것으로 기대된다.

## 2. 표본의 선정

본 연구의 표본은 2008년도부터 2013년도까지 연결재무제표와 별도재무제표를 작성하고 다음의 조건을 만족하는 상장기업을 대상으로 선정하였다.

- (1) 금융업에 속하는 기업은 제외
- (2) 결산월이 12월인 기업
- (3) 연결재무제표를 작성한 기업
- (4) NICE신용평가정보(주)에서 제공하는 KISVALUE database에서 주가 및 재무자료를 추출할 수 있는 기업
- (5) Fn-GuidePro로부터 2011년도 별도재무제표의 K-IFRS 방식의 영업이익 및 K-GAAP 방식의 영업이익 자료를 추출할 수 있는 기업
- (6) 금융감독원 전자공시시스템(DART system)으로부터 2011년도 연결재무제표상 K-IFRS 방식의 연결영업이익 자료를 추출할 수 있는 기업
- (7) 적정 이외의 감사의견을 받은 기업은 제외
- (8) K-IFRS 조기도입 기업은 제외

본 연구의 분석기간은 K-IFRS 도입 전후 각 3년간이고(Pre-IFRS : 2008~2010 vs Post-IFRS : 2011~2013), 연결재무제표를 작성하여 보고한 상장기업을 대상으로 하였다. 조건(1)에서 금융업의 경우는 일반 제조업과 비교하여 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 상이하므로, 이를 제외시켜 표본의 비교가능성을 제고하기 위한 조건이다. 조건(2)는 표본의 동질성을 높이기 위해 부과된 조건이고, 조건(3)은 해당 연구 주제와 관련된 사항으로, 본 연구는 연결재무제표를 작성한 기업을 대상으로 연결재무제표의 영업이익과 별도재무제표의 영업이익의 가치관련성을 비교하고 있기 때문에 필요한 조건이다. 또한 조건(4)부터 (6)까지는 분석에 필요한 자료원에 대한 사항이다.

주가 및 재무자료는 기본적으로 NICE신용평가정보(주)에서 제공하는 KISVALUE database로부터 추출하였다. 다만, 2011년도 초반의 경우 K-

IFRS 적용에 따라 공시된 별도재무제표상 영업이익의 정보는 Fn-GuidePro로부터 2011년도 당시 추출했던 자료를 이용하였고, 또한 K-IFRS가 도입된 첫해인 2011년도의 경우 연결재무제표의 영업이익의 정보와 관련해서는 금융감독원의 전자공시시스템(DART system)상 사업보고서 자료를 통해 수작업으로 수집되었다.<sup>30)</sup> 조건(7)은 적정 이외의 감사의견을 받은 기업들은 재무제표의 신뢰성에 문제가 있을 수 있으므로, 표본에서 제외하였고, 또한 조건(8)은 K-IFRS가 의무도입되기 전인 2009년과 2010년에 K-IFRS를 조기 도입한 기업들은 그 경제적 유인이 다를 수 있기 때문에 분석에서 제외하였다. 한편, 본 연구는 모형식에 포함된 각 변수에 대하여 상하 1% 내에서 조정(winsorize)한 후 분석에 이용하였다. 이상의 조건을 모두 만족시키는 최종표본은 분석기간(2008년~2013년) 중 연결재무제표 및 별도재무제표의 자료 모두 5,520개 기업/연 자료이다.

<표 1>에는 분석에 이용된 표본의 각 시장별 분포 및 K-IFRS 도입 전 후기간에 따른 각 표본의 분포를 나타내었다. <표 1>을 보면, Pre-IFRS(2008~2010) 기간의 경우 유가증권상장기업은 1,170개 기업/연 자료이고, 코스닥상장기업은 1,040개 기업/연 자료로 Pre-IFRS의 표본은 전체 2,210개 기업/연 자료이다. Post-IFRS(2011~2013) 기간의 경우 유가증권상장과 코스닥상장기업은 각각 1,424개와 1,886개로 전체 3,310개 기업/연 자료이다. 따

30) K-IFRS가 도입된 2011년도 첫해는 영업이익의 계산방식에 대해 기업에게 자율성이 부여되었다. 그러나 2012년도에는 다시 한국회계기준원이 과거 K-GAAP 방식으로 영업이익의 산정방식을 환원하였다. 그런데 본 연구의 자료원인 KISVALUE의 경우 분석 마지막 연도인 2013년도를 기준으로 자료를 추출하면 2011년도의 자료에 대해서도 2013년도와 같이 변경된 K-GAAP 방식으로 영업이익의 자료가 제공된다. 따라서 본 연구는 주식시장의 투자자들이 실제로 반응한 영업이익 정보를 이용하기 위해 금융감독원의 전자공시시스템을 이용한 것이다. 한편, 2011년도 영업이익에 대해 연결재무제표 및 별도재무제표 모두 K-GAAP 방식으로 산정한 자료를 이용해서도 별도의 분석을 수행해 보았다. 지면상 보고하지는 않았지만, 그 결과에 따르면 검증 결과 측면에서는 질적으로 유사한 것으로 나타났다.

라서 Pre-IFRS 기간보다 Post-IFRS 기간으로 갈수록 표본이 더 증가되고 있다. 즉, Post-IFRS 기간의 표본을 Pre-IFRS 기간과 비교하면 대략 1.5배(= 3,310개/2,210개) 더 많다. 이는 K-IFRS 도입으로 연결범위가 종전보다 더 증가된 결과에 기인한 것으로 보인다.<sup>31)</sup> 특히 코스닥상장기업(KOSDAQ)에서의 증가율(1.81배 = 1,886/1,040)이 유가증권상장기업(KOSPI)의 증가율(1.22배 = 1,424/1,170)보다 높게 나타났다.

<표 1> K-IFRS 전후기간의 표본의 구성

Industry	Pre-IFRS(연결F/S 및 개별F/S)				Post-IFRS(연결F/S 및 별도F/S)			
	2008	2009	2010	2008~2010	2011	2012	2013	2011~2013
유가증권상장기업	353	355	462	1,170	466	481	477	1,424
코스닥상장기업	245	246	549	1,040	584	647	655	1,886
합 계	598	601	1,011	2,210	1,050	1,128	1,132	3,310

주) 표에서 F/S는 재무제표(financial statement)를 약칭으로 표기한 것임.

<표 2>에는 표본의 산업별 분포를 전체표본 및 시장유형에 따라 나누어 보고했다. <표 2>를 보면, 표본이 여러 산업에 걸쳐 고루 분포하고 있다는 것을 알 수 있다. 전체표본, KOSPI 및 KOSDAQ 모두 제조업이 표본에서 60% 이상으로 가장 높은 빈도수이다(예로, 전체표본 : 65.8%, KOSPI : 63.2%, KOSDAQ : 68%).<sup>32)</sup> 그 다음이 서비스업으로 20% 전후로 나타났다(전

31) 과거 K-GAAP 기준에서는 종속기업에 대한 지분율이 30%를 초과하면서 최대 주주인 경우 지배기업의 연결대상 범위에 포함되었고, 소규모회사는 제외된다. 또한 특수목적기구 관련 별도지배력기준이 없었다. 그러나 K-IFRS 도입 이후에는 종속기업의 지분율이 50% 이상인 경우 지배기업의 연결대상 범위에 포함되며, 자산규모 100억 미만인 소규모회사도 연결대상 범위에 포함된다. 이외에도 특수목적기구 관련 별도지배력기준이 규정되었고, 이와 더불어 K-IFRS하에서는 경제적 실질을 강조하는 원칙을 따르기 때문에 실질 지배력 및 사실상 지배력도 고려해 연결범위가 결정된다.

32) 지면상 생략하였지만, KISVALUE의 산업별 중분류 기준에 의거하여 본 연구에

체표본 : 19.1%, KOSPI : 17.2%, KOSDAQ : 20.8%), 나머지 산업은 모두 표본의 10% 이내이다.

<표 2> 표본의 산업별 분포

산 업	전체 상장기업		KOSPI 표본		KOSDAQ 표본	
	빈도수	백분율(%)	빈도수	백분율(%)	빈도수	백분율(%)
제조업	3,630	65.8%	1,641	63.2%	1,989	68.0%
건설업	198	3.6%	138	5.3%	60	2.1%
도매 및 소매업	431	7.8%	199	7.7%	232	7.9%
서비스업	1,055	19.1%	446	17.2%	609	20.8%
기 타	206	3.7%	170	6.6%	36	1.2%
합 계	5,520	100.0%	2,594	100.0%	2,926	100.0%

주1) 산업별 분류는 NICE신용평가정보(주)에서 제공하는 KISVALUE의 업종별 대분류 기준에 의거하여 분류함.

주2) 분석기간 2008년부터 2013년까지의 자료를 통합해서 보고함.

## IV. 실증분석 결과

### 1. 주요 변수들의 기술통계량

<표 3>에는 식(1)의 모형에 이용된 주요 변수의 기술통계를 K-IFRS 이전 기간(Pre-IFRS : 2008~2010)과 K-IFRS 이후 기간(Post-IFRS : 2011~2013)으로 나누어 보고하였다(Panel A와 B).

<표 3>을 보면, Pre-IFRS 기간의 4월 말  $P_{t+1}$ (증가)의 평균(중위수)이

서 사용한 표본의 산업별 분포를 확인해 본 결과, 대분류에 의한 분포와 마찬가지로 전 업종에 걸쳐 고루 분포되어 있는 것이 확인되어 본 연구의 결과는 특정 산업에 기인한 검증 결과가 아님을 시사한다.

23,416(5,830)원이고, 3월 말  $P_{t+1}$ 의 평균(중위수)은 22,783(5,543)원이다. Post-IFRS 기간의 3월 말  $P_{t+1}$ 의 평균(중위수)은 22,996(6,055)원으로 Pre-IFRS 기간보다 조금 높게 나타났다. 또한 Pre-IFRS 및 Post-IFRS 기간의 연결재무제표 및 개별(별도)재무제표에서  $BPS$ (주당순자산)와  $OIPS$ (영업이익)의 평균 및 중위수는 모두 양(+ )이지만,  $NOIPS$ (영업외손익)의 평균 및 중위수는 모두 음(-)의 값으로 나타났다.

〈표 3〉 주요 변수의 기술통계

Panel A : Pre-IFRS(2008~2010)						
Variables		평 균	중위수	표준편차	최소값	최대값
연결F/S (N=2,210)	$P_{t+1}$	23,416	5,830	53,950	495	364,300
	$BPS_t$	30,366	6,126	70,712	112	494,406
	$OIPS_t$	3,660	582	9,159	-5,652	54,566
	$NOIPS_t$	-843	-83	3,824	-22,297	9,665
개별F/S (N=2,210)	$P_{t+1}$	22,783	5,543	53,329	459	364,300
	$BPS_t$	24,368	5,683	53,418	133	368,027
	$OIPS_t$	2,350	444	5,800	-5,406	35,263
	$NOIPS_t$	-240	-36	2,708	-13,768	9,260
Panel B : Post-IFRS(2011~2013)						
Variables		평 균	중위수	표준편차	최소값	최대값
연결F/S (N=3,310)	$P_{t+1}$	22,996	6,055	53,794	495	364,300
	$BPS_t$	27,429	5,794	71,165	112	494,406
	$OIPS_t$	2,569	425	7,965	-5,652	54,566
	$NOIPS_t$	-525	-66	2,994	-22,297	9,665
별도F/S (N=3,310)	$BPS_t$	22,174	5,397	52,510	133	368,027
	$OIPS_t$	1,658	314	5,005	-5,406	35,263
	$NOIPS_t$	-320	-43	2,089	-13,768	9,260



- 주1) 변수의 정의 :  $P_{t+1}$  = t+1년도 3월 말 증가 ;  $BPS_t$  = t년도 연결재무제표 및 개별(별도)재무제표의 주당순자산 ;  $OIPS_t$  = t년도 연결재무제표 및 개별(별도)재무제표의 주당영업이익 ;  $NOIPS_t$  = t년도 연결재무제표 및 개별(별도)재무제표의 주당연결영업외손익임. 다만, Pre-IFRS 기간의 연결재무제표의 경우 t+1년도 4월 말 증가임.
- 주2) 분석기간 Pre-IFRS(2008~2010)과 Post-IFRS(2011~2013) 자료를 각각 통합해서 보고함.

표에 나타난 결과에 대해 평균을 중심으로 살펴보면, Pre-IFRS 기간에서 연결F/S의 BPS(주당순자산)의 평균 30,366원은 개별F/S의 평균 24,368원보다 5,998원만큼 크지만, Post-IFRS 기간에서 연결F/S의 BPS의 평균 27,429원은 별도F/S의 평균 22,174원보다 5,255원만큼 커서, Pre-IFRS 기간과 비교하면 더 작아졌다. 또한 Pre-IFRS 기간에서 연결F/S의 OIPS(영업이익)의 평균 3,660원은 개별F/S의 평균 2,350원보다 1,310원만큼 크지만, Post-IFRS 기간에서 연결F/S의 OIPS의 평균 2,569원은 별도F/S의 평균 1,658원보다 911원만큼 커서, Pre-IFRS 기간과 비교하면 더 작아졌다. 그리고 Pre-IFRS 기간에서 연결F/S의 NOIPS(영업외손익)의 평균 -843원은 개별F/S의 평균 -240원보다 603원만큼 더 큰 손실이지만, Post-IFRS 기간에서 연결F/S의 NOIPS의 평균 -525원은 별도F/S의 평균 -320원보다 205원만큼 더 작아서, Pre-IFRS 기간과 비교하면 손실금액은 더 감소되었다.

## 2. 주요 변수들의 상관관계

<표 4>는 식(1)의 주요 변수에 대한 상관관계를 나타내었다. 표에 보고된 값은 피어슨 상관계수이다. 표에서 Panel A에는 Pre-IFRS(2008~2010) 기간의 결과를, Panel B에는 Post-IFRS(2011~2013) 기간을 보고했다. 또한 표에서 대각선 상단에는 연결재무제표 정보에 대한 결과를, 대각선 하단에는 별도재무제표에 대한 결과를 각각 보고하였다.

〈표 4〉 주요 변수에 대한 상관관계

Panel A : Pre-IFRS(N=2,210)					Panel B : Post-IFRS(N=3,310)				
Variable	$P_{t+1}$	$BPS_t$	$OIPS_t$	$NOIPS_t$	Variable	$P_{t+1}$	$BPS_t$	$OIPS_t$	$NOIPS_t$
$P_{t+1}$	1	0.785***	0.793***	-0.039*	$P_{t+1}$	1	0.794***	0.850***	-0.096***
$BPS_t$	0.829***	1	0.842***	-0.188***	$BPS_t$	0.812***	1	0.827***	-0.224***
$OIPS_t$	0.840***	0.790***	1	-0.238***	$OIPS_t$	0.817***	0.749***	1	-0.184***
$NOIPS_t$	0.185***	0.123***	0.032	1	$NOIPS_t$	0.045**	-0.003	0.022	1

주1) 변수의 정의에 대해서는 <표 2>를 참조.

주2) 표에 보고된 사항은 피어슨 상관계수임.

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

주4) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 보고함(양측검증).

<표 4>를 보면,  $BPS$ (주당순자산)는 Pre-IFRS와 Post-IFRS 분석기간 모두, 또한 연결F/S와 개별(별도)F/S의 경우 모두  $P_{t+1}$ (주가)과 높은 양(+의 상관성을 보인다. 또한 관심변수  $OIPS$ (영업손익)는 두 분석기간 및 연결F/S와 개별(별도)F/S의 경우 모두  $P_{t+1}$ 과 유의한 양(+의 상관성을 가진다.  $NOIPS$ (영업외손익)는 두 분석기간에 상관없이 연결영업외손익은 주가와 유의한 음(-)의 상관성을, 개별 또는 별도영업외손익은 주가와 유의한 양(+의 상관성이 나타났다.

한편, Pre-IFRS 기간보다 Post-IFRS 기간에서 연결영업이익이 주가와 상관성이 0.057(=0.850-0.793)만큼 증가된 반면, 별도영업이익의 주가와 상관성은 0.023(=0.817-0.840)만큼 감소되었다. 또한 Pre-IFRS 기간에서 연결영업이익의 주가와 상관성이 개별영업이익의 주가와 상관성에 비해 0.047(=0.793-0.840)만큼 더 작았지만, Post-IFRS 기간에서는 연결영업이익의 주가와 상관성이 별도영업이익의 주가와 상관성에 비해 0.033(=0.850-0.817)만큼 더 커졌다. 이는 K-IFRS 도입 전보다 도입 후에 들어 연결재무제표가 주재무제표가 되면서 연결영업이익의 중요성이 더 증가되었음을 나타낸다.

### 3. 가설의 검증 결과

<표 5>에는 식(1)의 모형식을 이용하여 앞서 제시된 가설 H1, H2, H3, H4에 대한 회귀분석 결과를 보고하였다. 표본은 전체 상장기업을 대상으로, 또한 분석기간 Pre-IFRS와 Post-IFRS로 나누어 연결재무제표(F/S) 및 개별(별도)재무제표(F/S)를 이용한 회귀분석 결과를 각각 나타내었다. 즉, 먼저 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 연결F/S 및 별도F/S에 대해 각각 회귀분석을 수행한 후, 다음으로 관심변수인 영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수( $\beta_2$ )에 유의한 차이가 있는지를 살펴보기 위하여 평행성 검증(parallelism test)을 실시한 결과는 표의 하단 및 오른쪽 란에 나타내었다. 괄호 밖의 수치는 두 회귀계수( $\beta_2$ ) 간의 차이를 나타내며, 괄호 안의 수치는 두 회귀계수 간에 유의한 차이가 있는지에 대한 유의수준  $p$  값이다. 또한 표의 하단에는 모형식에서 다중공선성 문제가 있는지를 살펴보기 위하여 분산팽창요인(VIF)의 결과를 보고했다.<sup>33)</sup> 그리고 각 회귀분석 시 산업( $\Sigma IND$ ) 및 연도( $\Sigma YD$ ) 터미변수는 포함되어 분석되었다. 따라서 본 연구 결과는 산업별 차이 및 연도별 차이가 통제된 후의 결과이지만, 이들 변수의 보고는 지면상 생략한다.

<표 5>의 결과를 보면, 먼저 회귀분석 결과 모두 통계적으로 유의한  $F$  값을 보이고 있어 모형식의 설정은 적합성이 있는 것으로 나타났다. 모형

33) 일반적으로 회귀분석시 분산팽창요인(Variance Inflation Factor ; 이하 'VIF') 값이 10을 상회하면 변수 간의 다중공선성 문제가 심각한 것으로 판단하고 있다. 따라서 본 연구에서는 <표 5>에서 설명변수 간의 다중공선성 문제가 있는지에 대하여 VIF 값으로 확인해 본 결과를 하단에 보고하였다. 그 결과에 따르면, VIF 값이 가장 높았던 변수는 Pre-IFRS 기간의 경우 연결F/S는 OIPS로 3.519, 개별F/S는 BPS로 2.725, Post-IFRS 기간의 경우 연결F/S는 BPS로 3.226, 별도F/S는 OIPS로 2.282로 나타나 모두 3 이하였다. 이는 허용수준 내의 범위로써 본 연구의 모형식에서 변수 간의 다중공선성 문제는 심각하지 않은 것으로 확인되었다. 이후 결과들에서도 질적으로 유사한 결과가 확인되어 별도의 논의는 생략한다.

의 설명력( $Adj. R^2$ )은 대략 71.5%~79.5% 사이로 나타나 설명력은 높은 편이다.

가설에 대한 관심변수(OIPS)의 사항을 중심으로 결과를 살펴보면 다음과 같다. 연결F/S 및 개별(별도)F/S에서 OIPS의 계수는 Pre-IFRS 및 Post-IFRS 모두 증가( $P_{t+i}$ )와 유의한 양(+)의 관계로 나타났다. 먼저 가설 H1 및 H2의 결과를 살펴보면 다음과 같다. H1의 경우 Pre-IFRS 기간에서 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수( $\beta_2$ (연결))를 개별영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수( $\beta_2$ (개별))와 비교하면 1.630(=3.031-4.661)만큼 작고, 두 회귀계수 간에 차이가 있는지를 평행성 검증 결과로 살펴보면, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 이는 K-IFRS 도입 이전 기간에서는 법적실체인 개별재무제표에서 산출된 영업이익이 연결실체가 반영된 연결재무제표에서 산출된 영업이익보다 주식시장의 투자자들에게는 상대적으로 정보유용성이 더 높다는 것을 나타낸다. 따라서 가설 H1은 예상대로 지지된 결과로 나타났다.

H2의 경우 Post-IFRS 기간에서 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수( $\beta_2$ (연결))를 별도영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수( $\beta_2$ (개별))와 비교하면 0.955(=4.097-5.052)만큼 작고, 두 회귀계수 간에 차이는 평행성 검증 결과, 1% 수준에서 유의한 차이로 나타났다. 이는 가설 H2의 경우 예상과 달리, K-IFRS 도입 이후에도 도입 이전과 마찬가지로 법적실체의 영업이익이 연결실체가 반영된 영업이익에 비해 투자자 관점에서는 정보유용성이 더 높다는 결과이다. 이러한 결과는 2011년부터 K-IFRS가 도입됨에 따라 연결재무제표가 주재무제표로 작성·공시되는 보고환경하에서도 기업의 가장 핵심적인 기업성과인 영업활동과 관련한 영업이익 정보에 대한 주식시장에서의 투자자들의 투자 의사결정이 과거 K-GAAP하에서와 마찬가지로 연결실체보다는 법적실체에 기초하여 수행되고 있음을 의미한다.<sup>34)</sup>

34) 가설 H2의 경우는 예상과 달리, 반대의 결과로 나타났다. 이와 같은 검증 결과

<표 5> K-IFRS 도입 전후 연결F/S와 별도F/S의 각 OIPS의  
가치관련성 비교 : 전체표본

$$P_{t+1} = a_0 + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OIPS_t + \beta_3 NOIPS_t + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon \dots\dots\dots \text{식(1)}$$

Variable	Pre-IFRS(2008~2010)		Pos-IFRS(2011~2013)		Parallelism test
	연결F/S	개별F/S	연결F/S	별도F/S	
	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	OIPS <sub>t</sub>
Intercept	2,891.59 (0.35)	2,644.70 (0.38)	8,508.36 (1.37)	7,194.31 (1.17)	연결F/S (Pre vs Post-IFRS)
BPS	0.312 (19.12***)	0.424 (26.20***)	0.250 (21.30***)	0.487 (36.49***)	H3 : 1.066(0.000)
OIPS	3.031 (23.80***)	4.661 (31.76***)	4.097 (39.86***)	5.052 (36.52***)	별도F/S (Pre vs Post-IFRS)
NOIPS	2.059 (12.25***)	2.305 (11.75***)	1.555 (9.88***)	0.927 (4.22***)	H4 : 0.391(0.002)
ΣIND	Included	Included	Included	Included	
ΣYD	Included	Included	Included	Included	
Adj. R <sup>2</sup>	0.715	0.795	0.764	0.767	
F Value	278.32***	429.83***	565.48***	575.54***	
N of Obs.	2,210	2,210	3,310	3,310	
Parallelism test	연결F/S vs 개별F/S (Pre-IFRS)		연결F/S vs 별도F/S (Post-IFRS)		
OIPS <sub>t</sub>	H1 : -1.630(0.000)		H2 : -0.955(0.000)		
VIF	OIPS(3.519)	BPS(2.725)	BPS(3.226)	OIPS(2.282)	

주1) 변수의 정의에 대해서는 <표 2>를 참조.

주2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 보고함(양측검증).

가 나타난 이유 중 하나로는 주식시장의 투자자들은 과거 K-GAAP의 공시체계에 더 친숙해 있기 때문에 주재무제표가 IFRS 도입 이후 법적실체인 별도재무제표에서 연결실체인 연결재무제표로 전환되었음에도 불구하고, 투자자들의 투자행태에 큰 변화가 야기되지 않고 여전히 연결실체가 고려된 연결영업이익보다는 법적실체가 반영된 별도영업이익이 보다 더 중요한 투자 의사결정을 위한 정보로 활용되고 있기 때문으로 보인다.

한편, 이러한 결과는 공경태·최종서(2014)<sup>35)</sup> 및 기현희 등(2013)<sup>36)</sup>에서 모형의 추가설명력으로 살펴본 경우와는 다른 결과이다. 즉, 이들의 연구에서는 K-IFRS 도입 이후 모형 간의 추가설명력( $R^2$ )을 기준으로 살펴본 결과에서 연결재무제표의 정보가 별도재무제표보다 더 높은 정보력이 있음을 보고한 후 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표의 정보력이 증가했다고 주장한다. 하지만 영업활동의 핵심성과 정보인 영업이익의 관점에서는 이와 반대의 결과로 나타나고 있음을 <표 5>의 결과를 통해 알 수 있다. 이는 관심사항에 따라서는 같은 Ohlson(1995) 모형을 이용하더라도 모형 간의 추가설명력에서의 차이 결과와 해당 개별 변수(예로, 영업이익) 간의 차이결과 간에는 다른 결과가 나타날 수 있음을 보여준다.

다음으로, 가설 H3 및 H4의 결과를 살펴보면 다음과 같다. H3의 경우 Post-IFRS 기간의 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수( $\beta_2$ (Post 연결))를 Pre-IFRS 기간의 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수( $\beta_2$ (Pre 연결))와 비교하면 1.066(=4.097-3.031)만큼 크고, 평행성 검증 결과 두 회귀계수 간에 1% 수준에서 유의한 차이를 보이고 있다. 이는 K-IFRS 도입 이후 기간(K-GAAP)에서의 연결영업이익이 K-IFRS 도입 이전 기간(K-GAAP)에서의 연결영업이익에 비해 주식시장의 투자자들에게는 상대적으로 정보유용성이 더 향상되었음을 나타낸다. 따라서 가설 H3은 예상과 같이 지지된 결과로 나타났다. 또한 H4의 경우에도 Post-IFRS 기간에서의 별도영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수( $\beta_2$ (Post 별도))를 Pre-IFRS 기간에서의 개별영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수( $\beta_2$ (Pre 별도))와 비교하면 0.391(=5.052-4.661)만큼 크고, 평행성 검증 결과도 두 회귀계수 간에 1% 수준에서 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 이는 연결영업이익과 마찬가지로 K-IFRS 도입 전보다 도입 후에 들어 법적실체 관점의 영업이익의 정보유용성도 상대적으로 더 증가되었음을 의미한다. 따라서

35) 공경태·최종서, 앞의 논문, 2014, 1132면.

36) 기현희 외 2인, 앞의 논문, 2013, 69면.

가설 H4의 경우도 예상과 같이 지지된 결과이다. 이상의 결과는 과거 K-GAAP 기준과 비교할 때 새로운 회계기준인 K-IFRS 회계기준에 따라 작성된 연결실체가 고려된 영업이익뿐만 아니라 법적실체가 반영된 영업이익 정보 모두 주식시장의 투자자 관점에서는 정보유용성이 향상되었음을 보여 준다.

#### 4. KOSPI vs KOSDAQ 표본의 검증 결과

앞서의 사항은 전체 상장기업을 대상으로 분석한 결과를 중심으로 살펴 보았다. 본 절에서는 앞서의 검증 결과가 시장유형(market type)에 따라 검증 결과에 차별적인 차이가 있는지를 살펴보고자 한다. 이를 위해 전체표본을 다시 거래소에 속한 유가증권상장기업(KOSPI)과 코스닥에 속한 코스닥상장기업(KOSDAQ)으로 나누어 각 시장별로 앞서의 가설(H1~H4)을 검증해 보았다. 이에 대한 회귀분석 결과는 <표 6>과 같다. Panel A에는 KOSPI 표본의 결과를, Panel B에는 KOSDAQ 표본의 결과를 보고했다. 표 보고방식은 앞서의 <표 5>와 동일하다.

<표 6>의 결과를 보면, 먼저 가설 H1 및 H2의 경우 KOSPI와 KOSDAQ 표본으로 나누어 분석해도 일관되게 두 시장유형에 관계없이 전체표본과 일치된 결과로 나타났다. 다음으로, 가설 H3 및 H4의 경우 KOSPI 표본은 전체표본의 경우와 일치된 결과를, 반면 KOSDAQ 표본은 H4만 전체표본의 경우와 일치된 결과를, H3는 일치하지 않은 결과로 나타났다. 이는 코스닥상장기업의 경우 K-IFRS 도입 전과 비교하여 도입 후에 별도영업이익의 가치관련성은 개선되었지만, 연결영업이익의 가치관련성은 별다른 차이가 없음을 나타낸다. 이는 유가증권상장기업과 달리, 코스닥상장기업에서는 연결실체가 고려된 영업이익의 경우 주식시장의 투자자들에게 정보유용성 측면에서 종전 K-GAAP과 K-IFRS 기준 간에 차별적인 차이가 없음을 시사한다.

<표 6> K-IFRS 도입 전후 연결F/S와 별도F/S의 OIPS의 가치  
 관련성 비교 : KOSPI vs KOSDAQ

$$P_{t+1} = a_0 + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OIPS_t + \beta_3 NOIPS_t + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon \dots\dots\dots \text{식(1)}$$

Panel A : KOSPI 표본

Variable	Pre-IFRS(2008~2010)		Pos-IFRS(2011~2013)		Parallelism test
	연결F/S	개별F/S	연결F/S	별도F/S	
	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	OIPS <sub>t</sub>
Intercept	5,415.57 (0.32)	4,175.61 (0.30)	9,887.30 (0.81)	8,220.23 (0.67)	연결F/S (Pre vs Post-IFRS)
BPS	0.318 (14.61***)	0.431 (19.73***)	0.252 (14.78***)	0.492 (24.64***)	H3 : 1.099(0.000)
OIPS	2.935 (17.16***)	4.586 (23.00***)	4.034 (26.67***)	4.932 (23.49***)	별도F/S (Pre vs Post-IFRS)
NOIPS	2.191 (9.55***)	2.520 (9.24***)	1.755 (7.64***)	1.295 (3.86***)	H4 : 0.346(0.065)
ΣIND	Included	Included	Included	Included	
ΣYD	Included	Included	Included	Included	
Adj. R <sup>2</sup>	0.709	0.792	0.767	0.763	
F Value	159.57***	247.99***	261.82***	254.86***	
N of Obs.	1,170	1,170	1,424	1,424	
Parallelism test	연결F/S vs 개별F/S (Pre-IFRS)		연결F/S vs 별도F/S (Post-IFRS)		
OIPS <sub>t</sub>	H1 : -1.651(0.000)		H2 : -0.898(0.000)		



Panel B : KOSDAQ 표본					
Variable	Pre-IFRS(2008~2010)		Pos-IFRS(2011~2013)		Parallelism test
	연결F/S	개별F/S	연결F/S	별도F/S	
	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	$OIPS_t$
Intercept	3,438.01 (0.83)	3,072.00 (0.79)	7,864.77 (1.84*)	7,515.21 (1.84*)	연결F/S (Pre vs Post-IFRS)
BPS	-0.008 (-0.16)	0.096 (2.03**)	0.123 (3.61***)	0.193 (5.30***)	H3 : -0.280(0.146)
OIPS	5.080 (20.91***)	5.844 (22.33***)	4.800 (26.51***)	6.928 (31.76***)	별도F/S (Pre vs Post-IFRS)
NOIPS	0.428 (1.81*)	0.325 (1.26)	-0.270 (-1.00)	-1.626 (-5.26***)	H4 : 1.084(0.000)
$\Sigma IND$	Included	Included	Included	Included	
$\Sigma YD$	Included	Included	Included	Included	
Adj. $R^2$	0.524	0.537	0.583	0.620	
F Value	77.20***	81.33***	176.97***	205.68***	
N of Obs.	1,040	1,040	1,886	1,886	
Parallelism test	연결F/S vs 개별F/S (Pre-IFRS)		연결F/S vs 별도F/S (Post-IFRS)		
$OIPS_t$	H1 : -0.764(0.001)		H2 : -2.128(0.000)		

주1) 변수의 정의에 대해서는 <표 2>를 참조.

주2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 보고함(양측검증).

## 5. H3 및 H4에 대한 강건성 분석

본 절에서는 이전 절에서 <표 5> 및 <표 6>의 분석 결과 중 H3 및 H4에 대한 강건성 분석(robustness analysis)의 일환으로 각 재무제표에 대하여 OIPS와 IFRS 간의 상호작용변수를 모형식에 고려한 식(2)를 이용하여

분석한다. 즉, 앞서의 <표 6>의 Panel B의 결과 중 KOSDAQ 표본에서 연결영업이익과 별도영업이익 간의 상대적 가치관련성에 유의한 차이를 보이지 않았던 결과에 대해 민감도 분석 차원에서 상호작용변수를 이용하여 재분석을 실시한 것이다. 그 결과는 <표 7>과 같다.

<표 7> K-IFRS 도입 전후기간에서 연결F/S와 별도F/S의 OIPS의 가치관련성 변화: 전체표본, KOSPI 및 KOSDAQ

$$P_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OIPS_t + \beta_3 IFRS_t + \beta_4 OIPS * IFRS_t + \beta_5 NOIPS_t + \Sigma IND + \varepsilon \dots \text{식(2)}$$

Variable	Panel A : 전체표본		Panel B : KOSPI		Panel C : KOSDAQ	
	연결F/S	별도F/S	연결F/S	별도F/S	연결F/S	별도F/S
	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)	Coef (t-stat)
Intercept	4,820.50 (0.96)	2,246.07 (0.48)	5,268.74 (0.53)	1,206.90 (0.13)	4,277.39 (1.40)	3,762.30 (1.29)
BPS	0.279 (29.22***)	0.470 (45.55***)	0.283 (21.15***)	0.474 (32.17***)	0.099 (3.59***)	0.179 (6.15***)
OIPS	3.182 (35.79***)	4.333 (36.35***)	3.113 (24.67***)	4.293 (24.99***)	4.595 (23.22***)	5.569 (23.44***)
IFRS	962.28 (1.20)	2,745.92 (3.68***)	1,733.03 (1.06)	4,846.47 (3.17***)	1,643.22 (3.33***)	1,563.20 (3.31***)
OIPS*IFRS	0.733 (8.37***)	0.821 (6.39***)	0.709 (5.58***)	0.723 (3.83***)	0.289 (1.47)	1.263 (5.07***)
NOIPS	1.830 (16.13)***	1.629 (11.08***)	1.985 (12.36***)	1.928 (9.00***)	0.088 (0.48)	-0.617 (-2.98***)
$\Sigma IND$	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>	0.7431	0.7759	0.7427	0.7726	0.5654	0.5945
F statistics	799.27***	956.27***	394.98***	464.68***	254.72***	286.89***
N of Obs.	5,520	5,520	2,594	2,594	2,926	2,926
F-test	$\beta_2 + \beta_4$	$\beta_2 + \beta_4$	$\beta_2 + \beta_4$	$\beta_2 + \beta_4$	$\beta_2 + \beta_4$	$\beta_2 + \beta_4$
	3.915 (1,805.70***)	5.154 (1,857.32***)	3.822 (844.08***)	5.016 (824.61***)	4.884 (979.17***)	6.832 (1,349.46***)
VIF	OIPS(4.145)	OIPS(3.434)	OIPS(3.944)	OIPS(3.276)	OIPS(5.325)	OIPS(4.523)

- 주1) 변수의 정의에 대해서는 <표 2>를 참조. 단,  $IFRS_t = t$ 년도 Post-IFRS(2011~2013) 기간이면 1이고, Pre-IFRS(2008~2010) 기간이면 0인 더미변수임.
- 주2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 보고함(양측검증).

<표 7>의 결과를 보면, Panel A부터 C까지 *OIPS* 변수는 모두 증가( $P_{t+i}$ )에 대해 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 관심변수인  $OIPS*IFRS$ 의 상호작용변수는 전체표본 및 KOSPI 표본의 경우 연결F/S 및 별도F/S에서 모두 유의한 양(+)의 계수값이 나타났다. 이는 K-IFRS 도입 이후 유가증권상장기업의 연결재무제표 및 별도재무제표에서 산출된 영업이익은 K-IFRS 도입 전과 비교할 때 투자자들 측면에서 정보유용성이 더 증가되었음을 의미한다.<sup>37)</sup> 따라서 이 결과는 <표 5> 및 <표 6>의 검증 결과와 일치한다. 반면, KOSDAQ 표본의 경우  $OIPS*IFRS$ 의 상호작용변수는 별도F/S에서는 유의한 양(+)의 관련성이 나타났지만, 연결F/S에서는 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타나지 않아서 앞서 <표 6>의 Panel B의 경우와 일치한다. 따라서 이상의 결과로 볼 때 이전 절의 <표 5>와 <표 6>의 결과는 모형설정의 방법에 따라 검증 결과가 민감하게 변화하지는 않음을 나타낸다.

## V. 결 론

본 연구는 K-IFRS 의무도입 이후 연결재무제표가 주재무제표로 공시되는 보고환경 하에서 기업활동의 가장 핵심정보 중 하나인 영업이익 정보에 대하여 연결재무제표와 별도재무제표 간에 정보유용성에 상대적 차이가 있는지를 투자자들의 가치관련성 측면에서 실증적으로 분석하였다. 특히 본

37) 이러한 결과는 식(2)의 모형식에서 계수의 합( $\beta_2 + \beta_4$ )에 대해 F-test 결과를 이용하여 영(0)과 차이가 있는지를 추가로 분석한 결과에서도 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다.

연구는 K-IFRS 도입 전후기간에서 영업이익에 대해 연결재무제표와 별도재무제표의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 서로 비교분석 하였다. 아울러 K-IFRS 도입 전후 연결재무제표 및 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 가치관련성에 변화가 있는지에 대해서도 분석하였다. 이를 위하여 Ohlson(1995)의 주가수준 모형을 이용하였다. 분석기간은 2008년부터 2013년까지(Pre-IFRS : 2008~2010 vs Post-IFRS : 2011~2013)이고, 표본은 연결재무제표를 작성한 유가증권상장과 코스닥상장기업을 대상으로 하였다. 최종표본은 5,520개 기업/연 자료이다(Pre-IFRS : 2,210개 vs Post-IFRS : 3,310개).

본 연구의 주요 분석 결과에 대한 요약은 다음과 같다.

첫째, K-IFRS 도입 이전에는 연결재무제표의 영업이익보다 개별재무제표의 영업이익의 가치관련성이 상대적으로 더 높게 나타났고, 또한 K-IFRS 도입 후에도 연결재무제표의 영업이익보다 별도재무제표의 영업이익의 가치관련성이 상대적으로 더 높게 나타났다. 이는 감독당국 및 한국회계기준원이 2011년도부터 모든 상장기업에게 회계정보의 공시를 연결재무제표를 주재무제표로 작성하도록 한 취지와 달리 주식시장의 투자자들은 K-IFRS 도입 이후에도 여전히 종전 K-GAAP 보고환경과 같이 법적실체에 따른 경영활동 정보를 통해 투자의사결정을 주로 수행하고 있음을 의미한다. 이러한 본 연구의 발견은 향후 회계기준과 관련한 정책입안자들에게는 연결재무제표가 주재무제표로 작성·공시되고 있는 회계환경에서 법적실체가 아닌 연결실체 관점이 고려된 정책 시행시 유의한 참고자료가 될 것으로 기대된다.

둘째, K-IFRS 도입 전보다 도입 후에 들어서 연결재무제표뿐만 아니라 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 가치관련성이 모두 유의하게 향상된 것으로 나타났다. 이는 종전 K-GAAP 회계기준과 비교할 때 K-IFRS의 의무도입이 영업이익에 대한 주가관련성 측면에서는 회계정보의 질이 개선된 것으로 나타나 새로운 회계기준의 도입은 주식시장의 투자자 관점에서 정보유용성을 향상시킨 것으로 나타났다. 따라서 이러한 결과는 기업 본연의 핵심적 활동인 영업활동의 정보유용성이 K-GAAP하에서 보다 새로운

회계기준의 도입으로 인해 향상된 결과를 보인다는 점에서 국내 K-IFRS의 의무도입은 도입과정에서 여러 우여곡절이 있었지만 그 실효성이 있다는 것을 본 연구의 실증적 결과는 시사해 준다.

마지막으로, 전체표본을 KOSPI와 KOSDAQ 표본으로 나누어 살펴본 결과에 따르면, 앞서의 두 번째 결과는 주로 유가증권상장기업에서 나타났다. 반면, 코스닥상장기업의 경우는 별도재무제표만 K-IFRS 도입 이후 영업이익의 가치관련성이 향상되었고, 연결영업이익의 가치관련성은 K-IFRS 도입 전후기간에 별다른 차이가 없었다. 이상의 본 연구의 발견은 K-IFRS 도입의 효과를 살펴본 관련연구에 추가적인 증거를 제공함으로써 공헌할 수 있고, 또한 학계뿐 아니라 회계기준 제정기관 및 정책입안자들에게도 K-IFRS 의무도입과 관련한 실효성을 파악하는 데 있어 유익한 정보를 제공해 줄 것으로 기대된다.

위와 같은 공헌점에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계가 있을 수 있다. 첫째, 본 연구에서의 분석모형은 Ohlson(1995)의 모형에 기초하여 이루어졌지만, 모형에서 고려하지 않은 생략된 변수(omitted variables)의 문제는 여전히 존재할 수 있으므로 이러한 사항은 결과해석 시 고려할 필요가 있는 것으로 사료된다. 둘째, 본 연구는 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표와 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익 간에 상대적 가치관련성의 차이, 그리고 K-IFRS 도입 전후기간에서의 연결재무제표 및 별도재무제표에서 산출된 각 영업이익의 가치관련성 변화를 검증하였다. 그러나 이러한 결과에서 나타난 현상이 해당 사건에 기초한 것인지, 아니면 시장의 효율성에 기인된 결과인지, 아니면 두 효과 모두에 의한 결합가설(joint hypothesis) 때문인지에 대해서는 결과해석상에 주의를 요한다. 하지만 이러한 한계점들은 본 연구뿐만 아니라 자료 분석을 이용한 대부분의 경험적 연구들에서도 가질 수 있는 공통된 사항일 수 있다.

## 參 考 文 獻

### 1. 국내 문헌

- 강선아·김용식, “국제회계기준(K-IFRS) 적용에 따른 회계정보유용성 검증”, 『회계연구』 제18권 제3호, 대한회계학회, 2013.
- 공경태·최중서, “K-IFRS 도입 이후 연결재무제표의 가치관련성”, 『경영학연구』 제43권 제4호, 한국경영학회, 2014.
- 기현희, “K-IFRS 이후 주당영업이익과 주당순이익의 가치관련성”, 『국제회계연구』 제54권, 한국국제회계학회, 2014.
- 기현희·왕현선, “K-IFRS 이후의 성과측정치의 가치관련성”, 『회계연구』 제19권 제1호, 대한회계학회, 2014.
- 기현희·왕현선·박정산, “국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 별도재무제표의 정보효과 비교”, 『국제회계연구』 제48권, 한국국제회계학회, 2013.
- 김문철·전영순, “영업손익의 공시 등에 관한 연구”, 『회계저널』 제21권 제4호, 한국회계학회, 2012.
- 김영욱·최영수·최정호·김학운, “IFRS 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성”, 『회계학연구』 제39권 제1호, 한국회계학회, 2014.
- 박성환, “지분법 도입 후 연결재무제표의 정보효과”, 『회계연구』 제7권 제2호, 대한회계학회, 2002.
- 박종일·최성호·남혜정, “K-IFRS 의무도입이 순이익의 상대적 가치관련성에 미치는 영향: 연결, 별도, 개별 재무제표 간의 비교를 중심으로”, 2014년도 한국회계학회 하계국제학술대회 발표논문, 한국회계학회, 2014.
- 신현걸·이만우, “지분법 적용시 연결재무제표 정보의 유용성”, 『세무와 회계저널』 제3권 제1호, 한국세무학회, 2002.
- 유용근·문보영·최은실, “영업이익 산정반식에 따른 영업이익의 가치관련성 비교”, 『회계저널』 제22권 제2호, 한국회계학회, 2013.
- 이기세·전성일, “K-IFRS 도입으로 인한 영업이익과 영업외손익의 가치관련성 변화에 관한 연구”, 『회계저널』 제23권 제2호, 한국회계학회, 2014.
- 전영순·하승현, “K-IFRS 조기 도입한 기업의 영업이익 구분 표시 및 영업이익 산

출에 관한 연구”, 『회계저널』 제20권 제2호, 한국회계학회, 2011.

최종서·곽영민·백정한, “별도재무제표의 유용성 제고 방안에 관한 연구”, 『회계저널』 제22권 제3호, 한국회계학회, 2013.

한중수·박선영, “K-IFRS하에서의 별도재무제표와 연결재무제표의 상호보완적 가치관련성에 대한 연구”, 『회계연구』 제18권 제2호, 대한회계학회, 2013.

황이석·남혜정, “국제회계기준의 도입효과에 대한 연구 : 전환조정정보의 유용성을 중심으로”, 『한국회계기준원 연구보고서』 제31호, 한국회계기준원, 2012.

## 2. 국외 문헌

Barth, M., W. Landsman, and M. Lang, International accounting standards and accounting quality, *Journal of Accounting Research* 46, University of Chicago on behalf of the Accounting Research Center, 2008.

Biddle, G., G. Seow, and A. Siegel, Relative versus incremental information content, *Contemporary Accounting Research* 12 (1), Wiley-Blackwell, 1995.

Hollander, M., A distribution-free test for parallelism, *Journal of the American Statistical Association* 65, Taylor & Francis Group, 1970.

Ohlson, J., Earnings, book values, and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting Research* 11 (2), Wiley-Blackwell, 1995.

Vuong, Q., Likelihood ratio test for model selection and non-nested hypotheses, *Econometrica* 57 (2), Wiley-Blackwell, 1989.

<Abstract>

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

Park, Jong Il\* & Na, Kyung A\*\*

This study investigates the changes in the relative value relevance of operating income in the consolidated financial statements and that in the individual (or separate) financial statements around the adoption of the International Financial Reporting Standard (IFRS) in 2011 in Korea. While the individual financial statements are prepared by each individual company as a legal entity, the consolidated financial statements are prepared by a parent company to present the financial position, the financial performance, and the cash flows of the parent company and its subsidiaries as a single economic entity. Before the adoption of the IFRS, the individual financial statements were the primary financial statements while the consolidated financial statements were complementary. The status of these two statements has reversed with the adoption of the IFRS : the consolidated financial statements are now disclosed as the primary ones, and the individual financial statements of the parent company, termed “the separate financial statements”, as complementary ones.

Based on these changes in the reporting environment, we raise the following two research questions. First, is there a difference in the relative value relevance of operating income from the two types of financial statements? Second, has the relative value relevance of operating income from the two types of financial statements increased or decreased after the adoption of the IFRS? To address these questions, we examine all listed firms either on the Korean Stock Exchange (KOSPI sample) or on the Korean Securities Dealers Automated Quotations (KOSDAQ sample) that disclose the consolidated financial statements for 6 years

---

\* Professor, School of Business, Chungbuk National University, Ph. D. in Business Administration

\*\* Assistant Professor, Dept. of Accounting, Business School, Keimyung University, Ph. D. in Accounting



(2008~2013) around the adoption of the IFRS. The total sample size is 5,520 firm year observations : 2,210 observations from the Pre-IFRS period (2008~2010) and 3,310 observations from the Post-IFRS period (2011~2013). To estimate the operating income, the price level model of Ohlson (1995) is used.

Our major findings are as follows. First, the value of operating income reported in the individual (or separate) financial statements is more relevant than that in the consolidated financial statements in both the Pre-IFRS and the Post-IFRS periods. This result implies that the investors in the capital market, who are familiar with the individual financial statements, still make investment decisions mainly based on the separate financial statements in the Post-IFRS period, which is contrary to the intended purpose of the supervisory body such as the Korea Accounting Standards Board (KASB). This finding can help the KASB and the supervisory body to make decisions on amending the accounting standards or policy related to the IFRS in which the consolidated financial statements are disclosed as the primary accounting information.

Second, results based on the full sample indicate that the value relevance of operating income from the consolidated financial statements as well as from the individual financial statements has significantly improved in the Post-IFRS period, revealing that accounting information after the mandatory adoption of the IFRS is more useful from the perspective of the investors in the capital market. Thus, compared to the old accounting standards (K-GAAP), the IFRS has been more effective in conveying useful information on a firm's operating activities. However, we find that this result holds only for the KOSPI sample when we test the KOSPI sample and KOSDAQ sample separately ; for KOSDAQ firms, we observe that the value relevance of operating income from separate financial statements has increased in the post-IFRS period while there is no significant difference in the value relevance of consolidated operating income between the Pre-IFRS and the Post-IFRS period. Overall, the results of this study may provide additional empirical evidence to the related research on the effect of the IFRS adoption in Korea and contribute to the academia as well as to standard setters and policy makers for evaluating the effectiveness of the IFRS adoption.

▶ **Key Words** : K-IFRS, consolidated financial statement, separate financial statement, operating income, relative value relevance

