

## IFRS 전후기간에서 영업이익의 상대적 가치관련성 비교: 연결재무제표를 중심으로

박종일(주저자)

충북대학교 경영대학 경영학부 교수  
(parkjil@chungbuk.ac.kr)

나경아(교신저자)

계명대학교 경영대학 회계학과 조교수  
(kyunga@kmu.ac.kr)

본 논문에서는 IFRS 도입 전후 2009년부터 2013년까지의 자료를 이용하여 연결실체가 반영된 연결영업이익의 가치관련성의 변화를 실증적으로 분석하였다. IFRS기준이 적용된 첫째 연도인 2011년도에만 영업이익 산정시 기업이 자율적으로 계산방법을 선택할 수 있었던 반면, 다른 기간에서는 모두 과거 K-GAAP 방식에 따라 영업이익이 획일적으로 결정되었다. 따라서 본 연구에서는 연결실체가 반영된 영업이익 중 어떤 산정방식이 주식시장의 투자자 관점에서 보다 더 정보유용성이 높은지를 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 상대적 가치관련성(relative value relevance) 측면에서 분석하였다. 이를 통해 감독당국 및 한국회계기준원의 두 차체에 걸친 영업손익과 관련한 정책변경에 대해 실효성 여부를 확인하고자 하였다. 본 연구가설은 한국회계기준원이 영업손익과 관련한 산정방식을 변경시 의도했던 방향을 고려하여 설정되었다. 즉 IFRS기준이 도입된 첫째인 2011년도에 원칙중심 회계처리에 따라 산정된 연결영업이익(IFRS: 2011)이 IFRS 이전기간(Pre-IFRS: 2009-2010)의 K-GAAP 방식으로 산정된 연결영업이익보다 가치관련성이 낮고(가설 1), 또한 IFRS 이후기간(Post-IFRS: 2012-2013)에서 환원된 K-GAAP 방식의 연결영업이익이 2011년도 초반의 IFRS기준에 따라 산정된 연결영업이익보다 가치관련성이 높으며(가설 2), 그리고 IFRS 이후기간(Post-IFRS)에서 환원된 K-GAAP 방식의 연결영업이익은 IFRS 이전기간(Pre-IFRS)의 과거 K-GAAP 방식의 연결영업이익보다 가치관련성이 더 높을 것으로 예상하였다(가설 3). 주요 실증결과는 다음과 같다. 첫째, 위의 세 가지 가설 모두는 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않고 회귀분석 한 결과와 전기 추가로 표준화 한 후 분석된 결과 간에 상당한 차이가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 주가수준모형으로 검증되는 Ohlson(1995) 모형은 금액 변수로 분석되기 때문에 선행연구들에서 주장되는 이분산성 및 규모효과 문제로 인해 전기 추가로 표준화 한 경우와 비교하여 다른 결과가 유도될 수 있음을 시사한다(Kothari and Zimmerman 1995; Easton and Sommers 2003 등). 둘째, 전기 추가로 표준화 한 결과를 중심으로 결과를 살펴보면, 전체 표본은 가설 1만 지지되었고, 가설 2와 3은 지지된 결과를 얻지 못하였다. 즉 IFRS 도입 전의 K-GAAP 방식의 연결영업이익보다 원칙중심에 따른 2011년도 IFRS 적용 하의 연결영업이익의 가치관련성이 더 낮은 것으로 나타나 연결영업이익 산정에 있어 기업의 자율성은 오히려 정보유용성을 저하시키는 것으로 나타났다(가설 1). 셋째, 전체 표본을 다시 KOSPI와 KOSDAQ 표본으로 나누어 살펴본 결과에서는 KOSPI 표본은 가설 1이 지지된 반면, 가설 3은 오히려 예상과 반대의 증거가 나타났다. 이와 달리, KOSDAQ 표본은 가설 3만 지지된 결과였다. 따라서 가설 3의 경우 전체 표본의 결과와 달리, 각 시장유형에 따라 서로 상반된 증거(conflicting evidence)를 보였다. 즉 유가증권상장기업(코스닥상장기업)은 IFRS 도입 이후 기간에서의 연결영업이익의 가치관련성이 과거 K-GAAP기간에서의 연결영업이익의 가치관련성과 비교해 훼손(개선)된 결과로 나타났다. 이는 2011년도 IFRS 회계기준의 의무도입 및 한국회계기준원의 2012년도 10월에 K-IFRS 재계정을 통해 영업손익과 관련한 공시정책의 변경이 지배구조에 차이가 있는 두 시장 간에 서로 다른 방향으로 전개되었음을 보여준다. 이러한 본 연구결과는 향후 감독당국 및 한국회계기준원이 K-IFRS 회계기준과 관련한 정책변경시 종전과 같이 상장기업 전체를 대상으로 한 획일화된 접근보다는 시장별 차이가 고려된 정책시행이 필요하다는 것을 시사해 준다.

주제어: 한국채택국제회계기준, 기업회계기준, 연결재무제표, 연결영업이익, 상대적 가치관련성, 시장유형

## 1. 서론

본 연구는 IFRS 의무도입에 따른 연결재무제표에 대한 연결영업이익의 정보효과의 변동을 분석하는데 있다. 구체적으로 2011년도 한국채택국제회계기준(International Financial Reporting Standards: 이하 IFRS)<sup>1)</sup>에 따라 산정된 연결영업이익의 가치관련성이 IFRS 의무도입 전후기간에 각각 기업회계기준(K-GAAP) 방식으로 산정된 연결영업이익의 가치관련성과 비교하여 주식시장의 투자자 측면에서 정보유용성에 어떤 변화가 있는지를 분석하였다. 선행연구들은 주로 IFRS 도입 이후 법적 실체 관점에서 영업이익의 가치관련성을 2011년도 한해 자료를 이용해 K-IFRS 방식과 K-GAAP 방식 간에 차이가 있는지를 분석한데 반해, 본 연구는 IFRS 의무도입 전후기간에 대하여 법적 실체 대신 연결실체 관점에서 연결영업이익의 정보효과와 변동을 분석한다는 점에서 선행연구와는 분석대상에 있어 차이가 있다. 즉 아직까지 본 연구와 같이 주재무제표인 연결재무제표를 중심으로 영업이익과 관련한 공시정책의 변경을 주식시장의 투자자 관점에서 살펴본 연구는 없었다.

국내의 경우 IFRS의 의무도입으로 인해 상장기업과 투자자 간의 정보환경에 가장 큰 변화를 발생시켰던 사항 중 하나는 과거 개별재무제표 중심의 공시체계가 연결재무제표 중심으로 변경된 점이다. 또한 새로운 국제회계기준인 K-IFRS가 의무도입 됨

에 따라 한국회계기준원 및 규제기관이 공시정책에 있어 혼란을 야기한 사항은 국제회계기준에서 허용되는 방식처럼 재무제표 상 보고되는 영업손익의 구성항목에 자율성을 기업에게 줄지, 아니면 종전 K-GAAP 보고체제와 같이 획일적으로 회계기준에 따라 결정할 지에 있었다.<sup>2)</sup> 그 결과로 한국회계기준원은 2012년 10월에 다시 K-IFRS 개정(제1001호 ‘재무제표 표시’)을 통해 모든 상장기업들에게 포괄손익계산서 본문에 표시되는 영업손익을 과거 K-GAAP 방식대로 회귀시킨 바 있다.<sup>3)</sup> 결국 국내에 IFRS가 도입됨에 따라 영업이익의 산정방식이 과거 K-GAAP과 비교하면 두 차례의 변화가 있게 되었다. 첫 번째 변화는 IFRS가 의무도입 된 초기의 2011년도로 과거 K-GAAP 방식과 달리 영업이익의 산정방식에 관해서 기업에게 자율성이 주어졌던 기간이었다. 두 번째 변화는 2012년에 들어 IFRS 하에서 다시 K-GAAP 방식에 따라 획일적으로 영업이익이 결정된 것이다. 또한 이러한 변화 과정에서 2011년도 초반 IFRS를 도입한 해를 제외하면 모두 영업이익의 산정방법은 K-GAAP 방식이다. 다만, 차이가 있는 사항은 IFRS 이전의 K-GAAP 기준 하에서는 규정중심의 회계처리였지만, IFRS 이후기간부터는 원칙중심의 회계처리라는 점에서 같은 K-GAAP 방식이라 하더라도 회계원칙은 서로 상이하다. 따라서 본 연구는 이러한 새로운 회계기준의 도입으로 다단계에 걸친 일련의 영업손익과 관련한 공시정책의 변경이 투자환경에 변화를 야기할 수 있다는 점에서 주식시장의 투자자들에게는 어떤

- 1) 본 연구에서는 ‘IFRS’와 ‘K-IFRS’를 같은 의미로 사용하며, 또한 영업손익과 영업이익의 경우도 전후관계에 따라 혼용하여 사용한다.
- 2) 새로운 국제회계기준의 도입으로 국내의 경우 2011년도 초기의 IFRS 하에서는 원칙중심의 회계처리에 따라 과거 K-GAAP과 달리 영업손익의 경우는 기업마다 각자의 고유한 영업성과를 잘 반영시킬 수 있도록 그 구성항목을 자율적으로 기업이 선택하여 결정하였으나, 영업이익 수치를 기업이 의도적으로 계정간 분류변경(classification shifting)을 통해 조정할 개연성이 높다는 문제와 그로 인한 기업간 영업이익의 비교가능성이 저하된다는 문제로 인해 정보이용자들로부터 우려의 목소리가 K-IFRS 도입 전부터 꾸준히 제기됨에 따라 K-IFRS 하에서 산정된 영업이익의 정보유용성에 대한 논란은 당시 화제 거리로 자리매김하고 있었다.
- 3) 금융감독원 보도자료 참조, “영업손익 산정 관련 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 개정”(2012년 10월 17일자).

방식의 영업이익이 보다 더 유용한 정보를 제공하는지를 연결실체 관점의 연결정보에 대한 주가관련성 측면에서 살펴보았다.<sup>4)</sup> 이러한 투자자 관점에서 연결영업이익의 가치관련성의 변화 정도를 파악하면 한국회계기준원의 영업이익과 관련한 잇따른 공시정책 변경이 그 실효성 측면에서 소기의 의도한 성과를 달성하였는지 여부를 이해하는데 있어 도움이 될 수 있다.

미국은 증권거래위원회(SEC)에서 1940년도에 Regulation S-X를 공포함에 따라 연결재무제표의 작성이 의무화되었고, 연결재무제표가 주재무제표로 작성·공시되기 시작한 것은 1959년도에 ARB No. 51을 공포할 때부터이다(FASB 2003). 이에 따라 종전 개별재무제표는 일반목적 재무제표로는 공시하지 못한다. 일본의 경우에는 2000년도부터 연결재무제표를 주재무제표로 작성·공시하고 있고 유럽의 EU 국가들은 2005년 IFRS가 의무도입 되기 이전부터 이미 연결재무제표를 주재무제표로 공시해 왔다. 그에 반해 우리나라는 연결재무제표를 1992년 6월 결산부터 작성하고 외부감사를 받도록 의무화하였다. 2005년 3월에 들어 증권거래법 시행령이 개정됨에 따라 자산총액 2조 이상 상장기업에 대해서는 2007년도부터 연결재무제표를 주된 재무제표로 하여 사업보고서를 작성하도록 개정되었다.<sup>5)</sup> 2011년도부터 모든 상장기업은 K-IFRS를 의무적용함에 따라 연결재무제표가 주된 재무제표로 공시

되고, 종전 개별재무제표는 보조재무제표로서 동시에 공시되는 보고체계로의 변화가 있게 된다. 이에 따라 2011년도부터는 지배회사의 일반목적 재무제표는 연결재무제표가 되었다. 따라서 국내의 경우도 미국이나 일본 및 유럽의 선진국과 마찬가지로 최근 연결재무제표가 주된 재무제표로서 자리매김하고 있는 중이며, 연결재무제표는 기업의 경제적 실질이 반영된 경영성과를 파악하는데 있어 그 어느 때보다 중요성이 더 높아졌다.

연결재무제표는 단일 경제적 실체의 재무제표로 표시되는 연결실체의 재무제표로서 지배기업과 종속기업 간을 하나의 실체로 간주하여 재무상태와 경영성과를 연결하여 작성하는 재무제표이다(K-IFRS 제1027호). 즉 국내의 경우 과거 K-GAAP 보고체계에서 중요시 해왔던 개별재무제표가 주재무제표일 때는 종속기업의 존재여부와 관계없이 법적 실체가 주로 강조된 반면, IFRS 의무도입 이후부터는 종속기업이 있는 지배기업의 경우에는 법적 실체 보다는 경제적 실체에 따른 연결재무제표가 정보이용자들의 경제적 의사결정에 더 유용한 정보를 제공하게 되었다. 이와 달리 종속기업이 없는 기업의 경우에는 종전 K-GAAP의 방법과 같이 법적 실체 관점의 개별재무제표가 주된 재무제표로 이용된다. 이와 대비되는 종속기업이 있는 지배기업이 작성하는 자사의 재무제표인 별도재무제표는 지분법이 제외되었다는 점만 차이가 있을 뿐,<sup>6)</sup> 종속기업이 없는 개별재무제표

4) 연결재무제표상 영업이익의 주가관련성(즉 가치관련성)은 연결영업이익에 대한 주식시장에서의 투자자들의 인식을 반영한다는 점에서, 연결영업이익의 가치관련성에 대한 실증적 결과는 투자자가 유용하게 인식하는 연결영업이익에 대한 정보를 제공한다.

5) 2011년도에 IFRS가 의무도입 되면서 주재무제표가 연결재무제표로 공시되기 때문에 개별재무제표와 동시에 공시되는 환경이 필요하게 되었다. 2005년 개정으로 증권거래법 시행령 제83조의 3에서는 자산총액 2조원 이상 기업의 경우 2007년도부터 연결재무제표를 개별재무제표와 함께 공시하도록 함으로써 우선 대기업의 경우부터 연결재무제표를 3월말 제출로 작성하여 공시하도록 한 것이다.

6) 별도재무제표는 종속기업 및 관계기업 등에 대한 투자자산을 지분법으로 평가하지 않고 취득한 원가(원가법)나 평가시점의 시가(공정가치법)로 회계처리 한다. 이와 달리 종속기업이 없는 기업의 개별재무제표는 과거 K-GAAP 방식과 같이 앞서의 경우에 대해 지분법을 적용하여 회계처리 한다. 이러한 국내 상장기업의 경우 IFRS 의무도입 이후부터 지배회사의 별도재무제표에서 종속회사투자주식에 대한 지분법 회계처리를 하지 못하게 한 경우는 미국의 경우와 유사하다.

와 같이 경제적 실체의 관점이 아닌 법적 실체의 관점으로 작성되며, 주재무제표인 연결재무제표가 공시될 때 보조재무제표로서 동시에 공시되어야 한다.<sup>7)</sup> 따라서 현행 지배회사가 작성하는 별도재무제표는 정보이용자들이 과거 K-GAAP과 같은 방식으로 개별기업의 실체에 대해 투자자의사결정을 내림에 있어 지분법이 반영된 회계정보가 없기 때문에, 이로 인해 지분법 정보를 반영하지 않고 있는 현행 별도재무제표의 유용성은 종전 K-GAAP의 경우보다 제한될 수 있다(최종서 등 2013b).<sup>8)</sup>

그러한 점에서 국제회계기준의 취지대로라면 투자자 및 채권자들의 경제적 의사결정에 보다 도움이 되는 회계정보는 보조재무제표인 별도재무제표가 아닌 주된 재무제표인 연결재무제표가 된다. 따라서 종속기업이 있는 기업의 경우 IFRS 도입 이후부터는 경제적 실체로 파악되는 연결재무제표를 통해 투자자들은 합리적인 의사결정을 내릴 필요가 있게 되었으며, 뿐만 아니라 국내 학계에서도 해외와 같이 연결 관점에서의 정보유용성의 파악이 그 어느 때보

다 필요한 시점이 도래하게 되었다. 전술한 바와 같이 미국, 일본 및 많은 유럽의 국가들은 주재무제표가 연결재무제표로 공시된 이후부터는 대부분이 경제적 실체가 반영된 연결재무제표를 이용하여 분석을 수행하고 있다. 따라서 국내의 경우에도 IFRS 도입 이후부터는 이러한 국제적 정합성 추세에 맞추어 연결정보를 이용한 분석이 그 어느 때보다 필요한 실정이다.

본 연구는 연결재무제표를 대상으로 2011년도 초기 IFRS 적용에 의해 산정된 연결영업이익과 IFRS 도입 전후기간에서 산정된 K-GAAP 방식의 연결영업이익을 비교하여 어떤 방식의 공시정보가 자본시장의 투자자들에게 보다 더 유용한 회계정보를 제공하는지 여부를 Ohlson(1995)모형을 통해 상대적 가치관련성(relative value relevance) 측면에서 실증적으로 분석하였다.<sup>9)</sup> 국내에서는 IFRS기준이 의무도입된 2011년도에만 기업마다 자율적으로 영업이익의 구성항목을 선택한 후 포괄손익계산서에 보고할 수 있었다. 즉 2011년도에 초기 IFRS 적용

7) 한편, K-IFRS 하에서 지배기업이 작성하는 별도재무제표는 지분법 회계처리의 배제로 인하여 K-IFRS 하에서의 종속기업이 없는 기업의 개별재무제표뿐만 아니라 과거 K-GAAP 하에서의 종속기업의 존재여부와 관계없이 개별재무제표와 비교해 당기순이익의 산출 과정에 차이가 있게 되어, 결국 이들 간의 기업간 또는 기간간의 비교가능성에 문제가 있게 된다. 한편, 본 연구의 초점은 연결당기순이익이 아닌 연결영업이익이라는 점에서 보면, 지분법 회계처리의 변경 효과가 영향을 주지 않는 연구 설계(research setting)에 해당된다.

8) 지배기업의 배당이나 채권자와의 채권계약 관계 및 과세문제 등은 경제적 실체가 아닌 법적 실체의 관점에서 이루어지기 때문에 별도재무제표는 이러한 목적에 더 부합되는 정보를 제공한다. 그러나 투자자 관점의 경제적 의사결정에 더 부합되는 목적적합성이 높은 정보의 경우 IFRS 도입 이후부터는 별도재무제표 보다는 연결재무제표를 통해 파악될 필요가 있다. 따라서 별도재무제표는 과거 K-GAAP 보고체계 하에서 제공되던 정보와 비교해 볼 때 정보의 제공이 보다 제한되기 때문에 투자자들에게 경제적 의사결정에 관련성이 높은 정보를 제공하기 보다는 법적 실체와 관련된 다른 다양한 목적에서 보다 유용하다. 즉 연결재무제표 중심으로 공시가 전환되면 지배회사의 별도재무제표는 특정 목적을 위한 부속적 지위의 재무정보의 역할을 하며, 또한 지배회사와 모든 종속회사를 하나의 그룹으로 통합하여 연결실체의 재무상태와 경영성과를 연결재무제표를 통해 볼 수 있으므로 지배회사가 보고하는 별도재무제표의 일반목적 재무정보로서의 중요성은 상대적으로 낮아진다(권성수·권수영 2006).

9) 상대적 가치관련성은 각기 다른 모형식에서 두 회계정보(본 연구에서는 IFRS기준에 의해 산정된 연결영업이익 정보 vs K-GAAP기준에서 산정된 연결영업이익 정보)가 서로 다른 정보내용(information contents)을 가질 때 어떤 회계정보가 추가와 더 큰 관련성을 가지는지에 대한 회계정보 선택상의 상대적 순위를 결정하는데 적용되는 개념이다(김영욱 등 2014; Biddle et al. 1995). 이와 달리, 추가적 가치관련성(incremental value relevance)은 예를 들어, 한 모형식에서 연결영업이익 정보가 이미 추가와 양(+의) 관련성을 가지는 상황에서 연결영업이익 정보에 연결영업외손익 정보를 추가한 경우에도 연결영업외손익 정보가 추가와 유의한 양(+의) 관련성으로 나타난다면 이를 연결영업외손익 정보에 대하여 추가적 가치관련성을 가진다고 보는 개념이다. 본 연구는 IFRS기준의 연결영업이익의 가치관련성과 K-GAAP 방식의 연결영업이익의 가치관련성을 각 기간별로 서로 비교한다는 점에서 상대적 가치관련성에 관한 연구에 속한다.

으로 공시된 영업이익만 기업이 자율적으로 영업이익을 분류하여 보고한 반면, 다른 기간에서는 모두 K-GAAP 방식에 따라 영업이익이 획일적으로 결정되었다. 그러한 점에서 기업이 자율적으로 계정분류를 선택할 수 있게 한 연결영업이익과 그렇지 않고 회계기준에 따라 획일적으로 결정된 연결영업이익 간의 정보유용성에는 차이가 있을 것으로 기대된다. 본 연구는 2011년도에 IFRS 적용시점을 기준(IFRS: 2011)으로 하고 이를 전후기간 2년간에 대하여 비교분석을 수행하였다. 구체적으로는 2011년도 초기의 IFRS 적용 하에서의 연결영업이익(IFRS: 2011)이 과거 K-GAAP에 의해 산정된 연결영업이익(Pre-IFRS: 2009-2010)과 비교하여, 또한 IFRS 이후 개정된 K-GAAP 방식으로 다시 변경된 연결영업이익(Post-IFRS: 2012-2013)과 비교하여, 그리고 IFRS 하에서의 개정된 K-GAAP 방식의 연결영업이익(Post-IFRS)이 과거 K-GAAP 하에서의 연결영업이익(Pre-IFRS)과 비교하여 연결영업이익의 상대적 가치관련성에 어떤 변동이 있는지를 각각 검증하였다. 이를 통해 과거 K-GAAP 기준에서 2011년도 초기 IFRS기준으로의 전환에 따른 연결영업이익의 가치관련성에 대한 상대적 차이, 또한 2011년도 이후 다시 개정된 원칙중심 회계기준 하에서의 K-GAAP 방식과 과거 규정중심 회계기준에서의 K-GAAP 방식의 각 연결영업이익의 상대적 가치관련성에 어떤 변화가 있는지를 분석함으로써 감독당국 및 한국회계기준원의 두 차례에 걸친 일련의 영업이익과 관련한 산정방식의 공시변경이 주식시장의 참여자 중 투자자 관점에서 과연 정보유용성을 보다 더 개선시키는데 일조하여 그 실효성이 제대로 발휘되었는지를 살펴보고자 하였다.

본 연구의 가설은 다음과 같다. 즉 2011년도 초기의 IFRS기준에 따라 산정된 연결영업이익은 IFRS

의무도입 이전기간(Pre-IFRS)인 K-GAAP 방식으로 산정된 연결영업이익과 비교하여 가치관련성이 낮고(가설 1), 또한 IFRS 도입 이후기간(Post-IFRS)에서 K-GAAP 방식으로 다시 변경된 연결영업이익은 2011년도 초기의 IFRS기준에 따라 산정된 연결영업이익과 비교하면 가치관련성이 높고(가설 2), 그리고 IFRS 도입 이후기간(Post-IFRS)에서 K-GAAP 방식으로 산정된 연결영업이익은 IFRS 이전기간(Pre-IFRS)의 K-GAAP 방식의 연결영업이익과 비교할 때 가치관련성이 더 높게 나타날 것으로 예상하였다(가설 3). 이상의 세 가지 가설 모두는 한국회계기준원이 영업이익의 산정방식을 변경할 때의 기대 및 의도가 반영되어 설정된 것이다.

실증결과는 다음과 같다. 첫째, Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않고 회귀분석 한 결과와 전기 주가로 표준화 한 후 분석한 결과 간에 검증결과 측면에서 중요한 차이(significant difference)가 있는 것으로 나타났다. 이전 연구들은 주장가치로 측정된 Ohlson(1995) 모형의 경우 비유 변수가 아닌 금액 변수로 분석된다는 점에서 이분산성이나 큰 기업에 따른 규모효과(scale effects) 문제가 있다고 주장한다(Kothari and Zimmerman 1995; Easton and Sommers 2003 등). 따라서 전기 주가로 표준화 한 검증결과를 중심으로 가설에 대한 결과를 살펴보면, 전체 표본을 이용한 결과에서 가설 1은 지지된 것으로, 가설 2와 3은 지지되지 않은 것으로 나타났다. 즉 종전 IFRS 도입 전 기간의 K-GAAP 방식의 연결영업이익보다 원칙중심에 따른 2011년도 초반 IFRS 적용 하에서 기업마다 자율성을 가지고 산정된 연결영업이익의 가치관련성이 더 낮게 나타나 기업에게 자율성이 부여된 연결영업이익의 산정은 오히려 주식시장의 투자자들에게 연결영업이익의 정보유용성을 훼손시키는 결과였다(가설 1). 둘

제, 전체 표본을 다시 KOSPI와 KOSDAQ 표본으로 나누어 분석하면 KOSPI 표본의 경우 가설 1은 지지된 결과를, 가설 2와 3은 지지되지 않은 결과가 관찰되었다. 특히 가설 3의 경우 오히려 예상과 반대의 결과로 나타났다. 이와 달리 KOSDAQ 표본은 가설 3만 예상과 일치된 결과가 나타났다. 그러한 점에서 가설 3의 경우에는 전체 상장기업의 결과와 달리 시장별로 서로 상반된 증거(conflicting evidence)가 관찰되었다. 즉 유가증권상장기업(코스닥상장기업)은 IFRS 적용 이후기간에서 연결영업이익의 가치관련성이 과거 K-GAAP기간의 연결영업이익의 가치관련성에 비해 훼손(개선)된 결과로 나타났다. 이는 2011년도 IFRS 회계기준의 의무도입 및 한국회계기준원의 2012년도 10월에 들어 K-IFRS 개정을 통해 영업손익과 관련한 공시정책을 변경한 것이 지배구조가 서로 상이한 두 시장 간에 다르게 전개되었음을 보여준다. 즉 한국회계기준원의 영업이익과 관련한 공시정책 변경의 효과는 두 시장 간에 차별화된(differentiated) 가치관련성의 변화를 보인 것으로 나타났다. 이는 향후 한국회계기준원 및 감독당국이 K-IFRS 회계기준과 관련한 정책변경시 상장기업 전체를 대상으로 한 획일화된 접근 보다는 시장간 차이가 고려된 정책수행이 필요할 수 있음을 본 연구의 발견은 시사한다. 따라서 이상의 본 연구의 발견은 향후 영업이익의 산정방식에 대한 재개정의 정책적 이슈가 발생할 때 회계기준 제정기관 및 감독당국에게는 회계기준에 대한 정책 결정과 관련한 유용한 실증적 증거가 될 것으로 기대된다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 과거 연결재무제표의 유용성을 다룬 연구와 IFRS 도입에 따른 영업이익의 가치관련성을 살펴본 선행연구를 검토하고, 또한 본 연구에서의 이론적 배경

이 된 제도적 변화에 대한 논의와 이를 바탕으로 한 가설을 설정한다. 제III장에서는 제시된 가설을 검증하기 위한 연구모형을 설계하고, 본 연구방법에 대해 설명하며, 또한 표본의 선정과정을 기술하였다. 제IV장에서는 실증분석 결과를 제시하며, 그 결과를 논의한다. 그리고 제V장에서는 본 연구결과를 요약하고, 연구의 시사점과 한계점을 서술하였다.

## II. 선행연구의 검토, 제도적 배경과 가설의 설정

### 2.1 선행연구의 검토

국외의 경우 연결재무제표가 주재무제표로 공시된 지 오랜 시간이 흘렀기 때문에 회계학 분야의 해외 연구들은 주로 연결재무제표 정보를 이용하여 분석이 수행된다. 반면, 우리나라의 경우에는 2011년도에 IFRS가 의무도입 되기 전에는 개별재무제표가 주재무제표이고, 연결재무제표는 보조재무제표로서 12월 법인의 경우 한 달 후인 4월말에 가서 공시되었기 때문에 이러한 정보공시 환경에 따라 해외와 달리, 연결재무제표를 이용한 연구보다는 개별재무제표 측면에서 연구가 주로 진행되었다. 그러한 점에서 국내외로 현 연구주제처럼 연결영업이익과 관련한 공시변경의 변화를 가치관련성 측면에서 다룬 선행연구들은 찾아보기가 어렵다. 따라서 본 절에서는 과거 K-GAAP 하에서 보조재무제표로 공시되었던 연결재무제표를 분석한 국내 선행연구에 대하여 간략히 살펴본 후, 이와 더불어 IFRS 의무도입 후 주재무제표가 아닌 별도 및 개별재무제표를 이용하여 영업이익과 관련한 공시변경에 따른 정보유용성

을 살펴본 이전 연구들에 대해 살펴보고자 한다.

먼저 연결정보를 분석한 국내 연구들은 연결재무제표가 보조재무제표로 공시되었지만, 외부감사가 의무화된 이후 연결재무제표의 정보유용성이 있는가를 중심으로 연구하였다. 예를 들어, 전성빈(1994)은 1992년 증권거래법 시행규칙의 개정에 따라 감사받게 된 연결재무제표를 대상으로 연결정보 자체가 유용성이 있는지를 분석한 결과, 연결이익과 연결매출 정보는 4월말 전후기간의 누적초과수익물과 양(+ )의 관련성이 있음을 보고하였다. 또한 황인태(1995)는 감사받은 연결재무제표 공시를 전후하여 주식거래량이 유의하게 증가됨을 보고하였다. 한편, 김지홍(1995)은 연결재무제표와 개별재무제표 정보의 재무비율 간 차이를 비교분석한 결과, 두 정보 간에 많은 차이가 있음을 보고하였고, 특히 연결재무제표의 재무비율이 개별재무제표에 비해 대체로 악화됨을 보고하였다.

김권중 등(2001)은 Ohlson(1995)의 초과이익 평가모형을 이용하여 연결순자산 및 연결순이익에 대한 주가와 의 관계를 연구하였다. 연구결과는 연결순자산과 연결순이익은 주가와 모두 양(+ )의 관계가 있는 것으로 나타났고, 연결순이익은 개별순이익에 추가적인 정보 가치가 있는 것으로 나타났다. 또한 추가분석으로 연결이익의 공시효과를 주식수익률 모형을 이용하여 분석한 결과, 4월말 연결이익은 주가에 반응하는 것으로 나타났다. 이는 연결이익도 정보유용성이 있음을 나타내는 결과이다. 김권중과 나인철(2002)은 앞서와 같이 초과이익평가모형에 기초하여 연결순이익계산서의 연결매출액과 연결비용이 연결순이익 정보와 독립적인 정보유용성이 있는지와, 연결매출액과 연결비용에 포함되는 종속회사의 매출액과 비용도 정보유용성을 제공하는지를 살펴보았다. 연구결과, 연결재무제표가 개별재무제표

이상의 정보유용성을 가진 것으로 나타났다.

개별재무제표에서 지분법이 의무적용 된 1999년 이후 연구로 신현결과 이만우(2002) 및 박성환(2002)은 개별재무제표에서의 지분법 회계처리로 인해 먼저 공시되는 개별재무제표가 4월말의 연결재무제표의 정보효과를 선점하는지를 알아보았다. 연구결과에 의하면, 지배기업이 지분법을 적용하여 개별재무제표상 연결효과를 반영하면 개별정보가 연결정보를 선점하는 효과가 있어 한 달 후에 공시되는 연결재무제표 자체는 추가적인 정보효과가 없는 것으로 나타났다. 한편, 박홍조와 지현미(2009)는 2007년과 2008년도 자료를 이용하여 자산규모 2조원 이상의 기업의 경우 연결재무제표의 공시기한 단축이 주가를 설명하는데 있어 추가적인 설명력이 있는지를 분석하였다. 분석결과, 연결재무제표 공시기한이 3월 말인 기업의 연결순자산과 연결순이익은 그렇지 않은 경우와 비교할 때 유의한 가치관련성이 있는 것으로 나타났다.

이상의 선행연구의 결과로 볼 때, 개별재무제표에 지분법이 도입된 경우 4월말에 공시되는 연결재무제표 정보의 유용성은 개별재무제표와 비교하여 정보효과가 사라지는 경우를 제외하면 IFRS 도입 이전에 보조재무제표로 공시된 감사받은 연결재무제표는 정보유용성을 가지는 것으로 나타났다.

다음으로, IFRS가 의무도입 된 후 주재무제표인 연결재무제표를 이용한 연구들은 아니지만, 별도와 개별재무제표를 이용하여 K-IFRS 의무도입 초기인 2011년도의 원칙중심으로 보고된 영업이익과 이를 다시 과거의 K-GAAP 방식으로 재작성된 영업이익 간의 가치관련성에 차이가 있는지를 살펴본 연구들이 있다(유용근 등 2013; 최종서 등 2013a; 이기세·전성일 2014). 이들 연구 모두는 보조재무제표를 중심으로 분석했지만, 본 연구주제와 관련성이

있다. 또한 이들 연구 모두는 2011년도 한해 연도의 자료를 이용하여 분석하였다. 예를 들어, 유용근 등(2013)은 전체 상장기업을 대상으로 2011년도 초기의 K-IFRS 하에서 공시된 영업이익과 과거 K-GAAP 방식으로 제작성된 영업이익 중 어떤 정보가 투자자들에게 보다 더 높은 가치관련성을 제공하는지를 살펴보았다. 모형은 Ohlson(1995)의 시장가치 모형을 총자산으로 표준화 한 후 분석하였다. 연구결과, K-GAAP 방식으로 제작성된 영업이익이 K-IFRS 하에서 공시된 영업이익에 비해 주식시장의 투자자들에게 보다 유용한 정보를 제공한다는 결과를 보고하였다. 최종서 등(2013a)은 2011년도 한해 연도의 코스닥상장기업을 대상으로 앞서의 연구와 달리, 전체 표본을 이용한 분석 대신 표본을 소표본(subsamples)으로 나누어 분석한 결과에서 K-IFRS 하에서 공시된 영업이익보다 과거 K-GAAP 방식으로 제작성된 영업이익이 가치관련성이 더 높음을 보고하였다. 반면, 이기세와 전성일(2014)은 유용근 등(2011)과 동일 기간을 분석한 결과에서 선행연구의 결과와 상반되게 K-IFRS 방식의 영업이익이 K-GAAP 방식의 영업이익보다 가치관련성이 더 높음을 보고하였다. 이런 결과는 전체 상장기업뿐만 아니라, 시장별로 나누어 분석한 결과에서도 나타났다.<sup>10)</sup> 또한 이 연구는 K-GAAP과 K-IFRS에 따라 산출된 영업이익과 영업외손익이 포함된 두 모형의 추가설명력( $R^2$ ) 간에 통계적으로 유의한 차이를 발견하지 못하였다. 이 연구는 이러한 결과에 따라 K-IFRS 도입으로 인해서 회계정보의 유용성이 크게 변화되지는 않았다고 보고하였다.

앞서의 선행연구들의 결과를 종합하면, 2011년도 한해 연도의 자료를 이용하고, 별도와 개별재무제표

를 중심으로 IFRS 하에서 기업마다 자율성이 부여된 영업이익 정보가 K-GAAP 방식으로 제작성된 획일화된 영업이익과 비교하여 가치관련성이 낮음을 보고한 연구(유용근 등 2013; 최종서 등 2013a)와 이와 반대되거나 차이를 발견하지 못한 연구(이기세 · 전성일 2014)가 보고되고 있어, 해당 연구주제와 관련해서는 혼재된 결과(mixed results)들이 제시되었다.

본 연구는 앞서의 선행연구와 비교하면 다음과 같은 점에서 차별성을 가진다. 첫째, 이전 연구들은 K-IFRS 적용에 의해 산출된 영업이익과 K-GAAP 방식으로 제작성된 영업이익 간의 가치관련성의 차이를 살펴볼 때 2011년도 동일기간의 자료를 이용하여 제작성된 경우만을 중심으로, 또한 한해 기간을 분석하였다(유용근 등 2013; 최종서 등 2013a; 이기세 · 전성일 2014). 즉 선행연구들은 영업이익과 관련한 기준변경에 따른 시점간 비교분석에 대해서는 살펴보지 않았다. 이와 달리 본 연구는 2011년도 초기의 IFRS 하에서 산정된 영업이익과 IFRS 전후기간에서의 K-GAAP 방식으로 작성된 영업이익 간의 가치관련성에 어떤 차이가 있는지를 중심으로 분석했다는 점에서 선행연구와는 방법론상에 차이가 있다. 둘째, 선행연구들은 2011년도 IFRS가 의무도입된 연도를 분석하고는 있지만, 주재무제표를 중심으로 살펴보지 않았다. 이와 달리 본 연구는 2011년도부터 주재무제표가 된 연결재무제표를 중심으로 경제적 실체가 반영된 연결영업이익과 관련한 정책변경의 효과를 기간간 비교분석을 통해 살펴본다는 점에서 차이가 있다. 아직까지 연결재무제표를 중심으로 영업이익의 공시정책의 변경에 대해 주식시장의 투자자 측면에서 살펴본 연구는 없었다.

10) 하지만, 이기세와 전성일(2014)은 이와 관련하여 통계적으로 유의성 여부를 살펴보지는 않았다.

그러한 점에서 본 연구결과는 관련연구에 보완적이면서 추가적 정보를 제공해 줄 것으로 기대된다. 이와 더불어 본 연구는 한국회계기준원에서의 영업이익과 관련한 공시정책의 변경에 따른 실효성 여부를 기간 간 상대적 가치관련성 측면에서 살펴보고 있어 회계기준 제정기관 및 정책결정자에게도 이와 관련한 의미 있는 정보를 제공할 것으로 예상된다.

## 2.2 제도적 배경과 가설의 설정

국제회계기준에서는 과거 K-GAAP기준과 달리 영업활동의 정의 및 영업손익 계정의 공시를 별도로 명시하고 있지 않다. 이러한 공시환경은 미국의 경우도 IFRS와 같다. 이와 달리, 과거 우리나라의 K-GAAP기준 하에서는 기업회계기준 제21호 '재무제표의 작성과 표시 I'을 통해 영업손익을 손익계산서에 보고할 때 구분표시 할 것을 규정하고 영업손익의 정의와 구성항목에 대해 보다 구체적으로 제시해 왔다. 구체적으로는 K-GAAP 하에서 영업손익은 매출총손익에서 판매비와관리비를 차감한 손익으로 정의하고 있으며, 판매비와관리비 항목에 포함되는 계정과목에 대해서도 상세히 열거하고 있어 모든 상장기업이 영업손익의 구성항목을 획일적으로 보고하도록 하였다. 즉 과거 K-GAAP기준 하에서는 매출총이익에서 판매비와관리비를 차감하여 영업이익이 산출되는 방식이다.

초반 IFRS 의무적용 전에 조기 도입기업들을 대상으로 영업손익 공시실태를 조사한 결과에서, 상장기업 간에 다양한 공시행태가 나타나 비교가능성이 크게 저하되는 문제가 있다는 지적이 제기되었다(전

영순·하승현 2011; 김문철·전영순 2012 등).<sup>11)</sup> 이에 따라 한국회계기준원은 기업 간에 보다 일관성 있는 영업손익의 공시를 위해 2010년 11월에 K-IFRS의 제1001호를 개정하여 영업손익을 포괄손익계산서나 주석에 별도로 공시하도록 의무화하였다. 즉 종전 국제회계기준에 대한 영업손익 관련규정에 추가로 모든 기업이 영업손익을 공시하도록 의무화한 것이다. 또한 영업손익의 산출방식이 종전 K-GAAP 방식과 상이하다면 그 변경내용과 계정과목에 대해서는 공시를 의무화 하였다. 그에 따라 2011년도 IFRS가 의무도입 될 당시 많은 기업들은 매출총이익에서 판매비와관리비를 차감한 후 기타영업수익 및 기타영업비용을 가감하여 영업손익을 산출하여 보고하였다(이기세·전성일 2014). 즉 여기서 '기타영업이익'과 '기타영업비용'이 기업에 따라서는 영업손익에 포함되어 보고되기도 하고 영업외손익으로 보고되기도 하는 방식으로 변경된 것이다. 그런데 종전 개정된 규정의 경우에서 여전히 영업손익과 관련하여 문제가 된 사항인 영업손익에 포함되어야 할 내용에 대해서는 과거 K-GAAP과 비교하면 별다른 규정이 없는 관계로 기업마다 영업손익을 자율에 따라 선택적으로 달리 산정한 후 이를 공시한다는 데 있다. 그로 인해 재무제표 이용자들에게는 과거 K-GAAP과 비교하면 영업손익 자체에 대한 기업간 비교가능성이 훼손되는 문제가 발생된다. 이와 같이 IFRS 도입으로 인해 영업손익의 기업간 비교가능성이 저하된다는 우려가 각계에서 제기되면서 한국회계기준원은 다시 2012년 10월에 영업손익 공시방법과 관련한 K-IFRS 개정(제1001호 '재무제표 표시')을 통해 모든 상장기업들로 하여금 포괄손익

11) 전영순과 하승현(2011)은 K-IFRS를 조기 도입한 기업들을 대상으로 영업손익의 보고 실태를 조사한 결과, 53개의 기업 중 3개의 기업이 영업손익 자체를 공시하지 않은 것으로 보고하였다.

계산서 본문에 표시되는 영업손익을 과거 K-GAAP 방식대로 다시 산정하도록 회귀시켰다. 따라서 IFRS 의무적용 초기인 2011년도에만 영업손익에 대해 기업이 자율적으로 포함될 항목을 선택하여 보고할 수 있었고, 다른 연도에서는 모두 K-GAAP 방식에 의해 회계기준이 정한 규정에 따라 획일적으로 영업이익이 결정되었다.

영업손익에 대해 과거 K-GAAP과 달리, IFRS 적용 하에서 원칙중심으로 회계처리 할 때 투자자들의 정보유용성 측면에서 문제가 될 수 있는 사항은 원래의 취지와 다르게 영업손익이 기업의 재량에 의해 주관적으로 산정될 수 있다는데 있다. 즉 경영자가 원칙중심의 회계처리를 기회주의적으로 이용한다면 비경상적, 비반복적인 일시적 성격의 수익을 영업이익에 포함하고, 비용은 제외함으로써 실제 영업이익을 종전보다 더 높게 보고하여 정보비대칭 상황에서는 영업활동과 관련한 경제적 실질이 왜곡될 가능성이 오히려 더 높아질 수 있다. 또한 영업손익의 산출에 포함되는 항목이 기업마다 다르다면 과거 K-GAAP 보고체계에 친숙한 재무제표 이용자들에게는 오히려 기업간 비교가능성뿐만 아니라 기간간 비교가능성도 저하되어 기업활동의 핵심성과인 영업이익에 대한 정보유용성이 오히려 훼손될 여지가 있다. 한편, IFRS기준에서 요구하는 원래의 취지는 기업마다 서로 이질적인 영업활동 특성이 영업손익의 산출과정에 반영되어 기업의 경제적 실질이 보다 효과적으로 시장에 전달될 수 있도록 하는데 있다. 하지만 감독당국이나 한국회계기준원에서는 IFRS 적용방법이 원래 IFRS기준의 의도보다는 앞서와 같은 기업간 비교가능성의 저하나 기업의 핵심성과인 영업이익을 높여 보고하려는 경영자의 주관적인 개입의 개연성 문제를 보다 중시했다는 것을 2012년 10월의 개정을 통해서 알 수 있다. 이는 한편

으로, 2011년도 초기의 IFRS가 의무도입 된 당시의 원칙중심에 따라 공시된 영업이익이 과거 K-GAAP 방식에 따라 획일적으로 산정되는 방법보다 효과성이 낮다고 평가한 것일 수 있다. 이러한 맥락에 따라, 본 연구의 첫 번째 가설은 다음과 같이 대립가설(alternative hypothesis)의 형태로 설정한 후 이를 알아보고자 한다.

가설 1: IFRS 의무도입 첫해 연도에서 산정된 연결영업이익이 K-GAAP(Pre-IFRS) 하에서 산정된 연결영업이익에 비해 가치관련성이 더 낮을 것이다(IFRS(2011) < Pre-IFRS(2009-2010)).

한편, 전술한 바와 같이 2011년도 IFRS 적용 하에서의 영업손익 산정과 관련한 기업간 비교가능성의 훼손 문제나 경영자의 주관적인 개입의 개연성에 의한 영업손익에 포함될 계정과목의 분류변경 문제에 따른 각계의 우려로 인해 한국회계기준원은 다시 2012년 10월에 K-IFRS를 재개정하여 모든 상장기업들에 대해 포괄손익계산서 본문에 표시하는 영업손익은 과거 K-GAAP 방식대로 산정하도록 회귀시켰다. 이러한 영업손익과 관련한 공시변경이 실제로 그 효과성이 있다면 2011년도 이후 IFRS 체계 하에서의 K-GAAP 방식에 의해 산정된 영업이익은 종전 2011년도 초기의 IFRS 적용에 의해 산정된 영업이익보다 가치관련성이 상대적으로 더 높을 것으로 기대된다. 따라서 가설 2에 대해서도 앞서와 같이 대립가설의 형태로 다음과 같이 설정하였다.

가설 2: IFRS 이후 기간에서 산정된 연결영업이익이 IFRS 의무도입 첫해 연도에서 산정된 연결영업이익에 비해 가치관련성이 더 높

을 것이다(Post-IFRS(2012-2013) > IFRS(2011)).

마지막으로, 가설 3은 IFRS 의무도입 이후 영업이익과 관련한 정보유용성이 종전 K-GAAP기간과 비교하여 개선되었는지와 관련한 영업이익의 가치관련성의 변화를 살펴보기 위한 사항이다. 특히 가설 3의 경우는 2011년도 초반 IFRS 적용기간을 제외한 IFRS 전후기간에 대해 영업이익의 가치관련성을 상호 비교한다는 점에서 IFRS 초반의 효과가 제외된 영업이익과 관련한 IFRS 회계정보의 질 변화에 관한 효과성 여부를 영업이익의 가치관련성 측면에서 파악하기 위한 사항이다. 즉 IFRS 도입 전후의 회계기준은 다르지만, 영업이익의 산정방법은 2011년도를 제외하면 전후기간 모두 K-GAAP 방식으로 동일하다. 다시 말해서, 2011년도를 제외하면 IFRS 전후기간 모두 K-GAAP 방식으로 영업이익의 산정방식이 같지만, IFRS 도입 후 기간은 원칙중심의 회계처리 방법에 따라, IFRS 도입 전 기간은 규정중심의 회계처리 방법에 따라 영업이익이 각각 산출되었다는 점에서 차이가 있다. 이러한 측면에서 두 기간에 대한 영업이익의 가치관련성 변화에 대한 비교는 두 상이한 회계기준의 차이를 파악하는데 있어 유용하다. 또한 연결정보 측면에서 K-GAAP기간의 연결재무제표는 주재무제표가 아닌 보조재무제표로 공시된 반면, IFRS 도입 후부터는 주재무제표로 공시되었다. 즉 K-GAAP기간 하에서는 자산총액이 2조원 이상인 회사를 제외하면 2조원 미만의 회사들은 연결재무제표 공시시한이 회계연도 종료 후 120일이었기 때문에 별도재무제표에 비해 연결재무제표의 적시성은 낮았다. 반면, IFRS 도입 후 모든 상장기업은 별도재무제표와 같이 연결재무제표 공시시한도 회계연도 종료 후 90일로 단

축되는 변화가 있었다. 따라서 IFRS 도입 전에 비해 도입 후에 들어 연결재무제표의 적시성이 향상되어 공시효과가 더 증가될 수 있다(김문철 등 2014). 이러한 맥락에서 보면, 만일 IFRS 회계기준이 종전보다 고품질의 회계정보를 산출하여 회계의 질을 개선하는데 있어 효과성이 높다면(Barth et al. 2008) IFRS 도입 후 기간의 K-GAAP 방식의 연결영업이익이 IFRS 도입 전 기간의 K-GAAP 방식의 연결영업이익에 비해 가치관련성이 더 향상될 것으로 기대된다. 따라서 가설 3의 경우도 앞서의 경우와 같이 대립가설의 형태로 설정하였다.

가설 3: IFRS 이후 기간에서 산정된 연결영업이익이 K-GAAP(Pre-IFRS) 하에서 산정된 연결영업이익에 비해 가치관련성이 더 높을 것이다(Post-IFRS(2012-2013) > Pre-IFRS(2009-2010)).

앞서의 세 가지 가설의 경우 본 연구는 IFRS가 의무도입 됨에 따라 주재무제표로 공시되는 연결재무제표의 연결영업이익의 정보효과의 변동에 초점을 두고 분석한다. 위의 세 가지 가설은 감독기관 및 회계기준 제정기관이 영업이익과 관련하여 공시정책을 변경할 때의 개정 취지를 고려하여 기대방향이 설정된 것이다. 이러한 국내 회계제도에서 일련의 영업손익과 관련한 재개정이 있었지만, 이들 두 회계기준에 따른 영업이익의 산정방식의 변화와 관련한 차이가 투자자의 정보유용성 측면에서는 어떤 영향을 주었는지에 대한 실증적 증거는 아직까지 미흡한 실정이다.

### III. 연구설계 및 표본의 선정

#### 3.1 연구모형의 설정

본 연구의 목적은 2011년도부터 주재무제표로 보고되는 연결재무제표를 이용하여 IFRS기준 하에서 산출된 연결영업이익의 가치관련성이 IFRS 전후기간에서 K-GAAP기준으로 산정된 각 연결영업이익의 가치관련성과 비교하여 투자자들의 정보유용성 측면에서 상대적인 차이가 있는지를 살펴보는 데 있다. 이를 통해 과거 K-GAAP과 비교하여 IFRS의 무도입시 한국회계기준원의 두 차례에 걸친 영업이익 산정방식의 변경이 주식시장의 투자자 관점에서 그 실효성이 있는지를 알아본다. 이를 위하여 먼저 연결영업이익의 가치관련성을 측정하기 위한 모형식이 필요하다. 즉 앞서의 가설 1부터 3까지의 검증을 위해 본 연구는 다음의 두 가지 모형식을 이용하였다.

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

$$P_{t+1}/P_t = a_0 + \beta_1 BPS_t/P_t + \beta_2 OIPS_t/P_t + \beta_3 NOIPS_t/P_t + \Sigma IND + \varepsilon \quad (2)$$

여기서,

$P_{t+1}$  = t+1년도 3월말 증가 (단 2011년 이전은 4월말 증가);

$BPS_t$  = t년도 주당연결순자산;

$OIPS_t$  = t년도 주당연결영업이익;

$NOIPS_t$  = t년도 주당연결영업외손익 (=주당연결법인세차감전순이익-주당연결영업이익);

$P_t$  = t년도 3월말 증가 (단 2011년 이전은 4월말 증가);

$\Sigma IND$  = 산업별 더미변수;

$\varepsilon$  = 잔차항.

편의상  $i$  기업에 대한 아래첨자는 생략함.

위의 식(1) 및 식(2) 모두 Ohlson(1995) 모형을 기초하여 설정된 식이다.<sup>12)</sup> 식(1)은 1주당 주가로 설정된 경우이고, 식(2)은 식(1)에 대해 다시 전기 주가로 나누어 표준화 한 모형식이다. 전자는 주가수준(price-level) 모형으로 통상 국내외 많은 연구들에서 이용되고 있는 모형이고, 후자는 앞서의 주가수준 모형이 가질 수 있는 이분산성이나 큰 기업에 의한 규모효과의 문제를 보다 완화시키기 위해 이용된 모형이다. 따라서 전자는 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않고 분석하는 방법이고, 후자는 Ohlson(1995) 모형에서 각 변수를 표준화 한 후 분석하는 방법이라는 점에서 다소 차이가 있다. 일부 선행연구들은 Ohlson(1995) 모형과 같이 시장가치나 주가를 이용한 분석이 주식수익률(return) 모형을 이용한 분석에 비해 이론적 관점에서는 더 우월할 수 있다고 주장하지만, 시장가치나 주가수준 모형은 비율이 아닌 금액으로 측정되어 분석된다는 점에서 이분산성(heteroscedasticity) 및 기업규모 효과(scale effects)와 관련된 계량경제학적인 문제를 발생시킬 수 있다(Kothari and Zimmerman 1995; Barth and Kallapur 1996; Easton and

12) 원래 Ohlson(1995) 모형식은 이론적 토대에 기초하여 개발되었지만, 실증적 분석을 위한 대부분의 연구들에서는 주식이치를 종속변수로 하고, 자기자본의 장부가치와 순이익을 설명변수로 하는 선형함수로 분석하고 있다. 즉 Ohlson(1995)에서 논의하고 있는 기타 정보(other information)를 모형식에 고려한 연구는 많지 않다. 또한 과거 Ohlson(1995) 모형을 실증분석의 도구로 이용한 초반의 연구들은 시장가치(market value) 모형을 그대로 분석하기도 했으며, 이후 연구들에서는 종속변수가 1주당 주가의 형태로 표현되는 주가수준(price-levels) 모형을 이용한 경우가 더 많아졌다.

Sommers 2003 등). 예를 들어, Easton and Sommers(2003)는 Ohlson(1995) 모형과 같은 시장가치나 주가수준을 이용한 회귀분석의 결과, 큰(작은) 기업은 큰(작은) 자기자본의 장부가치와 큰(작은) 순이익을 갖게 되기 때문에, 이러한 기업규모 간 차이(scale difference)로 인해, 특히 큰 기업에 따른 규모효과 영향이 이분산성의 문제를 발생시켜 검증결과에 영향을 줄 수 있으며, 그로 인해 회귀계수에 편의(coefficient bias)가 발생됨을 보고하였다.<sup>13)</sup> 따라서 이 연구는 이러한 문제를 해결하기 위한 하나의 방법으로 종속변수와 같은 변수로 모형식에 포함된 변수들을 표준화 할 필요성이 있다고 주장한다.

국내의 경우 IFRS 주제와 관련한 가치관련성을 살펴본 연구 중 전자와 같이 Ohlson(1995)의 모형식을 표준화하지 않고 분석한 연구로는 이기세와 전성일(2014), 최성호 등(2013), 김문철 등(2014), 기현희(2014), 강창수(2013), 한중수와 박선영(2013), 강선아와 김용식(2013) 등이 있다. 이와 달리, 후자와 같이 주가수준 모형을 이용할 때 전기 주가로 표준화 한 후 분석한 연구로는 김영옥 등(2014) 및 박종일 등(2014)이 있다.<sup>14)</sup> 즉 표준화

하여 분석한 경우보다 표준화하지 않고 분석한 연구들이 더 많다. 또한 이들 연구 모두는 Ohlson(1995) 모형을 이용할 때 표준화 여부에 상관없이 한 가지 방법만을 선택한 후 검증결과를 보고하는 경향이 있다. 하지만, 본 연구는 검증결과의 일반화 가능성을 한 차원 제고시키기 위해서 식(1) 이외에도 앞서의 계량경제학적 문제를 보다 완화시킨 방법인 식(2)의 모형식을 병행하여 검증한 후 서로 비교해 살펴본다.<sup>15)</sup>

한편, Ohlson(1995) 모형의 경우 식(1) 및 식(2)과 같이 종속변수인 주가를 주당순자산과 주당순이익의 선형함수로 표현한다. 이중 학계에서는 주당순자산 정보 보다는 주당순이익과 주가와의 관련성에 더 많은 관심을 가지고 있다. 본 연구는 연결영업이익에 초점이 있으므로, 선행연구의 방법과 같이 가치평가모형에서 주당연결순이익 대신 주당연결순이익을 다시 주당가치로 측정된 연결영업이익(OIPS)과 연결영업외손익(NOIPS: 연결세전이익에서 연결영업이익을 차감한 손익)으로 나누어 이를 모형식에 포함하여 분석한다(이기세·전성일 2014; 유용근 등 2013). 따라서 본 연구의 관심변수는 식(1)과 식(2)의 경우 모두 OIPS의 계수값이다.<sup>16)</sup>

본 연구에서 연결영업이익은 분석기간 중 세 가지

13) Easton and Sommers(2003)는 Ohlson(1995) 모형을 이용할 때 표준화하지 않은(undeflated) 모형에서 큰 기업에 의한 수치가 회귀계수에 편의 및 이분산성을 야기하게 되는 결과를 "scale effects"라고 칭하였다. 한편, 저자들은 표본에서 매우 큰 기업의 규모효과를 적절히 통제하지 못하면 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 회귀분석 된 결과에서 회귀계수의 추정과정상에 불편추정치(unbiased)를 얻지 못한다고 주장한다.

14) 한편, IFRS와 관련한 가치관련성을 살펴본 연구로 시장가치(market value) 모형을 총자산으로 표준화 한 후 분석한 연구로는 최정호(2013) 및 유용근 등(2013)이 있다.

15) 식(1)의 모형식은 이기세와 전성일(2014)의 연구를 따른 것이며, 식(2)은 식(1)과 같은 모형식의 형태이지만, 모든 변수를 종속변수( $P_{t+}$ )를 기준으로 하여 다시 전기 주가( $P_t$ )로 표준화하여 측정된 것이다(김영옥 등 2014; 박종일 등 2014).

16) Ohlson(1995)의 주식가치모형은 순증 관계(clean surplus relation: CSR)를 이용하여 기업가치를 평가하는 모형이다. 여기서 순증 관계(CSR)란 포괄손익계산서상의 이익과 재무상태표상의 순자산의 증감관계로 기말순자산은 기초순자산에 당기순이익을 더하고 당기배당금을 차감한 값으로 표현된다. 이러한 순증 관계는 배당을 제외한 모든 순자산의 변동은 포괄손익계산서를 통해야 한다는 것을 의미한다. 따라서 포괄손익계산서를 거치지 않고 순자산의 변동에 영향을 주는 항목들은 순자산의 순정성(cleanness)을 감소시키는 과정(dirty surplus relation)을 가져올 수 있다. 그런데 이러한 순증 관계가 IFRS 도입으로 인하여 영향을 받을 수도 있다. 국내의 경우 FIRS 도입 이전에는 기타포괄손익항목이 포괄손익계산서를 거치지 않고 바로 재무상태표의 자본조정항목으로 처리되거나(2007년 이전) 포괄손익계산서 본문이 아니라 주석에 공시(2007년부터 2010년까지) 되었다(김창수·이현주 2015). 그러므로 IFRS 도입 이전에는 순자산의 순정성이 상대적으로 감소하였다고 볼 수 있다. 반면 IFRS 도입 이후에는 배당을 제외한 모

로 산정된다. 즉 IFRS가 처음 도입된 2011년도의 IFRS기준 하에서 산정된 연결영업이익, IFRS 도입 전 기간의 K-GAAP기준 하에서 산정된 연결영업이익, 그리고 IFRS가 도입된 첫해 연도(2011년)를 제외한 도입 후 기간의 IFRS기준 하에서 K-GAAP 방식으로 산정된 연결영업이익이 이에 해당된다. 본 연구는 이에 대해 해당연도를 괄호 안에 표기하여 다음과 같이 IFRS(2011), Pre-IFRS(2009-2010), Post-IFRS(2012-2013)로 지칭한다. 각 기간에 해당되는 연결영업이익의 상대적 가치관련성에 어떤 변화가 있는지를 비교하여 분석하는 것이 가설 1부터 3까지이다. 이를 위해서 식(1)을 이용하여 각 해당 기간에 대해 각각 별도의 회귀분석을 수행한 후, 각 기간에서 산출된 연결영업이익의 계수값의 크기가 어느 기간에서 상대적으로 크거나 작은지를 비교해 살펴본다. 각 기간에서의 연결영업이익의 회귀계수는 기본적으로 모두 유의한 양(+의 값)이 예상된다( $\beta_2 > 0$ ). 하지만 식(1)에서의 회귀계수  $\beta_2$ 는 각 세 기간(Pre-IFRS(2009-2010), IFRS(2011), Post-IFRS(2012-2013))의 경우 해당 회계기준의 변경에 따라, 또한 연결영업이익의 산정방식에 대한 공시정책의 변경에 따라 투자자들의 정보유용성에 차이가 있을 수 있으므로, 이에 대한 주식시장에서 시장반응은 각기 다르게 나타날 수 있다. 즉 주식시장의 투자자들이 두 회계기준의 변화와 그로 인한 연결영업이익에 대한 산정방식의 변경으로 연결영업이익의 질 변화에 차이가 있다고 인지한다면 그 결과는 회귀분석 결과로 얻어진 회귀계수  $\beta_2$ 에 반영

될 것이다.

따라서 만일 한국회계기준원이 2012년도 10월에 들어 다시 K-IFRS 개정을 통해 영업이익의 산정방식을 과거 K-GAAP 방식으로 공시정책을 변경시도했던 것처럼 2011년도 초반 원칙중심의 IFRS 회계기준 하에서 기업의 자율적 판단에 따라 작성된 연결영업이익은 투자자 관점에서 기업의 영업활동과 관련한 경제적 실질을 보다 잘 반영시키기보다 경영자의 기회주의적 동기가 개입될 가능성이 높다면 2011년도에 산출된 연결영업이익의 가치관련성은 과거 K-GAAP 기간에서 산출된 연결영업이익의 가치관련성과 비교하여 더 작은 회귀계수 값을 가질 것으로 기대된다. 이런 결과가 나타나면 회귀계수의 결과는  $\beta_2^{IFRS(2011)} < \beta_2^{Pre-IFRS(2009-2010)}$ 로 기대된다(가설 1). 또한 만일 한국회계기준원이 앞서의 2012년도 10월에 들어 K-IFRS(제1001호) 개정을 통해 다시 과거의 K-GAAP 방식으로 획일화시킨 공시정책 변경의 실효성이 뒷받침된다면 회귀계수의 결과는  $\beta_2^{Post-IFRS(2012-2013)} > \beta_2^{IFRS(2011)}$ 로 나타날 것이다(가설 2). 그리고 만일 K-GAAP 방식의 연결영업이익의 산정되는 경우는 동일하더라도, IFRS 기준 이후 원칙중심 회계처리로 산출된 K-GAAP 방식의 연결영업이익이 과거 K-GAAP기준 하에서 규정중심의 회계처리로 산출된 K-GAAP 방식의 연결영업이익에 비해 회계정보의 질을 더 향상시켜 주는 효과가 있다면 회귀계수의 결과는  $\beta_2^{Post-IFRS(2012-2013)} > \beta_2^{Pre-IFRS(2009-2010)}$ 로 나타날 것이다(가설 3). 하지만 위의 예상은 한국회계기준원의 기대와 취지가

든 자산과 부채의 변동(즉 당기손익 뿐 아니라 기타포괄손익까지 포함)이 포괄손익계산서를 거친 후에 재무상태표에 보고되므로 순자산의 순정성에 별 문제가 없다. 따라서 K-IFRS 도입 전후기간을 비교하는 경우에는 이러한 차이가 순자산 간의 차이를 가져올 수 있다. 한편, Ohlson(1995) 모형은 연결주당순이익과 연결주당순자산 간에 'information dynamics' 관계에 따라 한쪽 정보력이 낮으면 다른 쪽 정보력이 높아지는 구조적 구성을 띠는 것이 일반적이며, 따라서 이들 변수가 서로 포함되어 상호 통제효과를 가지게 된다. 또한 전술한 바와 같이 본 연구는 연결순자산에 관심이 있기보다는 연결영업이익에 초점을 두고 있기 때문에 IFRS 전 후기간을 비교하는데 있어 앞서와 같은 순증 관계의 효과는 Ohlson(1995) 모형에서는 상대적으로 미미할 것으로 보인다.

반영된 사항이지만, 과연 투자자들이 연결영업이익과 관련한 정보효과의 변화에 대해 어떻게 반응했는지에 대한 사항은 실증적 의문(empirical question)이다.

### 3.2 본 연구방법상 절차

본 연구방법을 보다 구체적으로 설명하면 다음과 같다. 본 연구는 IFRS 의무도입의 전후기간에 연결재무제표상 영업이익의 공시변경이 가치관련성 측면에서 어떤 변화가 있는지를 살펴보는 데 있으므로, 식(1)과 식(2)의 모형을 이용하여 Pre-IFRS(2009-2010), IFRS(2011), Post-IFRS(2012-2013)기간에 대해서 각각 회귀분석을 수행한다. 이러한 회귀분석을 수행하면 각 기간에 대한 OIPS의 회귀계수 값( $\beta_2$ )이 결정된다. 이를 통해 각 기간의 계수 값( $\beta_2$ )의 상대적 크기를 비교하면 연결영업이익의 상대적 가치관련성의 순위를 알 수 있다. 그런

데 이러한 회귀계수 값의 상대적 순위가 통계적으로도 유의한 차이가 있는지에 대해서는 추가로 각 회귀계수 간의 차이검증이 필요하다. 따라서 본 연구는 각 기간의 계수 값( $\beta_2$ ) 간의 상대적 크기에 유의한 차이가 있는지를 살펴보기 위하여 평행성 검증(parallelism test) 방법을 이용하였다(김영옥 등 2014; 박종일 등 2014 등).<sup>17)</sup> 평행성 검증은 Hollander(1970)에서 제안된 방법으로, 두 모형식에서 얻어진 관심변수의 회귀계수 값에 대한 상대적 크기에 차이가 있는지 여부를 검증하는 방법이다.<sup>18)</sup> 즉 각 두 회귀식에서 영업이익의 회귀계수에 대한 상대적 가치관련성(relative value relevance)에 차이가 있는가를 살펴보기 위한 경우에는 평행성 검증이 타당한 방법이다. 이러한 절차는 식(1)과 식(2)의 경우 모두 동일하게 적용된다.

한편, Ohlson(1995) 모형에서 표준화하지 않은 식(1)의 결과와 표준화 한 경우의 식(2)의 결과 간에 검증결과 측면에서 중요한 차이가 나타나지 않는

17) 이런 절차상 방법은 연구주제는 다르지만, 국내 연구인 김영옥 등(2014), 박종일 등(2014) 및 강선아와 김용식(2013) 등에서도 상대적 가치관련성을 살펴볼 때 이용되었다. 평행성 검증은 두 회귀식을 이용하여 관심변수에 대한 회귀계수 값의 상대적 크기에 차이가 있는지 여부를 검증하는 방법이며, 이에 대한 차이검증을 위한 식은 다음과 같다(강선아와 김용식 2013).

$$t = \frac{\hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2}{\sqrt{\text{Var}(\hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2)}}, \hat{\sigma}_2^2 = \frac{SSE(x_1) + SSE(x_2)}{DFE(x_1) + DFE(x_2)}$$

여기서,  $SSE$ 는 오차제곱합(the sum of squares for error)을, 그리고  $DFE$ 는 오차에 대한 자유도(the degrees of freedom for error)를 각각 나타낸다.

한편, 평행성 검증을 이용한 선행연구들은 같은 기간 내 자료를 이용하여 분석하기도 하였지만(김영옥 등 2014; 박종일 등 2014; 강선아와 김용식 2013), 다른 기간 간 자료를 이용하여 분석되기도 하였다(박종일 등 2014; Chen et al. 2010). 연구주제는 다르지만, 후자의 경우에 대한 예로, Chen et al.(2010)은 법적 그리고 제도적인 변화가 피감사회사의 중요성과 감사품질의 관계에 영향을 주는지를 분석할 때 법적 그리고 제도적인 변화가 있던 2001연도를 기준으로 두 기간(Pre vs. Post)으로 나누어, 서로 다른 기간에 대해 각각 회귀분석을 실시한 후 산출된 회귀계수에서 유의한 차이가 있는지를 검증할 때 평행성 검증방법을 이용하였다.

18) 한편, 두 모형식에서의 회귀계수 값의 차이를 살펴보는 평행성 검증방법과 달리, 모형에서의 전체 설명력 간의 차이를 알아보는 방법으로 Vuong(1989)의 검증이 있다. Vuong(1989) 검증은 Ohlson(1995) 모형식 전체에 대한 추가설명력( $R^2$ )의 차이를 중심으로 유의성 여부를 판단한다. 하지만, 이 방법은 각 회귀계수 간에 유의한 차이에 초점을 맞추고 있기 보다는 모형식에 포함된 회계 정보 모두가 고려된 전체 모형의 추가설명력 간의 차이에 초점을 두고 있기 때문에 각 개별 관심변수에 대한 상대적 가치관련성에서 유의한 차이가 있는지와 관련한 정보는 제공하지 않는다(김영옥 등 2014; 박종일 등 2014). 그러한 점에서 Ohlson(1995) 모형식에서 관심변수 하나를 살펴보는 경우에는, 즉 본 연구와 같이 OIPS의 회귀계수에 초점을 둔 경우는 Vuong(1989)의 방법보다 평행성 검증이 보다 직접적인 관련 정보를 제공한다.

다면 결과해석상에 별 문제가 없다. 하지만, 만일 두 경우의 검증결과에서 중요한 차이가 나타난다면 표준화 하지 않은 경우가 표준화 한 경우보다 이분산성이나 기업규모 간 차이에서 기인된 규모효과 문제가 발생될 가능성이 높다(Kothari and Zimmerman 1995; Barth and Kallapur 1996; Easton and Sommers 2003 등). 이런 경우에는 표준화되어 분석된 검증결과로 해석될 필요가 있다(Easton and Sommers 2003).

### 3.3 표본의 선정

본 연구는 2009년부터 2013년까지 한국거래소에 상장된 유가증권시장 및 코스닥상장기업을 대상으로 다음의 조건을 만족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 12월 결산법인
- (3) 금융감독원 전자공시시스템(DART system)으로부터 2011년도 연결재무제표상 K-IFRS 적용으로 산정된 연결영업이익 정보를 추출할 수 있는 기업
- (4) NICE신용평가정보(주)의 KISVALUE에서 주가 및 관련 회계자료를 추출할 수 있는 기업
- (5) IFRS 조기 도입한 기업은 제외

본 연구는 거래소와 코스닥에 상장된 전체 상장기업을 대상으로 표본을 선정하였다. 분석기간은 IFRS 의무도입의 전후기간이며, 분석의 특성상 새로운 회계기준에 따라 영업이익의 공시환경이 변화된 2011년도를 전후한 각 2년간이다(2009년~2013년). 특히 본 연구는 2011년도 초기의 IFRS 의무도입

당시 IFRS기준에 의해 공시된 연결영업이익이 정보 유용성 측면에서 IFRS 전후기간과 비교하여 상대적 가치관련성에 차이가 있는지를 분석하는 것이므로, 본 연구의 분석기간은 Pre-IFRS(2009-2010), IFRS(2011), Post-IFRS(2012-2013)의 세 구간으로 나누어진다.

조건 (1)에서 금융업을 제외시킨 이유는 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반 제조업과 비교하여 상이할 수 있으므로, 표본의 비교가능성을 높이기 위함이다. 조건 (2)은 표본의 동질성 확보를 위해서 추가된 사항이다. 조건 (3)과 (4)는 자료원과 관련한 사항이다. 2011년도 초기의 IFRS 적용에 따라 공시된 연결영업이익 정보는 금융감독원의 전자공시시스템에서 사업보고서 자료를 이용하여 추출하였다. 나머지 주가 및 기타 재무자료에 대해서는 NICE신용평가정보(주)의 KISVALUE 데이터베이스로부터 추출하였다. 그리고 조건 (5)은 K-IFRS를 조기 도입한 기업들의 경우 그 경제적 유인이 다를 수 있으므로 표본에서 제외하였다. 한편, 본 연구는 각 변수들에 대한 극단치 처리를 모형식에 고려된 변수를 기준으로 각 변수의 상하 1% 내에서 조정(winsorize)한 후 분석하였다.

〈표 1〉에는 분석에 이용된 각 시장별 분포와 IFRS 의무도입 전후기간에 따른 표본의 분포를 나타내었다. 예를 들어, 2011년도의 경우 앞서의 조건을 만족시키는 최종표본은 유가증권시장기업(KOSPI)에서는 466개 기업이고, 코스닥상장기업(KOSDAQ)은 584개 기업으로 전체 상장기업은 1,050개 기업이다. 그리고 2년간 자료로 구성된 Pre-IFRS기간의 경우 KOSPI 및 KOSDAQ 표본은 각각 819개와 800개로 전체 1,619개이고, Post-IFRS기간의 경우 KOSPI 및 KOSDAQ 표본은 각각 963개와 1,307개로 전체 2,270개이다. 따라서 각 5년간의

〈표 1〉 표본의 시장별 분포와 IFRS 의무도입 전후기간의 분포

Industry	Pre-IFRS (2009-2010년)	IFRS (2011년)	Post-IFRS (2012-2013년)	total
유가증권상장기업	819	466	963	2,248
코스닥상장기업	800	584	1,307	2,691
전체 상장기업	1,619	1,050	2,270	4,939

분석에 이용된 전체 상장기업의 표본은 4,939개 기업/연 자료이다.

한편, Pre-IFRS보다 IFRS 및 Post-IFRS기간으로 올수록 표본의 수가 더 많다. 즉 IFRS는 Pre-IFRS보다 1.3배(=1,050개/(1,619개/2)) 더 많고, Post-IFRS는 Pre-IFRS보다 1.4배(=2,270개/1,619개) 더 많다. 이는 IFRS 도입으로 연결범위가 종전보다 더 증가된 결과일 수 있다.<sup>19)</sup>

〈표 2〉에는 표본의 산업별 분포를 각 분석기간(Pre-IFRS, IFRS, Post-IFRS)에 따라 나타내었다. 산업분류는 NICE신용평가정보(주)의 대분류 기준을 따랐다. 또한 전체 표본을 중심으로 보고하였다. 〈표 2〉를 보면, 표본에 수록된 업종이 여러 산업에 걸쳐 분포되어 있다. 각 분석기간 모두 제조업이 가장 많은 빈도수를 차지하며(Pre-IFRS: 66.4%, IFRS: 65.4%, Post-IFRS: 65.8%),<sup>20)</sup> 다음이

〈표 2〉 표본의 산업별 분포

Industry	전체 상장기업					
	Pre-IFRS (2009-2010년)		IFRS (2011년)		Post-IFRS (2012-2013년)	
	빈도수	백분율(%)	빈도수	백분율(%)	빈도수	백분율(%)
제조업	1,075	66.4%	687	65.4%	1,493	65.8%
건설업	62	3.8%	36	3.4%	74	3.3%
도매 및 소매업	123	7.6%	83	7.9%	182	8.0%
서비스업	294	18.2%	206	19.6%	444	19.6%
기타	65	4.0%	38	3.6%	77	3.4%
합계	1,619	100.0%	1,050	100.0%	2,270	100.0%

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

주2) 분석기간 2009년부터 2013년까지의 자료를 보고함.

19) 과거 K-GAAP 하에서는 종속기업에 대한 지분율이 30%를 초과하면서 최대주인 경우를 지배기업의 연결대상 범위에 포함하였고, 소규모회사는 제외했으며, 특수목적기업 관련 별도지배력기준이 없었다. 그러나 K-IFRS 하에서는 종속기업의 지분율이 50% 이상인 경우 지배기업의 연결대상 범위에 포함되며, 자산규모 100억 미만인 소규모회사도 연결대상 범위에 포함되고, 또한 특수목적사업도 연결의 범위에 포함된다. 이와 더불어 과거 K-GAAP보다 IFRS 하에서는 경제적 실질을 강조하는 원칙을 따르고 있기 때문에 실질 지배력 및 사실상 지배력도 고려하여 연결범위가 결정된다.

20) 지면상 표로 보고하지 않았지만, KISVALUE의 산업별 중분류 기준에 따라 제조업의 산업별 구성을 확인해 본 결과, 전 업종에 걸쳐 고루 분포되어 있는 것으로 나타났다. 그러한 점에서 본 연구결과는 특정 산업에 따른 결과라기보다는 전 산업에 걸친 결과라는 점에서 일반화 가능성은 높을 것으로 기대된다.

서비스업이다(Pre-IFRS: 18.2%, IFRS: 19.6%, Post-IFRS: 19.6%). 이를 제외한 산업들은 전체 표본에서 10% 이내로 나타났다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 주요 변수의 기술통계

〈표 3〉에는 식(1)과 식(2)의 모형에 이용된 주요 변수들의 기술통계량을 보고하였다. 표에 보고된 사항은 각 분석기간의 전체 표본을 대상으로 보고하였다. Panel A는 Pre-IFRS인 2009-2010년도의 기간(K-GAAP)을, Panel B는 IFRS 의무도입인 2011년도를, Panel C는 Post-IFRS인 2012-2013년도의 기간을 보고한다. 표를 보고할 때 식(1)의 주당가치로 측정된 변수와 식(2)의 전기 주가로 표준화 한 후 측정된 변수를 같이 보고하였다. 이와 같이 보고하면 Ohlson(1995)의 주가수준 모형에 대해 표준화하지 않은 경우와 한 경우 간에 어느 정도 편차의 차이가 있는지를 서로 비교하여 살펴볼 수 있다.

〈표 3〉을 보면, 종속변수인 주가( $P$ )의 평균은 IFRS(2011)가 낮고, Pre-IFRS(2009-2010)가 조금 높다. Panel B에서 2011년도 초반 IFRS가 적용된 연도를 기준으로 살펴볼 때,  $P$ 의 평균(중위수)은 22,412(5,555)원으로 중위수보다 평균이 4배(=22,412/5,555) 정도 높아 기업 간 기업가치의 차이가 크다. 주당연결순자산( $BPS$ )의 경우도 앞서 주가의 패턴과 유사하다.  $BPS$ 의 평균(중위수)은 27,245(5,617)원으로 중위수보다 평균이 대략 4.9배(=27,245/5,617) 높다. 반면, 주당연결영업이익( $OIPS$ )의 평균과 중위수는 각각 2,812원과 473원으로 양(+ )이지만, 주당연결영업외손익( $NOIPS$ )은 -358원과 -61원으로 음(-)의 값이다. 이러한 패턴은 Pre-IFRS 및 Post-IFRS기간 모두 유사하다. 한편, Pre-IFRS(2009-2010)는 다른 기간보다  $OIPS$ 와  $P$ 가 높고, IFRS(2011)의 경우에는 Post-IFRS기간보다  $OIPS$ 는 높고  $P$ 는 가장 낮게 나타났다. 즉  $OIPS$ 가  $P$ 에 반영되는 정도가 다른 기간에 비해 낮음을 의미한다. 하지만 이 결과는 단순 비교이므로,  $BPS$ 가 포함된 회귀분석을 통해 살펴볼 필요가 있다.

각 변수의 분포상 특성을 살펴보면,  $P$  및  $BPS$ 의 주당가치로 측정된 경우 분석기간(Pre-IFRS, IFRS, Post-IFRS) 모두에서 표준편차가 매우 크게 나타남을 볼 수 있다. 예를 들어, IFRS(2011)의 경우  $P$ 와  $BPS$ 의 각 표준편차는 54,174와 70,818로 나타나,  $OIPS$ 는  $BPS$ 와 비교하면 8배(=70,818/8,410) 적은 8,410이고,  $NOIPS$ 는 26배(=70,818/2,707) 적은 2,707이다.  $P$ 의 최소값과 최대값 간에도 각각 469원과 364,300원으로 1% 내에서 극단치를 조정 한 후이지만, 777배(=364,300/469)의 큰 차이를 보이고,  $BPS$ 의 경우는 더 큰 차이인 4,637배(=505,417/109)로 나타났다. 이와 같이 주당가치로 측정된 경우 표준편차에서 큰 값을 가진다는 것은 기업규모 간 차이(scale difference)가 매우 크기 때문이다. 이는 주당가치로 측정된 Ohlson(1995) 모형이 비율이 아닌 금액으로 표현되기 때문에 비율과 달리 금액 수치는 이분산성 문제를 내포한다. 게다가 표준편차 및 최대값과 최소값 간의 차이가 크다는 것은 Easton and Sommers(2003)에서 주장하는 바와 같이 주가수준(price-levels) 모형을 이용한 검증결과에서 이분산성 문제 외에 큰 기업(the largest firms)에 의한 기업규모 간 차이에서

〈표 3〉 주요 변수에 대한 기술통계

Panel A: Pre-IFRS(2009-2010), N=1,619

Variables	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
$P_{t+1}$	24,135	5,917	56,042	469	364,300
$P_{t+1}/P_t$	1.184	1.042	0.581	0.331	3.402
$BPS_t$	30,045	6,031	72,059	109	505,417
$BPS_t/P_t$	1.623	1.210	1.542	0.057	9.327
$OIPS_t$	3,625	589	9,260	-6,407	54,566
$OIPS_t/P_t$	0.140	0.112	0.258	-1.009	1.075
$NOIPS_t$	-513	-59	3,331	-20,828	10,245
$NOIPS_t/P_t$	-0.071	-0.015	0.255	-1.953	0.300

Panel B: IFRS(2011), N=1,050

Variables	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
$P_{t+1}$	22,412	5,555	54,174	469	364,300
$P_{t+1}/P_t$	1.105	0.986	0.510	0.331	3.402
$BPS_t$	27,245	5,617	70,818	109	505,417
$BPS_t/P_t$	1.397	1.022	1.380	0.057	9.327
$OIPS_t$	2,812	473	8,410	-6,407	54,566
$OIPS_t/P_t$	0.087	0.080	0.246	-1.009	1.075
$NOIPS_t$	-358	-61	2,707	-20,828	10,245
$NOIPS_t/P_t$	-0.049	-0.012	0.192	-1.953	0.300

Panel C: Post-IFRS(2012-2013), N=2,270

Variables	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
$P_{t+1}$	23,173	6,165	53,527	469	364,300
$P_{t+1}/P_t$	1.106	0.989	0.515	0.331	3.402
$BPS_t$	27,585	5,835	72,387	109	505,417
$BPS_t/P_t$	1.317	0.941	1.359	0.057	9.327
$OIPS_t$	2,425	388	7,754	-6,407	54,566
$OIPS_t/P_t$	0.061	0.063	0.217	-1.009	1.075
$NOIPS_t$	-590	-70	3,048	-20,828	10,245
$NOIPS_t/P_t$	-0.081	-0.013	0.290	-1.953	0.300

주1) 변수의 정의:  $P_{t+1}$  = t+1년도 3월말 종가 (단, Pre-IFRS기간은 4월말 종가);  $BPS_t$  = t년도 주당연결순자산;  $OIPS_t$  = t년도 주당연결영업이익;  $NOIPS_t$  = t년도 주당연결영업외손익 (=주당연결법인세차감전순이익-주당연결영업이익);  $P_t$  = t년도 3월말 종가임 (단, Pre-IFRS기간은 4월말 종가). 다만, 2011년도는 IFRS기준에 의해 공시된 연결영업이익이고, 다른 연도는 K-GAAP 방식으로 산출된 연결영업이익임.

주2) 보고된 표본은 전체 표본임.

기인된 규모효과 문제도 발생될 수 있다. 이러한 특성은 Panel A(Pre-IFRS) 및 Panel C(Post-IFRS)의 경우에도 유사하다.

앞서와 달리, 식(1)을 식(2)과 같이 Ohlson(1995) 모형식에 대해 전기 주가로 표준화 한 경우는 금액 수치가 아닌 비율 변수에 가까운 값으로 전환됨을 <표 3>을 통해 볼 수 있다. 즉 Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화 한 결과,  $P_{t+1}/P$ ,  $OIPS/P$ , 그리고  $NOIPS/P$ 의 표준편차는 모두 1 이하의 값으로 낮아졌고,  $BPS/P$ 만 1을 조금 넘는 수준이다. 이와 같이 전기 주가로 나눌 경우에는 즉, Easton and Sommers(2003)의 주장처럼 종속변수를 기준으로 표준화(deflator)하는 경우에는 금액 수치가 비율 값으로 전환됨에 따라, 이분산성 문제 외에도 표준편차를 작게 하여 큰 기업에 의한 규모효과 문제가 제거되거나 보다 완화되는 이점이 있고, 그로 인해 검증결과에서 회귀계수 값에 편이가 발생할 가능성 역시 낮아질 것으로 예상된다. 다시 말해서, 이와 달리 주당가치로 분석한 경우는 전기 주가로 표준화 한 경우와 비교할 때 앞서와 같은 문제가 더 커질 수 있다.

따라서 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우와 표준화 한 경우로 각각 나누어 검증결과에서 일관성이 유지되는지를 살펴볼 필요가 있다. 만일, Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 결과와 이를 표준화 한 결과 간에 서로 같은 결과가 나타난다면 Easton and Sommers(2003)에서 주장하는 이분산성 및 규모효과의 문제가 해당 검증결과에서 문제가 되지 않을 것이다. 그러나 만일 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 결과와 이를 표준화 한 결과 간에 서로 다른 결과가 나타난다면 이는 Ohlson(1995) 모형을 표준화 하지 않은 경우가 표준화 한 경우보다 이분산성 및 규모효과의 문제가 있음을 의

미할 수 있다. 따라서 전자의 결과가 관찰된다면 검증결과 해석에 별 문제가 되지 않겠지만, 후자의 결과가 관찰된다면 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우의 결과보다 이를 표준화 한 결과로 가설의 검증결과를 해석할 필요가 있다.

#### 4.2 주요변수 간의 상관관계

<표 4>에는 식(1) 및 식(2)에서 이용된 주요 변수 간의 상관관계 결과를 보고하였다. 표에 보고된 값은 피어슨 상관계수이다. Panel A에는 Pre-IFRS(2009-2010)기간의 결과를, Panel B에는 IFRS(2011) 도입 첫해 연도의 결과를, Panel C에는 Post-IFRS(2012-2013)기간을 각각 보고하였다. 또한 대각선 상단에는 식(1)의 결과를, 대각선 하단에는 식(2)의 결과를 보고하였다.

<표 4>를 보면, 관심변수  $OIPS$  및  $OIPS/P$ 는 분석기간 모두 주가( $P$ )와 유의한 양(+ )의 상관성을 보인다. 그러나  $OIPS/P$ 는  $OIPS$ 보다 낮은 양(+ )의 상관성을 보이는데, 이는 금액 변수로 측정된 경우가 비율 변수의 측정치보다 같은 속성의 변수라도 주가와 관련성에 차이가 있음을 보여준다. 특히 금액 변수가 비율 변수에 비해 기업규모 간 차이가 큰 관계로 인해 주가와 양(+ )의 상관성이 더 커지는 현상을 보인다. 한편,  $NOIPS$ 는 IFRS 및 Post-IFRS기간에서 주가와 유의한 음(- )의 상관성을 보이지만, 이와 달리 표준화 한 경우인  $NOIPS/P$ 는 IFRS를 제외한 Pre-IFRS와 Post-IFRS기간에서 주가와 유의한 양(+ )의 상관성이 있는 것으로 나타나 연결영업외손익과 주가 간의 관계는 표준화 여부에 따라 사뭇 대조적이다. 그리고  $BPS$  및  $BPS/P$ 는 분석기간 모두 주가와 높은 양(+ )의 상관성이 나타났지만,  $BPS/P$ 가  $BPS$ 보다 1/6 이하

〈표 4〉 주요 변수간 상관관계

Panel A: Pre-IFRS (N=1,619)					Panel B: IFRS (N=1,050)				
Variable	$P_{t+1}$	$BPS_t$	$OIPS_t$	$NOIPS_t$	Variable	$P_{t+1}$	$BPS_t$	$OIPS_t$	$NOIPS_t$
$P_{t+1}/P_t$	1	0.774***	<b>0.828***</b>	0.022	$P_{t+1}/P_t$	1	0.784***	<b>0.862***</b>	-0.071**
$BPS_t/P_t$	0.118***	1	0.871***	-0.110***	$BPS_t/P_t$	0.075**	1	0.841***	-0.175***
$OIPS_t/P_t$	<b>0.250***</b>	0.379***	1	-0.156***	$OIPS_t/P_t$	<b>0.163***</b>	0.409***	1	-0.170***
$NOIPS_t/P_t$	0.070***	-0.277***	0.070***	1	$NOIPS_t/P_t$	-0.039	-0.356***	-0.178***	1
Panel C: Post-IFRS (N=2,270)									
Variable	$P_{t+1}$	$BPS_t$	$OIPS_t$	$NOIPS_t$					
$P_{t+1}$	1	0.797***	<b>0.843***</b>	-0.090***					
$BPS_t/P_t$	0.195***	1	0.820***	-0.223***					
$OIPS_t/P_t$	<b>0.234***</b>	0.269***	1	-0.167***					
$NOIPS_t/P_t$	0.044**	-0.320***	0.314***	1					

주1) 변수의 정의는 〈표 3〉를 참조. 단, 2011년도는 IFRS기준에 의해 공시된 연결영업이익이고, 다른 연도는 K-GAAP 방식으로 산출된 연결영업이익임.

주2) 표에 보고된 사항은 피어슨 상관계수임.

주3) 대각선 상단은 식(1)에 대한 결과를, 대각선 하단은 식(2)에 대한 결과임.

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

로 상관성이 낮다. 전반적으로 Ohlson(1995) 모형에서 주당연결순자산과 주당연결영업이익 모두 주가와 높은 상관성을 가지고 있음을 볼 수 있다.

한편, 주당가치로 측정된  $BPS$ 와  $OIPS$  간의 관계는 매우 높은 양(+)의 상관성을 가진다. 즉 최소 0.820에서 최대 0.871로 나타났다. 반면, 전기 주가로 표준화 한 경우  $BPS/P$ 와  $OIPS/P$  간에 Pre-IFRS, IFRS, Post-IFRS기간의 상관성이 각각 0.379, 0.409, 0.269로 낮아졌다. 즉 전자와 같이 두 변수 간에 상관성이 있지만, Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우가  $BPS$ 와  $OIPS$  간에 더 높은 상관성으로 나타나 이를 모형식에 같이 포함하면 다중공선성(multicollinearity) 문제가 더 높아질 가능성이 있다. 이는 표준화하지 않은 Ohlson(1995) 모형이 표준화 한 경우보다 다중공선성 문제에 더 취약하다는 것을 시사한다. 이러한 사

항은 표준화 하지 않은 Ohlson(1995) 모형의 경우 Easton and Sommers(2003)에서 주장하고 있는 이분산성 및 규모효과의 문제 외에도  $BPS$ 와  $OIPS$  간에 높은 상관성으로 인한 다중공선성 문제도 있음을 의미한다.

#### 4.3 가설에 대한 검증결과: 전체 상장기업

〈표 5〉에는 가설을 검증하기 위해 전체 상장기업을 대상으로 식(1) 및 식(2)의 모형을 이용한 회귀분석 결과를 보고하였다. Panel A에는 식(1)의 모형을 이용한 결과를, Panel B에는 식(2)의 모형을 이용한 결과를 비교목적상 각각 보고하였다. 즉 Panel A의 방법은 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우이고, Panel B의 방법은 Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화 한

〈표 5〉 IFRS 의무도입 전후기간의 연결영업이익의 상대적 가치관련성 비교: 전체 표본

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

$$P_{t+1}/P_t = a_0 + \beta_1 BPS_t/P_t + \beta_2 OIPS_t/P_t + \beta_3 NOIPS_t/P_t + \Sigma IND + \varepsilon \dots\dots\dots 식(2)$$

Panel A: Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우

Variable	Pre-IFRS (2009-2010)		IFRS (2011)		Post-IFRS (2012-2013)		Parallelism test	
	Coef	t-stat	Coef	t-stat	Coef	t-stat	OIPS <sub>t</sub>	
Intercept	3,294.13	0.32	4,110.04	0.39	8,184.55	1.08	Pre-IFRS vs IFRS	IFRS vs Post-IFRS
BPS <sub>t</sub>	0.166	8.03***	0.179	8.25***	0.275	20.04***		
OIPS <sub>t</sub>	<b>4.217</b>	<b>25.98***</b>	<b>4.472</b>	<b>24.83***</b>	<b>3.910</b>	<b>31.25***</b>	0.255(0.044)	-0.562(0.000)
NOIPS <sub>t</sub>	2.437	11.03***	1.760	5.76***	1.439	7.67***	Pre-IFRS vs Post-IFRS	
Adj. R <sup>2</sup>	0.735		0.768		0.760			
F Value	281.56***		217.66***		450.95***		-0.307(0.003)	
N of Obs.	1,619		1,050		2,270			

Panel B: Ohlson(1995) 모형을 전기 추가로 표준화 한 경우

Variable	Pre-IFRS (2009-2010)		IFRS (2011)		Post-IFRS (2012-2013)		Parallelism test	
	Coef	t-stat	Coef	t-stat	Coef	t-stat	OIPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	
Intercept	1.082	5.50***	1.195	5.91***	1.198	8.39***	Pre-IFRS vs IFRS	IFRS vs Post-IFRS
BPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	0.028	2.65***	0.007	0.51	0.062	6.81***		
OIPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	<b>0.526</b>	<b>8.74***</b>	<b>0.334</b>	<b>4.79***</b>	<b>0.424</b>	<b>7.63***</b>	-0.192(0.023)	0.090(0.248)
NOIPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	0.144	2.50**	-0.048	-0.56	0.069	1.61	Pre-IFRS vs Post-IFRS	
Adj. R <sup>2</sup>	0.086		0.061		0.078			
F Value	10.49***		5.25***		12.99***		-0.102(0.151)	
N of Obs.	1,619		1,050		2,270			

주1) 변수의 정의는 〈표 3〉을 참조. 단, 2011년도는 IFRS기준에 의해 공시된 연결영업이익이고, 다른 연도는 K-GAAP 방식으로 산출된 연결영업이익임.

주2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

경우이다.<sup>21)</sup> 한편, Panel A와 B 모두는 Pre-IFRS(2009-2010), IFRS(2011) 및 Post-IFRS(2012-2013)기간으로 나누어 각각 회귀분석 한 결과를 보고하였다. 또한 산업더미 변수가 고려되었지만, 지면상 보고는 생략한다.

그리고 표의 오른쪽에는 관심변수 OIPS(또는

OIPS/P)의 회귀계수 값이 Pre-IFRS vs IFRS(가설 1), IFRS vs Post-IFRS(가설 2), Pre-IFRS vs Post-IFRS(가설 3) 기간에 따라 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수 값( $\beta_2$ )의 상대적 크기에 차이가 있는지를 통계적으로 살펴본 평행성 검증(Parallelism test) 결과를 각각 제시하였

21) 관련연구로 Pane A의 방법은 이기세와 전성일(2014)의 선행연구가 이에 해당되며, Panel B의 방법은 연구주체는 다르지만, 김영욱 등(2014) 및 박종일 등(2014)의 선행연구가 이에 해당된다.

다. 괄호 밖에 보고된 값이 두 기간에 대한 연결영업 이익의 가치관련성을 나타내는 회귀계수 간 차이 값을 보고한 값이고, 괄호 안의 수치 값이 이에 대한 평행성 검증결과로 나타난 유의수준인  $p$  값이다.

〈표 5〉를 보면, Panel A와 B 모두 식(1)과 식(2)의 모형을 이용한 경우 통계적으로 유의한  $F$  값이 나타나 본 연구에서 제시된 모형의 설정은 적합성이 있는 것으로 판단된다.<sup>22)</sup> 각 모형의 설명력 ( $Adj. R^2$ )은 Panel A의 경우 최소 73.5%에서 최대 76.8%로 높는데 반해, Panel B의 경우 최소 6.1%에서 최대 8.6%로 앞서와 비교하면 상당히 낮은 편이다. 그러나 Panel B의 경우는 Panel A와 달리 이분산성 및 규모효과의 문제를 통제하기 위해서 모든 변수를 전기 주가로 표준화했기 때문에 계량경제학적 문제가 상대적으로 적다. 또한 전술한 바와 같이, 본 연구의 초점은 두 모형 간의 추가설명력에 대한 차이가 관심사항이 아니라 연결영업이익의 공시변경에 따른 가치관련성의 변화에 차이가 있는지를 알아보는데 있기 때문에 본 연구의 경우 표준화 여부에 따른 추가설명력의 차이 정도는 결과해석상에 덜 중요한 사항이다. 이보다는 해당 분석기간(Pre-IFRS, IFRS, Post-IFRS)에 대한 연결영

업이익의 가치관련성 간에 상대적 차이가 있는지의 여부가 가설검증(가설 1, 2, 3)과 관련해서는 더 중요한 사항이다.

*BPS* 및 *BPS/P*는 주가에 대해 Panel A와 B, 그리고 분석기간 모두 대체로 유의한 양(+ )의 가치관련성이 있는 것으로 나타났다.<sup>23)</sup> 그러나 이들 변수는 분석기간 모두 *OIPS* 및 *OIPS/P*와 비교하면 주가와 관련성이 상대적으로 더 낮다. 이는 Collins et al.(1997)의 결과와는 다소 상반된 증거이다. 즉 Collins et al.(1997)에서는 영업이익의 가치관련성이 주당순자산의 가치관련성에 비해 최근연도로 갈수록 점차 낮아진다는 결과를 보고하였다. 하지만 이러한 결과는 2011년도 한 해 자료를 이용하고 개별과 별도재무제표를 분석한 이기세와 전성일(2014)의 결과와는 일치한다. 한편, *NOIPS* 및 *NOIPS/P*는 변수를 표준화하지 않은 Panel A에서는 분석기간 모두 주가에 대해 유의한 양(+ )의 가치관련성이 나타났지만, 변수를 표준화 한 Panel B의 경우는 앞서와 달리 Pre-IFRS기간을 제외하면 IFRS와 Post-IFRS기간에는 주가와 유의한 양(+ )의 가치관련성이 모두 사라진다.<sup>24)</sup> 또한 *OIPS*(또는 *OIPS/P*)보다 *NOIPS*(또는 *NOIPS/P*)의 가치관련성이 전

22) 일반적으로 모형식에서 회귀분석시 분산팽창요인(Variance Inflation Factor; 이하 VIF) 값이 10을 상회하면 변수간의 다중공선성 문제가 심각한 것으로 판단한다. 〈표 5〉에 보고된 결과에서 이러한 다중공선성 문제가 있는가를 이용하여 확인해 보았다. 설명변수 중 VIF의 최대값이 가장 높았던 변수는 Panel A의 경우 Pre-IFRS, IFRS, Post-IFRS기간의 각 경우에서 *OIPS*, *BPS*, *BPS* 변수로 그 값이 4.203, 3.426, 3.120인 것으로 나타났다. 또한 Panel B에서 Pre-IFRS, IFRS, Post-IFRS기간의 각 경우 *BPS/P*, *BPS/P*, *NOIPS/P* 변수에서 그 값이 1.310, 1.333, 1.378로 나타났다. 전반적으로 Ohlson(1995) 모형을 표준화시키지 않은 경우가 표준화 한 경우에 비해 변수간의 VIF 값이 더 높다. 그러나 모형식에서 VIF의 최대값이 5 이하로 나타나 허용범위 내에 있으므로, 본 연구의 모형식에서 변수간의 다중공선성 문제는 그리 심각하지 않은 것으로 판단된다. 이후의 분석결과들에서도 앞서와 질적으로 유사한 결과로 나타났다.

23) 한편, 본 연구의 가설과 관련한 사항은 아니지만, 〈표 5〉에서 *BPS* 및 *BPS/P*의 상대적 가치관련성에 유의한 차이가 있는지를 평행성 검증을 통해 살펴본 결과, Panel A에서 Pre-IFRS vs IFRS, IFRS vs Post-IFRS, Pre-IFRS vs Post-IFRS 간 각 계수 간 차이는 0.013(0.400), 0.096(0.000), 0.109(0.000)로 나타나 *BPS* 간에 유의한 차이를 보였던 기간은 IFRS vs Post-IFRS 및 Pre-IFRS vs Post-IFRS으로 나타났다. 또한 Panel B의 경우 앞서와 같이 각 계수 간 차이는 -0.021(0.152), 0.055(0.000), 0.034(0.003)로 나타나, Panel A와 일치된 결과였다. 따라서 Post-IFRS기간이 Pre-IFRS 및 IFRS보다 *BPS*의 가치관련성이 증가됨을 알 수 있다. 이러한 결과는 대체로 김문철 등(2014)과 일치한다.

24) 이기세와 전성일(2014)은 2011년도 IFRS기준에 의한 주당영업외손익은 주가와 유의한 관련성이 나타나지 않은 반면, K-GAAP 방식에 의한 주당영업외손익은 주가와 유의한 양(+ )의 관련성이 있다고 보고하였다.

반적으로 낮은 수준이다. 이는 Panel B의 결과로 볼 때 연결영업외손익은 비정상적, 비반복적 성격의 일시적 항목이 많기 때문에 지속성이 낮아 유의한 결과를 보이지 않는 것으로 보인다. 특히 IFRS 도입 후 *NOIPS*(또는 *NOIPS/P*)는 증가와 유의한 관련성이 나타나지 않고 있어 투자자들에게 정보가치를 제공하지 못하는 것으로 나타났다.

관심변수 *OIPS* 및 *OIPS/P*는 Panel A 및 B에서 분석기간 모두 증가와 유의한 양(+)의 관계로 나타났다. 이러한 *OIPS* 및 *OIPS/P*의 양(+)의 가치관련성이 가설과 일치하는지를 살펴본 평행성 검증결과에 따르면, Panel A(Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우)에서는 Pre-IFRS보다 IFRS에서 *OIPS*의 계수차이 값이 0.255(=4.472-4.217)만큼 상대적으로 크고, 또한 IFRS보다 Post-IFRS기간에서 *OIPS*의 계수차이 값이 0.562(=3.910-4.472)만큼 상대적으로 작으며, Post-IFRS기간이 Pre-IFRS기간과 비교하여 *OIPS*의 계수차이 값이 0.307(=3.910-4.217)만큼 상대적으로 작게 나타났다. 이러한 계수차이는 모두 평행성 검증결과에서 통계적으로 유의한 차이를 보인다. 즉 연결영업이익의 가치관련성의 회귀계수( $\beta_2$ )의 크기는 IFRS > Pre-IFRS > Post-IFRS 순으로 나타났다. 따라서 주당가치로 측정된 Ohlson(1995)의 주가수준 모형에서는 연결영업이익의 기간간 상대적 가치관련성( $\beta_2$ )의 차이로 살펴볼 때 연결영업이익의 가치관련성이 과거 K-GAAP기간과 비교하면 점차 증가하였다가 감소되는 추세로 나타나 가설 1, 2, 3 모두는 회계기준 제정기관 및 감독당국에서의 연결영업

이익과 관련한 공시정책의 변경이 의도한 기대와 달리, 그 효과성을 뒷받침해 줄 수 있는 결과가 나타나지는 않았다.<sup>25)</sup>

한편, 전기 증가로 표준화 한 Panel B(Ohlson(1995) 모형을 전기 증가로 표준화 한 경우)의 결과에서는 앞서 Panel A의 결과와 비교할 때 모두 대체로 다른 결과를 보이고 있다. 즉 Pre-IFRS보다 IFRS에서 *OIPS*의 계수차이 값이 0.192(=0.334-0.526)만큼 상대적으로 작고, 그 차이는 평행성 검증결과 통계적으로 유의하다. 또한 IFRS에 비해 Post-IFRS기간에서 *OIPS*의 계수차이 값이 0.090(=0.424-0.334)만큼 크지만 평행성 검증결과, 통계적으로 유의한 차이가 없다. 또한 Post-IFRS기간이 Pre-IFRS기간과 비교하여 *OIPS*의 계수차이 값이 0.102(=0.424-0.526)만큼 작지만 역시 평행성 검증결과는 유의한 차이를 보이지 않는다. 즉 앞서 Panel A의 경우인 Ohlson(1995)의 주가수준 모형에 대하여 이분산성 및 규모효과의 문제를 통제하기 위해 전기 증가로 표준화 한 후 분석하면 연결영업이익의 기간간 상대적 가치관련성( $\beta_2$ )의 결과는 가설 1만 지지된 결과를, 나머지 가설 2와 3은 지지되지 않는 결과로 나타났다. 따라서 금액 수준으로 분석되는 Panel A의 결과와 비율의 형태로 분석된 Panel B의 결과는 표준화 여부에 따라 전반적으로 다른 결과(different results)를 보이는 것으로 나타났다. 이처럼 표준화 여부에 따라 검증결과에서 중요한 차이가 있다는 것은 Ohlson(1995) 모형은 표준화에 따라 검증결과가 가변적이라는 사실을 보여준다. 그러한 점에서 Ohlson(1995)의 주당

25) 한편, 분석기간 중 Pre-IFRS기간은 연결재무제표가 주재무제표가 아닌 반면, IFRS 및 Post-IFRS기간은 연결재무제표가 주재무제표로 보고된다. 따라서 IFRS 도입 후기에 비해 연결재무제표의 적시성이 향상되어 공시효과가 증가된다는 주장도 있다(김문철 등 2014). 하지만 같은 K-GAAP 방식으로 보고된(Pre-IFRS vs Post-IFRS) 연결영업이익의 가치관련성을 서로 비교한 결과는 <표 5>의 결과로 볼 때, Post-IFRS의 *OIPS*(*OIPS/P*)의 가치관련성이 Pre-IFRS의 경우보다 향상되었다는 결과는 관찰되지 않았다.

가치로 측정된 주가수준모형의 결과 외에도 이분산성이나 규모효과 문제에 덜 민감한 전기 주가로 표준화 한 검증결과 역시 살펴볼 필요가 있다. 왜냐하면 만일 Ohlson(1995)의 주가수준모형에 대한 검증결과가 이분산성이나 규모효과 문제가 발생되지 않는다면 각 변수에 대한 표준화(deflator) 여부와 관계없이 해당 변수는 같은 의미의 속성을 가지기 때문에 유사한 결과가 관찰되어야 한다. 그렇지 않고 만일 Ohlson(1995) 모형에서 표준화 여부에 따라 다른 결과를 보인다면 표준화 한 결과보다 표준화 하지 않은 결과에서 이분산성이나 규모효과 문제가 더 심각하다는 것을 의미하고 이러한 점은 직관적으로도 추론이 가능하다.

이상의 두 방법(Panel A vs Panel B)에 따른 결과로 비취볼 때 선행연구의 주장처럼 Ohlson(1995) 모형 자체가 가진 이분산성 및 규모효과 문제가 발생하는 결과 보다는 이러한 문제가 전기 주가로 나눔으로써 통제되거나, 또는 보다 완화된 결과를 가지고 해석될 필요가 있다(Easton and Sommers 2003). 이는 한편으로, 이와 같은 본 연구결과를 통해 알 수 있듯이, 그동안 가치관련성을 다룬 국내외 많은 연구들 중 Panel A의 경우만을 중심으로 보고한 후 결과를 해석한 연구들이 많았다는 점에서 본다면 향후 연구들은 Panel B와 같은 결과에 대해서도 결과 확인이 필요함을 본 비교분석에서는 시사해 준다. 즉 Panel A의 결과처럼 Ohlson(1995) 모형 자체는 이분산성 문제와 더불어 큰 기업에 의한 규모효과 문제로 인해 검증결과에서 회귀계수의 편의로 불편추정치를 제공하는데 있어 한계가 있으므로(Easton and Sommers 2003), 이러한 문제를 보다 완화시키기 위해 전기 주가로 표준화 한 Panel B의 검증결과 역시 살펴볼 필요가 있음을 Panel A와 B 간의 결과 차이에서 보여준다. 따라

서 <표 5>의 경우 Panel A와 B 중 Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화 한 결과로 해석하면, 가설 1만 지지된 결과로 나타나고, 가설 2와 3은 지지되지 않은 결과로 평가된다.

이상의 결과를 바탕으로 가설에 대한 검증결과를 논의해 본다면, 가설 1의 경우 과거 IFRS 도입 이전의 규정중심기준인 K-GAAP 방식의 연결영업이익과 비교하여 2011년도 초반의 IFRS 적용에 따라 원칙중심기준에 의해 작성된 연결영업이익의 가치관련성이 상대적으로 더 낮은 결과로 나타나 기업마다 자율성에 따라 계산된 연결재무제표상 영업이익은 주식시장의 투자자 측면에서 오히려 정보유용성이 저하되는 것으로 나타났다(Pre-IFRS vs IFRS). 이는 IFRS기준에서의 원칙중심에 따라 기업마다 상이하게 작성된 연결영업이익 정보가 영업활동의 특성이 적절히 반영되어 경제적 실질을 보다 잘 전달해 주기보다는 투자자 관점에서는 오히려 기업간 비교가능성을 훼손시키거나 비영업손익과 영업손익 간의 계정간 분류변경이 의심되어 과거 K-GAAP 방식과 비교하여 연결영업이익의 정보유용성이 더 감소되는 것으로 평가한 것으로 보인다. 따라서 이러한 결과로 볼 때는 한국회계기준원의 2012년 10월 K-IFRS의 영업손익과 관련한 공시변경의 재개정에 따라 다시 과거 K-GAAP 방식대로 영업손익을 기업마다 획일화하여 보고하도록 한 정책의 변경은 그 자체로 타당성이 있어 보인다. 하지만, 가설 2의 결과로 볼 때는 이러한 IFRS 하에서 종전 K-GAAP 방식으로 다시 변경된 연결영업이익의 가치관련성은 2011년도 초기의 IFRS 방식으로 산정한 연결영업이익의 가치관련성에 비해 증가되었지만, 그 계수간 차이는 미미하여 통계적으로 유의한 차이를 가지고 있지는 않다(IFRS vs Post-IFRS). 따라서 가치관련성 측면에서는 한국회계기준원의 2012년 10

월 K-IFRS의 영업이익과 관련한 공시정책의 변경은 그 효과성이 나타나지 않음을 볼 수 있다. 뿐만 아니라, 가설 3의 결과로 볼 때 과거 K-GAAP 보고체계와 비교하면 새로운 회계기준인 IFRS 의무도입 이후 산출된 연결영업이익의 정보유용성이 보다 더 개선되었다는 결과도 나타나지 않았다(Pre-IFRS vs Post-IFRS). 이러한 결과는 한편으로, 한국회계기준원의 2012년도 10월에 영업손익 관련 규정을 재정비하였음에도 불구하고, IFRS 도입 이후 주채무제표로 작성·공시되는 연결채무제표상 영업활동과 관련한 핵심성과 측정치인 연결영업이익의 질이 과거 K-GAAP 보고체계와 비교할 때 보다 더 개선되지는 않았음을 보여준다. 즉 Post-IFRS와 Pre-IFRS 간의 비교는 두 경우 모두 K-GAAP 방식의 연결영업이익으로 작성된 결과라는 점에서 IFRS와 K-GAAP 간의 두 회계기준 간 회계정보의 질 차이를 보다 명확히 대비되어 비교되는 경우에 해당된다. 그러나 가설 3의 결과는 IFRS 회계기준이 종전 K-GAAP에 비해 고품질의 회계정보를 산출하여 회계의 질 개선에 효과적일 것으로 기대했던 당초의 기대와는 잘 부합되지 않는다. 이러한 맥락에서 볼 때 <표 5>의 Panel B의 결과는 우리나라의 경우 2011년도부터 모든 상장기업들에 대해 새로운 회계기준으로 IFRS기준이 의무적용 되었지만, 연결채무제표상 연결영업이익의 가치관련성을 과거 K-GAAP과 비교하면 연결영업이익의 정보유용성이 더 증가되지는 않았음을 시사해 준다. 이는 2011년부터 연결채무제표를 주된 채무제표로 보고하는 공시환경 하에서 기업의 가장 핵심적인 영업활동의 성과측정치인 연결영업이익의 가치관련성에 대한 정보효과의 변화를 가지고 평가해 보았을 때, 시점간 비교방법에서는 IFRS 도입이 종전 K-GAAP과 비교하여 회계정보의 질을 향상시켜 주는 효과성이 있는지와 관

련한 본질적 의문을 해소해 주지는 않는 결과이다. 그런데, 새로운 회계기준의 의무도입이 사회 전체적으로는 효익뿐 아니라 사회적 비용 역시 발생시켰기 때문에 경영성과의 가장 핵심정보이면서 연결실체가 반영된 연결영업이익이 투자자들 측면에서 보다 더 정보유용성이 개선되는 방향으로 공시정책이 변경되었는지 여부는 그 자체만으로도 매우 중요한 의미를 가질 수 있다.

#### 4.4 각 시장별 분석결과: KOSPI vs KOSDAQ

본 절에서는 앞서와 달리 시장간 차이를 고려하여 전체 상장기업을 다시 유가증권상장기업(KOSPI)과 코스닥상장기업(KOSDAQ)으로 나누어 각각 별도의 회귀분석을 수행한 후 이들 간에 차별적인 가치관련성이 있는지를 살펴보았다. 일반적으로 두 시장 간에는 제도적 환경 차이가 다를 뿐만 아니라 보고이익의 질 또한 다르다는 선행연구들의 주장이 있다(윤순석 2001; 김종일·김은혜 2006). 또한 이기세와 전성일(2014)의 연구도 개별과 별도채무제표의 영업이익을 대상으로 분석한 경우지만, 전체 상장기업을 두 시장별로 나누어 살펴본 바 있다. 따라서 본 절에서는 앞서의 전체 표본에 대한 결과가 두 시장 모두 일관되게 나타나는 현상인지, 아니면 두 시장유형(market type)에 따라 다소 차별적으로 나타나는 현상인지를 살펴보기 위해 회귀분석을 수행한 결과를 <표 6>과 <표 7>에 각각 보고하였다. <표 6>에는 KOSPI 표본의 결과를, <표 7>에는 KOSDAQ 표본의 결과를 보고하였다. 표 보고방식은 종전 <표 5>의 경우와 동일하다.

<표 6>에서 KOSPI 표본의 결과를 먼저 살펴보면, Panel A(Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우)의 결과는 앞서 <표 5>의 전체 표본의 경

〈표 6〉 IFRS 의무도입 전후기간의 연결영업이익의 상대적 가치관련성 비교: KOSPI 표본

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

$$P_{t+1}/P_t = a_0 + \beta_1 BPS_t/P_t + \beta_2 OIPS_t/P_t + \beta_3 NOIPS_t/P_t + \Sigma IND + \varepsilon \dots\dots\dots 식(2)$$

Panel A: Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우

Variable	Pre-IFRS (2009-2010)		IFRS (2011)		Post-IFRS (2012-2013)		Parallelism test	
	Coef	t-stat	Coef	t-stat	Coef	t-stat	OIPS <sub>t</sub>	
Intercept	5,240.84	0.27	4,763.35	0.23	7,616.42	0.51	Pre-IFRS vs IFRS	IFRS vs Post-IFRS
BPS <sub>t</sub>	0.170	6.00***	0.182	5.73***	0.277	13.89***		
OIPS <sub>t</sub>	<b>4.136</b>	<b>18.47***</b>	<b>4.441</b>	<b>16.64***</b>	<b>3.817</b>	<b>20.71***</b>	0.305(0.098)	-0.624(0.001)
NOIPS <sub>t</sub>	2.594	8.47***	1.966	4.45***	1.619	5.87***	Pre-IFRS vs Post-IFRS	
Adj. R <sup>2</sup>	0.728		0.767		0.764			
F Value	157.69***		103.12***		208.09***		-0.319(0.037)	
N of Obs.	819		466		963			

Panel B: Ohlson(1995) 모형을 전기 추가로 표준화 한 경우

Variable	Pre-IFRS (2009-2010)		IFRS (2011)		Post-IFRS (2012-2013)		Parallelism test	
	Coef	t-stat	Coef	t-stat	Coef	t-stat	OIPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	
Intercept	1.001	4.10***	0.896	3.39***	0.965	5.01***	Pre-IFRS vs IFRS	IFRS vs Post-IFRS
BPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	0.006	0.46	-0.007	-0.42	0.052	4.60***		
OIPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	<b>0.664</b>	<b>9.04***</b>	<b>0.181</b>	<b>1.93*</b>	<b>0.310</b>	<b>4.54***</b>	-0.483(0.000)	0.129(0.201)
NOIPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	0.240	3.49***	-0.151	-1.43	0.129	2.61***	Pre-IFRS vs Post-IFRS	
Adj. R <sup>2</sup>	0.151		0.005		0.090			
F Value	11.40***		1.15		7.38***		-0.354(0.000)	
N of Obs.	819		466		963			

주1) 변수의 정의는 〈표 3〉을 참조. 단, 2011년도는 IFRS기준에 의해 공시된 연결영업이익이고, 다른 연도는 K-GAAP 방식으로 산출된 연결영업이익임.

주2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

우와 비교하면 가설 1, 2, 3 모두 대체로 유사한 결과로 나타났다. 즉 연결영업이익의 가치관련성의 회귀계수( $\beta_2$ )의 크기는 IFRS > Pre-IFRS > Post-IFRS 순으로 나타났으며, 이들 간의 계수차이를 평행성 검증으로 분석한 결과에서 모두 통계적으로 유의한 차이를 보인다.

한편, Panel B(Ohlson(1995) 모형을 전기 추가로 표준화 한 경우)의 결과는 앞서 〈표 5〉의 전체

표본의 경우와 비교하면 대체로 유사한 결과가 나타났다. 다만, 가설 3의 경우 앞서 〈표 5〉의 결과와 달리 Pre-IFRS와 Post-IFRS기간 간에 연결영업이익의 가치관련성을 나타내는 각 회귀계수( $\beta_2$ ) 간의 차이를 평행성 검증을 실시한 결과, 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉 Post-IFRS기간이 Pre-IFRS기간에 비해 OIPS의 계수차이 값이 0.354(=0.310-0.664)만큼 상대적으로 작게

나타났으며, 이 차이는 통계적으로 유의하다. 따라서 Panel A와 B 간에 일치된 결과는 Pre-IFRS와 Post-IFRS기간에 대한 검증결과 뿐이다.

Panel A의 결과보다는 B의 결과인 Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화 한 경우로 가설이 부합되는지 여부를 살펴보면, 가설 1만 지지된 결과로 나타나고, 가설 2와 3은 모두 지지되지 않은 것으로 나타났다. 특히 가설 3은 오히려 가설의 예상과는 반대의 결과이다. 즉 가설 3의 경우 연결재무제표상 영업이익의 가치관련성에 대한 결과는 현행 IFRS 회계기준이 종전 K-GAAP 회계기준과 비교하여 회계정보의 질을 보다 더 유의하게 저하시킨 것으로 나타났다. 이는 IFRS 회계기준이 종전보다 고품질의 회계정보를 산출하여 회계의 질을 보다 개선시킬 것으로 도입되었지만, 유가증권상장기업의 경우 과거 K-GAAP 회계기준과 비교할 때 새로운 회계기준인 IFRS의 도입 이후 회계의 질이 향상되기 보다는 오히려 훼손된 결과로 보인다.

다음으로, <표 7>의 KOSDAQ 표본의 결과를 살펴보면, Panel A(Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우)에서는 앞서 <표 5>의 전체 표본의 경우와 비교하면 가설 1을 제외하고 가설 2와 3은 일치된 결과로 나타났다. 즉 Pre-IFRS에 비해 IFRS 첫째 연도에서 연결영업이익의 가치관련성의 계수차이 값이  $0.657(=5.007-5.664)$ 만큼 유의하게 작은 것으로 나타났다. 또한 Post-IFRS기간이 IFRS 기간보다 연결영업이익의 가치관련성이 유의하게 낮아졌고, Post-IFRS기간은 Pre-IFRS기간보다도 유의하게 낮아졌다. 따라서 가설 1만 지지되는 결과이다.

그러나 Panel B(Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화 한 경우)의 결과는 앞서 Panel A의 경우와 비교하면 가설 모두 다른 결과를 보이고 있다. 즉 IFRS와 Pre-IFRS 간 및 Post-IFRS와 IFRS

간에 연결영업이익의 가치관련성의 계수차이는 모두 유의한 차이가 없다. 그러나 Post-IFRS기간이 Pre-IFRS기간에 비해 *OIPS*의 계수차이 값이  $0.214(=0.603-0.389)$ 만큼 유의하게 큰 것으로 나타났다. 따라서 가설 3만 예상과 부합되는 결과이다. 따라서 코스닥상장기업의 경우 과거 K-GAAP 방식의 연결영업이익보다 IFRS 적용 이후 K-GAAP 방식의 연결영업이익의 가치관련성이 보다 더 증가되었음을 나타낸다. 하지만, 이 가설 3에 대한 코스닥상장기업의 결과는 앞서 유가증권상장기업의 경우와 비교하면 서로 반대되는 결과임을 볼 수 있다. 구체적으로 가설 3의 결과는 전체 표본의 결과인 <표 5>의 Panel B에서는 Pre-IFRS와 Post-IFRS기간 간에 연결영업이익의 상대적 가치관련성에 유의한 차이가 없었지만, 전체 표본을 다시 KOSPI와 KOSDAQ 표본으로 나누어 분석하면 유가증권상장기업은 Post-IFRS기간이 Pre-IFRS기간에 비해 연결영업이익의 상대적 가치관련성이 유의하게 감소된 반면, 코스닥상장기업은 Post-IFRS기간이 Pre-IFRS기간에 비해 연결영업이익의 상대적 가치관련성이 유의하게 증가된 결과로 나타났다. 이러한 결과로 볼 때 IFRS 도입에 따른 회계의 질에 대한 효과성이 두 시장 간에도 서로 다른 방향으로 전개되었음을 알 수 있다. 즉 한국회계기준원의 2012년도 10월에 들어 영업손익과 관련한 재개정은 연결실체의 경우 투자자의 정보유용성 측면에서 유가증권상장기업은 부정적인 효과(negative effect)로 전개된 반면, 코스닥상장기업은 긍정적인 효과(positive effect)로 전개된 것으로 나타났다. 이는 지배구조가 상대적으로 열악한 코스닥상장기업들에서는 IFRS 도입 이후 연결영업이익의 정보유용성이 보다 더 증가된 반면, 지배구조가 상대적으로 안정된 유가증권상장기업들에서는 IFRS 도입 이후 연결영업이익의

〈표 7〉 IFRS 의무도입 전후기간의 연결영업이익의 상대적 가치관련성 비교: KOSDAQ 표본

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

$$P_{t+1}/P_t = a_0 + \beta_1 BPS_t/P_t + \beta_2 OIPS_t/P_t + \beta_3 NOIPS_t/P_t + \Sigma IND + \varepsilon \dots \dots \dots \text{식(2)}$$

Panel A: Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않은 경우

Variable	Pre-IFRS (2009-2010)		IFRS (2011)		Post-IFRS (2012-2013)		Parallelism test	
	Coef	t-stat	Coef	t-stat	Coef	t-stat	OIPS <sub>t</sub>	
Intercept	2,904.53	0.52	4,614.23	0.68	8,624.98	1.61	Pre-IFRS vs IFRS	IFRS vs Post-IFRS
BPS <sub>t</sub>	-0.068	-1.17	-0.080	-1.58	0.236	5.29***		
OIPS <sub>t</sub>	<b>5.664</b>	<b>20.15***</b>	<b>5.007</b>	<b>19.21***</b>	<b>4.515</b>	<b>18.63***</b>	-0.657(0.007)	-0.492(0.028)
NOIPS <sub>t</sub>	-0.095	-0.27	-0.349	-0.61	-0.199	-0.63	Pre-IFRS vs Post-IFRS	
Adj. R <sup>2</sup>	0.552		0.568		0.594			
F Value	76.71***		60.05***		147.93***		-1.149(0.000)	
N of Obs.	800		584		1,307			

Panel B: Ohlson(1995) 모형을 전기 주가로 표준화 한 경우

Variable	Pre-IFRS (2009-2010)		IFRS (2011)		Post-IFRS (2012-2013)		Parallelism test	
	Coef	t-stat	Coef	t-stat	Coef	t-stat	OIPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	
Intercept	1.152	3.74***	1.477	4.94***	1.417	6.85***	Pre-IFRS vs IFRS	IFRS vs Post-IFRS
BPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	0.050	2.74***	0.027	1.19	0.086	5.30***		
OIPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	<b>0.389</b>	<b>3.93***</b>	<b>0.479</b>	<b>4.63***</b>	<b>0.603</b>	<b>6.52***</b>	0.090(0.500)	0.124(0.305)
NOIPS <sub>t</sub> /P <sub>t</sub>	0.065	0.67	0.070	0.48	-0.013	-0.17	Pre-IFRS vs Post-IFRS	
Adj. R <sup>2</sup>	0.041		0.110		0.084			
F Value	3.65***		6.55***		10.17***		0.214(0.068)	
N of Obs.	800		584		1,307			

주1) 변수의 정의는 〈표 3〉을 참조. 단, 2011년도는 IFRS기준에 의해 공시된 연결영업이익이고, 다른 연도는 K-GAAP 방식으로 산출된 연결영업이익임.

주2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

정보유용성이 보다 더 감소되었음을 나타낸다. 따라서 이러한 본 연구의 발견은 IFRS 의무도입에 따른 회계정보의 질에 대한 개선효과는 기업지배구조가 상대적으로 더 열악한 시장에서 그 효과성이 더 높다는 것을 시사한다.

이상의 전반적인 결과를 감독기관 및 한국회계기준원의 영업손익과 관련한 공시변경의 효과와 관련시켜 종합해 본다면, 유가증권상장기업은 감독기관

및 한국회계기준원 관점에서는 2011년도 초기의 IFRS기준에 의해 자율적으로 공시된 연결영업이익의 가치관련성이 과거 K-GAAP기준에 의해 산출된 영업이익에 비해 주가관련성이 상대적으로 더 낮아져 한국회계기준원의 2011년도 이후 영업이익의 산정방식을 다시 K-GAAP 방식으로 변경한 사항은 정책적으로 타당한 실효성이 있어 보이지만(가설 1), 이후 한국회계기준원의 2012년도 10월에 영업손익

관련규정을 재정비하여 IFRS 방식에서 다시 K-GAAP 방식으로 변경한 정책사항은 2011년도 초기의 IFRS기준의 방식과 비교할 때 K-GAAP 방식의 연결영업이익의 가치관련성에 유의한 차이가 없게 나타나 그 효과성은 크지 않은 것으로 보인다(가설 2). 뿐만 아니라, IFRS 도입 이후 K-GAAP 방식의 연결영업이익의 가치관련성이 과거 K-GAAP 하에서의 K-GAAP 방식에 따른 연결영업이익의 가치관련성보다 유의하게 더 감소된 결과로 나타나 IFRS 회계기준이 종전 K-GAAP 보다 더 고품질의 회계정보를 산출하여 회계의 질 개선에 효과적일 것이라는 기대와는 잘 부합되지 않는 것으로 해석된다(가설 3).

이와 달리, 지배구조가 상대적으로 열악한 코스닥 상장기업은 2011년도 초반의 IFRS 의무도입에 따라 작성된 연결영업이익의 가치관련성이 종전 K-GAAP 방식의 연결영업이익의 가치관련성에 비해 유의하지는 않지만 소폭 증가되었고(가설 1), 다시 2012년도 한국회계기준원의 영업이익과 관련한 공시방법의 변경으로 이후 IFRS기준 하에서 K-GAAP 방식으로 선정된 연결영업이익은 2011년도에 IFRS 적용에 의해 선정된 방식보다 유의하지는 않지만 소폭 증가되어(가설 2), 결국 과거 K-GAAP기준에 따라 확일화된 방식으로 산정된 연결영업이익과 비교하면 두 단계를 거친 후 IFRS 하에서 K-GAAP 방식으로 산출된 연결영업이익의 가치관련성은 종전 K-GAAP 기간에 비해 상대적으로 유의하게 개선된 효과를 가지는 것으로 나타났다(가설 3). 또한 이러한 결과는 2011년도 IFRS의 의무도입 및 한국회계기준원의 2012년도 10월에 K-IFRS 개정을 통해 영업손익 공시정책을 변경한 것이 지배구조에 차이가 있는 두 시장 간에 서로 상반된 결과로 전개되었음을 보여준다. 따라서 이러한 본 연구결과는 향후 감독당국 및 한국회계기준원이 IFRS 회계기준과 관련한 정책을

변경시 종전과 같이 상장기업 전체를 대상으로 한 확일화된 접근보다는 시장별 특성 차이가 고려된 정책시행이 필요할 수 있음을 시사한다. 이러한 맥락에서 보면, 본 연구결과는 회계기준에 대한 정책결정자에게 자료의 분석을 통한 실증적 증거로서 정책적 시사점을 제공해 줄 것으로 기대된다.

## V. 결론

본 연구는 IFRS 의무도입에 따른 영업이익의 정보효과의 변동을 주체무제표인 연결재무제표를 중심으로 실증적으로 분석하였다. 특히 본 연구는 2011년도 초기에 IFRS기준에 따라 기업에게 자율성이 부여되어 산출된 연결영업이익의 가치관련성이 IFRS 전후기간의 K-GAAP 방식에 따라 확일적으로 작성된 연결영업이익의 가치관련성과 비교하여 어떤 정보효과의 변동이 있었는지에 대하여 투자자의 관점에서 연결영업이익의 상대적 가치관련성 측면을 분석하였다. 새로운 국제회계기준의 도입으로 국내 상장기업은 2011년도 초기의 IFRS 하에서는 원칙중심의 회계처리에 따라 영업이익의 경우 기업마다 각자의 고유한 영업성과를 보다 잘 반영시킬 수 있도록 영업이익 구성항목을 자율적으로 기업이 선택하여 결정하였으나, 영업이익 수치를 기업이 의도적으로 계정 간의 분류변경(classification shifting)을 통해 조정할 가능성이 있다는 문제와 그로 인해 기업간 및 기간간 영업이익의 비교가능성이 저하되다는 문제가 실무계에서 꾸준히 제기됨에 따라 한국회계기준원은 2012년도 10월에 다시 영업이익의 공시방법을 과거 K-GAAP 방식으로 변경함으로써 종전 K-GAAP 하에서와 동일하게 회귀되었다. 따라

서 본 연구는 기업이 자율적으로 계정분류를 선택하여 보고한 연결영업이익과 그렇지 않고 회계기준에 따라 모든 기업이 획일적으로 보고한 연결영업이익 간에 정보유용성 측면에서 유의한 차이가 있는지를 주식시장의 투자자 반응을 통해 살펴보았다. 이를 통해 본 연구는 새롭게 도입된 IFRS 회계기준 하에서의 원칙중심의 회계처리와 한국회계기준원의 영업손익과 관련한 공시정책의 변경이 주식시장의 투자자 관점에서 연결실체가 반영된 지배기업에 대한 연결영업이익의 질 변화에 보다 긍정적인 실효성을 제공하였는지 여부를 검증하고자 하였다.

이를 위해 본 연구는 분석기간을 2009년부터 2013년까지로 하여 IFRS 도입 첫해인 2011년도의 연결영업이익과 IFRS 도입 전후 2년간의 K-GAAP 방식에 따른 연결영업이익 간을 비교하고, 또한 IFRS 전후기간에서의 K-GAAP 방식의 연결영업이익 간을 비교하여 주재무제표인 연결재무제표에서 제공되는 연결영업이익에 대한 가치관련성의 변화를 살펴보았다. 분석모형은 Ohlson(1995)의 주가수준 모형을 이용하였다. 특히 본 연구는 Ohlson(1995)의 주가수준 모형을 표준화하지 않은 경우와 전기 주가로 표준화 한 경우로 나누어 검증결과를 서로 비교하여 살펴보았다. 표본은 유가증권상장기업과 코스닥상장기업이며, 본 연구에서 제시된 가설은 세 가지로 한국회계기준원이 영업손익의 산정방식을 변경할 때 의도했던 방향에 따라 설정하였다. 구체적으로 가설 1에서는 IFRS 도입 첫해인 2011년도에 적용된 연결영업이익이 IFRS 이전기간(Pre-IFRS; 2009-2010)에서의 K-GAAP 방식의 연결영업이익에 비해 가치관련성이 낮고, 가설 2에서는 IFRS 이후기간(Post-IFRS; 2012-2013)에서의 K-GAAP 방식으로 변경된 연결영업이익이 2011년도 초기의 IFRS 적용으로 산정된 연결영업이익에 비해 가치

관련성이 높으며, 가설 3에서는 IFRS 이후기간(Post-IFRS)에서의 K-GAAP 방식의 연결영업이익이 IFRS 이전기간(Pre-IFRS)의 과거 K-GAAP 방식의 연결영업이익에 비해 가치관련성이 더 높을 것으로 예상했다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 앞서 제시된 세 가지 가설 모두 Ohlson(1995) 모형을 표준화하지 않고 회귀분석 한 결과와 전기 주가로 표준화한 후 회귀분석 한 결과 간에 검증결과 측면에서 대부분 상당한 차이가 있는 것으로 나타났다. 이는 주가수준모형으로 검증되는 Ohlson(1995) 모형이 금액 변수로 분석되기 때문에 비율 변수로 검증된 경우보다 선행연구에서 주장하는 이분산성 및 규모효과의 문제로 인해 결과해석상에 다른 결과가 유도될 수 있음을 시사한다(Kothari and Zimmerman 1995; Easton and Sommers 2003 등). 둘째, 앞서의 검증결과에 대해 Ohlson(1995) 모형을 표준화 한 회귀분석 결과로 검증결과를 살펴보면, 전체 표본은 가설 1만 지지되고, 가설 2와 3은 지지된 결과를 보이지 않았다. 즉 IFRS 도입 이전기간인 K-GAAP기준 하에서 산정된 연결영업이익보다 2011년도 초기의 IFRS 적용 하에서의 연결영업이익의 가치관련성이 유의하게 더 낮게 나타나 국제회계기준의 특성 중 하나인 원칙중심의 회계처리에 따라 산출된 연결영업이익은 과거 K-GAAP기준 하에서의 규정중심의 회계처리에 따라 산출된 연결영업이익과 비교하여 오히려 정보유용성이 저하된 결과로 나타났다. 셋째, 전체 표본을 다시 KOSPI와 KOSDAQ 표본으로 나누어 분석한 결과에 따르면, KOSPI 표본의 경우 가설 1은 지지된 결과를, 가설 3은 오히려 예상과 반대의 결과로 나타났다. 이와 달리 KOSDAQ 표본의 경우는 가설 3만 지지된 결과로 나타났다. 따라서 가설 3은 전체 상장기

업의 경우와 달리 두 시장 간에 서로 상반된 증거가 관찰되었다. 즉 KOSPI(KOSDAQ)기업은 과거 K-GAAP기간과 비교하여 IFRS 도입 이후기간에서 연결영업이익의 가치관련성이 더 훼손(개선)된 결과로 나타났다. 이러한 결과는 2011년도 K-IFRS 도입에 따른 회계기준 및 한국회계기준원의 2012년도 10월에 K-IFRS 개정을 통해 영업손익과 관련한 공시정책을 변경한 사항이 지배구조가 서로 차이가 있는 두 시장 간에 상반된 결과(conflicting results)로 전개되었음을 보여준다. 한편, 이러한 본 연구결과는 향후 감독당국 및 한국회계기준원이 K-IFRS 회계기준과 관련한 정책변경시 종전과 같이 상장기업 전체를 대상으로 한 획일화된 접근보다는 시장 간 특성이 고려된 정책시행이 필요하다는 것을 시사해 준다.

이상의 본 연구에서의 유익한 시사점의 제공에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 측면에서 분석상 한계가 있다. 첫째, 본 연구의 분석모형은 Ohlson(1995) 모형의 기본적 사항으로 구성된 변수에 기초하고 있지만, Ohlson(1995) 모형에서는 기타 정보(other information)에 대한 생략된 변수(omitted variables)의 문제는 여전히 남아 있다. 따라서 이러한 사항은 결과해석상 고려될 필요가 있다. 둘째, 본 연구는 관련연구들에서 수행했던 한 회계기간 내에서의 비교방식과 달리, 기간간 비교방식을 통해 IFRS 도입 전후기간에서 연결영업이익의 산정방식에 따른 상대적 가치관련성의 변화를 서로 비교하여 분석하였다. 그런데 기간간 분석의 경우에는 두 기간의 경제적 환경변화를 모형식에 적절히 통제하기 어려운 한계가 있을 수 있다. 또한 본 연구는 회계정보와 추가반응 간의 관계를 살펴본다는 점에서 연결영업이익의 상대적 가치관련성에 대한 검증결과에서 나타난 현상이 해당 회계정보에 기초한 것인지, 아

니면 시장의 효율성에 기인한 결과인지, 아니면 두 효과 모두에 의한 결합효과(joint effects) 때문인지에 대해서는 독자들이 결과해석상에 주의를 요할 필요가 있다. 셋째, 2011년도 IFRS 도입은 종전 K-GAAP과 비교하여 연결범위에 변화가 있었다. 하지만 본 연구는 자료상 한계로 인해 이러한 사항을 추가로 고려하지 못한 점이 있다. 마지막으로, 본 연구는 선행연구보다는 확장된 기간인 IFRS 도입 이후기간에 대해 2012년과 2013년도 자료를 포함하여 분석하였으나, 보다 신뢰수준이 높은 결과를 확보하기 위해서는 더 확장된 기간이 필요할 수 있다. 그러나 이상의 분석상의 한계는 본 연구만의 문제라기보다는 자료 분석을 이용한 경험적 연구들에서 공통되게 발생하는 한계이기도 하다.

## 참고문헌

- 강선아·김용식(2013), “국제회계기준(K-IFRS)적용에 따른 회계정보유용성 검증,” **회계연구**, 18(3), 123-148.
- 강창수(2013), “IFRS 도입을 전후한 회계정보의 질적 특성 및 가치관련성 변화,” **국제회계연구**, 50, 253-282.
- 권성수·권수영(2006), “연결재무제표의 주재무제표화에 따른 기업회계기준의 개선방안,” **회계저널**, 15(회계기준 특별호), 55-85.
- 금융감독원 보도자료(2012), “영업손익 산정 관련 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 개정”. 2012년 10월 17일자.
- 기현희(2014), “K-IFRS 이후 주당영업이익과 주당순이익의 가치관련성,” **국제회계연구**, 54, 1-16.
- 김권중·나인철(2002), “지분법 회계와 연결재무제표정보의 유용성에 대한 실증적 연구,” **회계학연구**, 27

- (4), 115-144.
- 김권중·나인철·권해숙(2001), "연결회계이익의 정보유용성 분석," **회계학연구**, 26(4), 157-187.
- 김문철·전영순(2012), "영업손익의 공시 등에 관한 연구," **회계저널**, 21(4), 185-223.
- 김문철·전영순·안성희·하승현(2014), "IFRS 도입을 전후한 연결재무제표의 가치관련성 변화," **2014년도 한국회계학회 하계국제학술대회 발표논문**.
- 김영욱·최영수·최정호·김학운(2014), "IFRS 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성," **회계학연구**, 39(1), 117-146.
- 김종일·김은혜(2006), "기업공개 결정요인에 대한 실증연구: 코스닥시장 상장기업을 중심으로," **회계저널**, 15(특별호), 123-158.
- 김지홍(1995), "연결재무제표와 개별재무제표 정보의 차이," **회계저널**, 4: 11-26.
- 김창수·이현주(2015), "공정가치로 측정된 기타포괄이익 항목의 가치관련성에 관한 연구," **경영학연구**, 44(1), 1-26.
- 박성환(2002), "지분법 도입후 연결재무제표의 정보효과," **회계연구**, 7(2), 1-18.
- 박종일·최성호·남혜정(2014), "K-IFRS 의무도입이 순이익의 상대적 가치관련성에 미치는 영향: 연결, 별도, 개별 재무제표 간의 비교를 중심으로," **2014년도 한국회계학회 하계국제학술대회 발표논문**.
- 박홍조·지현미(2009), "연결재무제표의 정보유용성 및 개별재무제표에서 지분법 손익을 이용한 이익조정," **회계정보연구**, 27(2), 61-90.
- 신현걸·이만우(2002), "지분법 적용시 연결재무제표 정보의 유용성," **세무와 회계저널**, 3(1), 67-91.
- 유용근·문보영·최은실(2013), "영업이익 산정반식에 따른 영업이익의 가치관련성 비교," **회계저널**, 22(2), 1-21.
- 윤순석(2001), "거래소기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교연구," **증권확회지**, 28(1), 57-85.
- 이기세·전성일(2014), "K-IFRS 도입으로 인한 영업이익과 영업이익외손익의 가치관련성 변화에 관한 연구," **회계저널**, 23(2), 191-217.
- 전성빈(1994), "감사받은 연결재무제표의 정보효과," **회계학연구**, 19, 51-71.
- 전영순·하승현(2011), "K-IFRS 초기 도입한 기업의 영업이익 구분 표시 및 영업이익 산출에 관한 연구," **회계저널**, 20(2), 239-275.
- 주식회사의 외부감사에 관한 법률 시행령.
- 최성호·김인숙·최 관(2013), "K-IFRS 의무도입에 따른 회계정보의 가치관련성 변화와 투자자의 반응," **회계학연구**, 38(4), 333-367.
- 최정호(2013), "IFRS 채택과 회계정보의 가치관련성," **회계학연구**, 38(1), 391-424.
- 최중서·곽영민·백정환(2013a), "K-IFRS 이후 영업이익 공시 정책 변화에 대한 연구: 코스닥 시장을 중심으로," **2013년도 한국회계학회 하계국제학술대회 발표논문**.
- 최중서·곽영민·백정환(2013b), "별도재무제표의 유용성 제고 방안에 관한 연구," **회계저널**, 22(3), 101-158.
- 한중수·박선영(2013), "K-IFRS하에서의 별도재무제표와 연결재무제표의 상호보완적 가치관련성에 대한 연구," **회계연구**, 18(2), 175-208.
- 황인태(1995), "연결재무제표의 유용성에 관한 실증적 연구: 거래량 정보를 이용하여," **회계학연구**, 20(2), 59-75.
- Barth, M., and S. Kallapur(1996), "The Effects of Cross-sectional Scale Differences on Regression Results in Empirical Accounting Research," *Contemporary Accounting Research* 13(2), 527-567.
- Barth, M., W. Landsman, and M. Lang(2008), "International Accounting Standards and Accounting Quality," *Journal of Accounting Research* 46, 467-498.
- Biddle, G., G. Seow, and A. Siegel(1995), "Relative Versus Incremental Information Content," *Contemporary Accounting Research* 12(1),

- 1-23.
- Chen, S. Y. J. Sun, and D. Wu(2010), "Client Importance, Institutional Improvements, and Audit Quality in China: An Office and Individual Auditor Level Analysis," *The Accounting Review* 85(1), 127-158.
- Collins, D., E. I. 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.
- Easton, P. D., and G. A. Sommers(2003), "Scale and Scale Effects in Market-based Accounting Research," *Journal of Business Finance & Accounting* 30(1), 25-56.
- FASB(2003), "Interpretation No. 46: Consolidation of Variable Interest Entities, an Interpretation of ARB No. 51."
- Hollander, M.(1970), "A Distribution-free Test for Parallelism," *Journal of the American Statistical Association* 65, 387-394.
- Kothari, S. and J. Zimmerman(1995), "Price and Return Models," *Journal of Accounting and Economics* 20, 155-192.
- Ohlson, J.(1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research* 11(2), 661-687.
- Vuong, Q.(1989), "Likelihood Ratio Test for Model Selection and Non-nested Hypotheses," *Econometrica* 57(2), 307-333.

# Comparing the Relative Value Relevance of Operating Income under Pre- and Post-IFRS: Focus on Consolidated Financial Statements

Jong-Il Park\* · Kyunga Na\*\*

## Abstract

This paper analyzes the effects of adoption of the International Financial Reporting Standards (IFRS) on the information usefulness of operating income disclosed in the consolidated financial statements over three distinct periods around the adoption of the IFRS. Before 2011, all items in the financial statements including operating income were prepared in accordance with the Korean Generally Accepted Accounting Principles(K-GAAP) in Korea. In 2011, Korea adopted the IFRS. While the IFRS permit a firm to choose the components of its operating income, it could cause the use of different methods for preparing operating income and possibly decrease the comparability across the firms. In order to prevent these issues, Korean Accounting Standard Board(KASB) decided in 2012 to return to the K-GAAP which required for firms to use a uniform method on preparing operating income. As a result, the reported operating income in the consolidated income statements was based on the IFRS only in 2011 and on the K-GAAP in all other years. Due to the unique nature of reporting operating income in Korea, several studies examine the differences in the value relevance of reported operating income based on IFRS in 2011 and that of restated operating income based on the K-GAAP in other years. However, most of these studies mainly focus on operating income presented in the individual financial statements or in the auxiliary financial statements named separate financial statements. Although consolidated financial statements have become the main financial statements since the adoption of IFRS in 2011, no study examines the informational effects of operating income disclosed in the consolidated financial statements under the two different accounting standards.

The purpose of this paper is to fill this gap by addressing the question on whether changes in accounting standards affect informational usefulness of the consolidated operating income from

---

\* Professor, School of Business, Chungbuk National University, First Author

\*\* Assistant Professor, Dept. of Accounting, Business School, Keimyung University, Corresponding Author

the perspective of market participants. Specifically, we collect non-financial firms listed in the Korean Stock Exchange(KOSPI sample) and the Korean Securities Dealers Automated Quotations (KOSDAQ sample), and analyze the relative value relevance of consolidated operating income over three periods around the adoption of the IFRS in 2011: pre-IFRS(2009-2010), IFRS (2011), and post-IFRS(2012-2013).

We hypothesize that the reported operating income in the consolidated financial statements based on the IFRS in 2011 is expected to have lower value relevance than that based on the K-GAAP either in the Pre-IFRS period(Hypothesis 1) or in the Post-IFRS period(Hypothesis 2). We also investigate whether the relative value relevance of consolidated operating income is different between two periods based on K-GAAP by constructing Hypothesis 3 that consolidated operating income reported in the Post-IFRS is expected to be more value relevant than that in the Pre-IFRS period. To test the hypotheses, we use the un-deflated price level model by Ohlson(1995) as well as the deflated price level model by previous year stock price, which controls for heteroscedasticity and scale effects.

To summarize the results, we find a significant difference in the results across the models, which implies that the results may be affected by heteroscedasticity as well as scale biases from Ohlson's un-deflated model due to amount variables(Kothari and Zimmerman 1995; Easton and Sommers 2003). In the main analysis, the results based on the deflated model are consistent with our prediction in Hypothesis 1, but not with Hypotheses 2 and 3. Thus, the consolidated operating income reported under the K-GAAP in the Pre-IFRS period is more value relevant than that under the IFRS in the IFRS period, suggesting that allowing discretion in choosing the components of operating income may have deteriorated the informativeness of operating income. Meanwhile, when we examine the KOSPI and KOSDAQ samples firms separately, we observe conflicting evidence. Results based on the KOSPI sample are consistent with our prediction in Hypothesis 1 while being contradictory to Hypothesis 3. In contrast, only Hypothesis 3 is supported in the KOSDAQ sample. Hence, the relative value relevance of consolidated operating income of KOSPI firms(KOSDAQ firms) has been impaired(improved) after the adoption of the IFRS in 2011. These mixed results seem to be attributed to a difference in corporate governance structure between KOSPI and KOSDAQ. Our findings can contribute to the extant accounting literature by providing evidence which the KASB and regulatory authority may consider in implementing the accounting standards and policies.

Key words: IFRS, K-GAAP, Consolidated Financial Statements, Consolidated Operating Income, Relative Value Relevance, Market Type