K-IFRS 의무도입 전후 순이익과 성과측정치 가치관련성 연구

이장희* · 김승희**

< 국문초록 >

본 연구의 본 연구는 Ohlson(1995)의 모형을 이용하여 K-IFRS 도입이전과 도입 이후 연결재무제표와 개별재무제표에 주당장부가치(BPS)와 주당순이익(EPS)의 가치관련성에 대하여 비교분석하고, K-IFRS도입 전후 연결재무제표와 개별재무제표를 주당EBITDA(EBITDAPS), 주당영업이익(OIPS), 주당법인세비용차감전순이익(IBCTPS), 성과측정치인 주당순이익(EPS), 주당포괄이익(CIPS), 주당영업활동으로 인한 현금흐름(OCFPS)등이 기업가치에 미치는 영향을 검증하여 어느 성과측정치의 정보가 기업가치를 잘 설명하는데 차이가 있는지 K-IFRS 도입이전(2008년에서 2010년)과 도입이후 (2011년에서 2013년)기간을 비교하여 분석하였다.

연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 연결재무제표에서 IFRS 도입전 순이익의 가치관련성이 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 둘째, 성과측정치의 기업가치 설명력을 분석한 결과 연결재무제표에서 K-IFRS 도입 전후 주당순이익(EPS)이 주가와 관련성이 가장 높았고, 개별재무제표에서 K-IFRS 도입 전에는 법인세비용 차감전 순이익(IBCTPS)이, K-IFRS 도입 후에는 주당영업이익(OIPS)이 주가와 관련성이 높게 나타났다.

본 연구에서 성과측정치의 기업가치 설명력을 분석한 결과 연결재무제표에서 K-IFRS 도입 전후 주당순이익(EPS)이 주가와 관련성에 차이가 없고, Post-IFRS 회계기준하에서의 연결재무제표의 작성을 통해 얻어진 경영성과인 순이익의 가치관련성이 더 낮다는 결과는 K-IFRS 도입과 더불어 연결재무제표를 주된 재무제표로 작성하여 공시하도록 한 정책입안자들의 의도와는 다른 투자자들의 투자 결정과 연결재무제표상 Post-IFRS의 유용성이 투자자들 입장에서는 아직 정착되지 않은 것으로 나타나고 있다.

개별 재무제표상에서 IFRS 도입 전에는 IBCTPS(주당 법인세비용 차감 전 순이익)가 가장 의미있는 재무성과 측정치로 사용되었으나 IFRS 도입 후에는 OIPS(주당 영업이익)를 재무성과 측정치로서의 결정에 사용하고 있다고 볼 수 있다.

IFRS 도입 후, 종속기업이 포함되지 않은 지배기업의 개별 재무제표에서는 주당 영업이익이 여러 성과 측정치중 주가를 가장 잘 설명하고 있다고 해석 할 수 있다.

주제어 : K-IFRS, 연결재무제표, 개별재무제표, 주당순이익, 주당영업이익

* 충북대학교 경영대학 교수 (제1저자)

** 충북대학교 회계학과 박사과정 (공동저자)

I. 서론

본 연구는 Ohlson(1995)의 모형을 이용하여 K-IFRS 도입이전에 연결재무제표와 개별재무제표에 주당장부가치(BPS)와 주당순이익(EPS)의 가치관련성과 K-IFRS 도입 후 작성된 연결재무제표와 개별재무제표에 주당장부가치(BPS)와 주당순이익(EPS)의 가치관련성에 대하여 비교분석하고, K-IFRS도입 전후 연결재무제표와 개별재무제표를 주당EBITDA(EBITDAPS), 주당영업이익(OIPS), 주당법인세비용차감전순이익(IBCTPS), 성과측정치인 주당순이익(EPS), 주당포괄이익(CIPS), 주당영업활동으로 인한 현금흐름(OCFPS)등이 기업가치에 미치는 영향을 검증하여 어느 성과측정치의 정보가 기업가치를 잘 설명하는데 차이가 있는지 K-IFRS 도입이전(2008년에서 2010년)과 도입이후 (2011년에서 2013년도)기간을 비교하여 분석하였다.

연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 연결재무제표에서 IFRS 도입 전 순이익의 가치관련성이 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 이는 연결재무제표상의 IFRS 도입 후, 회계기준하에서의 연결재무제표의 작성을 통해 얻어진 경영성과인 순이익의 가치관련성이 더 낮다는 결과이다.

둘째, 성과측정치의 기업가치 설명력을 분석한 결과 연결재무제표에서 K-IFRS 도입 전 후 주당순이익(EPS)이 주가와 관련성이 가장 높았고, 개별재무제표에서 K-IFRS 도입 전에는 법인세비용 차감전 순이익(IBCTPS)이, K-IFRS 도입 후에는 주당영업이익(OIPS)이 주가와 관련성이 높게 나타났다.

본 연구에서 성과측정치의 기업가치 설명력을 분석한 결과 연결재무제표에서 K-IFRS 도입 전 후 주당순이익(EPS)이 주가와 관련성에 차이가 없고, Post-IFRS 회계기준하에서의 연결재무제표의 작성을 통해 얻어진 경영성과인 순이익의 가치관련성이 더 낮다는 결과는 K-IFRS 도입과 더불어 연결재무제표를 주된 재무제표로 작성하여 공시하도록 한 정책입안자들의 의도와는 다른 투자자들의 투자결정과 연결재무제표상 Post-IFRS의 유용성이 투자자들 입장에서는 아직 정착되지 않은 것으로 나타나고 있다.

개별 재무제표상에서 IFRS 도입 전에는 IBCTPS(주당 법인세비용 차감 전 순이익)가 가장 의미 있는 재무성과 측정치로 사용되었으나 IFRS 도입 후에는 OIPS(주당 영업이익)을 재무성과 측정치로서 의사결정에 사용하고 있다고 볼 수 있다. 연결 재무제표상에서 IFRS 도입전후의 성과측정 계수는 모두 주가와 1%로 유의한 값을 나타내고 있고, 모형의 Adj R² 에서 EPS(주당 순이익)를 이익변수에 대입한 모형의 주가 설명력이 가장 높았다. 이는 연결 재무제표상에서 IFRS 도입 전 후 모두에서 EPS(주당 순이익)를 재무성과 측정치로서 의사결정에 사용하고 있다고 볼 수 있다.

IFRS 도입 후, 종속기업이 포함되지 않은 지배기업의 개별 재무제표에서는 주당 영업이익이 여러 성과 측정치중 주가를 가장 잘 설명하고 있다고 해석 할 수 있다. 이는 지배기업만의 순

수한 영업활동에 영업외 활동이 섞이지 않아 영업활동으로 인한 영업손익의 의미가 희석되지 않음으로서 영업이익이 여러 성과 측정치중 주가를 가장 잘 설명하고 있으며, 국제회계기준에서 영업활동과 관련된 수익과 비용을 모두 규정하지 않아서 국제회계기준서에서 제시한 포괄손익계산서 양식에는 영업손익이 표시되지 않아, 한국회계기준위원회가 2012년에 기준서 제 1001을 일부 개정하여 영업손익을 포괄손익계산서에 구분표시하도록 한 것과 같은 맥락이라고 연구한 선행연구와의 연구결과와 유사하다고 할 수 있다.

II. 이론적 고찰

2.1 IFRS 연구

IFRS 도입의 긍정적 효과의 예측으로는 첫째, 기존의 회계원칙보다 기업의 투명성과 신뢰성이 높은 회계정보를 제공하고 둘째, 이해 관계자들 간의 기업에 대한 정보비대칭을 감소시켜 자본비용을 하락 셋째, 회계정보의 비교가능성이 높아져 재무정보를 비교하고 해석하는 정보처리 비용이 감소되어 이 모든 효과가 자금의 유동성을 증가시켜 효율적인 자본시장을 구축하는 것이다. 반면에 IFRS 도입의 부정적 효과의 예측으로는 공통된 회계원칙의 강요로 각 국가의 경제적, 정치적, 환경적 차이가 재무보고에 적절하게 반영하지 못하여 회계의 질이 감소될 수 있으며 둘째, 원칙중심의 회계기준은 경영자의 회계처리 방법에 과도한 재량권을 부여하고 셋째, 새로운 회계기준의 적용으로 상당한 비용과 시행에 많은 노력과 시간이 소요되어 기업가치에 부정적인 영향을 줄 것이라는 찬반의 논리가 맞서고 있다.

Barth et al.(2008)의 연구는 IFRS의 도입이 회계의 질에 어떠한 영향을 주는지에 대해 가장 많이 인용된 논문으로 이익조정 정도가 적을수록, 손실인식의 적시성이 클수록, 기업가치에 대한 순이익과 자본의 가치관련성이 클수록 회계의 질이 높다고 해석하며, 연구표본으로 1994년부터 2003년까지 IAS를 자발적으로 도입한 21개국의 1,896개 기업 연도의 자료를 분석한 결과 IAS 기업이 NIAS 기업보다 IAS 도입 후에 회계의 질이 향상되어, IAS 도입은 이익조정을 감소시키고, 손실의 조기인식 정도를 높일 뿐만 아니라, 주가와 회계수치와의 관련성을 증가시킨다고 하였다. 연구의 제약으로는 IFRS의 자발적 도입기업을 대상으로 한 결과라는 점에서 IFRS 의무도입 기업의 결과로 확장시킬 수 없다는 점이다(박종일 등 2014).

Ahmed et al.(2012)의 연구는 Barth et al.(2012)의 연구방법을 그대로 원용하여 20개국의 1,631개 기업의 의무적 도입 기업을 IFRS 도입 전 기간은 2002년에서 2004년, 도입 후 기간은 2006년부터 2007년으로 나누어 연구 한 결과 IFRS 도입 전보다 그 이후에 IFRS 도입 기업들의 이익유연화 측정치들이 더욱 크게 나타났으며, 통제기업인 IFRS 미도입 기업보다도 측정치 값이 더 크고, 해당국가의 시행 강제력이 클수록 이익유연화 정도가 더 크게 나타나며, IFRS 도입 후에 발생액으로 측정된 이익조정 정도도 더 높았으며, 손실의 조기인식은 오히려 더욱 감

소하여 앞서 자발적으로 IAS를 도입한 기업들에 대한 Barth et al.(2008)의 연구와는 대조적으로 IFRS를 의무적으로 도입한 기업들의 회계의 질은 악화되었다는 결론을 내리고 있다.

Christensen et al.(2008)의 연구는 자발적 도입기업과 의무적 도입기업을 연구에 포함하여 자발적 도입기업 133개 기업, 의무적 도입기업 177개의 독일 상장기업을 분석한 결과 예측한 것과 같이 자발적 도입기업은 이익조정의 정도가 감소하고 손실인식의 적시성이 증가했으나, 의무도입의 기업은 IFRS를 적용해도 회계의 질의 향상정도가 통계적으로 유의하지 않았다. 결론적으로 IFRS의 도입이 회계의 질을 향상시켰는지 여부는 회계처리에 적용되는 회계기준의 품질의 문제라기보다는 IFRS를 도입하려는 기업의 유인(incentives)이 더 중요하게 작용한다고 주장하였다.

2.2 가치관련성 연구

Bartov et al.(2005)은 독일기업을 대상으로 IFRS를 사용하는 경우 이익과 추가수익률이 더 높은 가치 관련성을 갖는다고 연구를 한 반면 Hellman(2008)은 IFRS를 도입한 유럽 국가들을 대상으로 IFRS의 도입이 회계의 보수주의와 이익의 가치 관련성에 어떠한 영향이 미치는지 분석한 결과 IFRS는 회계의 보수주의를 훼손시키기 때문에 회계이익의 가치 관련성이 감소한다는 결과를 제시하여 회계정보의 가치 관련성에 대해 서로 상반된 결과를 보이고 있다.

순이익과 순자산의 가치관련성을 살펴본 국내 연구로, 최종서 등(2013)은 K-IFRS 도입이후 별도 재무제표가 개별재무제표(K-GAAP)보다 가치관련성이 더 낮다는 결과를 보고하였는데 이에 박종일 등(2014)은 별도 재무제표의 가치관련성을 향상시키는 방안인지 아니면, 별도 재무제표와 동시에 보고된 연결재무제표가 가지는 지분법 손익의 가치관련성이 높는데 기인한 것인지를 구분하여 논의하지 못한 한계가 있어 보인다고 보고하였다.

김영욱 등(2014)은 IFRS 의무 도입된 2011년 유가증권시장 상장기업을 대상으로 연결과 별도 재무제표의 상대적 가치관련성과 증분적 가치관련성을 분석한 결과 추가 및 주식수익률에 대한 순이익과 순자산 정보의 가치관련성은 별도와 연결 재무제표 사이에 유의적인 차이를 발견하지 못하였고, 최종서 등 (2013)은 연결재무제표 순이익에서 별도재무제표 순이익을 차감한 차이는 추가 및 주식 수익률과 유의한 (+)의 관련성이 있음을 보고하고 연결재무정보가 별도 재무정보에 추가하여 증분적 가치관련성을 갖는다고 보고하였다.

한중수와 박선영(2013)은 별도재무제표의 순자산과 순이익 모두가 개별재무제표의 순자산과 순이익과 비교하여 가치관련성이 더 크다는 결과를 2007년부터 2011년 까지 자료를 이용하여 보고하였다. 반면 김문철 등(2014)의 연구에서는 IFRS 도입으로 연결재무제표가 주 재무제표가 되고 공시기한도 단축됨에 따라 연결재무제표의 중요성이 크게 증가되었고 이에 따라 연결재무제표의 가치관련성도 크게 증가할 것으로 예상되었으나, 분석 결과는 예상과 달리 연결순이익의 가치관련성은 유의하게 증가하지 않은 것으로 보고하고 있으며, 그 원인에 대한 연구의 필요성을 명시하고 있다.

기현희 외 (2013)는 2011년 K-IFRS를 의무 적용한 기업을 대상으로 기업가치 관련성에 차이가 있는지 검증한 결과, 연결재무제표의 정보가 기업가치에 더 관련성이 있는 것으로 나타나 투자자들의 의사결정에 연결재무제표의 정보들이 많이 반영되어 기업의 주가수준의 적정성이 연결재무제표를 기준으로 평가되고 있다고 하였다.

기현희 (2014)에서는 K-IFRS 실시 후 1, 2차년도 성과측정치들의 기업가치 관련성의 변화를 검증한 결과 OIPS 모형과 EPS 모형의 경우 연결과 개별재무제표상의 주가 설명력에 유의한 차이는 없었고, 연결재무제표내에서 EPS가 OIPS보다 주가설명력이 유의하게 크게 나타나 성과측정치의 유용성은 순이익의 정보가 더 유용함을 보여주었으며, 2011년도와 2012년도에 연결재무제표와 별도재무제표 모두에서 OIPS, EPS의 주가 설명력은 증가하였으나 그 차이는 유의하지 않았다.

또한 기현희와 왕현선(2014)은 K-IFRS 이후 연결재무제표와 별도재무제표의 주당장부가치(BPS)와 성과측정치인 주당순이익(EPS) 이외에 주당EBITDA, 주당영업이익(OIPS), 주당법인세비용차감전순이익(IBCTPS), 주당포괄순이익(CIPS), 주당현금흐름(OCFPS)등이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 연결재무제표에서는 EPS가 별도재무제표에서는 OIPS가 주가와 관련성이 가장 높게 나타났다.

2.3 가설설정

본 연구는 K-IFRS 도입 기준으로 개별재무제표의 Pre K-GAAP과 Post K-GAAP의 기업가치 설명력의 차이를 분석하고, 연결재무제표의 Pre K-IFRS 와 Post K-IFRS의 기업가치 설명력의 차이를 분석하여 성과측정치의 가치관련성에 변화가 있었는지를 비교하는 것이다.

기현희 외 (2013)는 2011년 K-IFRS를 의무 적용한 기업을 대상으로 기업가치 관련성에 차이가 있는지 검증한 결과, 연결재무제표의 정보가 기업가치에 더 관련성이 있는 것으로 나타나 투자자들의 의사결정에 연결재무제표의 정보들이 많이 반영되어 기업의 주가수준의 적정성이 연결재무제표를 기준으로 평가되고 있다고 하였으며, 기현희 (2014)에서는 K-IFRS 실시 후 1, 2차년도 성과측정치들의 기업가치 관련성의 변화를 검증한 결과 OIPS 모형과 EPS 모형의 경우 연결과 개별재무제표상의 주가 설명력에 유의한 차이는 없었고, 연결재무제표내에서 EPS가 OIPS보다 주가설명력이 유의하게 크게 나타나 성과측정치의 유용성은 순이익의 정보가 더 유용함을 보여주었으며, 2011년도와 2012년도에 연결재무제표와 별도재무제표 모두에서 OIPS, EPS의 주가 설명력은 증가하였으나 그 차이는 유의하지 않은 결과를 나타냈다.

본 연구는 K-IFRS 도입 기준으로 개별재무제표의 Pre K-GAAP과 Post K-GAAP의 기업가치 설명력의 차이를 분석하고, 연결재무제표의 Pre K-IFRS 와 Post K-IFRS의 기업가치 설명력의 차이를 분석하여 성과측정치의 가치관련성에 변화가 있었는지를 비교하기 위해 다음과 같은 가설1을 설정하였다.

가설 1 : K- IFRS 도입 후 개별재무제표와 연결재무제표에서 OIPS, EPS의 주가 설명력에는 차이가 있을 것이다.

K-IFRS 도입 기준으로 별도재무제표의 Pre K-GAAP과 Post K-GAAP의 기업가치 설명력의 차이를 분석하고, 연결 재무제표의 Pre K-IFRS 와 Post K-IFRS의 기업가치 설명력의 차이를 분석하여 성과측정치치 가치관련성에 변화가 있었는지를 비교하기 위하여 다음과 같은 가설 2를 설정하였다.

가설 2 : 별도와 연결재무제표의 성과측정치치 주가설명력에 차이가 있다.

III. 연구방법 및 표본선정

3.1 연구방법 및 표본선정

3.1.1 연구방법

본 연구는 K- IFRS 도입 기준으로 개별재무제표의 Pre K-GAAP과 Post K-GAAP의 기업가치 설명력의 차이를 분석하고, 연결재무제표의 Pre K-IFRS 와 Post K-IFRS의 기업가치 설명력의 차이를 분석하여 성과측정치치 가치관련성에 변화가 있었는지를 비교하는 것이다. K-IFRS 의 의무도입 기준으로 별도재무제표 및 연결재무제표에서 순이익의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지 검정하기 위하여 Ohlson(1995)의 가치평가모형에 종속변수로 t+1 년도 3월말의 종가와 설명변수로 순이익과 순자산의 장부가치를 이용하여 회귀분석을 실시한다. 모형식의 경우 기업의 환경변화가 기업의 특성에 미칠 수 있는 영향과 산업특성의 차이를 통제하기 위해 산업(Σ IND) 더미변수를 모형식에 고려하였다.

$$P_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EPS}_t + \alpha_2 \text{BPS} + \Sigma \text{Indusdummy} + \epsilon \quad (\text{pre K-GAAP}) \quad (1)$$

$$P_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_t + \beta_2 \text{BPS} + \Sigma \text{Indusdummy} + \epsilon \quad (\text{Post K-GAAP}) \quad (2)$$

$$P_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EPS}_t + \alpha_2 \text{BPS} + \Sigma \text{Indusdummy} + \epsilon \quad (\text{Pre K-IFRS}) \quad (3)$$

$$P_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_t + \beta_2 \text{BPS} + \Sigma \text{Indusdummy} + \epsilon \quad (\text{Post K-IFRS}) \quad (4)$$

P_{t+1}	=	t+1 년도 3월말 종가
EPS_t	=	t년도 주당 순이익
BPS_t	=	t년도 주당 순자산
NGE	=	Earning 가 (-)값을 가지면 x 1, 아니면 0
$\Sigma \text{Indusdummy}$	=	산업별 더미변수
ϵ	=	잔차항

식(1)과 (2)는 K- IFRS 도입 기준으로 개별재무제표의 전·후 가치관련성을 분석하기 위한 모형식이며, 식(3)과 (4)는 연결재무제표의 전·후 가치관련성을 분석하기 위한 모형식이다. 식 (5)의 연구변수인 Earning에 각각의 재무제표에서 대응되는 성과측정치에 대한 설명력의 차이를 검증한다.

$$P_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Earnings} + \beta_2 \text{BPS} + \beta_3 \text{NGE} + \beta_4 \text{Indusdummy} + \varepsilon \quad (5)$$

P _{t+1}	=	보통주의 3월말 종가 주당가격
Earnings		
EBITDAPS	=	주당 EBITDA
OEBITDA	=	주당 영업이익
IBCTPS	=	주당 법인세 비용 차감전 순이익
EPS	=	주당 순이익
CIPS	=	주당 포괄이익
OCFPS	=	주당 현금흐름
BPS _t	=	t년도 주당 순자산
NGE	=	Earning 가 (-)값을 가지면 x 1, 아니면 0
Σ Indusdummy	=	산업별 더미변수
ε	=	잔차항

3.1.2 표본선정

연구의 표본은 K- IFRS 도입 기준으로 별도재무제표와 연결재무제표의 전·후 가치관련성을 분석하기 위한 모형식으로 2008년에서 2013년까지 한국거래소에 상장된 유가증권시장 및 코스닥상장기업을 대상으로 관리대상기업, 12월 이외 결산법인, 자본잠식기업, 극단치 등을 제거하여 다음의 조건을 만족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 12월 결산법인
- (3) NICE 신용평가정보(주)의 KISVALUE에서 주가와 연결, 별도재무제표에서 분석에 필요한 기타 재무자료의 입수가 가능한 기업

본 연구의 분석대상은 IFRS 도입의 전후기간으로, 2008년부터 2011년까지는 IFRS 도입이전 기간, 2011년부터 2013년까지는 IFRS 도입이후 기간의 유가증권시장 상장기업과 코스닥시장 상장기업이다. 표본 선정에서 금융업을 제외한 이유는 재무제표의 양식, 일반 제조업과 상이한 계정과목의 성격으로 표본의 비교가능성을 제고하기 위해서이며, 각 모형식에 사용된 변수를 기준으로 상하 1%내에서 극단치를 제거(truncated)하였다.

〈표 3-1〉 연도별 표본 수

Year	표 본 수			
	개별 재무제표	백분율(%)	연결 재무제표	백분율(%)
2008	926	14.5%	567	11.1%
2009	1,002	15.7%	600	11.7%
2010	1,038	16.3%	947	18.5%
2011	1,109	17.4%	953	18.6%
2012	1,138	17.8%	1,015	19.9%
2013	1,167	18.3%	1,028	20.1%
Total	6,380	100%	5,110	100%

〈Table 1〉에는 표본의 연도별 분포와 IFRS 의무도입 전후기간의 분포로 나누었다. 개별재무제표의 총 기업/연수는 6,380개 기업으로 2008년 926개 기업에서 2009년 1,002개 기업으로 1.2%, 76개 기업으로 늘었으며 2010년에는 0.6%, 36개 기업, 2011년에는 1.1%, 71개 기업, 2012년에는 0.4%, 29개 기업, 2013년에는 0.5%, 29개 기업으로 나타나고 있다.

연결 재무제표는 5,110개 기업/연수로 2008년 567개 기업에서 2009년 600개 기업으로 0.6%, 33개 기업으로 늘었으며 2010년에는 6.8%, 347개 기업으로 급격히 늘어났고, 2011년에는 0.1%, 6개 기업, 2012년에는 1.3%, 62개 기업, 2013년에는 0.2%, 13개 기업으로 표본이 구성되어 있으며, IFRS 의무도입 이전부터 많은 기업이 연결재무제표를 적용하여왔음을 알 수 있다.

〈표 3-2〉 표본의 산업분류

산업 분류	별도	연 결	산업 분류	별도	연결
농어업, 광업	30	26	출판, 영상 방송	620	464
제조업	4,350	3,352	부동산 임대	8	11
전기, 가스	59	43	연구 개발 과학	343	410
폐기물, 환경	23	11	조경, 서비스, 사업지원	49	56
종합 건설	203	157	교육 서비스	25	26
도소매, 자동차	553	431	예술, 스포츠	23	21
운송업	78	92	개인 기타 서비스	6	6
음식 및 주점	10	4			
합 계			(개별 재무제표 6,380개, 연결 재무제표 5,110개)		

〈표 3-2〉에는 표본에 대한 산업별 분포를 NICE 신용평가정보(주)의 중분류 기준으로 전체 기업을 별도재무제표와 연결재무제표로 나누어 분류하였다. 표본에 나타난 업종이 다양한 산업에 걸쳐 고루 분포되어 있으며, 제조업이 별도와 연결 재무제표상 4,320개 기업과 3,352개 기업으로 가장 높은 빈도수를 차지하고 있으며 다음이 출판, 영상, 방송부분에서 별도의 620개 기업, 연결의 464개 기업, 그 다음 순으로 도소매, 자동차, 연구 개발 과학, 종합 건설 순의 표본으로 총 6,380개 기업의 별도 재무제표의 표본과 5,110개 기업의 연결 재무제표 표본으로 나타났다.

IV. 실증 분석

4.1 기술통계 분석

〈표 4-1〉에서는 모형식에 사용된 주요변수들의 기술통계를 나타내었다. 기술통계로는 전체 표본의 개별재무제표와 연결재무제표의 평균과 표준편차, 개별재무제표에서 Pre-GAAP과 Post-GAAP의 평균과 표준편차, 연결재무제표에서 Pre-IFRS와 Post-IFRS의 평균과 표준편차의 각 성과측정치의 평균값 차이분석 결과도 함께 제시하였다.

Panel A의 전체표본 개별재무제표의 12월말 1주당 평균값은 19,992이며 전체표본 연결재무제표의 3월말 1주당 평균값은 25,339이다. 재무제표 공시 후 3월말의 주가가 12월말의 주가보다 1% 수준에서 유의하게 높게 나타났으며 BPS, EBITDAPS, OIPS, IBCTPS, EPS에서도 전체 개별재무제표와 전체 연결재무제표 사이에 성과측정치의 차이분석에서도 1% 수준에서 유의하게 높게 나타났으나, CIPS(포괄이익)와 OCFPS(영업활동으로 인한 현금흐름)는 유의한 차이가 없었다.

Panel B의 개별재무제표에서 Pre-GAAP의 1주당 평균값은 17,671이며 Post-GAAP의 1주당 평균값은 21,246으로 IFRS 도입이후의 Post-GAAP의 성과측정치의 차이분석에서 1% 수준에서 유의하게 높게 나타났다. EBITDAPS, OIPS, IBCTPS, EPS, CIPS의 성과측정치의 차이분석에서 1% 수준에서 유의하게 낮게 나타났으나, BPS와 OCFPS는 유의한 차이가 없었다.

Panel C의 연결재무제표에서 Pre-IFRS의 1주당 평균값은 27,826에서 Post-IFRS 1주당 평균값은 25,992로 낮아졌고, Pre-IFRS에서 BPS는 31,700에서 Post-IFRS는 30,731로 낮아졌으나 유의한 차이가 없었다. 반면 BPS, EBITDAPS, OIPS, IBCTPS, EPS, CIPS, OCFPS에서는 1%로 유의하게 Post-IFRS의 값이 낮게 나타나고 있다.

〈표 4-1〉 주요변수의¹⁾ 기술통계량

Panel A: Full sample(개별/연결 재무제표)

Variables	Full 개별재무제표		Full 연결 재무제표		차 이 (t-값)
	Mean	S.D	Mean	S,D	
P	19,992	49,562	25,339	59,288	-5.313***
BPS	19,169	44,087	28,359	69,000	-8.718***
EBITDAPS	2,297	6,507	4,031	10,913	-10.415***
OIPS	1,755	4,743	3,202	8,449	-11.207***
IBCTPS	1,692	5,726	2,731	8,465	-7.646***
EPS	1,328	4,623	1,784	5,677	-4.509***
CIPS	1,530	5,273	2,238	7,468	-5.807
OCFPS	1,832	5,852	3,291	10,332	-9.079

1) P: 보통주의 주당가격(3월말 증가), BPS: 장부가치/발행보통주식 수, EBITDAPS: (이자비용, 법인세비용, 감가상각비, 무형자산상각비를 차감하기전의 이익)/발행보통주식수, OIPS: 영업이익/발행보통주식수, IBCTPS: 법인세비용 차감전 순이익/발행보통주식수, EPS: 당기순이익/발행보통주식수, CIP: 포괄이익/발행보통주식수, OCFPS: 영업활동으로 인한 현금흐름/발행보통주식수.

Panel B: 개별 재무제표 Pre-GAAP (2008-2010) / post-GAAP (2011-2013)

Variables	Pre 개별재무제표		Post 개별재무제표		차 이 (t-값)
	Mean	S.D	Mean	S,D	
P	17,671	43,482	21,246	51,090	-3.001***
BPS	17,350	40,327	18,278	43,645	-0.911
EBITDAPS	2,425	6,802	1,913	5,708	3,239***
OIPS	1,882	4,959	1,464	4,234	3,584***
IBCTPS	1,816	5,859	1,322	4,784	3,651***
EPS	1,438	4,685	1,028	4,027	3,701***
CIPS	2,044	6,582	912	3,781	8,199***
OCFPS	1,630	5,551	1,783	5,711	-1,069

Panel C: 연결 재무제표 Pre-IFRS (2008-2010) / post-IFRS (2011-2013)

Variables	Pre 연결 재무제표		Post 연결 재무제표		차 이 (t-값)
	Mean	S.D	Mean	S,D	
P	27,826	68,689	25,992	59,490	0.969
BPS	31,700	71,262	30,731	76,220	0.456
EBITDAPS	5,245	13,237	3,691	10,139	4,506***
OIPS	4,185	10,063	2,932	8,171	4,652***
IBCTPS	3,535	9,957	2,502	8,177	3,820***
EPS	2,192	6,374	1,663	5,692	2,922***
CIPS	3,597	10,998	1,629	6,165	7,343***
OCFPS	4,273	13,097	2,972	8,704	3,945***

***은 1% 유의수준에서 유의함.

4.2 가설 1에 대한 검증 결과

<표 4-2>에서는 전체 상장기업을 대상으로 연결과 개별재무제표를 IFRS 도입 기준으로 4그룹으로 나누어 회귀 분석된 결과를 각각 보고하였다. 결과를 보면 식의 모형식을 이용한 경우 모두 통계적으로 유의한 F값이 나타나 본 연구에서 제시된 모형 설정은 적합성이 있는 것으로 나타났다. 모형의 설명력(Adj R²)은 개별재무제표의 Pre-GAAP에서 73.9%, Post-GAAP에서 76.04%, 연결재무제표의 Pre-IFRS에서 73.78%, Post-IFRS에서 76.68%로 나타났다. IFRS 이전기간이나 이후기간 모두 EPS와 BPS는 모두 주가와 1% 수준에서 유의한 양의 회귀계수 값이 나타나고 있다.

가설 1과 관련된 연결재무제표에서는 Pre-IFRS의 EPS(주당 순이익)는 6.682이고, Post-IFRS의 EPS는 6.008로 순이익의 가치 관련성이 Pre-IFRS가 Post-IFRS의 경우 보다 0.674로 순이익의 가치관련성이 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 이는 연결재무제표의 순이익의 가치관련성은 IFRS 도입 후, 도입 전보다 상대적으로 더 증가될 것이라고 예상한 가설 1과는 반대의 결과로 나타났다. 따라서 가설 1은 지지된 결과를 얻지 못하였다. 이는 연결재무제표상의 Pre-IFRS 회계기준 하에서보다 Post-IFRS 회계기준하에서의 연결재무제표의 작성을 통해 얻어진 경영성과인 순이익의 가치관련성이 더 낮다는 결과이다. 오히려 Post-IFRS 연결순이익의

가치관련성이 Pre-IFRS보다 상대적으로 낮아진 결과는 주식시장의 투자자들이 연결재무제표를 이용한 경영성과를 투자결정에 활용하는 투자가 감소됨을 의미한다.

본 연구의 결과에 의하면 K-IFRS 도입과 더불어 연결재무제표를 주된 재무제표로 작성하여 공시하도록 한 정책입안자들의 의도와는 다른 투자자들의 투자결정과 연결재무제표상 Post-IFRS의 유용성이 투자자들 입장에서는 아직 정착되지 않은 것으로 나타나고 있다. K-IFRS 도입이후 연결재무제표의 Post-IFRS에서 산출된 순이익의 가치관련성이 더 작다는 결과는 IFRS 도입 의도와는 다른 결과임을 본 연구 결과는 시사한다.

BPS(주당 장부가치)는 별도재무제표의 Pre-GAAP에서 0.49320이고, Post-GAAP에서 0.62058로, 연결재무제표의 Pre-IFRS에서 0.28227이고, Post-IFRS에서 0.30708로, 각각 순이익의 가치관련성이 0.12738과 0.02481로 순이익의 가치관련성이 상대적으로 도입 후 큰 것으로 나타났다.

〈표 4-2〉 IFRS 적용전 후 순이익의 가치관련성 비교

Variables	개별재무제표		연결 재무제표	
	Pre-GAAP	Post-GAAP	Pre-IFRS	Post-IFRS
<i>Intercept</i>	22,347 (1.74*)	34.354 (2.44**)	17.788 (0.88)	37.334 (2.48**)
EPS	4.17331 (27.41 ***)	5.31736 (32.26***)	6.68223 (34.01***)	6.00893 (43.94***)
BPS	0.49320 (27.81***)	0.62058 (40.26***)	0.28227 (15.86***)	0.30708 (29.16***)
Indus - dummy	Include			
F 값	522.81***	677.96***	350.84***	616.37***
Adj. R ²	0.7392	0.7604	0.7378	0.7668
표 본 수	2,947	3,414	2,114	2,996

***은 1% 유의수준에서 유의함.

4.3 가설 2에 대한 검증 결과

〈Table 5〉에서는 IFRS 도입전·후 개별재무제표의 성과측정치와 주가와 관련된 결과이다. Panel A는 IFRS 도입전의 개별재무제표의 이익변수에 각 성과 측정치를 회귀분석한 결과이며, Panel B는 IFRS 도입후의 개별재무제표의 이익변수에 각 성과 측정치를 분석한 결과이다. IFRS 도입전의 Panel A의 성과측정 계수를 보면 모두 주가와 1%로 유의한 값을 나타내고 있고, 모형의 Adj R² 을 살펴보면 IBCTPS(주당 법인세비용 차감 전 순이익)을 이익변수에 대입한 모형의 주가 설명력이 가장 높게 나타나고 있다.

IFRS 도입후의 Panel B의 성과측정 계수에서도 모두 주가와 1%로 유의한 값을 나타내고 있고, 모형의 Adj R² 에서 OIPS(주당 영업이익)을 이익변수에 대입한 모형의 주가 설명력이

79.77%로 가장 높았다. 이는 개별 재무제표상에서 IFRS 도입 전에는 IBCTPS(주당 법인세비용 차감 전 순이익)이 가장 의미 있는 재무성과 측정치로 사용되었으나 IFRS 도입 후에는 OIPS(주당 영업이익)을 재무성과 측정치로서 의사결정에 사용하고 있다고 볼 수 있다.

IFRS 도입 후, 종속기업이 포함되지 않은 지배기업의 개별 재무제표에서는 주당 영업이익이 여러 성과 측정치중 주가를 가장 잘 설명하고 있다고 해석 할 수 있다. 이는 지배기업만의 순수한 영업활동에 영업외 활동이 섞이지 않아 영업활동으로 인한 영업손익의 의미가 희석되지 않음으로서 영업이익이 여러 성과 측정치중 주가를 가장 잘 설명하고 있으며, 국제회계기준에서 영업활동과 관련된 수익과 비용을 모두 규정하지 않아서 국제회계기준서에서 제시한 포괄손익계산서 양식에는 영업손익이 표시되지 않아, 한국회계기준위원회가 2012년에 기준서 제 1001을 일부 개정하여 영업손익을 포괄손익계산서에 구분표시하도록 한 것과 같은 맥락이라고 연구한 선행연구와의 연구결과와 유사하다고 할 수 있다.

<표 4-4>에서는 IFRS 도입전·후 연결 재무제표의 성과측정치와 주가와 관련된 결과이다. Panel A는 IFRS 도입전의 연결 재무제표의 이익변수에 각 성과 측정치를 회귀분석한 결과이며, Panel B는 IFRS 도입후의 연결 재무제표의 이익변수에 각 성과 측정치를 분석한 결과이다. IFRS 도입전의 Panel A의 성과측정 계수를 보면 모두 주가와 1%로 유의한 값을 나타내고 있고, 모형의 Adj R2 을 살펴보면 EPS(주당 순이익)을 이익변수에 대입한 모형의 주가 설명력이 가장 높게 나타나고 있다. IFRS 도입후의 Panel B의 성과측정 계수에서도 모두 주가와 1%로 유의한 값을 나타내고 있고, 모형의 Adj R2 에서 EPS(주당 순이익)을 이익변수에 대입한 모형의 주가 설명력이 79.55%로 가장 높았다. 이는 연결 재무제표상에서 IFRS 도입 전 후 모두에서 EPS(주당 순이익)을 재무성과 측정치로서 의사결정에 사용하고 있다고 볼 수 있다.

<표 4-3> 개별 재무제표의 성과 측정치 비교

Panel A: Before Gaap (2008-2010) 성과 측정치 비교						
Price = $\alpha_0 + \beta_1 \text{Earnings} + \beta_2 \text{BPS} + \beta_3 \text{NGE} \cdot \text{E} + \beta_4 \text{Indusdummy} + \varepsilon$						
	EBITDAPS	OIPS	IBCTPS	EPS	CIPS	OCFPS
<i>intercept</i>	18.788 (1.54)	19.438 (1.54)	19.838 (1.62)	21.037 (1.69)*	25.651 (1.86)*	17.982 (1.35)
Earnings	4.13681 (33.45)***	4.23337 (29.01)***	4.44041 (33.58)***	5.30823 (31.53)***	1.86194 (15.37)***	2.93930 (22.03)***
BPS	0.28839 (14.09)***	0.46535 (26.18)***	0.35584 (19.06)***	0.38492 (20.43)***	0.64544 (33.25)***	0.58037 (32.68)***
NGE*E	-8.47138 (-11.69)***	-7.45002 (-4.93)***	-7.36091 (-14.08)***	-8.21890 (-13.97)***	-3.40458 (-5.40)***	-5.10459 (-10.42)***
Indus - dummy	포 함					
F 값	558.52***	510.19***	560.24***	536.16***	399.29***	444.64***
Adj. R ²	0.7629	0.7461	0.7634	0.7554	0.6968	0.7191
표 본 수	2947					

Panel B: After Gaap (2011-2013) 성과 측정치 비교						
Price = $\alpha_0 + \beta_1$ Earnings + β_2 BPS + β_3 NGE*E + β_4 Indusdummy + ε						
	EBITDAPS	OIPS	IBCTPS	EPS	CIPS	OCFPS
<i>intercept</i>	28.931 (2.14)*	24.383 (1.88)*	28.473 (2.14)**	30.880 (2.31)**	31.536 (2.28)**	29.222 (1.95)*
Earnings	5.49640 (37.48)***	7.13011 (42.90)***	6.46424 (39.33)***	7.57465 (38.86)***	6.87216 (34.34)***	3.16802 (22.52)***
BPS	0.38278 (20.08)***	0.42073 (25.70)***	0.42962 (24.75)***	0.44672 (26.04)***	0.55766 (34.02)***	0.66296 36.00***
NGE*E	-8.55880 (-13.27)***	-12.81929 (-13.39)***	-8.29929 (-18.21)***	-9.59200 (-19.41)***	-9.53399 (-18.76)***	-4.58201 (-5.55)***
Indus - dummy	포 함					
F 값	710.26***	792.59***	738.71***	730.81***	667.99***	541.29***
Adj. R ²	0.7794	0.7977	0.7861	0.7843	0.7686	0.7291
표 본 수	3414					

<표 4-3> 연결 재무제표의 성과 측정치 비교

Panel A: Before IFRS (2008-2010) 성과 측정치 비교						
Price = $\alpha_0 + \beta_1$ Earnings + β_2 BPS + β_3 NGE*E + β_4 Indusdummy + ε						
	EBITDAPS	OIPS	IBCTPS	EPS	CIPS	OCFPS
<i>intercept</i>	19.374 (0.85)	18.714 (0.81)	18.815 (0.86)	16.576 (0.84)	23.795 (1.02)	20.541 (0.84)
Earnings	3.58086 (22.54)***	3.77543 (20.78)***	4.66245 (25.73)***	7.66000 (36.88)***	2.42239 (18.63)***	1.59024 (12.62)***
BPS	0.16240 (5.58)***	0.29855 (11.77)***	0.20350 (8.25)***	0.21536 (11.86)***	0.47331 (23.76)***	0.52725 (23.08)***
NGE*E	-5.20910 (-4.68)***	-4.80428 (-2.09)**	-6.13143 (-9.05)***	-10.03168 (-11.76)***	-3.28631 (-3.98)***	-1.60408 (-2.39)
Indus - dummy	포 함					
F 값	243.20***	232.23***	265.27***	360.74***	220.70***	195.79***
Adj. R ²	0.6735	0.6633	0.6924	0.7540	0.6518	0.6240
표 본 수	2114					

Panel B: After IFRS (2011-2013) 성과 측정치 비교						
Price = $\alpha_0 + \beta_1 \text{Earnings} + \beta_2 \text{BPS} + \beta_3 \text{NGE*E} + \beta_4 \text{Indusdummy} + \varepsilon$						
	EBITDAPS	OIPS	IBCTPS	EPS	CIPS	OCFPS
<i>intercept</i>	35.424 (2.33)**	33.322 (2.22)**	35.482 (2.41)**	34.724 (2.46)**	37.750 (2.39)**	30.493 (1.79)*
Earnings	4.86066 (42.57)***	5.48970 (44.14)***	5.58083 (45.49)***	7.71824 (50.50)***	5.92856 (38.33)***	3.51367 (28.55)***
BPS	0.07260 (4.76)***	0.13611 (10.05)***	0.15162 (11.66)***	0.20108 (18.06)***	0.28987 (24.01)***	0.32227 (22.87)***
NGE*E	-6.83275 (-11.20)***	-8.99512 (-7.50)***	-6.72036 (-17.06)***	-9.26001 (-20.49)***	-8.07062 (-18.72)***	-5.84670 (-8.88)***
Indus - dummy	포 함					
F 값	565.03***	586.46***	614.05***	686.33***	513.66***	413.55***
Adj. R ²	0.7620	0.7687	0.7768	0.7955	0.7442	0.7007
표 본 수	2996					

V. 결론

본 연구는 K-IFRS 도입 기준으로 개별재무제표의 Pre K-GAAP과 Post K-GAAP의 기업가치 설명력의 차이를 분석하고, 연결재무제표의 Pre K-IFRS 와 Post K-IFRS의 기업가치 설명력의 차이를 분석하여 성과측정치의 가치관련성에 변화가 있었는지를 비교하는 것이다. K-IFRS 의무도입 기준으로 별도재무제표 및 연결재무제표에서 순이익의 상대적 가치관련성에 차이가 있는지 검정하기 위하여 Ohlson(1995)의 가치평가모형에 종속변수로 t+1 년도 3월말의 종가와 설명변수로 순이익과 순자산의 장부가치를 이용하여 회귀분석을 실시한다. 모형식의 경우 기업의 환경변화가 기업의 특성에 미칠 수 있는 영향과 산업특성의 차이를 통제하기 위해 산업(Δ IND) 더미변수를 모형식에 고려하였다.

가설 1과 관련된 연결재무제표에서는 Pre-IFRS의 EPS(주당 순이익)는 6.682이고, Post-IFRS의 EPS는 6.008로 순이익의 가치 관련성이 Pre-IFRS가 Post-IFRS의 경우 보다 0.674로 순이익의 가치관련성이 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 이는 연결재무제표의 순이익의 가치관련성은 IFRS 도입 후, 도입 전보다 상대적으로 더 증가될 것이라고 예상한 가설 1과는 반대의 결과로 나타났다. 따라서 가설 1은 지지된 결과를 얻지 못하였다. 이는 연결재무제표상의 Pre-IFRS 회계기준 하에서보다 Post-IFRS 회계기준하에서의 연결재무제표의 작성을 통해 얻어진 경영성과인 순이익의 가치관련성이 더 낮다는 결과이다. 오히려 Post-IFRS 연결순이익의 가치관련성이 Pre-IFRS보다 상대적으로 낮아진 결과는 주식시장의 투자자들이 연결재무제표를 이용한 경영성과를 투자결정에 활용하는 투자가 감소됨을 의미한다.

본 연구의 결과에 의하면 K-IFRS 도입과 더불어 연결재무제표를 주된 재무제표로 작성하여 공시하도록 한 정책입안자들의 의도와는 다른 투자자들의 투자결정과 연결재무제표상 Post-IFRS의 유용성이 투자자들 입장에서는 아직 정착되지 않은 것으로 나타나고 있다.

가설 2에서는 개별 재무제표상에서 IFRS 도입 전에는 IBCTPS(주당 법인세비용 차감 전 순이익)이 가장 의미 있는 재무성과 측정치로 사용되었으나 IFRS 도입 후에는 OIPS(주당 영업이익)을 재무성과 측정치로서 의사결정에 사용하고 있다고 볼 수 있다. 연결 재무제표상에서 IFRS 도입전후의 성과측정 계수는 모두 주가와 1%로 유의한 값을 나타내고 있고, 모형의 Adj R2에서 EPS(주당 순이익)을 이익변수에 대입한 모형의 주가 설명력이 가장 높았다. 이는 연결 재무제표상에서 IFRS 도입 전 후 모두에서 EPS(주당 순이익)을 재무성과 측정치로서 의사결정에 사용하고 있다고 볼 수 있다.

IFRS 도입 후, 종속기업이 포함되지 않은 지배기업의 개별 재무제표에서는 주당 영업이익이 여러 성과 측정치중 주가를 가장 잘 설명하고 있다고 해석 할 수 있다. 이는 지배기업만의 순수한 영업활동에 영업외 활동이 섞이지 않아 영업활동으로 인한 영업손익의 의미가 희석되지 않음으로서 영업이익이 여러 성과 측정치중 주가를 가장 잘 설명하고 있으며, 국제회계기준에서 영업활동과 관련된 수익과 비용을 모두 규정하지 않아서 국제회계기준서에서 제시한 포괄손익계산서 양식에는 영업손익이 표시되지 않아, 한국회계기준위원회가 2012년에 기준서 제 1001을 일부 개정하여 영업손익을 포괄손익계산서에 구분표시하도록 한 것과 같은 맥락이라고 연구한 선행연구와의 연구결과와 유사하다고 할 수 있다.

참고문헌

- 국제회계기준도입준비단. 한국회계기준원. 2007. 국제회계기준 도입 로드맵.
- 기현희, 왕현선, 박정산(2013), “국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 별도재무제표의 정보효과 비교”, 국제회계연구, 48(4):55-76.
- 기현희, 왕현선(2014), “K-IFRS 이후의 성과 측정치의 가치관련성”, 회계연구, 19(1), 1-22.
- 김문철, 전영순, 안성희, 하승현. 2014. IFRS 도입을 전후한 연결재무제표의 가치관련성 변화. 2014년도 한국회계학회 하계국제학술대회 발표논문.
- 김영욱, 최영수, 최정호, 김학운. 2014. IFRS 도입을 전후한 연결재무제표의 가치관련성 변화. 회계학 연구(제39권 제1호): 117-146
- 최성호, 김인숙, 최 관. 2010. K-IFRS 조기도입기업의 이익특성과 회계정보의 가치관련성. 한국회계학회 하계발표논문.
- 한중수, 박선영. 2013. K-IFRS 하에서의 별도재무제표와 연결재무제표의 상호보완적 가치관련성에 대한 연구. 회계연구(제18권 제2호): 175-208.
- Ahmed, A, M. Neel, and D. Wang. 2013. Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Contemporary Accounting Research 30 (4): 1373-1400.
- Barth. M. E., W. H. Beaver., and W. R. Landsman. 2001. The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. Journal of Accounting and Economics 31(1-3): 77-104.
- Barth. M. E., W. R. Landsman., and M. H. Lang. 2008. International Accounting Standards and Accounting Quality. Journal of Accounting Research 46(3): 467-498.
- Bartov. E., S. R. Goldberg., and M. S. Kim. 2005. Comparative Value Relevance Among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective. Journal of Accounting, Auditing and Finance 20(2): 95-119.
- Basu. S. 1997. The Conservatism Principle and the Asymmetric timeliness of earnings. Journal of Accounting and Economics 24(1): 3-37.
- Christensen, H. B. E. Lee, and M. Walker. 2008. Incentives or standards: What determines accounting quality change around IFRS adoption? Working paper. University of Chicago.
- Ohlson, J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. Contemporary Accounting Research 11 (2): 661-687.