

# 국제회계기준(IFRS) 도입이 주가이익배수(PER)와 이익의 질과의 관련성에 미치는 영향\*

이영한(주저자)

서울시립대학교 세무전문대학원 부교수  
(leeyh7@uos.ac.kr)

박주영(교신저자)

서울시립대학교 세무전문대학원 세무학박사, 공인회계사  
(cpayoungi@empas.com)

본 연구는 회계이익의 질이 PER와 관련성이 있는지 여부, 그리고 국제회계기준의 도입이 회계이익의 질과 PER와의 관련성에 어떠한 영향이 있는지를 실증적으로 검증하였다. 이러한 분석결과는 국제회계기준을 도입할 당시 논의되었던 회계정보의 불투명성에 따른 코리아디스카운트 현상과 관련된 실증적 증거로 해석될 수 있다. 코리아디스카운트 현상은 회계이익의 질과 회계이익의 가치평가가 연관되어 있다는 전제를 가지고 논의되었기 때문이다.

또한, 국제회계기준의 고유한 특성이 투자자의 회계이익의 주가가격 반응에 미치는 영향을 분석해 보기 위해 국제회계기준 도입 전과 도입 후의 회계이익의 질과 주가이익배수의 관련성을 비교분석한다. 본 연구는 국제회계기준 도입 이후 회계이익의 질과 PER의 관련성이 감소될 것으로 예측하였다. 국제회계기준 도입에 따른 원칙중심 회계원칙이 회계이익의 발생액 정보에 기업의 경제적 성과와 재무상태를 나타내는 정보를 보다 충실하게 반영할 수 있도록 한다면 비정상적 발생액으로 측정되는 회계이익의 질에 따라 시장이 회계이익에 대한 차별적인 평가를 하지 않을 것이다.

PER와 Dechow, Sloan, and Sweeney(1995)에 의한 수정된 재량적 발생액 변수, Dechow and Dichev(2002)에서 제시된 발생액의 질 변수, Roychowdhury(2006)에 의한 실제이익조정 변수와의 관련성을 비교 분석한 결과 재량적 발생액과 발생액의 질 변수의 경우는 PER와 유의한 음의 관련성을 보여서, 비정상적 발생액이 높은 경우 PER가 낮게 평가됨을 보였으나, 실제이익조정변수는 유의하지 않았다. 즉, PER에 비정상적 발생액에 대한 부정적 정보는 반영되지만, 실제 영업활동 현금흐름을 조정하여 이익이 조정되는 부분까지 반영되지는 않는다는 점을 보여준다.

그리고 국제회계기준 도입이후에는 재량적 발생액과 PER의 유의한 음의 관련성이 약화되는 현상이 발견되었다. 이는 종전에 비해, 원칙중심 회계원칙인 국제회계기준 도입 이후에 경영자의 재량적 회계선택을 통한 경영자의 사적, 우위적 정보전달이 발생액 회계정보에 잘 반영되어, 회계이익중 비정상적 발생액의 비중이 큰 경우에도 자본시장이 이를 저평가하지 않았기 때문이거나 회계기준의 급격한 변화와 해석해야할 정보량의 증가로 인해 자본시장 시장참여자들이 재량적 발생액에 대한 평가를 제대로 하지 못하였을 가능성이 있다.

주제어: 국제회계기준, 원칙중심 회계원칙, 재량적 발생액, 이익의 질

## 1. 서론

주가이익배수(PER : Price Earning Multiple)에 의한 가치평가방법(Multiple Valuation Method)

은 다년간의 배당, 잉여현금흐름이나 잔여이익 시계열 추정치를 요구하지 않으며, 직관적으로 이해하기 쉽다는 장점을 가지고 있고, 산출이 간편하기 때문에 DCF법 등 복잡한 방법에 의한 평가결과를 보완하기 위해서 기업가치 추정에 많이 사용되며, 투자

최초투고일: 2015. 7. 29      수정일: (1차: 2016. 2. 1)      게재확정일: 2016. 3. 25

\* 본 논문은 한국회계학회 2014년 동계학술대회에서 발표한 논문을 수정·보완한 것입니다. 본 논문을 세심하게 심사하여 주신 심사위원님과 편집위원장님께 감사드립니다.

의사결정에 많이 활용되고 있다.<sup>1)</sup> PER는 국제회계 기준 도입당시 회계투명성 수준을 반영하는 지표로 해석되었다. 한국이 국제회계기준을 도입할 당시 도입 근거로 코리아 디스카운트(Korea Discount)현상의 해소가 제시되었으며,<sup>2)</sup> 코리아 디스카운트 현상이 PER의 관점에서 논의되었다. 즉, 한국기업들의 주가가 다른 주요 국가 기업들에 비해 낮은 PER를 보이며 주가가 저평가되어 있다는 것이다.<sup>3)</sup>

본 연구는 PER가 회계이익의 질과 어떠한 연관성을 가지는지를 분석한다. PER가 재무분석가나 투자자들의 기업가치평가 및 투자 의사결정에 가장 빈번하게 활용되는 계량변수(Metric)이기 때문에 회계정보의 질적 차이가 PER에 반영되는지 여부는 기업가치평가 및 투자 의사결정에서의 회계이익의 질의 중요성을 이해하는데 도움이 된다. 이와 관련하여 Francis, LaFond, Olsson, and Schipper (2005)은 PER가 자기자본비용의 대응변수로 사용이 가능하며 이익의 질이 낮은 기업의 경우 시장참여자들이 높은 자본비용을 요구할 것이므로 PER는 이익의 질과 관련성이 있을 것으로 보았으며, 임학빈·최수미(2009)는 낮은 품질의 이익을 공시하는

기업에 대하여 투자자들은 해당 기업의 투자의사결정시 해당기업이 공시하는 이익관련 정보의 의존도를 줄이기 때문에 PER가 낮아진다는 주장을 제시하였다.

본 연구에서는 종전 선행연구들이 발생액의 질(Francis et al.(2005))과 재량적 발생액(임학빈·최수미(2009)) 등 주로 발생액에 초점을 두어 PER와의 관련성을 분석한 것과 달리 실제이익조정 변수와의 관련성도 분석한다. 발생액의 질의 경우 선행 연구에서 PER와의 관련성이 있다는 사실이 보고되고 있지만, 실제이익조정의 경우 회계기준을 위배하는 이익조정이 아닌 현금흐름 자체를 변경하는 조정에 해당되므로 외부 이해관계자들이 이를 포착하여 가치평가에 반영할 수 있는지 여부는 실증적 의문사항이다.

본 연구는 또한 국제회계기준 도입이라는 사건이 PER와 회계이익의 질과의 관계에 어떠한 영향을 미쳤는지를 검증한다. 국제회계기준으로 변화된 회계환경이 회계정보가 기업가치에 반영되는데 어떠한 역할을 하는지는 실증적 의문사항이다. 국제회계기준이 가지고 있는 특성, 즉 원칙중심 접근방식

1) 기업의 가치평가방법론 중 가장 일반적인 방법론은 기업 현금흐름에 대한 할인(DCF : Discount Cashflow Analysis)이며, 배당평가할인모형(Dividend Discounted Model), 잔여이익모형(Residual Income Model)이 흔히 가치평가에 이용된다. 그러나 이들 가치평가방법론은 계산요소의 복잡성 때문에 많은 추정오류 발생가능성을 가지고 있다(Koller, Goedhart, and Wessels, 2010).

2) 금융감독원 홈페이지(<http://www.fss.or.kr/fss/ifrs/intro/>) : 금융감독원은 국제회계기준 도입배경에 대해 다음 세가지 근거를 제시하고 있다.

1. 전세계적인 회계기준 단일화 추세에 적극 대응 : 자본시장이 글로벌화 됨에 따라 국제적으로 통일된 회계처리기준에 대한 요구가 크게 증가하였고 2007년 3월 당시 EU, 호주, 캐나다 등 100여개국이 국제회계기준을 자국의 회계기준으로 수용 또는 수용할 예정이었음. 이에 우리나라도 세계적인 회계기준 단일화 추세에 적극 대응할 필요
  2. 회계투명성에 대한 신뢰도 제고 : 외환위기 이후 정부는 기업회계 선진화를 위해 회계감독을 강화하고 제도개선을 지속적으로 실시하여 왔으나 기업의 재무상태와 영업성과를 나타내는 기초언어인 회계처리기준이 국제회계기준과 달라 외국인 등이 한국기업의 회계에 대하여 신뢰하지 못하는 한 원인이 되어 왔음. 이에 코리아 디스카운트의 원인 중 '회계기준 미흡' 요인을 제거하여 회계정보에 대한 대내외 신뢰도를 높일 필요
  3. 글로벌 기업들의 회계장부 이중작성 부담 경감 : 국내기업이 해외증시에 상장할 경우 해당국가의 회계처리기준을 적용하여 재무제표를 다시 작성하고 외부감사도 받게 되므로 기업부담 발생하나, 국제회계기준 도입시 국내법규에 의한 재무제표를 국제자본시장에서 그대로 사용할 수 있게 되어 이중으로 회계장부를 작성하는 부담이 없어짐
- 3) 코리아 디스카운트 현상은 한국기업들의 낮은 배당률, 지정학적 위험, 불투명한 회계정보, 기업 지배구조의 문제에 기인하는 것이라는 주장이 제기되었으며, 국제회계기준 도입을 통해 회계정보의 불투명성으로 인한 한국기업의 가치 저평가 현상을 해소하자는 논의가 있었다.

(principle based approach), 경영자의 회계선택에 대한 재량권 확장, 공정가치 평가강화, 재무제표 수치외에 주석정보의 대량의 제공, 회계기준의 복잡성 증가라는 특성이 투자자가 회계이익을 주식가격에 반영하는 과정에서 어떠한 영향을 미치는지에 대해 분석해볼 필요가 있다.

우선, 회계이익의 질과 PER와의 관련성에 대한 검증결과는 국제회계기준 도입시 논의되었던 회계정보의 불투명성 및 코리아디스카운트 현상에 대한 실증적 증거로 활용될 수 있다. 코리아디스카운트 현상은 회계이익의 질과 회계이익의 가치평가가 연관되어 있다는 전제를 가지고 논의되었기 때문이다

또한, 국제회계기준의 고유한 특성이 투자자의 회계이익의 주식가격 반영에 미치는 영향을 분석해 보기 위해 국제회계기준 도입 전과 도입 후의 회계이익의 질과 주가이익배수의 관련성을 비교분석한다. 우리는 국제회계기준 도입 이후 회계이익의 질과 PER의 관련성이 감소될 것으로 예측하였다. 이는 국제회계기준이 가지고 있는 주요 특징인 원칙중심 접근방식(Principle based approach)과 공정가치 평가의 강화의 영향 때문이다. 국제회계기준 도입에 따른 원칙중심 회계원칙이 회계이익의 발생액 정보에 기업의 경제적 성과와 재무상태를 나타내는 정보를 보다 충실하게 반영할 수 있도록 한다면 비정상적 발생액으로 측정되는 회계이익의 질<sup>4)</sup>에 따라 시장이 회계이익에 대한 차별적인 평가를 하지 않을 것이다. 비정상적 발생액이 크다는 점도 그 자체가 기업내부의 경제적 실질을 반영하는 결과이기 때문이다.

발생액정보는 경영자의 재량적 회계선택을 반영하

며, 회계이익의 질의 대응변수로 사용되는 비정상적 발생액은 재량적 회계선택이 나타날 경우 크게 나타난다. 경영자의 재량적 회계선택은 기회주의적 동기의 발현일수도 있고, 경영자의 사적, 우위적 정보전달수단일수도 있다(최성규·김경민, 2005, p.120). 국제회계기준이 기업의 경제적 실질을 보다 원칙에 맞게 잘 반영할 수 있다면 경영자의 재량적 회계선택을 폭넓게 허용한다. 만일 경영자의 재량적 회계선택을 통한 경영자의 사적, 우위적 정보전달이 발생액 회계정보에 잘 반영되어진다면, 회계이익중 비정상적 발생액의 비중이 큰 경우에도 자본시장이 이를 저평가할 이유가 없으며, 비정상적 발생액과 PER의 관련성도 작게 나타날 것이다.

반면 국제회계기준 도입 이전의 규정중심 회계기준(rule based accounting principle)은 상세한 회계처리지침과 사전에 규정된 회계선택의 판단기준(Bright line method)에 의해 회계처리방식이 결정된다. Schipper(2003)는 규정중심 회계기준이 가진 특징인 상세한 회계처리지침이 회계기준의 원래 의도와 다른 회계처리를 유도한다는 점을 지적하였다. 즉, 거래의 경제적 실질과 무관하게 회계처리 지침상의 판단기준점(threshold)만을 충족시키는 방식으로 경영자의 기회주의적 회계처리가 이루어질 가능성이 높다. 이러한 규정중심 회계기준 환경에서는 경영자의 재량적 회계선택에 따른 발생액이 기업의 실질에 보다 부합하는 경영자의 사적 우위정보가 반영되었기 보다는 경영자의 기회주의적 동기에 의한 이익조정의 결과일 가능성이 높다. 따라서 시장은 규정중심 회계기준하에서는 비정상적 발생액을 보이는 기업, 즉 회계이익이 질이 낮은 것으로 판단

4) 본 연구에서 사용한 회계이익의 질의 대응변수는 Dechow and Dechow(2002)의 발생액의 질 변수와 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)의 재량적 발생액이다. 발생액의 질 변수는 발생액의 현금전환오차, 재량적발생액은 유형자산과 매출액 기대모형으로 설명되지 않는 비정상 재량발생액으로서 모두 발생액의 비정상적으로 발생할 때 발생액의 질이 낮은 것으로 간주한다는 특징이 있다.

되는 기업의 주식에 대하여 평가를 절하할 것이며, 회계이익의 질 변수와 PER와의 관련성은 높을 것이다. 이렇게 재량적 회계선택에 의한 비정상적 발생액에 반영된 정보의 특성이 회계기준 환경에 따라 다르기 때문에 이러한 발생액에 의해 산출된 회계이익에 대한 시장의 평가, 즉 PER도 다르게 나타날 수 있다.

또한, 국제회계기준에서는 회계이익에 포함되는 정보의 양이 종전 기업회계기준에 비해 많다. 공정 가치 평가에 대한 정보, 여러 가지 회계처리대안에 대한 경영자의 재량적 선택의 정보가 회계정보 산출 과정에서 반영됨으로써 과거 규칙중심 회계원칙(rule based accounting principle)에 비해 투자자입장에서 그 해석과 비교가 어려워질 가능성이 있다. 즉, 발생액이 비정상적으로 큰 기업에 대해 종전의 기업 회계기준 하에서는 투자자들이 이를 주로 경영자의 기회주의적 이익조정의 결과로 해석할 가능성이 높았지만, 국제회계기준 하에서는 기회주의적 이익조정의 결과보다는 경영자의 기업실체에 대한 사적우위정보의 반영의 결과로 해석하거나 반영된 정보의 양이 많기 때문에 이에 대한 판단을 하기 어려울 것이다.

우리의 예측대로 실증분석 결과 회계이익의 질은 PER에 정의 유의한 관련성을 가지는 것으로 나타났다. Dechow and Dichev(2002)의 발생액의 질(Accrual Quality), Dechow et al.(1995)의 수정 Jones 모형에 의한 재량적 발생액(Discretionary Accrual)으로 측정된 이익의 질이 좋을수록 PER는 크게 나타났다. 회계투명성과 PER는 관련성이 있다는 주장의 실증적 근거로 제시될 수 있는 근거로 해석된다.

또한 국제회계기준 도입이후 PER와 재량적 발생액으로 측정된 회계이익의 질의 관련성이 유의하게

하락하는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 국제회계기준 도입이후 비정상적인 발생액으로 측정되는 회계이익의 질에 대하여 시장이 차별적인 평가를 하는 정도가 종전 회계기준환경에 비해 작아졌다는 것을 의미한다. 국제회계기준하에서 재량적 회계선택에 의한 비정상 발생액에 대해 경영자의 사적우위 정보가 반영되어 있기 때문이거나, 회계이익에 반영된 많은 정보에 대해 시장이 제대로 평가를 해내고 있지 못하기 때문일 가능성이 있다.

그리고 회계이익의 질의 측정치를 양과 음으로 나누어 이익을 증가시키는 유형의 발생액과 관련된 이익의 질 대응치(양의 이익의 질 대응치)와 이익을 감소시키는 유형의 발생액과 관련된 이익의 질 측정치(음의 이익의 질 대응치)로 나누어 PER와의 관련성 및 국제회계기준 도입으로 인한 상호작용효과를 추가적으로 살펴본 결과, 발생액의 질과 재량적 발생액에서 양의 값을 가진 경우에 PER와 음의 관련성을 보였고 국제회계기준 도입 이후 이러한 관련성이 하락하는 음의 상호작용효과를 발견할 수 있었다. 반면 이익을 감소시키는 유형의 발생액과 관련된 이익의 질 대응치의 경우 이러한 효과를 발견할 수 없었다.

즉, 주로 이익을 증가시키는 유형의 이익조정 이 PER에 부정적인 영향을 주는 것이며, 이러한 관계는 국제회계기준 도입이후 완화된다는 것을 시사하는 결과이다. 이익을 증가시키는 유형이 감소시키는 유형의 이익조정보다 PER에 밀접한 관련성을 보인다는 것은 이익을 과대계상하려는 경영자의 기회주의적 이익조정의 결과에 대하여 PER가 낮아질 가능성이 높다는 것을 의미하며, 국제회계기준 도입이후 이러한 평가가 잘 이루어지고 있지 않기 때문일 가능성이 있다. 그리고 이는 국제회계기준 도입이후 회계기준의 급격한 변화와 복잡성의 증가, 재무제표

수치외에 주식정보가 대량으로 제공됨으로 인해 회계정보의 질적 특성을 주식시장 참여자들이 가치평가 과정에 반영하지 못한 것을 시사하는 결과일수 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제2장에서는 PER 및 국제회계기준과 관련된 선행연구들을 살펴보고, 제3장에서 연구가설에 대한 근거를 제시한다. 제4장에서 표본의 선정방법과 연구모형을 제시하고 제5장에서 실증결과를 보고한다.

## II. 관련 선행연구 검토

### 2.1 주가이익배수 관련 선행연구

여러 선행연구들은 PER를 활용한 기업가치평가의 평가정확성이 우수하다는 점을 보여주고 있다. Leclair(1990)는 1984년에 순이익을 보고한 1,165개의 회사를 대상으로 P/E 방법과 장부가치조정법(adjusted book value approach)의 정확성을 검증하였다. 연구 결과 이익의 자본화에 기초한 평가 모형인 PER 방법이 더 정확한 것으로 도출되었다. 장부가치조정법(adjusted book value approach)은 시장에서 결정된 할인율을 반영하지 않기 때문에 대부분의 산업에서 큰 오차를 보였으며, 모든 산업에서 과소 또는 과대 평가하는 경향을 보였다.

Kaplan and Ruback(1995)는 경영자에 의한 기업매수(management buyout)시 고도로 위험이 내재된 거래(highly leveraged transactions)의 시장가치와 현금흐름의 예측치를 CAPM으로 계산한 자본비용을 적용해 할인한 가치를 비교하였다. 유사회사 및 거래를 이용한 가치 평가 방법을 기본으로 거래가치와 예측현금흐름을 기초로 한 리스크

프리미엄과 회사와 산업 베타, 회사 규모, 그리고 장부가치 대비 시장가치의 비율과 관련된 리스크 프리미엄을 추가적으로 고려하였다. 여러 평가방법의 정확성을 비교한 결과 CAPM으로 추정된 자본비용을 적용한 현금흐름할인 방법이 PER 방법과 거의 유사한 평가정확도를 보임에 따라 PER 방법이 이론적으로 우월한 방법들에 비해 손색이 없다는 결론을 내리고 있다.

한편, PER 관련 선행연구들은 PER를 이용한 기업가치평가 및 투자의사결정에서 산업기준을 고려할 필요가 있다는 점을 보여주고 있다. Alford(1992)는 유사회사 선정 기준을 산업, 회사 규모로 측정하는 위험, 그리고 이익 성장률로 선택한 경우 P/E 방법의 정확성이 어떻게 변화하는지 검토하였다. 산업 기준(표준산업분류 기준 상 3자리)으로 유사회사를 선택하는 것이 상대적으로 효과적이었고, 리스크와 이익성장률을 함께 사용할 경우 산업 기준을 사용한 경우와 유사한 정확성을 보였다. 즉 산업 기준은 주가수익배수(P/E)에 내재된 위험과 이익성장률의 훌륭한 대용치라는 결론을 내리고 있다. Cheng and McNamara(1995)는 P/E 방법 뿐 아니라 P/B 방법에 대해서 추가적으로 고려한 결과 산업기준으로 유사회사를 선택하고, P/E 방법과 P/B 방법을 함께 사용할 경우 정확성이 개선되는 결과를 보여주었다. Beatty, Riffe and Thompson(1999)도 P/E 방법과 P/B 방법을 동시에 고려함으로써 주가배수 평가기법의 정확성을 제고시킬 수 있음을 보고하였다. 한편 Bhojraj and Lee(2002)는 과거 매출액 및 자기자본 장부가액에 기반 한 주가배수의 경우 재무제표 분석을 통해 유사기업군을 선정함으로써 주가배수 평가기법의 정확성을 개선시킬 수 있다고 주장하였다.

Kim and Ritter(1999)는 신규상장 시 회계 정

보를 이용한 유사 회사들의 배수 자료가 널리 이용되고 있다는 점에 착안해 미국의 신규성장기업을 대상으로 이러한 방법들의 유용성을 검증하였다. 연구 결과 P/E, 시장가치 대비 장부가치(mark to book), 주가 대비 매출(price to sales) 배수가 추가적인 조정 없이 예측력을 갖는 것으로 확인되었다. Liu, Nissim and Thomas(2002)는 미국 상장기업을 대상으로 주가배수 평가기법의 정확성을 비교한 결과 미래 순이익 예측치, 과거 순이익, 과거 영업현금흐름, 과거 자기자본 장부가치, 과거 매출액에 기반한 주가배수 순으로 정확성이 높다는 결과를 보여주었다. 또한 Yoo(2006)는 미래 순이익 예측치에 기반한 주가배수 이외에 과거 회계 항목들에 기반한 주가배수를 추가적으로 고려하여도 미래 순이익 예측치에 기반한 주가배수 평가기법의 정확성을 제고시키지는 않는다고 주장하였다.

선행연구들의 결과는 대체적으로 실무에서 많이 활용되는 PER의 평가정확성이 우수하며, 의미있는 정보로 활용될 수 있다는 점을 제시하고 있으며, PER를 활용할 경우 해당기업의 소속산업에 대한 고려가 필요하다는 점을 지적하고 있다. 본 연구에서는 산업 기준 P/E를 이용해 이익조정 측정치를 계산하였다.

## 2.2 회계이익의 질 관련 선행연구

기업가치 평가에 있어 회계이익의 질 혹은 회계이익의 신뢰성이 중요하다는 주장은 여러 선행연구에서 제시되었다. 자본비용의 관점에서 이를 뒷받침하는 선행연구들(Easley and O'Hara, 2004; Leuz and Verrecchia, 2007)은 회계이익의 질이 높을수록, 비분산가능 정보위험(non-diversifiable information risk)이 낮아지며, 이로 인해 자본비

용이 감소하며, 이는 기업가치를 높이는 결과를 초래한다고 주장하고 있다. 최정호(2008)도 회계이익의 질이 높을수록 경영성과가 기업가치에 더 잘 반영된다고 주장하였다. 최정호(2008)은 이익의 변동성과 지속성, 발생액의 질 변수와 Tobin'Q와의 관련성을 검증하였으며, 이익의 질이 좋을수록 자산 수익률이 Tobin'Q에 반영되는 정도가 강해진다는 결과를 제시하였다. Francis et al.(2005)은 PER를 자본비용의 역수로 해석하고, 발생액의 질로 측정된 회계이익의 질이 좋을수록 PER가 높게 나타난다는 사실을 검증하였다. 본 연구에서는 선행연구에서 분석된 발생액의 질, 재량적 발생액에 추가하여 실제이익조정 종합측정치와 PER와의 관련성을 검증하고자 한다.

### 2.2.1 발생액의 질

Dechow and Dichev(2002)는 운전자본발생액과 이익의 질에 대한 새로운 측정치를 제시하였다. 발생액은 현금흐름을 이연하거나 미리 인식함으로써 기업 성과에 대한 보다 정확한 측정치를 제공해 주는 역할을 하지만, 미래현금흐름에 대한 가정과 추정을 필요로 한다. 그러므로 발생액의 측정오차가 커지면 발생액과 이익의 질이 감소한다는 논리에 따라 Dechow and Dichev(2002)는 과거, 현재, 그리고 미래의 영업현금흐름에 대해 운전자본변동액을 회귀분석한 잔차를 발생액의 질로 측정하였다. 운전자본발생액과 현금흐름 간의 측정오차가 작다는 것은 발생액의 대부분이 현금흐름으로 실현된다는 것을 의미하며 이러한 발생액의 질 측정치는 이익의 지속성과 양(+ )의 관계를 갖는다.

Francis et al.(2005)은 이익과 관련한 정보위험에 대한 대응치로 발생액 질을 사용해 투자자들이

발생액의 질에 따라 차별적인 가치를 부여하는지 연구하였다. 발생액의 질을 유동발생액과 현금흐름의 회귀식의 잔차의 표준편차로 측정된 결과 이익의 질이 나쁜 경우 높은 자본비용을 부담하였다. 즉 발생액의 질이 높을수록 이익이 현금흐름을 보다 잘 반영하게 됨에 따라 정보위험이 낮아져 결국 낮은 자본비용을 부담하게 된다는 의미이다. 또한 다양한 발생액의 질 측정치를 이용해 이러한 결과의 강건성을 확인하였다.

## 2.2.2 재량적 발생액

재량적 발생액은 총 발생액에서 비재량적 발생액을 차감한 금액으로 측정하므로 비재량적 발생액을 얼마나 정확하게 추정하였는지가 중요하다. Jones (1991)는 기업의 경제 상황 변화에 대한 영향을 통제하기 위해 매출액과 기계장치에 대한 감가상각비용을 비재량적 요인으로 가정하였고, Dechow et al.(1995)은 신용매출에 따른 발생액 변동을 추가적으로 고려하여 수정된 존스모형을 제시하였다. 여기에 Kothari, Leone, and Wasley(2005)은 Jones 모형이나 수정 Jones 모형에 기업 성과의 영향을 통제하기 위해 ROA를 통제변수로 추가하거나, 산업 내에서 ROA가 유사한 기업-년을 대응시켜 이를 차감하는 방법으로 이러한 영향을 통제한 재량적 발생액을 제시하였다.

발생액 이익조정이 자본비용에 미치는 영향과 관련한 선행연구로는 Kim and Sohn(2009)과 김정교·유순미·강정화(2011)이 있다. 먼저 Kim and Sohn(2009)은 발생액 이익조정과 자본비용 간에 유의한 양(+ )의 관계가 있음을 보고하였고, 김정교 외(2011)은 경영자가 목표이익을 달성하기 위해 사용하는 이익조정수단과 이에 따른 시장의 반응을 연

구한 결과 재무분석가의 이익예측치를 달성하기 위해 재량적 발생액을 주로 이용하며, 시장은 이러한 기업에 대해 기회주의적인 이익조정활동으로 보아 보다 낮은 프리미엄을 부과한다는 것을 발견하였다.

## 2.2.3 실제이익조정 종합측정치

Graham, Harvey, and Rajgopal(2005)은 400여명 이상의 미국 기업의 재무담당 최고책임자(CFO)와 최고경영자(CEO)를 대상으로 보고 이익과 공시 의사결정의 동인에 대한 설문조사를 실시한 결과 경영자들은 장기성과에 부정적인 영향을 미치는 실물 활동을 이용한 이익조정을 수행하며, 응답자의 78%는 이익 유연화의 장기적 가치를 희생시키더라도 이를 수행한다고 응답하였다. Roychowdhury(2006)는 경영자들이 손실보고를 회피하기 위해 실물 활동을 통한 이익조정, 구체적으로 일시적인 매출을 증가시키기 위해 가격을 할인하며, 낮은 매출원가를 보고하기 위해 과대생산하고, 보고 이익을 개선시키기 위해 재량적 비용을 감소시키는 행동을 한다는 증거를 얻었다. 이러한 실제이익조정에 영향을 미치는 다른 요인으로 산업 구성원, 0의 이익을 달성하기 위한 유인, 재무분석가의 예측치 달성이 있다.

실제이익조정이 자본비용에 영향을 미치는지와 관련해 Kim and Sohn(2009)과 김정교·유순미·김현진(2012)은 실제이익조정과 자기자본비용 간에는 유의한 양(+ )의 관계가 있음을 보고하였다. 이는 투자자가 경영자의 실제이익조정 행위와 정상적인 경영활동을 차별적으로 인식해 실제이익조정 행위에 대한 요구수익률을 높여 기업의 자본비용이 증가됨을 의미한다. 그러나 박종일·남혜정(2011)은 KOSPI와 KOSDAQ 시장의 투자자와 채권자들이 경영자의 실제이익조정 행위로 인한 보고이익의

증가를 정상적인 경영활동으로 인한 보고이익과 구분해 차별적으로 인식하지 못함에 따라 정보위험에 노출되어 있음을 보고하였다. 즉, 실제이익조정과 자본비용 간의 관계에 대해서 혼재된 증거들이 제시되고 있다. 이러한 선행연구들의 분석결과를 불패 실제이익조정 행위에 대하여 자본시장참가자들이 이를 포착하여 자본비용에 반영한다는 일관된 증거가 제시되지 않고 있으며, PER와 실제이익조정과의 관계도 실증적 의문사항이라고 볼 수 있다.

### 2.3 국제회계기준 도입과 PER와 회계이익의 질과의 관련성

본 연구의 두 번째 관심사는 IFRS의 고유한 특징이 회계이익의 질과 PER에 어떠한 영향을 미쳤는지를 살펴보는 것이다.

EU에 IFRS가 본격적으로 도입된 2005년 이후 IFRS의 도입효과에 대한 여러 연구들이 보고되었다. 이중 IFRS의 도입이 이익조정 혹은 이익의 질에 미치는 영향을 분석한 선행 연구 결과들을 종합해 보면 IFRS 도입 전·후의 회계의 질의 변화가 자발적 도입 또는 의무적 도입 여부와 국가별로 상이함을 확인할 수 있는데 이는 회계의 품질보다는 국가별로 처한 제도적, 경제적 환경이 회계의 질에 더 큰 영향을 미친다는 것을 의미한다.

이는 우리나라의 경우도 IFRS의 도입 자체만으로는 회계정보의 질적 환경을 개선과 소위 Korea Discount현상의 해소 여부를 담보할 수 없고, 우리나라의 제도적, 경제적 환경에 따라 달라질 수 있다고 볼 수 있다. 따라서 본 연구에서는 IFRS 도입 이후 PER가 평균적으로 변했는지를 분석한다.

Barth, Landsman, and M. Lang(2008)은 1994년부터 2003년까지 IAS(International Accounting

Standards)를 자발적으로 도입한 21개국의 1,896 기업-연 자료를 대상으로 IAS 도입이 회계의 질을 높이는지에 대해 연구한 결과 IAS를 자발적으로 도입한 기업들이 이익조정 정도가 감소하였고, 손실 인식의 적시성이 컸으며, 주가에 대한 순이익과 자본의 가치 관련성이 높았다고 보고하였다.

Jeanjean and Stolowy(2008)은 호주, 프랑스, 영국의 1,146개 기업을 대상으로 IFRS의 의무 도입이 이익조정에 영향을 미치는지 연구하였다. 연구 결과 이들 국가에서 IFRS 도입 이후에 이익조정이 감소하지 않았으며, 프랑스의 경우에는 오히려 증가하는 결과가 나타났다. 이러한 결과에 대한 해석으로 새로운 회계기준의 도입보다는 경영자 보상과 국가·제도적 특성이 회계 보고의 특징의 중요한 요소라는 점을 언급하면서 회계기준의 통일보다는 보상과 제도적 요인들을 조화시키려는 노력이 필요하다고 강조하였다.

Ahmed, Neel, and Wang(2010)은 IFRS의 자발적 도입 기업을 대상으로 연구를 진행할 경우 표본의 자기선택편의(self selection bias)가 있으므로 IFRS를 의무적으로 도입한 20개국의 1,631개 기업을 대상으로 IFRS 도입의 효과를 분석하였다. 연구 결과 IFRS도입 이후에 IFRS 도입 기업들의 이익유연화 정도가 커졌고, 이익조정이 증가하였으며, 손실의 조기인식이 감소함에 따라 IFRS를 의무적으로 도입한 기업들의 회계이익의 질이 개선되지 않았음을 보고하였다.

Tendeloo and Vanstraelen(2005)은 1999년부터 2001년의 기간 동안 636개의 독일 상장 기업-연 자료를 대상으로 IFRS를 자발적으로 도입한 기업들이 GAAP 적용 기업들에 비해 이익조정을 덜 하는지 분석한 결과 두 집단 간에 유의적인 차이를 발견하지 못하였다. 그러므로 질적으로 우수한 회계기

준의 도입이 투자자 권리 보호에 효과적이라는 주장은 재고의 여지가 있다고 주장하였다.

Guenther, Gegenfurtner, Kaserer, and Achleitner(2010)은 1998년부터 2008년 동안 독일 기업들을 IFRS를 자발적으로 도입한 기업들과 의무적으로 도입한 기업들로 구분해 IFRS의 도입이 이익의 질에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 연구 결과 자발적 도입 기업들은 IFRS도입 이후에 보수주의 정도가 증가하였고, 가치 관련성은 증가하지 않았으며, 이익유연화는 증가하였고, 재무적 발생액은 유의적인 변화가 없었다. 이에 반해 의무 도입 기업들은 보수주의 정도가 증가하였고, 가치 관련성은 증가하지 않았으나, 이익유연화 정도도 증가하지 않았고, 재무적 발생액은 감소하였다. 이러한 현상은 IFRS의 자발적 또는 의무적 도입보다는 자본시장 환경과 경제적 환경의 영향으로 설명할 수 있다고 주장하였다.

국내 연구로 배동수·최수미(2013)는 IFRS 도입 전·후 이익조정 변화의 변화를 살펴본 결과 IFRS 도입 후 비정상현금흐름과 비정상제조원가를 통한 이익조정이 증가하였고, 도입 시점에 이익 수준이 0에 약간 미달하는 경우 이러한 이익상향조정 현상이 나타나 기업의 이익 수준별로 이익조정이 다르게 나타난다는 것을 확인하였다. 이장희·권정훈(2013)은 IFRS를 전면도입한 2011년을 기준으로 6,199개의 상장기업의 IFRS 도입 전·후 이익조정 변화를 살펴본 결과, 재무적 발생액을 통한 이익조정은 감소하였으나, 실제이익조정은 증가해 2개의 대용치

간에 대체관계가 있음을 확인하였다. 국내 연구들이 IFRS 도입이후 실제이익조정이 증가하였다는 사실을 보고하고 있으며, 따라서 본 연구에서는 실제이익조정이 PER에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 분석한다.

다음으로 IFRS 도입이 자본시장에 미치는 영향에 대한 연구를 살펴보면, Daske, Hile, Leuz, and Rodrigo(2008)은 2001년부터 2005년까지 IFRS를 도입한 26개국의 34,673개 기업-연과 IFRS를 도입하지 않은 25개국의 70,854개 기업-연의 통계 기업에 대해 IFRS의 의무도입이 자본비용에 어떠한 경제적 영향을 미치는지와 관련해 IFRS가 우수한 회계원칙이라면 기업의 회계투명성 향상 및 정보 비대칭 감소로 자본비용이 감소될 것으로 예측하였으나, IFRS를 의무 도입한 기업들의 자본비용이 오히려 증가함에 따라 기업가치가 감소하였다. 이러한 결과에 대해 저자들은 IFRS 도입으로 인한 기대효과가 이미 반영되어 있기 때문으로 해석하였다.

IFRS가 기존 기업회계기준과 차별화되는 가장 중요한 차이는 Principle-based approach를 따르는 점이다. Schipper(2003)는 US GAAP이 근본적으로는 Conceptual Framework에 기초한 principle에 근거하여 기준이 제정되고 있지만, 비교가능성을 제고하기 위해 상세한 실행지침을 제시하여 복잡성이 가중되고, rule-based accounting standards의 속성을 갖추게 되었다고 한다.<sup>5)</sup> Nobes(2002)는 미국회계기준이 가진 시행지침의 상당부분은 원칙(principle)이 제시되지 않거나 부적절한 상황에서 제정된 것이며, 적절한 원칙(principle) 하에서는

5) 미국의 경우도 2002년경에 회계기준의 Principle-based approach 적용에 대한 논의가 있었고 여러 연구들이 이에 대한 의견을 제시하고 있다. 미국 FASB는 2002년 principle-based approach로 회계기준의 체계를 변경시키는 제안서(FASB, 2002)를 발표하였다. 이후, 실무계와 학계를 중심으로 활발한 논의가 있었다. Schipper(2003)와 Nobes(2002)는 미국 회계기준의 경우 상세한 시행지침이 제시되어 있는 규정중심 회계원칙의 특성을 가진다고 지적하였다.

상세하고 자의적인 규정(Rule)들이 필요없으며, 회계처리의 선택적 적용가능성이 축소할 것이라고 주장하였다. Schipper(2003)는 회계기준의 원칙중심 접근법(principle-based approach)과 규정중심 접근법(rule-based approach)의 적용여부가 회계정보의 목적적합성, 신뢰성, 비교가능성에 미치는 영향은 실증적 의문사항이며, 이에 대한 연구가 필요함을 시사하였다.<sup>6)</sup>

반면, 규정중심 회계원칙이 가진 명확성, 그리고 상세한 규정들은 회사 경영자들이 자의적인 이익조정을 할 수 있는 기회를 상당부분 제한해왔으며, 감사인도 이러한 규정을 근거로 경영자의 기회주의적 이익조정을 막을 수 있었다는 장점이 있다. 원칙중심 회계원칙은 구체적이고 명확한 회계처리 지침을 제공하지 않기 때문에 감사인과 기업의 회계처리담당자 사이에 많은 이견과 갈등을 유발할 수 있고, 경영자들은 불명확한 회계기준을 이용하여 기회주의적 이익조정을 시도할 가능성이 있다는 것이다(Nelson, 2003).

Hronsky and Houghton(2001)은 Conceptual standard로의 변경에 따른 회계계정의 정의의 변경이 회계실무 관련자의 회계처리 관련 의사결정에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 분석하기 위하여 호주 회계기준에서의 특별손익항목의 정의를 변경하는 경우 회계감사인들이 특별손익에 포함되는 계정과목의 분류의사결정을 어떠한 방식으로 하는지에 대한 실험연구를 시행하였다. 그들의 분석결과에 따르면 conceptual standard에 의한 정의의 명확화가 감사인의 공격적 재무보고를 억제하는 역할을 수행하는

것으로 나타났다. 이들의 원칙중심 회계원칙이 기회주의적 이익조정을 막을 수 있다는 시사점을 제공한다. 즉, 회계담당자들은 회계기준의 원칙(principle)의 범위내에서 회계처리 의사결정을 행하는 경향이 있으며, 따라서 원칙중심 회계원칙이 회계담당자의 공격적 회계처리를 규제할 수 있으며 규정중심 회계원칙보다 원칙중심 회계원칙이 보다 경제적 실질에 부합하며 목적적합하고 신뢰성있는 회계정보를 제공할 수 있다는 것이다.

원칙중심 회계원칙에 관한 선행연구결과는 충분치 않으며, 원칙중심 회계원칙과 규정중심 회계원칙의 상호 우월성에 대한 결론이 나지는 않은 상황이다. 그러나 선행연구들은 규정중심 회계원칙의 폐단인 경제적 실질과 무관하게 회계처리를 특정기준에 의해 분리함으로써 이를 우회하는 구조화된 거래를 양산하게 되었다는 비판을 하고 있으며, 이에 대한 여러 사례를 보고하고 있다. 반면, 원칙중심 회계원칙 하에서는 감사인 판단의 중요성이 제고되고, 원칙에 부합하는 회계처리의 적용에 대한 이견이 존재할 수 있다.

### III. 가설설정

#### 3.1 회계이익의 질과 PER의 관련성

Francis et al.(2005)는 회계이익의 질과 PER의 크기에 관련성이 존재하는 이유는 PER가 자기

6) 이와 관련한 실증연구로서 Nelson, Elliott, and Tarpley(2002)은 상세한 지침을 주는 규정중심 회계기준과 원칙중심 회계기준의 차이가 이익조정에 미치는 영향을 분석하기 위해 회계법인 감사인(파트너)에게서 수집한 피감사회사의 이익조정시도에 대한 경험자료를 분석하였고, 회계기준이 Bright line 중심의 구체적인 규정(rules)을 두고 있는 경우 경영자들은 거래의 구조화(the structuring of transaction)를 통해 이익을 조정하는 경향이 있으며 원칙중심의 회계기준의 경우에 경영자들은 거래의 구조화(the structuring of transaction)를 통한 이익조정을 하지 않지만, 명확하지 않은 회계기준 때문에 자신들의 이익조정을 감사인에게 합리화하려는 시도를 하는 경향이 있다고 하였다.

자본비용의 크기를 반영하는 변수이기 때문이라고 보았다. Francis et al.(2005)는 일정한 크기의 이익이 영구적으로 발생하는 기업의 경우처럼 단순화된 가정을 두면 PER의 역수가 자기자본비용으로 변환되어, 자기자본비용의 대용변수로 사용이 가능함을 보였다.<sup>7)</sup> 그리고 이익의 질이 낮은 기업의 경우 시장참여자들이 높은 자본비용을 요구할 것이므로 PER는 이익의 질과 관련성이 있을 것으로 보았다.

임학빈·최수미(2009)는 이익의 품질이 투자자들의 투자사결정에서 회계이익 관련 정보의존도에 영향을 미치고 이는 주가이익배수에 영향을 준다는 이론을 제시하였다. 즉, 낮은 품질의 이익을 공시하는 기업에 대하여 투자자들은 해당 기업의 투자사결정 시 해당기업이 공시하는 이익관련 정보의 의존도를 줄이기 때문에 주가이익배수가 낮아진다는 것이다.<sup>8)</sup>

이렇게 선행연구들은 자본비용의 관점, 혹은 투자 의사결정자들의 정보의존도 관점에서 회계이익의 질과 PER가 관련성이 있을 것으로 추론하였다. 본 연구에서도 그러한 관점에서 회계이익의 질과 PER가 관련성이 있을 것으로 판단한다. 그리고 이러한 판단에 대한 검증은 국제회계기준 도입당시의 실증적 의문사항이었던 회계이익의 질과 Korea Discount 현상에 대한 이해를 가능하게 할 것이다. 국제회계기준 도입의 이유가 되었던 우리나라 상장기업들의 Korea Discount 현상에 대한 근거는 시장참여자들이 기업이 공시하는 회계이익의 질을 평가하며, 가치평가에 반영하며, 이는 PER의 차별적 크기로 나타난다는 것이다.

따라서 다음과 같은 가설을 제시한다.

가설 1: 회계이익의 질과 PER는 정의 관련성이 있다.

선행연구는 발생액의 질과 PER의 관련성을 분석하였고, 발생액의 질과 PER가 정의 관련성이 있음을 보인 반면, 본 연구에서는 발생액의 질 외에 이익의 질의 측정변수에 실제이익조정 측정치를 추가하여 분석한다. 임학빈·최수미(2009)의 경우 이익변동성과 이익유연화 측정변수, 재량적 발생액을 사용하였고, Francis et al.(2005)는 Dechow and Dichev(2002)의 발생액의 질을 사용하였다. 그러나 이 두 변수는 발생액의 질을 나타내는 변수이다. 반면 실제이익조정 측정치의 경우 발생액이 아닌 실물거래를 통해 이익을 조정하는 정도를 나타내며, 투자자들이 이러한 실물거래를 이용한 이익조정행위에 대해서도 차별적인 가치평가를 하는지는 실증적 의문사항이다.

### 3.2 국제회계기준 도입효과

본 연구의 두 번째 관심사는 국제회계기준 도입 전과 후의 회계이익의 질과 PER의 관련성이 차별적으로 나타나는지에 대한 것이다. 국제회계기준의 가장 중요한 특징은 원칙중심 회계기준(principle-based accounting principle)이라는 점이다. SEC(2003)의 연구보고서<sup>9)</sup>에 따르면 principle-based

7) Beaver and Morse(1978)의 연구에 따르면 기업의 PER는 배당성향, 자본비용 및 미래이익의 성장률로 결정되는데, 배당성향이 100%이고, 성장률이 0이라고 가정할 경우 PER는 자본비용의 역수로 표시되며 1원의 이익이 얼마의 주가치로 전환되는가를 보여주는 자본환원율(capitalization rate)로 해석된다.

8) 임학빈·최수미(2009)는 이러한 그들의 가설이 지지되기 위해서는 자본시장이 효율적이어야 한다는 점을 전제하고 있다.

9) SEC. 2003. "Study Pursuant to Section 108(d) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on the Adoption by the United States Financial Reporting System of a Principles-Based Accounting System"

accounting standard는 회계정보의 목적(accounting objective)이 회계기준의 통합된 부분으로 반영되어 있어야 하며, 일관된 개념체계(conceptual framework)에서 근거하고, 예외사항이나 내적 불일치가 최소화 되어야 하며 bright-line tests,<sup>10)</sup> 즉 특정한 기준 수치등을 기준으로 회계처리방법을 달리하는 등의 규정은 지양되어야 한다.<sup>11)</sup> 또한 objectives-oriented standard setting 즉, 회계기준에 제시된 회계처리 방법의 목표를 명료하게 밝힘으로서 회계기준의 취지를 회계정보작성자가 이해하도록 한다.<sup>12)</sup>

Schipper(2003)는 원칙중심의 회계기준은 구체적인 회계처리 방법을 특정하고 있지 않기 때문에 회계정보 작성자 및 감사인은 회계기준의 의도를 잘 파악함으로써 세부적용지침을 자신들이 만들어야 할 것이며 공정가치 평가의 확대 등으로 인해 판단과 추정에 의한 회계처리가 많아짐으로 인해 회계정보 작성자 및 감사인에게 요구되는 전문적 지식의 수준이 상당히 높아질 것이라고 예상하였고, 원칙중심 회계기준의 중요한 특징중 하나는 회계원칙의 예외(exception)를 허용하지 않으며, 이익유연화를 위한 회계원칙의 예외적 적용이 거의 허용되지 않아 보고이익의 변동성 확대로 이어질 가능성이 있다고 지적하였다.

이러한 국제회계기준의 환경하에서는 이익의 질의 측정변수로 사용되어온 비정상적 발생액 측정치가

기업 경영자의 기회주의적 이익조정의 정도를 반영하는 것에서, 기업의 실질적, 사적 내부정보를 반영하도록 할 가능성이 높다. 공정가치 평가 확대나 회계원칙의 예외인정의 축소 등은 기업경영자로 하여금 회계처리에 자신들의 판단이나 추정을 많이 반영하도록 할 것이다. 따라서 비정상적 발생액이 발생하였다고 하더라도 이것이 기회주의적 이익조정의 산물이기보다는 회사의 실제 상황 혹은 내적 정보를 반영하여 산출되었을 가능성이 높다.

경영자의 재량적 회계선택은 경영자의 기회주의적 이익조절행위일 수도 있고, 사적, 우위적 정보의 전달행위일수도 있다(Schipper, 1989; DeFond and Jiambalvo, 1994; Subramanyam, 1996; Healy and Wahlen, 1999; 최성규 · 김경민, 2001; 최성규 · 김경민, 2005).<sup>13)</sup> 경영자의 재량적 회계선택이 기회주의적 동기의 발현, 즉 이익조절인지 또는 사적 · 우위적정보 전달수단인지 구분하는 것은 회계기준의 특성과 관련성을 갖는다. 경영자의 재량적 회계선택이 기회주의적 동기에서 비롯되었다면 회계기준은 경영자의 회계선택에서의 재량권을 제한하도록 설정되어야 하며, 사적, 우위적 정보를 정보이용자에게 전달하기 위한 수단이라면 이러한 재량권을 확장하도록 설계되어야 할 것이다(Healy and Wahlen, 1999). IFRS는 원칙중심 회계원칙, 다양한 회계처리의 선택권의 제공 및 공정가치 평가의 확대로 인

10) 연결재무제표 작성범위를 설정함에 있어서 50% 지분율 기준으로 기준에 명시, 리스회계처리, 우발채무 계상 기준등에 일정한 기준을 한계점(threshold)으로 삼는 것 등이 일례가 된다.

11) 서원정(2009)은 principles-based accounting standard은 체계적이고 일관되게 적용하는 개념체계(Conceptual Framework)를 기반으로 하며, 각 기준서에서 구체적 목표를 제시하고 있고, 각 회계기준의 이론적 배경이나 결론도출근거를 자세하게 기준에서 제시하고 있으며, 예외를 최소화하며, 기준에서 상세하고 명시적 양적기준(bright-line tests)제시를 지양하고 전반적인 거래와 거래당시 상황을 반영한 전문가적 판단에 기초한 회계처리를 유도하도록 하고 있다고 지적한다.

12) 이에 반하여 종전 기업회계기준의 rule based accounting principle의 특징으로는 bright-line tests, multiple exceptions, high level of detail, internal inconsistencies가 지적된다.

13) 경영자의 재량적 회계선택이 기회주의적 동기의 발현일 수도 있고 경영자의 사적 · 우위적 정보전달수단일 수도 있다 전자는 기업의 경제적 실질을 부적절하게 반영하는 재량권 행사이며 후자는 기업의 경제적 실질에 대응하는 재량권 행사라 할 수 있다(최성규 · 김경민, 2005).

하여 경영자의 재량적 회계선택을 폭넓게 인정하고 있는 회계기준이다. 이러한 IFRS가 제공하는 회계 환경 하에서는 기업이 나타내는 비정상적인 발생액이 반드시 기회주의적 이익조정이 아닐 수 있으며, 경영자가 보유하고 있는 사적우위 정보를 투자자에게 전달하기 위한 수단으로 활용될 수 있다.

이와 관련하여 최성규·김경민(2005)은 최성규(1994), Choi and Salamon(1995)에서 제시한 정보경제학적 관점의 이익반응계수 모형을 이용하여 재량적 회계선택의 속성이 자본시장에서 형성된 주가와 재량적 회계선택의 결과로 나타난 재량적 발생액과의 연관성을 통해서 관찰될 수 있음을 보였다. 그들에 따르면 시장이 경영자의 재량적 회계선택을 기업의 투자·생산·영업활동의 결과를 부적절하게 반영하는 기회주의적 행위로 인식하였다면 시장이 인지한 보고이익정보에 내재된 노이즈가 상향조정될 것이며 투자·생산·영업활동의 결과를 적절하게 반영하는 행위로 인식하였다면 노이즈가 하향 조정될 것이다. 이와 같은 시장의 평가를 재량발생에 대한 주가반응을 관찰함으로써 추론할 수 있다고 하였다.

한편, IFRS 도입이후 과거 규정중심 회계원칙(rule based accounting principle)에 비해 투자자입장에서는 정보의 해석과 비교가 어려워질 가능성이 있다. 즉, 발생액이 비정상적으로 큰 기업에 대해 종전의 기업회계기준 하에서는 투자자들이 이를 주로 경영자의 기회주의적 이익조정의 결과로 해석할 가능성이 높았지만, IFRS 하에서는 기회주의적 이익조정의 결과보다는 경영자의 기업실체에 대한 사적우위정보의 반영의 결과로 해석하거나 반영된 정보의 양이 많기 때문에 이에 대한 판단을 하기 어려울 것이다. IFRS의 원칙중심 회계원칙, 경영자의 재량적 회계선택의 폭넓은 허용이라는 고유한 특성은 경영자의 사적우위정보를 회계이익 산출과정에서

더 적극적으로 반영할 수 있도록 해 주기 때문이다.

따라서 IFRS 도입이후 자본시장에서 기업의 비정상적 발생액이 공시될 경우, 기업가치평가를 절하하는 정도가 작아지는 현상이 나타날 가능성이 있다. 그러므로 다음과 같은 가설을 제시하며, 재량적 발생액과 PER와의 관련성을 분석함으로써 비정상적 재량적 발생액의 주가이익배수에 대한 반영의 정도가 국제회계기준 도입이후 차별적으로 나타나는지 분석한다.

가설 2: 국제회계기준 도입이후 비정상적 발생액과 PER의 관련성은 작아진다.

## IV. 연구모형

### 4.1 연구모형

#### 4.1.1 회계이익의 질 측정치

Dechow and Dichev(2002)는 당기 운전자본발생액을 과거( $t_{-1}$ ), 현재( $t$ ) 그리고 미래( $t_{+1}$ ) 현금흐름에 회귀분석 한 결과 나타나는 잔차의 표준편차로 발생액의 질로 측정하였다. McNichols(2002)는 Dechow and Dichev(2002)의 방법에서 나타나는 잔차가 이익을 조정하기 위해 의도적으로 나타나는 것인지 환경적인 불확실성으로 인해 비의도적으로 나타나는 것인지 구분하기 어렵고, 유동발생액에 제한된 모형이라는 문제점을 지적하면서 모형의 설명력을 높이고 측정오차를 줄이기 위해서 Dechow and Dichev(2002)모형에 매출액 변동과 유형자산 변수를 추가하였다. 본 연구에서는 Dechow and

Dichev(2002) 모형을 기초로 한 McNichols(2002)의 수정모형을 이용하여 발생액의 질을 측정한다. Francis et al.(2005)는 안정적인 대응치를 얻기 위해 산업별-연도별로 20개 이상의 기업이 존재하는 경우에 식(1)의 잔차를 측정 한 후 5년 동안의 표준편차로 발생액의 질을 측정하였다. 그러나 본 연구에서는 대상 연구기간이 1997년 외환위기로 인한 영향을 벗어난 2001년부터 2013년이고, 5년 동안의 잔차의 표준편차로 발생액의 질을 측정하는 것은 연구대상 기간을 단축시키는 등 한국적인 상황에서는 적절하지 않다고 판단해 한국표준산업분류 상의 산업구분을 이용해 산업별-연도별로 10개 이상의 기업이 존재하는 경우에 식(1)의 잔차의 절대값을 이용하여 분석을 진행하였다. 모든 변수는 이분산성을 통제하기 위하여 평균총자산(t-1연도와 t연도)으로 나눈 값을 사용하였다.

$$TCA = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t+1} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t-1} + \alpha_4 \Delta REV_{i,t} + \alpha_5 PPE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$TCA$  = (△유동자산 - △유동부채 - △현금 + △유동성장기부채)/평균총자산  
 $CFO$  = 영업활동현금흐름/평균총자산  
 $\Delta REV$  = (매출액<sub>t</sub> - 매출액<sub>t-1</sub>)/평균총자산  
 $PPE$  = 유형자산(토지와 건설중인 자산 제외)/평균총자산

재량적 발생액은 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)으로 추정하였다. 경영자는 법인세 회피 목적으로 보고이익을 감소시키는 재량권을 행사할 수도 있고, 보상 극대화 목적으로 보고이익을 증가시키는 방향으로 재량권을 행사할 수도 있다. 양(+)의 재량적 발생액과 음(-)의 재량적 발생액이 PER에 미치는 영향을 일관되게 해석하기 위하여 산업별-연도별 횡단면 패널 분석을 통하여 추정 한 잔차항의 절대값을 이용하여 분석하였다.

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$TA$  = 당기순이익 - 영업활동으로 인한 현금흐름  
 $A$  = 총자산  
 $\Delta REV$  = (매출액<sub>t</sub> - 매출액<sub>t-1</sub>)  
 $\Delta REC$  = (매출채권<sub>t</sub> - 매출채권<sub>t-1</sub>)  
 $PPE$  = 유형자산(토지와 건설중인 자산 제외)

본 연구에서는 Roychowdhury(2006)의 실제이익조정 측정치를 구하기 위해 보고이익을 증가시키는 실제이익조정 활동을 비정상영업현금흐름, 비정상판매관리비, 그리고 비정상생산원가로 나누어 측정하였다.

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \theta_0 + \theta_1 \cdot \frac{1}{A_{i,t-1}} + \theta_2 \cdot \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \theta_3 \cdot \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\frac{DE_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \theta_0 + \theta_1 \cdot \frac{1}{A_{i,t-1}} + \theta_2 \cdot \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\frac{PC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \theta_0 + \theta_1 \cdot \frac{1}{A_{i,t-1}} + \theta_2 \cdot \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \theta_3 \cdot \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \theta_4 \cdot \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

$CFO$  = 영업현금흐름  
 $DE$  = 복리후생비 + (일반관리비 - 세금과공과 - 감가상각비 - 임차료 - 보험료) + 판매비 + (연구비 + 경장연구개발비 + 경장개발비)  
 $COGS$  = 매출원가  
 $INV$  = 재고자산  
 $PC$  =  $COGS + \Delta INV$   
 $A$  = 총자산  
 $S$  = 매출액

식(3)에서 매출액과 당기 매출액 증가분으로 추정 한 정상영업현금흐름을 실제 값에서 차감하여 비정

상영업현금흐름(ACFO)을 계산한다. 그리고 식(4)에서 전기 매출액의 선형식으로 정상 판매관리비를 추정하고, 실제 값에서 이를 차감하여 비정상 판매관리비(ADE)를 계산한다. 마지막으로 식(5)에서는 당기 매출액, 당기와 전기 매출액 증감분으로 정상 제조원가를 추정하고, 실제 값에서 이를 차감하여 비정상 제조원가(APC)를 계산한다. 실제 이익 조정은 복합적으로 나타날 가능성이 높으므로 실제 이익조정에 대한 종합측정치를 분석에 이용하였다. 구체적으로 이익조정에 대한 방향성을 일치시켜 주기 위하여 비정상영업현금흐름과 비정상판매관리비에 '-1'을 곱하여 그 값이 클수록 이익을 상향조정하고자하는 실제이익조정 활동 수준이 높은 것으로 변형시킨 후 분석에 이용하였다.

$$RM = ACFO \times (-1) + ADE \times (-1) + APC \quad (6)$$

ACFO = 비정상영업현금흐름  
ADE = 비정상판매관리비  
APC = 비정상제조원가

#### 4.1.2 주가이익배수와 이익의 질 모형

Francis et al.(2005)은 자기자본비용의 대용변수로서 산업조정 주가에 대한 이익비율(Ind Earnings-Price Ratio: 이하 IndEP)을 사용하여 발생액의 질이 낮을수록 자기자본비용이 높아지는 관계가 있음을 확인하였다. 본 연구에서도 Francis et al.(2005)의 방법에 따라 IndEP를 사용하였는데, 즉 IndEP는 t시점에 기업의 EP(Earnings-Price) 비

율에서 특정 산업에 속하는 모든 기업의 EP(Earnings-Price) 비율의 중앙값을 차감하여 계산한다.<sup>14)</sup> PER (Price-Earnings Ratio)에서 분모에 반영되는 낮은 이익의 효과를 조정하기 위해 PER의 역수인 EP (Earnings-Price)비율을 사용하였으며, Alford(1992)의 연구 결과에 따라 위험과 성장 측면에서 비교가능성을 높이기 위해 산업별로 조정하였다. 주가수익 배수와 이익의 질 간의 관계를 검증하기 위해 다음과 같이 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned} INDEP_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 EQ_{i,t} + \delta_2 IFRS_{i,t} + \delta_3 EQ_{i,t} \\ & \times IFRS_{i,t} + \delta_4 Growth_{i,t} + \delta_5 LEV_{i,t} \\ & + \delta_6 B_{i,t} + \delta_7 Size_{i,t} + IND + YD + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

종속변수

INDEP = 산업조정주가에 대한 이익 비율 (Industry adjusted Earnings-Price Ratio)

관심변수<sup>15)</sup>

EQ = 이익의 질 측정치로 MDD, DA, RM  
MDD = 수정 DD 모형의 잔차의 절대값  
DA = 수정 Jones 모형의 재량적 발생액의 절대값  
RM = 실제이익조정 모형의 종합측정치  
IFRS = 국제회계기준 도입 이후이면 1, 아니면 0  
EQ×IFRS = 교차항

통제변수

Growth = 순자산성장률((순자산 장부가치<sub>t</sub>-순자산 장부가치<sub>t-1</sub>)/순자산 장부가치<sub>t-1</sub>)  
LEV = 총부채/총자산

14) 주가이익배수를 가치평가에 이용하는 애널리스트들은 실무적으로 동종산업내의 유사기업의 PER에 목표이익을 곱하는 방식으로 목표 주가를 형성한다. Francis et al.(2005)의 방법은 산업효과를 통제한 후의 주가이익배수를 산정함으로써 측정오차를 줄일 수 있다.

15) Francis et al.(2005)은 극단치와 비선형성을 통제하기 위해 수정 Dechow and Dichev(2002) 모형을 통해 도출된 잔차의 5년간 표준편차를 10분위의 순위변수로 조정해 분석하였고, 본 연구에서도 수정 Dechow and Dichev(2002)모형 상 잔차의 절대값에 대해 10분위수를 이용해 분석한 결과는 잔차의 절대값을 이용한 결과와 유사하였다.

Beta	= CAPM 모형 상 기울기(일별, 1년)
Size	= 총자산의 자연로그 값
IND	= 산업더미
YD	= 연도더미

이익의 질을 측정하기 위한 변수로 MDD, DA, RM을 설정하였고, IFRS와 이익의 질 측정치와의 교차항을 통해 IFRS도입 후 PER와 이익의 질의 관계의 변화를 확인하고자 하였다. Francis et al. (2005)에서는 PER를 자기자본비용의 역수로서 해석하였다. 즉, 높은 PER는 낮은 자본비용을 의미한다. 투자자가 보고된 이익을 더 가치있는 것으로 판단해 이익 단위당 많은 금액을 지불하고자 하는 것이다.

투자자들이 낮은 이익의 질, 구체적으로 낮은 발생액의 질(MDD), 높은 재량적 발생액(DA) 및 높은 실제이익조정 수준(RM)을 갖는 기업이 높은 이익의 질을 갖는 기업보다 위험하다고 판단한다면 높은 자기자본비용(IndEP, 즉 낮은 PER를 의미함)을 요구할 것이고, 낮은 품질의 이익을 공시하는 기업에 대하여 투자자들은 해당 기업의 투자이사결정시 해당기업이 공시하는 이익관련 정보의 의존도를 줄이기 때문에 주가이익배수가 낮아진다는 선행연구들의 주장이 맞다면 EQ변수들과 PER와의 관계는 양(+)의 부호가 예상된다.

또한 이익의 질 측정치와 IFRS의 교차항을 통해 IFRS 도입 이후에 이러한 관계가 어떻게 변화하였는지를 검증하고자 한다. 투자자들은 국제회계기준 하에서 발생액이 비정상적으로 큰 기업에 대해 기회주의적 이익조정의 결과보다는 경영자의 기업실체에 대한 사적우위정보 반영의 결과로 해석하거나 반영된 정보의 양이 많기 때문에 이에 대한 판단을 하기 어려울 것이다. 이 경우 투자자들이 비정상적 발생액이 나타날 경우 기업가치 평가를 절하하는 정도

가 작아질 것으로 예상되므로 재량적 발생액(DA)과 IFRS의 교차항은 재량적 발생액(DA)와 PER의 관계를 감소시키는 음(-)의 부호를 가질 것으로 예상된다.

그러나 회계이익의 질을 대표하는 변수중 발생액의 현금전환 가능성을 나타내는 발생액의 질(MDD)의 경우와 실제이익조정(RM)의 경우는 그 교차항의 방향을 예상하기 어렵다. 재량적 발생액의 경우 경영자의 기회주의적 회계선택의 결과가 아닌 사적, 우위적 정보의 전달수단으로 비정상적 규모의 발생액을 계상하면서 발생할 수 있지만, 발생액의 현금전환 가능성을 나타내는 발생액의 질이 크게 나타나는 경우 해당 기업의 발생액에 내재된 정보는 잘못된 정보였을 가능성이 높다. 발생액은 결국 미래의 현금흐름에 대한 사전적 정보를 담고 있는 회계변수 중 하나이기 때문이다. 또한, 실제이익조정수준(RM)의 경우 사적, 우위적 정보의 전달수단으로 활용되기 어려운 것이라고 생각된다. 경영자가 사적, 우위적 정보를 시장에 전달하기 위해 영업활동 현금흐름 자체를 왜곡시킬 것으로 기대되지 않기 때문이다.

통제변수 중 Growth는 순자산장부가치의 변동률로 측정하였으며, 성장하는 기업일수록 경영자가 보고이익을 조정할 유인이 있을 것이고, 이는 낮은 이익의 질과 높은 자기자본비용으로 나타나 양(+)의 값을 예상한다. LEV는 재무위험을 통제하는 변수로 부채비율이 높을수록 시장 투자자들은 위험이 크다고 인지할 것이므로 자기자본비용이 증가할 것이다. 따라서 레버리지의 계수는 양(+)의 부호를 가질 것으로 예상된다. Beta는 일별자료를 사용하여 CAPM 모형을 기초로 과거 1년간을 rolling over하여 계산한 선형회귀모형의 기울기를 의미하고, 이는 기업의 체계적 위험으로 주식수익률과 선형관계에 있다. 따라서 베타의 계수는 양(+)의 부호를 가

질 것으로 예상된다. Size는 총자산의 자연로그 값으로 기업규모가 클수록 시장위험이 낮아져 자본비용이 낮아질 것이기 때문에 음(-)의 계수를 보일 것으로 예상된다. 산업더미(IND)는 각 산업의 특성을 통제하기 위해 사용하였으며, 연도별 차이를 통제하기 위하여 연도더미(YD)를 추가하였다.

#### 4.2 표본수집

본 연구는 2001년부터 2013년까지의 연도를 대상으로 한국의 유가증권시장(KOSPI)에 계속 상장된 기업 중에서 다음 요건에 해당하는 기업을 표본으로 선정하였다. 연구대상 기간을 2001년부터로 한정하는 이유는 1997년 12월 외환위기의 영향을 어느 정도 벗어난 기간부터 포함시키기 위함이며, 연구 대상을 유가증권 상장기업(KOSPI)으로 한정된 것은 유가증권 상장기업(KOSPI)과 코스닥 상장기업(KOSDAQ)의 보고이익 관리 정도 및 시장 특성의 차이를 통제하기 위함이다.

- ① 12월 결산법인
- ② 금융업종에 속하지 않는 기업
- ③ 2001년부터 2013년까지 재무자료, 주당지표, 주가수익배수 및 위험 관련 자료가 있는 기업

- ④ 표준산업분류(SIC)에 의해 산업별-연도별로 기업수가 10개 초과하는 기업

제반 자료 중 재무자료는 한국상장사협의회(TS-2000)를 이용하여 수집하였으며, 주당지표, 주가수익배수 및 위험 관련 자료는 Data-Guide, 표준산업분류 자료는 Kis-Value를 이용하였다. 다음의 <표 1>은 본 연구의 표본내역을 보여주고 있다.

본 연구에서 표본을 12월 결산법인으로 한정하는 이유는 공시자료 외에 주식시장에 미치는 기타 경제적 변수가 결산일이 상이한 기업별로 차별적인 영향을 미칠 가능성을 통제하기 위해서이다. 자기자본비용의 대용치인 EP비용이 음(-)이거나 없는 기업-연과 재무자료 등이 불완전한 기업-연은 표본에서 제외하였다. 발생액의 질을 측정하기 위해서는 연도별-산업별로 회귀 분석하여야 하는데, 측정오류를 최소화하기 위하여 산업별-연도별로 표본 수가 10개 이하인 경우의 기업은 본 연구에서 제외하였다. 극단치(Outlier)로 인한 분석결과의 왜곡 및 표본의 손실을 줄이기 위해서 표본데이터의 상·하위 1%를 초과하는 관측값은 1%에 해당하는 값으로 조정하였다. 본 연구는 2001년부터 2013년까지의 데이터를 사용하여 분석하였음에도 불구하고 연구 모형별 변수 정의 상 차이로 인하여 분석대상기간이 상이하

<표 1> 표본의 선정과정

구분	발생액의 질 모형	재량적발생액 모형	실제이익조정 모형
2001-2013 한국유가증권시장에 계속 상장된 기업-연	9,912	9,912	9,912
(-) 금융업종 해당 기업-연	(1,549)	(1,549)	(1,549)
(-) 재무자료 불완전 기업-연	(21)	(21)	(21)
(-) 자본잠식 및 변수 결측치 포함 기업-연	(3,047)	(2,576)	(2,994)
(-) 산업-연도별 10개 미만	(1,156)	(1,270)	(1,188)
최종분석 대상 표본(기업-연)	4,137	4,496	4,160

다. 구체적으로 발생액의 질 모형에서는 2001년부터 2012년의 기간에 대해 4,137 기업-연, 재량적 발생액 모형에서는 2001년부터 2013년의 기간에 대해 4,496 기업-연, 실제이익조정 모형에서는 2002년부터 2013년의 기간에 대해 4,160 기업-연이 최종표본으로 선정되었다.

## V. 연구결과

### 5.1 기술통계량 및 상관관계

#### 5.1.1 기술통계량

〈표 2〉의 Panel A는 관심변수가 발생액의 질인 경우 주요 변수들의 평균값과 중위수, 표준편차, 최소값과 최대값을 제시한다. 종속변수인 INDEP는 산업 조정 EP(Earnings-Price)비율로 절대적 의미의 EP 비율의 평균은 15.93%인 반면 상대적 의미인 INDEP의 평균은 4.2%이다. 관심변수인 MDD는 수정 DD 모형상 잔차의 절대값으로 평균은 0.05374이며 중위수는 0.04083, 표준편차는 0.04917을 보이고 있다. MDD가 크다는 것은 기업이 제공하는 재무정보 질, 즉 이익의 질이 낮음을 의미한다. 통제변수인 Growth의 평균은 0.13640(중위수: 0.08310), LEV의 평균은 0.42252(중위수: 0.43294)이고, Beta의 평균은 0.72677(중위수: 0.69990)이고, Size의 평균은 19.6598(중위수: 19.3929)이다. 따라서 Growth는 비대칭적인 분포를 이루고 있음을 확인할 수 있다.

Panel B는 관심변수가 재량적 발생액인 경우로 종속변수인 INDEP의 평균은 4.33%, EP 비율의 평

균은 15.66%이고, 관심변수인 DA는 수정 Jones 모형 상 재량적 발생액의 절대값으로 평균은 0.05337이며 중위수는 0.03771, 표준편차는 0.05407을 보이고 있다. Panel C는 관심변수가 실제이익조정 종합측정치인 경우로 종속변수인 INDEP의 평균은 3.53%이고, EP 비율의 평균은 14.61%이며, 관심변수인 실제이익조정 종합측정치 RM의 평균은 -0.01540이며 중위수는 0.00198, 표준편차는 0.22989을 보이고 있다. Panel B와 Panel C의 통제변수는 Panel A와 유사하였다.

#### 5.1.2 상관관계

〈표 3〉는 변수들의 상관관계를 나타낸다. 관심변수가 발생액의 질인 경우로 MDD와 INDEP는 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 상관관계를 보인다. 이는 이익의 질의 대용변수인 MDD가 클수록 PER는 낮아지게 된다는 것을 의미한다. 통제변수 중 Lev(1% 수준)는 INDEP와 유의한 양(+)의 상관성을 보이고, Beta(1%수준)와 Size(1% 수준)는 INDEP와 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 관심변수가 재량적 발생액인 경우 DA와 INDEP는 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 상관관계를 보이나, 관심변수가 실제이익조정 종합측정치인 경우 RM과 INDEP는 유의적인 상관관계를 보이지 않았다. 관심변수가 DA 또는 RM인 경우에도 나머지 변수들 간의 상관관계는 높지 않았으며, 회귀분석 시 분산팽창요인(variation inflation factor: VIF)을 검토해 본 결과 2.299미만의 값을 보였기 때문에 다중공선성(multicollinearity)은 문제되지 않음을 확인하였다.

〈표 2〉 변수의 기술통계

**Panel A** 관심변수가 발생액의 질인 경우( $n=4,137$ )

variables	Mean	Std. dev	Min	Median	Max
INDEP	0.04185	0.36257	-0.22410	0	7.52400
EPR	0.15929	0.37181	0.00060	0.10410	7.69230
DD	0.05523	0.05182	0.00064	0.04032	0.27676
MDD	0.05374	0.04917	0.00069	0.04083	0.25617
IFRS	0.18226	0.38610	0	0	1
Growth	0.13640	0.24061	-0.47710	0.08310	1.50020
LEV	0.42252	0.17868	0.03986	0.43294	0.81397
Beta	0.72677	0.35834	0.02330	0.69990	1.62010
Size	19.6598	1.43555	17.1472	19.3929	23.9117

1) 변수 정의

INDEP 산업 조정 EP(Earnings-Price) 비율      Growth 순자산 성장률  
 EPR Earnings-Price 비율      LEV 총부채/총자산  
 DD DD 모형 잔차의 절대값      Beta CAPM 모형의 기율기  
 MDD 수정 DD 모형 잔차의 절대값      Size 총자산의 자연로그 값  
 IFRS 국제회계기준 도입 이후이면 1, 아니면 0

**Panel B** 관심변수가 재량적 발생액인 경우( $n=4,496$ )

variables	Mean	Std. dev	Min	Median	Max
INDEP	0.04332	0.38603	-0.21690	0	7.52400
EPR	0.15656	0.39495	0.00100	0.09900	7.69200
DA	0.05337	0.05407	0.00080	0.03771	0.30161

\* DA 수정 Jones 모형 재량적 발생액의 절대값

**Panel C** 관심변수가 실제이익조정 종합측정치인 경우( $n=4,160$ )

variables	Mean	Std. dev	Min	Median	Max
INDEP	0.03525	0.35666	-0.23880	0	12.33920
EPR	0.14608	0.36528	0.00010	0.09650	12.50000
RM	-0.01540	0.22989	-2.67618	0.00198	0.76773
ACFO	0.00632	0.06890	-0.41158	0.00546	0.55202
APC	-0.00703	0.11252	-1.27633	0.00111	0.76561
ADE	0.00126	0.10049	-0.42118	-0.00864	2.22900

\* RM 실제이익조정 모형 종합측정치((-1)\*비정상 영업현금흐름 + 비정상 생산원가 + (-1)\*비정상 재량적 비용

〈표 3〉 변수들 간의 상관관계 : 관심변수가 발생액의 질인 경우( $n=4,137$ )

구분	INDEP	EPR	DD	MDD	IFRS	Growth	lev	Beta	size
INDEP	1	0.98843 <.0001	0.13291 <.0001	0.12019 <.0001	-0.03199 0.0397	-0.004 0.7971	0.04975 0.0014	-0.07707 <.0001	-0.06404 <.0001
EPR	0.98843 <.0001	1	0.13721 <.0001	0.12421 <.0001	-0.07821 <.0001	-0.00033 0.983	0.07144 <.0001	-0.09886 <.0001	-0.07368 <.0001
DD	0.13291 <.0001	0.13721 <.0001	1	0.88709 <.0001	-0.07545 <.0001	0.07676 <.0001	0.01746 0.2615	0.01693 0.2763	-0.12695 <.0001
MDD	0.12019 <.0001	0.12421 <.0001	0.88709 <.0001	1	-0.07503 <.0001	0.07685 <.0001	0.02954 0.0574	0.0162 0.2974	-0.11876 <.0001
IFRS	-0.03199 0.0397	-0.07821 <.0001	-0.07545 <.0001	-0.07503 <.0001	1	-0.04901 0.0016	-0.05201 0.0008	0.00755 0.6273	0.1205 <.0001
Growth	-0.004 0.7971	-0.00033 0.983	0.07676 <.0001	0.07685 <.0001	-0.04901 0.0016	1	0.09198 <.0001	0.08878 <.0001	0.03107 0.0457
LEV	0.04975 0.0014	0.07144 <.0001	0.01746 0.2615	0.02954 0.0574	-0.05201 0.0008	0.09198 <.0001	1	0.18957 <.0001	0.20098 <.0001
Beta	-0.07707 <.0001	-0.09886 <.0001	0.01693 0.2763	0.0162 0.2974	0.00755 0.6273	0.08878 <.0001	0.18957 <.0001	1	0.35198 <.0001
size	-0.06404 <.0001	-0.07368 <.0001	-0.12695 <.0001	-0.11876 <.0001	0.1205 <.0001	0.03107 0.0457	0.20098 <.0001	0.35198 <.0001	1

1) 변수정의를 〈표 2〉와 같고, 아래 수치는 P-value를 의미함.

## 5.2 단변량 분석

먼저 국제회계기준 도입 이전과 이후에 따라 이익의 질의 측정치, 구체적으로 MDD, DA, RM이 차이가 있는지 살펴본 후, 이러한 이익의 질의 차이가 산업 조정 EP 비율에 반영되는지 살펴봄으로써 PER와 이익의 질의 관계를 유추해 볼 수 있을 것이다. 〈표 4〉의 Panel A를 보면 국제회계기준 도입 이전과 이후의 MDD<sup>16)</sup>와 DA는 1% 수준에서 유의적으로 차이가 있으나, RM은 유의적인 차이를 보이지 않고 있다.

다음으로 Panel B는 이익의 질이 산업 조정 EP 비율에 미치는 영향을 나타낸다. 각각의 이익의 질 측정치를 5분위로 구분해 각 분위의 산업 조정 EP 비율의 평균을 집계한 것으로 Q1은 각각의 이익의 질 측정치의 값이 작은 경우로 이익의 질이 좋은 경우를 의미하며, Q5는 각각의 이익의 질 측정치 값이 큰 경우로 이익의 질이 나쁜 경우를 의미한다. Q1과 Q5 간의 산업 조정 EP 비율의 차이를 분석한 결과 MDD와 DA는 1% 수준에서 유의적인 차이를 보였으나, RM은 유의적인 차이를 나타내지 않았다. 이는 MDD와 DA의 경우 이익의 질이 나쁠수록 PER

16) 수정 Dechow and Dichev(2002) 모형이 아닌 Dechow and Dichev(2002) 모형에 대해 동일한 절차를 수행한 결과도 유사하였으며, 종속변수를 상대적인 의미의 산업 조정 EP 비율이 아닌 절대적인 의미인 EPR를 사용한 결과도 유사한 것을 확인하였다.

〈표 4〉 단변량 분석

**Panel A : IFRS 도입 이전 · 이후에 따른 이익의 질 측정치의 차이 분석**

	IFRS 도입 전		IFRS 도입 후		t-value	z-value
	평균	중위수	평균	중위수		
MDD	0.0555	0.0431	0.0459	0.0357	5.36***	4.87***
DA	0.0569	0.0408	0.0426	0.0287	8.43***	9.23***
RM	-0.0143	0.0024	-0.0183	0.0005	0.52	0.75

- 1) 변수설명은 〈표 2〉와 같음.
- 2) t-value와 z-value는 t-test와 Wilcoxon 순위합 검정의 결과를 의미함.
- 3) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

**Panel B : 이익의 질 측정치가 INDEP에 미치는 영향(5분위)**

이익의 질 등위	MDD(n=4,137)			DA(n=4,496)			RM(n=4,160)		
	IFRS 도입 전	IFRS 도입 후	전체표본	IFRS 도입 전	IFRS 도입 후	전체표본	IFRS 도입 전	IFRS 도입 후	전체표본
Q1	0.03489	0.00850	0.02893	0.00913	0.00002	0.00599	0.02972	0.01406	0.02622
Q2	0.02323	0.00962	0.02067	0.02507	0.00435	0.01935	0.04554	0.01159	0.03587
Q3	0.02810	0.02244	0.02705	0.01439	0.01039	0.01347	0.02886	0.02266	0.02693
Q4	0.04423	0.01683	0.03952	0.02563	0.01390	0.02315	0.05903	0.02475	0.04914
Q5	0.10250	0.03551	0.09311	0.16760	0.09271	0.15469	0.04409	0.01602	0.03812
ANOVA F-value	5.48*** (0.0002)			24.12*** (< .0001)			0.58 (0.68)		
t-test (Q1-Q5)	-2.61*** (0.0091)			-5.95*** (< .0001)			-1.07 (0.2866)		

- 1) 변수설명은 〈표 2〉와 같음.
- 2) t-test(Q1-Q5)는 이익의 질이 좋은 경우(Q1)와 나쁜 경우(Q5)에 대한 차이검정 결과임.
- 3) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

가 낮다는 것을 의미하므로 이익의 질과 PER는 정의 관계를 갖는다는 가설1을 부분적으로 지지한다고 볼 수 있다. 그러나 RM의 경우 투자자들이 경영자의 실제이익조정 행위에 대해서 차별적인 가치평가를 하지는 못한다고 해석할 수 있을 것이다.

단변량 분석은 이익의 질과 PER의 관계에 영향을 미치는 여러 가지 요인들을 통제하지 않은 결과이므로, 국제회계기준 도입 이후에 그러한 관계의 정도

에 변화가 있었는지는 회귀분석을 통해 검증하기로 한다.

**5.3 회귀분석 결과**

〈표 5〉는 가설1과 가설2에 대한 다중회귀분석 결과를 제시한다. 〈표 5〉의 Panel A는 우선 회계이익의 질이 PER와 정의 유의한 관련성을 가지는지 확

〈표 5〉 국제회계기준 도입 전후 이익의 질과 주기수익배수의 관계

## Panel A: 교차항을 포함한 분석

$$INDEP_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 EQ_{i,t} + \delta_2 IFRS_{i,t} + \delta_3 EQ_{i,t} \times IFRS_{i,t} + \delta_4 Growth_{i,t} + \delta_5 LEV_{i,t} + \delta_6 B_{i,t} + \delta_7 Size_{i,t} + IND + YD + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

Variable	Sign	MDD		DA		RM	
		Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept		0.16396	1.44	0.04198	0.37	0.22438	1.98**
EQ	+	0.82608	6.62***	2.07131	17.61***	0.03957	1.45
IFRS		-0.00052	-0.01	0.03048	0.4	-0.01501	-0.2
EQ*IFRS	-	-0.43107	-1.31	-0.89513	-3.35***	-0.00873	-0.15
Growth	+	-0.00941	-0.4	-0.03463	-1.44	0.11247	4.58***
LEV	+	0.11186	3.21***	0.05794	1.68*	0.05328	1.55
Beta	+	-0.08614	-4.57***	-0.08198	-4.39***	-0.07082	-3.84***
Size	-	-0.00728	-1.61	-0.00249	-0.56	-0.00773	-1.74*
IND dummy		Included		Included		Included	
Year dummy		Included		Included		Included	
F-value		5.5***		14.85***		3.72***	
Adj R <sup>2</sup>		3.37%		9.23%		2.05%	
observations		4,137		4,496		4,160	

1) OLS 회귀분석 결과를 나타냄.

2) 변수설명은 〈표 2〉와 같음.

3) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

## Panel B: IFRS 도입 이전과 이후로 구분한 분석-MDD

Variable	Sign	MDD			
		IFRS 도입 이전		IFRS 도입 이후	
		Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept		0.11764	0.29	0.26759	3.25
MDD	+	0.81784	6.00***	0.37477	2.9***
Growth	+	-0.00993	-0.36	-0.00536	-0.21
LEV	+	0.15051	3.57***	-0.03608	-1.07
Beta	+	-0.11345	-4.88***	0.00920	0.56
Size	-	-0.00590	-1.08	-0.01200	-2.9***
IND dummy		Included		Included	
Year dummy		Included		Included	
F-value		5.23***		2.32***	
Adj R <sup>2</sup>		3.5%		3.72%	
observations		3,383		754	

1) OLS 회귀분석 결과를 나타냄.

2) 변수설명은 〈표 2〉와 같음.

3) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

〈표 5〉 국제회계기준 도입 전후 이익의 질과 주가수익배수의 관계 (계속)

Panel C: IFRS 도입 이전과 이후로 구분한 분석-DA

Variable	Sign	DA			
		IFRS 도입 이전		IFRS 도입 이후	
		Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept		0.05049	0.12	0.16742	2.32**
DA	+	2.06481	15.46***	1.33038	12.41***
Growth	+	-0.02373	-0.8	-0.09206	-3.8***
LEV	+	0.08388	1.86*	0.01125	0.38
Beta	+	-0.11222	-4.52***	-0.01020	-0.69
Size	-	-0.00058	-0.1	-0.00656	-1.8*
IND dummy		Included		Included	
Year dummy		Included		Included	
F-value		12.67***		8.8***	
Adj R <sup>2</sup>		9.09%		13.93%	
observations		3,386		1,110	

- 1) OLS 회귀분석 결과를 나타냄.
- 2) 변수설명은 〈표 2〉와 같음.
- 3) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

Panel D: IFRS 도입 이전과 이후로 구분한 분석-RM

Variable	Sign	RM			
		IFRS 도입 이전		IFRS 도입 이후	
		Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept		0.16113	0.39	0.26083	3.36***
RM	+	0.04310	1.39	0.01013	0.43
Growth	+	0.14405	4.64***	-0.01800	-0.69
LEV	+	0.06119	1.34	0.05434	1.71*
Beta	+	-0.09318	-3.74***	-0.01532	-0.96
Size	-	-0.00677	-1.15	-0.01012	-2.57**
IND dummy		Included		Included	
Year dummy		Included		Included	
F-value		3.44***		1.78**	
Adj R <sup>2</sup>		2.19%		1.6%	
observations		3,061		1,099	

- 1) OLS 회귀분석 결과를 나타냄.
- 2) 변수설명은 〈표 2〉와 같음.
- 3) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

인하고, 국제회계기준 도입 이후 PER와 회계이익의 질의 관련성이 어떻게 변하는지 살펴보기 위하여 회계이익의 질 변수와 IFRS의 교차항을 포함한 식 (7)의 회귀분석 결과를 보여준다. Panel B, C와 D는 국제회계기준 도입 이전과 도입 이후로 구분한 회귀분석 결과를 보여준다.

Panel A에서 이익의 질 측정치로 발생액의 질과 재량적 발생액을 사용한 경우, 즉 MDD와 DA의 회귀계수는 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값( $\delta_1 = 0.82608, 2.07131, t=6.62, 17.61$ )을 가지는 것으로 나타났다. 이는 MDD와 DA의 측정치 값이 클수록(즉 이익의 질이 나쁠수록) 산업조정 EP 비율이 높고, 이는 결국 PER가 작다는 것을 의미한다. 반대로 이익의 질이 좋을수록 산업 조정 EP 비율이 낮고, 결국 PER가 크다는 것을 의미하므로 회계이익의 질은 PER에 정의 유의한 관련성을 가지는 것으로 해석할 수 있고, 이는 가설 1을 지지하는 결과이다. 그러므로 회계투명성과 PER는 관련성이 있다는 주장의 실증적 근거로 제시될 수 있을 것이다. 그러나 이익의 질 측정치로 실제이익조정 종합 측정치(RM)를 사용한 경우에는 실제이익조정 활동이 경영자와 외부투자자간의 정보비대칭을 증가시켜 투자자들이 더 높은 자기자본비용을 요구할 것이며, PER가 낮게 나타날 것이라는 예상과 달리 비유의적인 양(+)의 회귀계수( $\delta_1 = 0.03957, t=1.45$ )를 보여 투자자들이 기업의 실제이익조정 행위에 대해 식별해 정보위험에 대한 프리미엄을 요구하지는 않는 것으로 판단된다.

발생액의 질 및 재량적 발생액과 달리 본 연구의 분석결과에서는 실제이익조정과 PER와의 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 실물활동을 통한 이익조정에서 PER가 유의한 관련성을 나타내고 있지 않다는 현상이 나타나는 이유에는 두가지 가능성이 있

다. 첫째는 실물활동을 통한 이익조정이 기업의 기업가치에 영향을 미치는 부정적인 정보나 활동, 신호와 관련이 없을 가능성이다. 실물활동을 통한 이익조정 측정치가 크게 나타났다고 해도 이것이 기업의 실질가치 감소와 무관하다면, 시장이 평가한 PER와 실질가치간의 관련이 높다고 하더라도 REM과 PER와는 유의한 관련성이 없을 것이다.

둘째는 실물활동을 통한 이익조정이 기업의 기업가치에 영향을 실제로 부정적인 영향을 미치지만, 이익조정이 일어난 시기의 자본시장 참여자들이 실제이익조정의 부정적인 영향을 제대로 파악해내지 못하여 PER가 실제기업가치를 제대로 반영해내지 못할 가능성이다.

실제이익조정과 기업가치를 다룬 국내 실증연구인 김지홍·배지현·고재민(2009)의 연구결과에 의하면 실제 이익조정 기업은 차기뿐만 아니라 그 이후의 영업성과 역시 악화되는 사실을 관찰하였고, 그 정도는 기간이 장기화될수록 더욱 심화되었으며, 실제 이익조정을 이용한 차익거래에서 초과이익을 얻을 수 있다는 사실을 확인함으로써 주식시장에서 실제 이익조정을 많이 한 기업은 과대평가되어 있고 적게 한 기업은 과소 평가되어 있다고 보고하고 있다.

즉 김지홍 외(2009)의 연구결과를 감안한다면 실제이익조정은 기업가치에 실질적으로 장기적으로 부정적인 영향을 미치고 있지만, 주식시장에서 실제이익조정 기업을 대상으로 한 차익거래가 초과수익을 얻을 수 있으므로 시장이 이러한 실제이익조정이 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 제대로 평가하고 있지 않다는 것으로 후자의 가능성, 즉, 실물활동 이익조정은 기업가치에 부정적 영향을 미치지만, 시장 참여자들이 이에 대한 충분한 가치평가 할인을 하지 않고 있으며, 이로 인해 REM과 PER에 유의한 음의 관련성이 나타나지 않았을 가능성이 있다.

그러나 실제이익조정이 시장참여자들이 기업가치 평가 과정에 반영되는지 여부는 기업가치평가 실무에서 나타나는 다양한 가치평가 측정치에 대한 실증 분석결과에 근거하여 판단되어야 한다. 일례로 김정교 외(2012)는 실제이익관리가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하여 간접적으로 가치평가에 실제 이익관리가 반영되는지 여부를 분석하였고 기업의 체계적 위험인 베타와 시장가치대 장부가치비용 등 기업위험요인을 통제한 이후에도 실제이익조정측정치는 자기자본비용을 증가시키는 것으로 나타났다고 보고하고 있다. 물론 김정교 외(2012)의 연구의 경우 분석대상 기간이 2000년에서 2008년에 불과하고 연구에서 사용된 자기자본비용의 경우 재무분석가의 예측치가 산출과정에서 필요하기 때문에 표본의 수가 재무분석가 예측치가 제공되는 기업에 한정된다는 차이가 있다. 그러나 김정교 외(2012)의 연구결과는 가치평가 관련 측정치의 변화에 따라 연구 결과가 다르게 나타날 수 있음을 보여주는 것이며, 실제이익조정과 기업가치에 대한 보다 다양하고 심층적인 연구가 필요함을 시사하는 결과이다.

다음으로 Panel A의 교차항과 Panel B, C와 D의 결과를 통해 국제회계기준 도입 이후 PER와 회계이익의 질의 관련성이 어떻게 변하는지 살펴본다. 먼저 Panel A에서 DA와 IFRS의 교차항의 회귀계수는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값( $\delta_3 = -0.89513$ ,  $t = -3.35$ )을 나타내므로 국제회계기준 도입 이후 PER와 회계이익의 질의 관련성이 유의하게 하락하는 것으로 해석할 수 있다. MDD와 IFRS의 교차항의 회귀계수 역시 음(-)의 값( $= \delta_3 - 0.43107$ ,  $t = -1.31$ )을 보였으나, 통계적으로 유의하지는 않았

다. 추가적으로 Panel B와 Panel C를 보면 회계이익의 질 측정치가 MDD와 DA인 경우 국제회계기준 도입 이전과 이후 모두 회귀계수가 1% 수준에서 유의적인 양의 값을 나타내고 있으나, 회귀계수의 크기가 MDD의 경우 0.81784( $t=6$ )에서 0.37477( $t=2.9$ )로 감소하였고, DA의 경우 2.06481( $t=15.46$ )에서 1.33038( $t=12.41$ )로 감소해 부분적으로 국제회계기준 도입 이후에 PER와 회계이익의 질 측정치의 관계가 약화되었다는 증거로 해석할 수 있을 것이다.<sup>17)</sup>

이러한 결과는 본 연구의 가설 2를 지지하는 것으로 국제회계기준 도입 이후 비정상적인 발생액에 대하여 시장이 차별적인 평가를 하는 정도가 종전 회계기준환경에 비해 작아졌다는 것을 의미한다. 국제회계기준 하에서 재량적 회계선택에 의한 비정상 발생액에 대해 경영자의 사적우위정보가 반영되어 있기 때문이거나, 회계이익에 반영된 많은 정보에 대해 시장이 제대로 평가를 해내고 있지 못하기 때문일 가능성이 있다. 그러나 회계이익의 질 측정치로 RM을 사용한 경우에는 Panel A의 RM과 IFRS의 교차항과 Panel D의 국제회계기준 도입 이전 및 이후의 경우 모두 비유의적인 결과를 보이고 있어 국제회계기준 도입으로 RM과 PER의 관련성에 유의적인 변화가 없었다.<sup>18)</sup> 즉, 국제회계기준 도입 여부에 따라 비정상적인 발생액에 대한 시장의 평가에 대해서는 유의한 환경적 변화가 있었지만, 실제이익조정으로 대표되는 영업활동 현금흐름 조정에 대해서는 유의한 변화가 없었다.

통제변수 중 Growth는 성장하는 기업일수록 경영자가 보고이익을 조정할 유인이 있을 것이고, 이는

17) DA와 MDD의 국제회계기준 도입전후의 크기는 <표4>의 패널A에서 나타난 바와 같이 국제회계기준 도입이후 유의적으로 감소하였다.  
18) White test에 의해 이분산성이 유의하게 나타난 MDD와 RM에 대해 heteroskedasticity robust standard errors (또는 Huber White standard error; Huber, 1967; White, 1980)방법에 의해 조정된 분석결과를 확인한 결과 OLS 결과와 유사하였다.

낮은 이익의 질과 높은 자기자본비용으로 나타나 양(+ )의 값을 예상하였는데, Panel A의 RM의 경우에만 1% 수준에서 유의적인 양의 값을 나타냈다. LEV는 재무위험을 통제하는 변수로 부채비율이 높을수록 투자자들은 위험이 크다고 인지할 것이므로 자본비용이 증가할 것이다. 따라서 레버리지의 계수는 양(+ )의 부호를 가질 것으로 예상하였고, MDD와 DA의 경우 유의적인 양(+ )의 회귀계수를 보였고, RM은 비유의적인 양(+ )의 회귀계수를 나타냈다. Beta는 기업의 체계적 위험에 대한 민감도를 포착하는 변수로 양(+ )의 부호를 가질 것으로 예상하였으나, 모두 유의적인 음(- )의 계수를 보였다. 이는 Beta외에 위험도와 관련이 있는 변수가 연구모형에 포함되어 있으며, 이러한 변수들인 Size 또는 LEV 등과 Beta 사이의 상관관계, 즉 회귀분석에 포함된 기타 변수와의 상관관계로 인해 나타나는 결과일 가능성이 있다. Size는 총자산의 자연로그 값으로 기업규모가 클수록 시장위험이 낮아져 자본비용이 낮아질 것이기 때문에 음(- )의 계수를 보일 것으로 예상하였고, 모두 음(- )의 회귀계수를 나타냈다.

〈표 6〉에서는 MDD와 DA가 양으로 나타난 집단과 음으로 나타난 집단으로 각각 구분하여 각 집단별로 MDD와 DA가 PER와 관련성을 보이는지 여부, 그리고 MDD 및 DA와 주가수익배수과의 관련성이 국제회계기준 도입 전후로 어떻게 달라지는지 여부에 대하여 추가적으로 분석한 결과를 보여준다. 〈표 6〉의 분석은 회계이익의 질 변수를 양과 음으로 구분하여 모든 방향에서 회계이익의 재량적 변화가 나타났을 때 PER가 이를 잘 반영해내는지, 그리고 그러한 반영의 정도가 국제회계기준 도입이후 어떻게 달라졌는지를 살펴보기 위한 것이다.

MDD와 DA를 절대값이 아닌 양과 음으로 구분하여 이익을 증가시키는 유형과 이익을 감소시키는 유

형의 발생액을 통한 이익조정현상으로 구분하여 분석을 시행한 결과 이익을 증가시키는 유형의 이익조정이 커짐에 따라 산업조정 EP 비율이 높은 현상(PER가 작아지는 현상)을 발견하였다. 즉, MDD와 DA의 절대값을 분석한 결과나 MDD와 DA가 양인 집단에 대한 분석결과가 PER와 음의 관련성을 나타내고 있다. 그러나 MDD와 DA가 음인 경우 PER와의 유의한 관련성은 없었다. 즉, PER는 주로 이익을 증가시키려는 이익조정이 나타나는 경우에 낮아짐을 알 수 있으며, 이익을 감소시키려는 이익조정에 대해서는 유의한 반응을 나타내지 않았다. 그리고 국제회계기준 도입효과를 알기 위해 IFRS 터미변수와 DA 혹은 MDD의 상호작용변수의 부호를 확인한 결과 MDD와 DA가 양인 집단에서만 유의한 음의 조절효과를 나타내어 국제회계기준 도입 이후에는 양의 MDD와 DA과 PER와의 음의 관련성이 하락하는 것을 볼 수 있었다. 그러나 MDD와 DA가 음인 집단에서는 유의한 결과를 나타내지 아니하였다.

이익을 증가시키는 시도를 포착해내는 양의 이익조정변수의 경우 음의 이익조정변수보다는 투자자에게 정보 가치가 있고, 경영자가 내부적으로 가지고 있는 사적정보 외에, 이익을 인위적으로 부풀리려는 경영자의 기회주의적 시도에 따른 이익조정행위를 반영하였을 가능성이 높다. 따라서 시장은 주로 이익을 증가시키려는 경영자의 기회주의적 시도가 반영된 양의 이익조정 측정치에 대하여 부정적인 평가를 하고 있다고 보여진다.

또한, 국제회계기준 도입 이후 이익을 증가시키는 유형의 이익조정에 대해서만 국제회계기준 도입이후 PER와의 관련성이 줄어든 것은 국제회계기준 도입이후 시장이 경영자의 기회주의적 이익조정에 대하여 더 잘 파악해내지 못한다는 것을 시사하는 결과

〈표 6〉 국제회계기준 도입 전후 이익의 질과 주가수익배수의 관계

**Panel A: MDD를 양(+ )과 음(-)으로 구분한 분석**

Variable	Sign	MDD			
		MDD(+)(n=2,152)		MDD(-)(n=1,985)	
		Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept		0.15602	0.89	0.16406	1.12
MDD	+	1.19782	6.33***	-0.51159	-3.15***
IFRS		0.03459	0.29	-0.01372	-0.14
MDD*IFRS	-	-0.27086	-0.54	0.65562	1.53
Growth	+	-0.10488	-3.02***	0.0835	2.63***
LEV	+	0.15487	2.96***	0.08743	1.9*
Beta	+	-0.08092	-2.86***	-0.09453	-3.85***
Size	-	-0.01057	-1.54	-0.00522	-0.9
IND dummy		Included		Included	
Year dummy		Included		Included	
F-value		4.44***		2.42***	
Adj R <sup>2</sup>		4.87%		2.24%	
observations		2,152		1,985	

**Panel B: DA를 양(+ )과 음(-)으로 구분한 분석**

Variable	Sign	DA			
		DA(+)(n=2,500)		DA(-)(n=1,996)	
		Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept		-0.05222	-0.27	0.20616	1.85*
DA	+	3.07055	18.54***	0.18855	1.31
IFRS		0.02038	0.15	-0.01082	-0.15
DA*IFRS	-	-1.3999	-3.71***	-0.36434	-1.13
Growth	+	-0.16232	-4.56***	0.14497	5.53***
LEV	+	0.14512	2.73***	-0.03848	-1.07
Beta	+	-0.10848	-3.76***	-0.03454	-1.79*
Size	-	0.00152	0.22	-0.00831	-1.83*
IND dummy		Included		Included	
Year dummy		Included		Included	
F-value		15.98***		2.72***	
Adj R <sup>2</sup>		16.52%		2.77%	
observations		2,500		1,996	

- 1) OLS 회귀분석 결과를 나타냄.
- 2) 변수설명은 〈표 2〉와 같음.
- 3) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

로 생각된다. 이는 국제회계기준의 도입으로 인한 방대한 주식정보의 제공과 회계처리방식의 변화로 인해 시장참여자들이 정보에 대한 해석능력이 떨어졌기 때문일 가능성이 있다.

5.4 추가분석

한국이 국제회계기준을 도입할 당시 도입 근거로 코리아 디스카운트(Korea Discount)현상의 해소

가 제시되었으며, 이러한 현상이 PER의 관점에서 논의되었다. 즉 PER가 국제회계기준 도입당시 회계투명성 수준을 반영하는 지표로 해석되었다. 추가 분석에서는 국제회계기준 도입 당시의 논의와 같이 국제회계기준 도입 이후에 코리아 디스카운트 현상이 해소됨에 따라 PER(EPR의 역수)와 PBR이 높아졌는지 검증함으로써 국제회계기준 도입으로 회계투명성이 제고되었는지 살펴보았다.

우선 <표 7>의 Panel A의 회귀분석 결과를 통해

<표 7> 국제회계기준 도입과 회계 투명성

Panel A 회귀분석 결과 : 국제회계기준 도입과 PBR 및 EPR(PER)

$$PBR_{i,t} = v_0 + v_1 \cdot IFRS_{i,t} + v_2 \cdot Growth_{i,t} + v_3 \cdot LEV_{i,t} + v_4 \cdot B_{i,t} + v_5 \cdot Size_{i,t}$$

$$EPR_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 \cdot IFRS_{i,t} + \omega_2 \cdot Growth_{i,t} + \omega_3 \cdot LEV_{i,t} + \omega_4 \cdot B_{i,t} + \omega_5 \cdot Size_{i,t}$$

Variable	Sign	PBR		EPR	
		Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept		-1.12095	-5.51***	0.66635	3.13***
IFRS	+/-	0.13172	3.93***	-0.11923	-3.62***
Growth	+	0.01923	2.74***	0.01661	1.39
LEV	+/-	0.43058	4.21***	0.20522	2.14**
Beta	+	0.29542	6.38***	-0.13124	-2.78***
Size	-	0.08358	7.41***	-0.02250	-2.62***
F-value		60.69***		4.34***	
Adj R <sup>2</sup>		13.78%		2.01%	
observations		4,496		4,496	

- 1) OLS 회귀분석 결과를 나타냄.
- 2) 변수설명은 <표 2>와 같음.
- 3) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

Panel B 연도별 주가수익배수 평균

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PBR	0.63	0.57	0.73	0.71	1.16	1.12	1.42	0.76	0.99	1.13	1.01	1.07
EPR	0.40	0.45	0.24	0.20	0.11	0.10	0.08	0.15	0.14	0.10	0.10	0.09
PER	13.50	8.49	11.77	13.89	17.74	61.88	30.27	24.41	18.20	30.55	22.74	49.57

국제회계기준 도입으로 PBR이 유의적으로 증가( $v_1 = 0.13172$ ,  $t = 3.93$ )하고, EPR은 유의적으로 감소( $\omega_1 = -0.11923$ ,  $t = -3.62$ )하는 것을 확인할 수 있다. EPR은 PER의 역수이므로 국제회계기준 도입 이후에 PER가 증가하였다는 의미로 해석 가능하다. 그러므로 PBR과 PER가 회계투명성을 반영하는 지표라는 전제하에 국제회계기준 도입 이후에 PBR과 PER가 유의적으로 높아졌으므로 회계투명성이 어느 정도 제고된 것으로 해석할 수 있을 것이다. 이러한 추세는 Panel B에서 국제회계기준 도입 이전의 기간을 2008년에서 2010년의 단기를 기준으로 비교한 경우에도 유지되는 것을 확인할 수 있다. 본 연구의 <표 5>~<표 7>의 분석결과는 우리나라

거래소에 상장된 KOSPI 상장기업을 대상으로 분석을 시행한 것이다. 표본을 KOSPI에 한정할 이유는 첫째 코스닥 기업의 경우 업력이 짧고 성장초기에 있는 기업들이 많아 회계이익의 변동성이 크고 당기 순손실을 시현하는 경우가 많아 PER를 이용한 기업가치평가가 KOSPI 상장기업에 비해 용이하지 않을 것이라는 점때문이었다. 추가적으로 코스닥 기업을 포함하여 가설검정을 위한 회귀분석을 시행한 결과는 <표 8>과 같다.

분석결과는 <표 5>의 분석결과와 유사하게 이익의 질 변수의 경우 발생액 관련 이익의 질변수인 MDD와 DA의 경우 PER와 음의 관련성을 나타내고 있고, IFRS 도입이후 이러한 관련성이 유의하게 약화

<표 8> 국제회계기준 도입 이후 이익의 질과 주가수익배수의 관계 : KOSPI 기업과 KOSDAQ 기업 통합 분석

$$INDEP_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 EQ_{i,t} + \delta_2 IFRS_{i,t} + \delta_3 EQ_{i,t} \times IFRS_{i,t} + \delta_4 Growth_{i,t} + \delta_5 LEV_{i,t} + \delta_6 B_{i,t} + \delta_7 Size_{i,t} + IND + YD + \epsilon_{i,t}$$

Variable	Sign	MDD		DA		RM	
		Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept		0.08966	1.32	0.05257	0.76	0.12609	1.91*
EQ	+	0.27362	5.97***	0.72947	14.87***	0.00525	0.39
IFRS		-0.17350	-0.38	-0.00914	-0.19	-0.02544	-0.57
EQ*IFRS	-	-0.19813	-2.17**	-0.28666	-2.79***	-0.00525	-0.21
Growth	+	-0.00290	-0.65	-0.01630	-3.45***	0.00922	2.08*
LEV	+	0.07184	3.86***	0.03947	2.14**	0.03598	2.00*
Beta	+	-0.06220	-7.74***	-0.06294	-7.96***	-0.04864	-6.38***
Size	-	-0.00186	-0.73	-0.00002	-0.01	-0.00263	-1.08
IND dummy		Included		Included		Included	
Year dummy		Included		Included		Included	
F-value		6.73***		13.4***		4.59***	
Adj R <sup>2</sup>		2.38%		4.7%		1.46%	
observations		8,006		8,809		8,260	

1) OLS 회귀분석 결과를 나타냄.  
 2) 변수설명은 <표 2>와 같음.  
 3) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

되는 결과를 나타내고 있다. 그리고 IFRS와 EQ변수의 상호작용변수의 유의도는 <표 5>의 분석결과에 비해 더 유의한 음의 계수를 나타내고 있어 <표 5>의 분석결과와 유사한 결과를 나타내고 있다.

## VI. 결론

기업가치 평가방법론으로 많은 정교한 방법론이 개발되어 왔지만, PER를 이용한 주식가치평가는 여전히 실무적으로 가치평가 전문가들에게 많이 이용되고 있으며, 일반 투자자들의 관심의 대상이 되고 있다. 국제회계기준 도입당시에 코리아 디스카운트 현상의 대표적인 사례로 우리나라 주요 기업들의 낮은 PER가 지적되었던 것도 PER가 시장 참여자에게 요약적이면서 일반적인 지표로 널리 이용되고 있음을 나타내는 것이었다.

본 연구는 국제회계기준 도입당시 도입의 당위성으로 제시된 회계정보의 질 제고를 통하여 코리아 디스카운트 현상을 완화하여 우리나라 기업들이 자본시장에서 제대로 평가받아야 한다는 논리에 대한 실증적인 증거를 찾아보자는 의도에서 시작되었다. 회계이익의 질이 높은 기업이 PER가 높다면 위 논리가 지지되는 결과라고 생각하였다.

그리고 자연스럽게 국제회계기준 도입 전과 도입 후의 회계이익의 질과 PER와의 관계는 어떻게 다를 것인가에 대하여 논의하게 되었다. 구체적인 시행지침이 회계기준 제정기관에 의해 제시되는 규정 중심 회계원칙에서 원칙이 제시되지만 경영자에게 회계처리의 재량권이 비교적 넓게 허용되는 원칙 중심 회계원칙으로 변경되는 상황에서 회계이익의 질은 PER에 어떠한 영향을 줄 것인가에 대한 의문이

제기되었다. 그리고 선행연구들의 논의에서와 같이 원칙중심 회계원칙 하에서 기업 경영자들은 발생액 회계정보에 많은 기업의 사적, 내부적 정보를 반영하려 할 것이고, 이러한 정보들이 시장 참여자들에게 적절하게 평가될 경우 발생액이 비교대상 기업들에 비해 비정상적으로 나타난다 하더라도 PER가 저평가되지 않을 것이라고 예상되었다.

실증분석결과는 우리의 예상대로 재량적 발생액과 발생액의 질 변수로 대표되는 회계이익의 질이 높을수록 PER가 높게 평가되는 결과를 보였다. 그러나 실제 거래를 조정함으로써 이익을 조정하는 실제이익조정 경우에는 PER와 유의한 관련성을 보이지 않았다. 이는 김정교 외(2012) 등 실제이익관리가 기업가치평가과정에 영향을 주는 변수라는 선행연구 결과와는 다른 것이며, 실제이익조정변수와 다양한 기업가치 평가 방법론 혹은 기업가치평가 측정변수와의 관련성에 대한 정교한 추가적인 실증연구가 필요하다는 것을 시사하는 결과라고 판단된다.

국제회계기준 전, 후로 회계이익의 질 관련 변수와 PER와의 관련성이 어떻게 달라지는지 분석한 결과는 재량적 발생액과 PER와의 관련성이 국제회계기준 도입이후 더 완화되는 현상을 보이고 있다. 즉, 재량적 발생액의 크기는 PER에 부정적인 영향을 주고 있으나 국제회계기준 도입이후에는 이러한 현상이 유의적으로 완화된다. 또한 발생액 관련 이익의 질 측정변수를 양과 음으로 구분하여 검증을 해 본 결과 이익을 증가시키는 유형의 이익조정측정변수와 PER가 유의한 음의 관련성을 보였으며, 역시 국제회계기준 도입이후 이러한 현상이 유의적으로 완화되었다.

국제회계기준 도입이후 발생액 관련 이익의 질 변수와 PER의 관련성이 줄어든다는 것은 비정상적 발생액이 기업 경영자의 기회주의적 이익조정의 결

과물이 아니라 기업 내부의 사적정보를 투자자들에게 알려주는 역할을 하며, 원칙중심 회계원칙하에서는 이러한 경영자의 재량적 회계선택이 강화될 경우 이를 시장이 부정적으로 평가하지 않을 가능성, 또는 국제회계기준 도입으로 회계기준의 급격한 변화와 주식정보의 급격한 증가로 인한 해석해야 할 정보량의 증가로 인해 시장이 기회주의적 이익조정에 의한 발생액 변화에 대해 부정적으로 평가하지 못하고 있을 가능성을 보여준다. 양의 이익조정 측정치에 대해서만 유의하게 국제회계기준 도입이후 이익조정측정치와 PER의 관련성이 줄어들었다는 것은 이중 후자의 가능성이 더 높을 것이라고 추론할 수 있다.

본 연구의 결과는 상대적 주가이익배수가 회계이익의 질에 따라 영향을 받음을 보여줌으로써 회계정보 특성이 기업가치평가에 영향을 줄 수 있다는 점을 시사한다. 또한, 규정중심 회계기준이 원칙중심 회계기준으로 변화하는 회계환경의 변화가 발생액 정보에 대한 시장의 평가를 어떻게 달라지게 할 수 있는지에 대한 실증증거를 제시한다고 생각한다. 국제회계기준의 여러 독특한 특성이 회계정보에 대한 시장의 평가에 어떠한 영향을 미치는지를 이해하는 것은 회계기준 제정 및 개선에 중요한 의미를 지닌다고 판단되며, 본 연구결과가 그러한 점에서 의미가 있을 것으로 기대한다.

## 참고문헌

- 김정교·유순미·강정화(2011), "목표이익 달성을 위한 이익조정수단과 시장반응," **대한경영학회지**, 24(6), 3743-3772.
- 김정교·유순미·김현진(2012), "실제이익조정이 자본비용에 미치는 영향," **국제회계연구**, 44, 23-48.
- 김지홍·배지현·고재민(2009), "실제 이익조정, 측정오차, 영업성과, 주가성과, 이익조정 유인," **회계학연구**, 34(4), 31-70.
- 박종일·남혜정(2011), "실제 이익조정 및 발생액에 기초한 이익조정과 사후적 자본 비용: 유가증권상장과 코스닥상장기업의 실증적 증거," **회계와 감사 연구**, 53(2), 187-239.
- 배동수·최수미(2013), "K-IFRS도입과 이익조정에 관한 연구," **회계연구**, 18(2), 117-145.
- 서원정(2009), "원칙중심 회계기준 도입의 의의," 한국회계학회-금융감독원 공동주최 심포지움 자료집
- 이장희·권정훈(2013), "K-IFRS 도입이 재량적 발생액 및 실제이익조정에 미치는 영향," 2013 국제회계학회 발표논문, 122-142.
- 임학빈·최수미(2009), "이익의 질이 주가이익배수에 미치는 영향: 이익유연화와 조정된 재량적 발생액을 중심으로," **회계연구**, 14(3), 173-201.
- 최성규(1994), "이익반응계수와 경영자 유인," **경영학연구**, 23, 127-160.
- 최성규·김경민(2001), "소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절," **회계학연구**, 26(1), 153-175.
- 최성규·김경민(2005), "부채비율과 경영자의 이익조절," **회계학연구**, 30(3), 113-145.
- 최정호(2008), "이익의 질과 기업가치에 관한 실증적 연구," **증권학회지**, 37(5), 813-839.
- 금융감독원 홈페이지. <http://www.fss.or.kr/fss/ifrs/intro/>
- Ahmed, A. S., M. Neel, and D. Wang(2010), "The Effects of Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards on Smoothness, Conservatism and Timeliness of Accounting Earnings," Working Paper, Texas A&M University.
- Andrew w. Alford(1992), "The Effect of the set of Comparable firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method," *Journal*

- of Accounting Research*, 30(1), 94-108.
- Barth, M., W. Landsman, and M. Lang(2008), "International Accounting Standards and Accounting Quality," *Journal of Accounting Research*, 46, 467-498.
- Beatty, R., S. Riffe., and R. Thompson(1999), "The method of comparables and tax court valuation of private firms: an empirical investigation," *Accounting Hirizon*, 13, 177-99.
- Beaver, W., and D. Morse(1978), "What Determines Price-Earnings Ratios?," *Financial Analysts Journal*, 34 (4), 65-76.
- Bhojraj, S., and C. Lee(2002), "Who is My Peer? A Valuation-based Approach to the Selection of Comparable Firms," *Journal of Accounting Research*, 40, 407-439.
- Cheng, C. R. McNamara(1995), "The Valuation Accuracy of the Price-earnings and Price-book Benchmark Valuation Methods," Working Paper, University of Houston.
- Choi, S. K., and G. Salamon(1995), "External Reporting and Capital Asset Prices," *Advance in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, 3, 213-247.
- Daske, H., Hile, L. Leuz, C., and Rodrigo, V(2008), "Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences," *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085-1142.
- Dechow, P., and I. Dichev(2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, 77, 35-59.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney(1995), "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, 70, 193-225.
- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo(1994), "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- Easley, D., and M. O'Hara(2004), "Information and the Cost of Capital". *The Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.
- FASB, 2002, *Proposal: Principle-based Approach to U.S. Standards Setting*, File Reference No.1125-001, Norwalk, CT: FASB.
- Francis, J., R. LaFond., P. Olsson., and K. Schipper (2005), "The Market Pricing of Accruals Quality," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295 - 327.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal(2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- Guenther, N., B. Gegenfurtner, C. Kaserer, and A. Achleitner(2010), "International Financial Reporting Standards and Earnings Quality: The Myth of Voluntary vs. Mandatory Adoption," Working Paper, Technische Universitat Munchen.
- Healy, P. M., and J.M. Wahlen(1999), "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting," *Accounting Horizons* 14, 365-383.
- Hronsky, J. J. F., and K. A. Houghton(2001), "The Meaning of a Defined Accounting Concept: Regulatory Changes and the Effect on Auditor Decision Making," *Accounting, Organizations and Society*, 26(2), 123-139.
- Huber, P. J(1967), "The Behavior of Maximum Likelihood Estimates Under Nonstandard Conditions," *Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*, 221-233.

- Jeanjean, T., and H. Stolowy(2008), "Do Accounting Standards Matter? An Exploratory Analysis of Earnings Management Before and After IFRS Adoption," *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, 480-494.
- Jones, J. J(1991), "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Kaplan, S., and S. Ruback(1995), "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, L(4), 1059-1093.
- Kim, J. B., and B. C. Sohn(2009), "Real Versus Accrual-based Earnings Management and Implied Cost of Equity Capital," Working Paper, City University of Hong Kong.
- Kim, M., and J. R. Ritter(1999), "Valuing IPOs," *Journal of Financial Economics*, 53, 409-437.
- Koller, T., M. Goedhart, and D. Wessels(2010), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company Inc. 5th Edition.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley(2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
- Lambert. R., C. Leuz, and R. Verrecchia(2007), "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital," *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420.
- Liu, J., D. Nissim, and J. Thomas(2002), "Equity Valuation Using Multiples," *Journal of Accounting Research*, 40, 135-172.
- Mark S. LeClair(1990), "Valuing the Closely-held Corporation: The Validity and Performance of Established Valuation Procedures," *Accounting Horizon*, 4(3), 31-42.
- McNichols, M. F(2002), "Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, 77(Supplement), 61-69.
- Nelson, M. W(2003), "Behavioural Evidence on the Effects of Principles- and Rules-based Standards," *Accounting Horizons*, 17 (1), 91-104.
- Nelson, M. W., J. A. Elliott, and R. L. Tarpley(2002), "Evidence from Auditors about Managers' and Auditors' Earnings Management Decisions," *The Accounting Review*, 77(Supplement), 175-202.
- Nobes, C. W(2002), "An Analysis of the International Development of the Equity Method," *Abacus*, 38 (1), 16-45.
- Roychowdhury, S(2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting & Economics*, 42(3), 335-370.
- Schipper, K(1989), "Commentary: Earnings Management," *Accounting Horizons* (December), 91-102.
- Schipper, K(2003), "Principles-based Accounting Standards," *Accounting Horizons*, 17 (1), 61-72.
- SEC, 2003, "Study Pursuant to Section 108(d) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on the Adoption by the United States Financial Reporting System of a Principles-Based Accounting System," SEC Report.
- Seo, W(2009), *Significance of principles-based Accounting Standards Adoption*, Korea Accounting Association-FSS Symposium.
- Subramanyam, K. R(1996), "The Pricing of Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281.
- Tendeloo, B. V., and A. Vanstraelen(2005), "Earnings Management under German GAAP Versus IFRS," *European Accounting Review*, 14(1),

- 155-180.
- White, H.(1980), "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica*, 48 (4), 817-838.
- Yoo. Y(2006), "The Valuation Accuracy of Equity Valuation Using a Combination of Multiples," *Review of Accounting and Finance*, 5, 108-123.

## The Effect of K-IFRS Adoption on the Relation between PER and Earnings Quality

Young-Han Lee\* · Ju-Young Park\*\*

### Abstract

Even though a number of sophisticated methods have been developed as Firm Valuation Methods, the stock valuation with PER is still used by those experts of firm valuation and investors. Furthermore, the fact that the low PER of Korea's major enterprises was mentioned as a representative case of Korea Discount at the time of IFRS adoption also showed that PER had been widely used as a recapitulative and common index.

This study has sought out an empirical evidence for the phenomenon of Korea Discount and the opaqueness of accounting information which was discussed at the time of IFRS adoption by analyzing the relationship between the quality of accounting earnings and PER. If the lower quality of accounting earnings causes lower PER, the qualitative properties of accounting information may be considered to be related to PER, which is connected to the argument of the advocates of adopting IFRS that the quality of accounting earnings improved will be reflected to PER. Second, the relation between the quality of accounting earnings and PER after and before IFRS adoption has been compared and analyzed.

Then, it was anticipated to be reduced, which was because of principle-based approach and the enhancement of fair value measurement that are key features of IFRS. If it is possible for the principle-based accounting principles after IFRS adoption to reflect an enterprise's economic achievement and financial status to the accruals, market will not evaluate discriminatively the accounting earnings which are measured as discretionary accrual. That is because the large discretionary accrual, itself, reflects the internal economic substance of an enterprise.

The accruals reflects the manager's discretionary accounting choice, and the discretionary accruals used as a proxy of earnings quality becomes big when there is any discretionary accounting

---

\* Associate Professor, Graduate School of Science in Taxation, University of Seoul, First Author

\*\* Ph.D. in Taxation, Graduate School of Science in Taxation, University of Seoul, Corresponding Author

choice. The manager's discretionary accounting choice may be either a manifestation of opportunistic motivation or means for delivering privately dominated information. If the economic substance can be reflected more basically, IFRS will allow managers to have more of discretionary accounting choices. Also, if the process of delivering a manager's privately dominated information is to be reflected to the information on accounting accruals better, the capital market will not have any reason for underestimating it and, in addition, there will not be significant relation between discretionary accruals and PER. On the other hand, the rule-based accounting principle before the adoption of IFRS is decided by the accounting management method based on the detailed instructions for accounting treatment and bright line method. There will be a great likelihood that the opportunistic accounting treatment is executed by managers in the way of satisfying only the threshold specified at the instructions for accounting treatment regardless of any economic substance of transaction. In the environment of rule-based accounting principle, the accruals from the manager's discretionary accounting choice will be likely to be the result of earnings management by his opportunistic motivation rather than that from reflection of the manager's privately dominated information. Accordingly, under the rule-based accounting principle, the markets will devalue the stocks of the enterprise whose accounting earnings are estimated to be low, in other words, that showing discretionary accruals. Consequently, there will be a closer relation between accounting earnings quality and PER.

Since the properties of the information reflected to discretionary accruals is different, there will be a big difference in the market's evaluation of the accounting earnings calculated through these accruals, that is, there will be the difference of PER. Furthermore, IFRS will require to more information which is to be included on accounting earnings. As the information on fair value measurement and managers' discretionary choice for various alternatives to accounting treatment is reflected to the process of producing accounting information, there may be the possibility that investors will have more difficulties in interpreting and comparing it than when that information is produced by rule-based accounting principle.

The result of empirical analysis, as expected, showed that the higher the quality of accounting earnings represented as a variable of discretionary accruals of the Adjusted Jones Model of Dechow et al.(1995) and accrual quality of Dechow and Dichev(2002), the higher PER is estimated. However, in case of real earnings management where the earnings are managed through managing real transactions, there was not shown any significant relation to PER.

The analysis of what difference was made in the relation between PER and discretionary accruals before and after the application of IFRS shows that the relation has become less after

its adoption. That is, it means that the size of discretionary accruals has a negative effect on PER but that this kind of phenomenon is becomes significantly weaker after its adoption. Also the variable of accrual quality has the same directivity while its statistical significance is seen to decrease, which indicates that the degree of markets' discriminative evaluation on the quality of accounting earnings measured as abnormal accruals after its adoption has got lower than that in the environment of previous accounting standards. However, no significant relation could not be found in the case of real earnings management.

It is because managers' privately dominated information was reflected to the abnormal accruals through discretionary accounting choice under K-IFRS or markets were not good at evaluating the large amount of information reflected to the accounting earnings. According to Choi and Kim (2005), if those abnormal accruals are not the outcome of managers' opportunistic earnings management but play the role of informing investors of the enterprises' internal private information along with the enforcement of their discretionary accounting choice under the rule-based accounting principle, the negative evaluation in markets on those abnormal accruals will be considerably less than under any previous accounting standards.

The findings of this study which has clarified that PER is influenced by the quality of accounting earnings suggest that the properties of accounting information may have some effects on the firm evaluation. Moreover, it is also showing the empirical evidence on what difference in the evaluation of markets on accruals information will be made by the change from accounting environment with rule-based accounting principle to that of principle-based accounting standard. The understanding of what effects those many unique features of IFRS have on markets' evaluation of accounting information is thought to have an important meaning for establishment and improvement of accounting standards, and that is why the findings from this study are very significant.

Key words: K-IFRS, principle-based accounting principles, discretionary accruals, earnings quality

- 
- 저자 이영환은 서울시립대학교 세무학과 교수이며, 한국공인회계사이자이다. 연세대학교에서 경영학박사를 취득하였다. 서울시립대 세무학과장, 서울시립대학교 정경대학 부학장, 한국회계학회 상임연구이사 및 기획재정부 공공기관 경영평가위원을 역임하였다. 주요 연구분야는 세무회계 실증연구, 금융상품 세제, 회계감사 등이다.
  - 저자 박주영은 세무학 박사이며, 한국공인회계사이자이다. 서울시립대학교 세무전문대학원에서 2016.2에 세무학박사 학위를 취득하였다. 주요 연구분야는 조세회피, 조세전략, 이익의 질, 기업투명성, 기업지배구조 등이다.