

# Goodwill Impairment Recognition and Pricing of Future Earnings\*

## 영업권 손상인식과 주가의 미래이익정보성

Jong-Seo Choi(First Author)

Pusan National University, School of Business  
([jschoi@pusan.ac.kr](mailto:jschoi@pusan.ac.kr))

Ji-Ahn Nam(Corresponding Author)

Busan Development Institute  
([namjiahn@bdi.re.kr](mailto:namjiahn@bdi.re.kr))

.....

In this study, we investigate whether discretionary recognition of goodwill impairment affects the stock price informativeness of future earnings. Using firm-year observations with a positive beginning goodwill balance from 2011 to 2016, we test whether the decision to recognize impairment loss inconsistent with impairment indication (accelerated impairment) improves the future earnings response coefficient (FERC). We find that the accelerated impairers exhibit greater FERCs, lower value relevance of pre-impairment goodwill, and higher persistence of reported EPS. We suggest that early recognition of impairment from potentially overstated goodwill assists investors in better predicting future earnings by mitigating the measurement error inherent in goodwill book value and smoothing the earnings time series. Our findings fill the literature gap by shedding light on the positive role of accounting discretion exercised under the context of low level fair value applied to goodwill impairment test.

Key Words: goodwill impairment test, accelerated recognition, fair value measurement, future earnings response coefficient

.....

### 1. 서론

K-IFRS 제1103호 “사업결합” 및 K-IFRS 제 1036호 “자산손상”은 우리나라의 현행 영업권 회계 기준을 구성한다. 이에 의하면 영업권은 내용연수가

비한정인 무형자산으로 분류되며 상각을 하지 않는 대신 매 회계연도마다 손상검사를 실시하고 손상을 시사하는 징후가 있을 때마다 영업권이 배분된 현금 창출단위(CGU: cash generating unit)의 장부금액과 회수가능액을 비교하여 손상여부를 판단하도록 하고 있다. 한번 인식된 영업권 손상은 추후 환입이

Submission Date: 08. 29. 2021

Revised Date: (1st: 09. 28. 2021, 2nd: 11. 09. 2021)

Accepted Date: 12. 05. 2021

\* This research is supported by a 2-Year Research Grant of Pusan National University.

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

허용되지 않는다. 사업결합거래에서 최초 인식되는 매수영업권은 결합실체가 향유할 것으로 기대되는 시너지효과를 가치의 본질로 하지만 연구에 의하면 사업결합이 실제로 주주 부의 증가나 효율성의 향상으로 이어지는 경우는 드물다(Guest et al. 2010; Gu and Lev 2011). 게다가 사업결합이 경영자의 사적 유인에 의해 동기 부여되는 경우도 많아 영업권의 자산성이 의문시되는 경우가 적지 않다(Meeks 1977; Harford and Li 2007). 한편 공정 가치에 의한 후속측정에 해당하는 영업권의 손상검사에는 추가적 비용과 실무적인 어려움이 수반된다. 영업권과 관련하여 CGU 수준의 미래현금흐름을 추정하는 것은 경영자의 주관적 판단에 의존할 수밖에 없고 매수영업권을 내부창출영업권과 구별하는 것은 불가능하다. 손상여부의 판단은 경영자의 재량에 맡겨져 있으므로 손상인식이 기간별 일관성을 결여할 소지가 있고 경영자가 기회주의적 동기에 입각하여 손상인식 시기와 규모를 조정할 가능성도 배제할 수 없다. 이러한 연유로 영업권회계는 실무적, 학술적으로 가장 논란의 여지가 많은 주제에 속한다.<sup>1)</sup>

손상접근법을 제도화한 2001년의 SFAS No. 142와 2004년에 발표된 IFRS 3이 발효된 이후 영업권 손상인식과 관련하여 수행된 연구에 의하면 기존의 상각비용에 비하여 손상차손 비용은 감소하였으며(Chalmers et al. 2011; Hamberg et al. 2011), 인식빈도는 높아지고 손상보고는 지연되는

경향이 있는 것으로 나타났다(Li et al. 2011; Li and Sloan 2017). 손상인식과 경제적 요인과의 관련성은 낮아진 반면 빅배스, 이익유연화, 경영보상 제도, 경영자교체 등과 같은 경영자 수준의 유인 및 지배구조를 비롯한 기업특성과 관련되는 경향이 관찰된다(Reidl 2004; Beatty and Weber 2006; Ramanna and Watts 2012; AbuGhazaleh et al. 2011). 실증연구에서 인식된 손상차손은 이익 발표일을 전후한 음의 비정상 시장수익률과 관련되며(Hirschey and Richardson 2002) 횡단면 분석에서 음의 가격승수를 갖는 것으로 관찰되고(Amel-Zadeh et al. 2013) 미래현금흐름과도 음의 상관관계를 지니는 것으로 나타나(Jarva 2009) 목적적합성을 지닌 정보로 해석되고 있다. Choi and Nam (2020)의 연구에서는 영업권 손상정보가 맥락에 따라서는 상이한 방향의 가치관련성을 지닐 수도 있음을 제시하여 손상징후가 관찰되지 않을 때 인식된 손상정보는 주가수준 및 미래현금흐름과 양의 상관관계를 지니는 것으로 보고하기도 하였다.

본 연구에서는 영업권 손상의 재량적 인식이 주식 수익률에 반영되는 미래이익에 대한 정보성(price informativeness of future earnings)에 어떤 영향을 미치는지를 분석한다. 연간 주식수익률은 부분적으로는 동일 기간에 실현된 이익 중의 비기대요소에 영향을 받는 동시에 미래이익에 대한 합리적 기대의 변화에도 영향을 받는다.<sup>2)</sup> 경영자의 재량적 회

1) 영업권회계를 둘러싼 논란은 현재 진행형이다. 2000년대초 IFRS 3/SFAS 141의 발효이후 손상접근법이 단일의 영업권 후속측정 기준으로 정립되었으나 손상검사의 실무적 어려움과 정보의 신뢰성 부족을 이유로 IASB(2020)에서는 상각법의 재검토를 포함한 현안 문제를 다루기 위한 토론회를 발간하였고 FASB(2021)도 10년 이내의 기간에 영업권을 정액법으로 상각하는 방안을 검토하는 Accounting Standards Update Topic 350을 발표한 바 있다. 미국에서는 현재 비상장기업과 비영리실체에 대하여 영업권의 상각을 허용하고 있다.

2) 당기의 비기대이익의 영향은 이익반응계수(earnings response coefficient, ERC), 미래이익에 대한 기대변화는 미래이익반응계수(future earnings response coefficient, FERC)를 통해 검증된다. 단 미래이익의 비기대요소는 관찰되지 않으므로 실현이익을 통해 검증하되 동일 미래기간의 주식수익률을 이용하여 측정오차를 통제해 준다.

계선택행위는 사적 유인을 추구하거나 사적 신호를 외부 이해관계자들에게 전달하는 경로가 될 수 있다. 부실한 성과를 은폐하거나 축소 보고할 의도로 손실 인식을 회피, 지연할 경우 정보이용자는 경제실상에 대해 오도되거나 기업의 미래성과를 합리적으로 예측할 수 있는 능력이 제약될 것이다. 반대로 정상적 수준의 성과측정치를 낮추는 회계선택이 행사될 경우 경영자는 경제적 실질 혹은 미래의 성과전망과 관련된 사적 신호를 전달할 가능성이 있다. 영업권 손상 인식의 맥락에서 손상징후가 존재할 때 손상을 인식하지 않고 차기 이후로 이연시키는 선택은 부작위 (omission)에 의한 이익 상향조정의 예로서 정보불균형을 증폭시키고 투자자들이 미래성과를 예측할 수 있는 능력을 제약할 수 있다. 그러나 손상징후가 관찰되지 않음에도 불구하고 손상을 인식하는 행위는 영업권에 포함된 과대평가 요소를 제거하고 미래의 악재를 조기에 인식하여 보고이익의 지속성을 높이는 효과를 초래할 수 있다. 이에 따라 시장참여자들은 미래이익에 대한 기대를 투자이사결정에 보다 합리적으로 반영함으로써 당기 주식수익률의 미래성과에 대한 정보성이 향상될 수 있다.<sup>3)</sup>

본 연구에서는 2011년부터 2016년 사이의 기간에 영업권 자산을 보고한 기업-년 관찰치를 대상으로 영업권손상을 인식한 집단과 인식하지 않은 집단을 구분한 다음 손상징후의 존재 여부를 판별하여 정상적 인식, 정상적 미인식, 재량적 인식, 재량적 미인식으로 집단을 분류하였다. 손상징후는 손상을 시사하는 경제적 상황 및 손상기업의 보편적 특성을

반영하여 추정하였다. 분석의 초점은 손상징후가 존재하지 않음에도 손상을 인식하는 가속인식 의사결정에 기울여진다. 이들은 열악한 경영성과를 비롯한 손상의 통상적 지표가 관찰되지 않음에도 불구하고 손상을 인식하여 재무상태표의 영업권 장부가액을 감소시키고 손익계산서에 손상차손을 반영하여 보고 이익수치를 낮추는 기업이다. 이러한 선택은 과대계상된 영업권 장부가액에서 측정오차를 줄이고 비용을 선제적으로 인식함으로써 회계수치를 경제실질에 접근시킴과 동시에 성과측정치의 시계열을 안정화시켜 시장참여자들의 미래성과 예측에 도움을 줄 가능성이 높을 것으로 추론된다. Jarva(2009)의 손상인식 모형을 기반으로 손상징후를 도출하여 가속인식집단을 식별한 다음 Lundholm and Myers(2002) 및 Tucker and Zarowin(2006)의 미래이익반응계수(FERC)를 추정한 결과 예측한대로 이들 기업의 FERC는 나머지 집단 전체 및 개별집단의 각각에 비하여 더 큰 값을 가지는 것으로 확인되었다. 강건성 분석에서 손상 징후를 Jarva(2009)의 모형이 아닌 순수한 시장징후에 의존한 Ramanna and Watts(2012) 및 회계지표와 시장징후를 함께 고려한 Li and Sloan(2017)의 방법을 적용한 경우에도 결과는 질적으로 유사하였다. 나아가 가속인식 집단과 여타 집단 사이에 가치관련성과 이익지속성의 차이에 대해 추가분석을 실시한 결과 가속인식 집단의 손상인식 전 영업권 장부가액의 가치평가계수는 유의하게 낮은 반면, 보고이익의 지속성계수는 유의하게 높음을 확인할 수 있었다.

3) 이익을 하향조정하는 행위가 성과가 극단적으로 낮거나 높은 상황에서 행사될 경우 빅베스 혹은 이익유연화 유인으로 설명된다. 이익유연화는 추가정보성을 제공하고(Tucker and Zarowin 2006; Baik et al. 2020), 빅베스도 주식수익률과 비기대이익의 관련성을 높이는 것으로 보고되고 있다(Haggard et al. 2015). 영업권 손상차손의 가속인식은 극단적 성과가 아닌 정상적 성과수준에서 이루어지는 하향조정인 동시에 구체적으로 가치평가의 모호성을 수반하는 영업권에 대한 공정가치 평가를 맥락으로 삼는다는 점에서 차별성이 있다.

이러한 결과는 영업권의 자산성이 낮은 기업일수록 손상차손을 가속적으로 인식하는 경향이 있으며 그 결과 보고이익 시계열의 변동성을 감소시켜 당기주식수익률과 미래이익의 관련성을 높일 수 있음을 제시한다. 원칙중심을 표방하는 국제회계기준은 자산과 부채항목에 대한 공정가치 평가의 확대를 지향하고 있으나 측정의 신뢰성이 충분히 확보되지 않는 낮은 수준의 공정가치 측정치가 개입되는 상황에서는 논란을 야기하고 있다. 공정가치 평가를 둘러싼 논란이 가장 첨예한 영역중의 하나가 무형자산, 그 중에서도 영업권회계라 할 수 있다. 본 연구의 결과는 회계측정의 목적적합성과 신뢰성 사이의 긴장과 충돌이 대두되는 영업권에 대한 공정가치 평가의 맥락 하에서 경영자의 재량적 회계선택의 역할에 대한 새로운 직관을 제공할 수 있다. 주관적 추정에 기반을 두는 낮은 수준의 공정가치 측정 상황에서 행사되는 보수적인 회계재량은 사적 신호전달의 가능성을 암시하며 이를 통해 정보환경이 개선되는 효과를 누릴 수도 있음을 시사한다.

이하 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구 검토 및 가설 설정을 제시한 다음 3장에서는 연구모형, 변수의 정의 및 표본선정 과정에 대해 설명한다. 4장에서는 실증분석 결과를 기술하고 5장에서 연구의 시사점과 결론을 제시하였다.

## II. 선행연구 검토 및 연구가설 설정

### 2.1 미래이익에 대한 주가정보성

기업실체의 가치 변동을 포착함에 있어서 회계측정은 주식수익률에 비하여 시차를 갖는다. Collins et al.(1994) 및 Warfield and Wild(1992)는 당기 주식수익률을 당기의 연차이익에 대해 회귀분석함에 있어서 미래이익을 추가할 때 회귀식의 설명력이 크게 증가함에 주목하였다. 이들은 주식수익률과 회계이익간의 동시적 상관관계가 낮은 것은 측정오차가 아니라 회계시스템의 적시성 결여 때문임을 지적하고 수익률-이익의 관계에 있어서 미래이익이 갖는 중요성은 보고기간의 길이가 짧거나 회계인식의 적시성이 낮을수록 증가함을 보였다.<sup>4)</sup> Lundholm and Myers(2002)는 당기 주식수익률을 과거, 현재 및 미래의 이익수준에 대해 회귀 추정하되 실현된 미래이익에 포함된 기대요소와 비기대요소로 말미암은 측정오차를 통제하기 위해 미래주식수익률을 투입하는 모형을 제시하였다. 이들은 기업이 미래이익에 목적적합한 신호를 현시할 경우 실현 미래이익은 측정오차에도 불구하고 당기 주식수익률에 반영될 것으로 예측하고 수익률 회귀모형에서 미래이익의 회귀계수, 즉 미래이익반응계수(FERC)가 양의 부호를 지닐 것으로 예측하였다.<sup>5)</sup> 분석결과 상대적으로

4) 수익률-이익모형의 종속변수는 당기와 미래이익에 대한 정보까지 반영하는 주식수익률로 설정하는 반면 독립변수로 사용되는 비기대이익은 당기 정보만을 반영하고 있어 설명력이 낮다는 한계점을 가진다. 이익반응계수(ERC) 모형을 이용하는 경우 당기 비기대이익이 당기 주식수익률에 미치는 동시적 영향을 분석할 수는 있으나 미래기대이익의 변화가 당기 주식수익률에 미치는 영향을 검증하기는 어렵다. 이러한 인식이 미래이익반응계수(FERC) 모형개발의 배경이 되었다고 할 수 있다.

5) FERC 모형은 당기 주식수익률과 미래이익 간의 상관관계를 통해 현재 주가에 미래이익에 대한 유용한 정보가 반영된 정도, 즉 미래이익에 대한 주가정보성을 분석한다. 기업이 공시하는 정보가 미래이익 예측에 대한 안정적이고 유용한 정보를 제공한다면 투자자들은 주가에 대한 기대를 형성하는 과정에서 미래이익정보에 대한 가중치를 높일 것으로 예상된다. 따라서 미래이익반응계수가 높다는 것은 미래이익 예측력이 높은 유용한 정보가 투자자들에게 이용가능하며 이를 미래성과에 대한 기대치 형성에 반영하고 있음을 의미한다.

으로 정보효과가 큰 공시활동을 수행하는 기업은 미래의 정보를 앞당겨 전달함으로써 당기 주식수익률이 미래이익에 대해 보다 많은 정보를 반영할 수 있음을 보고하였다.

미래이익반응계수는 기업실체의 공시활동, 기업특성 및 제도적 요인과 결부되어 어떤 조건에서 미래이익에 대한 뉴스가 보다 효과적으로 전달되어 미래성과를 현시하게 되는지 조사하는 형태로 연구되었다. Haw et al.(2012)과 Tucker and Zarowin(2006)은 발생액의 질 또는 이익유연화를 이용하여 측정된 회계이익의 질이 높을수록 미래이익반응계수도 증가하는 현상을 확인하였는데 이러한 결과는 국내 선행연구(Choi and Song 2004; Kwon et al. 2012)에서도 보고되고 있다. Haw et al.(2012)은 32개국을 대상으로 재무공시와 언론매체를 통한 기업의 공시활동이 미래이익반응계수에 미치는 영향을 분석한 결과 공시수준과 공시정보의 질이 높을수록 미래이익반응계수가 증가한다고 제시하였다. Lundholm and Myers(2002), Chu and Wu(2011), Gelb and Zarowin(2002) 또한 기업의 공시활동과 공시정보의 질이 미래이익반응계수에 유의한 영향을 미친다는 결과를 확인하였는데, 이는 유용한 정보를 활발히 공시하는 기업일수록 투자자들의 회계정보를 이용한 미래이익 예측능력이 높아지기 때문으로 해석되었다. 그밖에도 Choi et al.(2014)은 경영자의 이익예측이 빈번하고 정확할수록 미래이익반응계수가 증가한다고 보고하였으며, Jambalvo et al.(2002), Ayres and Freeman(2003), Choi and Jung(2008)은 재무분석가의 수 또는 기관투자자의 지분율이 높은 기업일수록 주

가가 미래이익에 관한 정보를 더 빠르고 정확하게 반영한다고 주장하였다. 이는 기관투자자들이 일반적으로 수준 높은 전문투자자로 평가되는 만큼 당기 회계정보를 이용한 미래이익 예측능력이 뛰어나기 때문으로 설명된다. Chu and Wu(2011)는 투자자 보호제도 또는 법 집행력과 같은 제도적 요인들이 미래이익반응계수에 영향을 미친다고 주장하였는데, 이는 기업지배구조가 미래이익반응계수에 미치는 영향을 주장한 Yu(2011)의 연구와도 일관된다.<sup>6)</sup>

경영자의 회계선택이 미래이익에 대한 추가정보성에 미치는 영향을 분석한 연구로서 Oswald and Zarowin(2007)을 들 수 있다. 이들은 영국기업을 대상으로 연구개발비 회계처리 방법에 따라 미래이익반응계수가 달라질 수 있음을 확인하였는데 연구개발비를 비용 처리하는 것보다 자본화하는 경우 미래이익반응계수가 증가함을 발견하였다. 이는 연구개발비의 자본화처리가 연구개발 활동의 성공 가능성과 이로 인해 기대되는 미래이익에 대한 정보를 더욱 확실하게 전달하기 때문으로 해석되었다. 이러한 결과는 Kim and Cho(2012)의 국내 연구에서도 확인되었으며 미래이익 예측력이 높은 정보의 제공이 미래이익반응계수를 높일 수 있음을 보여준다. Choi et al.(2014)은 재무제표의 비교가능성이 높을수록 투자자들의 정보환경이 개선되어 미래이익에 관한 유용한 정보가 당기 주가에 더 많이 반영된다고 주장하였다. Baik et al.(2018)에서는 이익조정을 통한 이익유연화가 미래이익반응계수를 높이는 경향이 있으나 발생조정에 비해 실물활동을 이용한 이익조정 효과는 상대적으로 낮음을 보고하였다. 또 Baik et al.(2020)의 연구에서는 능력이 우수한 경

6) Yu(2011)는 기업지배구조의 질이 높을수록 미래이익반응계수로 대변되는 추가정보성이 높아진다고 주장하였다. 22개국의 기업들을 대상으로 분석한 결과 법집행력이 강한 제도적 환경을 지닌 나라에 속할수록 기업지배구조의 질과 추가정보성 간의 상관관계가 뚜렷한 것으로 나타났다.



영자일수록 이익유연화를 통하여 미래이익에 대한 추가정보성을 높이는 경향이 있음을 발견하였다. 이들은 경영자의 능력에 따라 미래현금흐름에 대한 전망을 이익유연화를 통하여 당기이익에 차별적으로 반영시키는 경향이 있음을 제시하였다. 본 연구에서는 영업권에 대한 재량적 손상인식 또한 미래이익반응계수에 영향을 미칠 수 있을 것으로 본다. 특히 손상징후가 관찰되지 않음에도 불구하고 영업권 손상차손을 조기에 인식하는 기업은 신뢰성이 의문시되는 영업권 가치를 하향조정하고 이익시계열의 변동성을 완화함으로써 미래성과에 대한 예측능력을 제고할 수 있을 것으로 추론한다. 즉 보수적 회계선택을 통하여 악재를 조기에 공시하여 미래시장의 잠재적 충격을 줄이고 시장참여자로서 하여금 미래성과에 대해 보다 합리적인 전망을 할 수 있도록 도와줄 것으로 예측한다.

## 2.2 영업권 손상인식에 대한 재량의사결정

선행연구에서는 IFRS3 및 SFAS 142의 도입으로 손상접근법이 유일한 영업권 회계제도로 확립된 이후 영업권 손상인식에 대한 경영자의 재량의사결정이 증가하였다는 증거를 보고하여왔다. Hamberg et al.(2011)은 스웨덴기업을 대상으로 분석한 결과 IFRS3 도입 이후 인식된 영업권 손상차손의 규모가 종전에 인식되던 영업권 상각비용 및 손상차손에 비해 낮은 수준임을 밝혔다. 더불어 영업권 회계기준 변경 이후 경영자들이 재량적으로 손상인식을 지연시킴으로써 높은 이익을 보고하려는 경향이 관찰

됨을 제시하였다. Li and Sloan(2017)은 SFAS 142 도입 이후 재량적으로 영업권 손상인식을 지연시키는 현상이 나타나고 있으며 이로 인해 손상인식의 적시성이 저하하였다고 지적하였다. 구체적으로 영업권 손상징후가 관찰된 시점과 손상인식 시점 간 약 2년의 시차가 있으며 이는 일시적 이익 및 추가 변동성의 증가를 초래하는 것으로 보고하였다.

Lhaopadchan(2010)은 영업권과 같은 무형자산의 회계처리에 공정가치 개념이 적용됨에 따라 손상검사 과정에서 경영자의 사적이익 추구 또는 이익조정을 목적으로 하는 재량의사결정 가능성이 증가하였다고 주장하였다.<sup>7)</sup> AbuGhazaleh et al.(2011)은 IFRS3의 도입이 영업권 회계처리의 개선과 영업권의 경제적 가치에 대한 유용한 정보 전달을 목적으로 하고 있음에도 불구하고 손상검사과정에 내재된 경영자의 재량개입 여지가 문제가 될 수 있다는 점을 지적하였다. 이를 확인하고자 영국기업을 대상으로 분석한 결과 IFRS3 도입 이후 영업권 손상인식에 대한 경영자의 재량의사결정이 증가하였음을 확인하였다. Jordan and Clark(2004)은 SFAS 142 도입 이후 영업권 손상검사 과정에서 경영자가 빅베스 유인에 의해 의도적으로 손상차손을 인식하는 경향이 있음을 확인하였다. 빅베스 외에 이익유연화와 경영자교체상황도 재량적 손상인식유인의 예로서 거론된다(Ree et al. 1996; Riedl 2004; Glaum et al. 2015). 당기성과가 열악한 기업은 차기에 인식될 손상을 미리 인식함으로써 이미 저조한 당기실적을 더욱 낮추는 대신 차기 실적을 개선하려는 성향을 가질 수 있는 반면<sup>8)</sup> 당기성과가 과도

7) 투자자나 재무분석가들이 기업이 보고한 회계정보를 모두 수용하는 것은 아닌 만큼 재무보고 과정에서 개입된 경영자의 재량이 실제로 정보이용자들을 오도하거나 재무제표의 정보성을 감소시키지는 확실하지 않다.

8) 당기손실을 보고하는 기업이 차기에 인식되어야 할 손상차손을 미리 인식함으로써 미래이익을 증가시킬 가능성이 높아질 뿐 아니라 차기 인식될 손상차손을 미리 인식함으로써 발생하는 추가손실에 대한 불이익이 크지 않기 때문이다.

하게 높은 기업은 손상인식을 통해 당기성과의 일부를 차기 이후로 이연하려는 동기를 가질 수도 있다. 빅베스 현상은 경영자교체 상황에서 자주 관찰되는데 이는 신입 경영자가 부임 직후 손상차손을 인식함으로써 부진한 실적에 대한 책임을 전임자에게 전가함과 아울러 실적개선의 가능성을 높이기 위한 동기와 관련된다(Pourciau 1993; Murphy and Zimmerman 1993; Choi et al. 2014).<sup>9)</sup>

국내에서도 K-IFRS 도입 이후 영업권 손상검사 과정에서 경영자의 재량의사결정이 증가하였음을 주장하는 연구가 다수 존재한다. Noh et al.(2012)는 K-GAAP 하에서 인식되던 영업권관련비용의 크기에 비해 K-IFRS 하에서 인식되는 손상차손이 유의하게 감소되었음을 확인하였으며 이를 손상검사 과정에서 경영자의 재량이 개입하는 증거로 제시하였다. 정대현 외(2015)는 K-IFRS 도입 이후 빅베스 또는 이익유연화 유인과 영업권 손상인식 간의 상관관계가 증가함을 밝혔으며 이를 통해 K-IFRS 도입 이후 영업권 손상인식이 경영자의 이익조정 수단으로 이용될 가능성이 높아졌다고 주장하였다. 또한 K-IFRS 도입 이전에 비해 도입 이후 영업권 손상인식과 다양한 경제변수 간 상관관계가 감소하는 결과를 확인하였는데, 이를 K-IFRS 하에서 인식되는 영업권 손상차손이 기업의 경제적 실질을 반영하지 못하는 것으로 해석하였다. Shawn et al.(2011)에서도 K-IFRS 이후 인식되는 영업권 손상차손이 종전에 인식되던 상각비용에 비해 정보유용성이 높다는 장점을 가짐에도 불구하고 손상검사 과정에서

경영자의 재량이 개입될 여지를 들어 이익조정 수단으로 이용될 가능성이 존재한다고 보았다. Baek and Choi(2016)는 K-IFRS 도입 이후 매 기간 이루어지는 손상검사가 영업권 손상인식 적시성에 미치는 영향을 분석하였다. Ramanna and Watts(2012)의 손상징후 측정치를 원용하여 분석한 결과 K-IFRS 도입 이후 영업권 손상인식의 적시성이 감소하였음을 확인하였다. 그밖에도 K-IFRS 도입 이후 영업권 손상검사 과정에서 경영자의 재량개입 여지가 존재한다는 점과 이를 이용해 이익을 부풀려 보고함으로써 경영자가 누릴 수 있는 여러 부수적 효과들을 지적한 연구들이 다수 존재한다(Oh 2014; Kwak et al. 2011). Choi and Nam(2020)의 연구에서도 손상인식 의사결정이 회계이익과 현금흐름으로 측정되는 경제적 요인뿐 아니라 빅베스, 이익유연화, 손실보고회피, 경영자 교체와도 관련이 있음을 확인하였으며 손상징후가 관찰되지 않을 때 가속적으로 손상인식을 하는 결정은 경제성과 및 이익유연화, 빅베스와 관계가 있는 반면 손상징후가 존재함에도 인식을 회피하는 결정은 손실보고회피 유인 및 부채비율과 관련성이 있음을 보고하였다.<sup>10)</sup>

현행 영업권 손상회계기준 하에서 나타날 수 있는 경영자의 재량의사결정은 두 가지 형태로 구별할 수 있다. 하나는 영업권 손상징후가 관찰됨에도 불구하고 경영자가 손상인식을 의도적으로 회피하는 경우이다. 이는 손상접근법 기반의 회계제도 하에서 주로 규제당국이 우려하는 행태로서 영업권 가치의 감소가 명백함에도 불리한 성과보고를 회피하기 위하여 손

9) 부임 첫해에 차기 인식될 손상을 미리 인식함으로써 차기 보고이익을 개선하여 본인의 경영실적을 높이려는 의도도 반영되고 있다. 그러나 이에 대하여 경영자교체와 손상인식 모두 저조한 경영성과와 관련되어 발생할 가능성이 큰 만큼, 경영자 변경 이후 손상차손이 인식되는 것은 경제적 상황에 따른 자연스러운 현상일 뿐이라는 주장도 제기된다.

10) 저자들은 Ramanna and Watts(2012)가 제시한 손상징후 정의를 원용하여 분석한 결과 손상의 징후가 관찰되지 않음에도 손상을 가속인식한 집단에서 손상차손의 가치관련성이 양으로 나타나며 손상보고 이후의 미래 시장성과가 향상됨을 밝히고 있다.

상인식을 차기 이후로 지연시키는 기회주의적 이익 조정행위(opportunism)에 해당한다. Ramanna and Watts(2012)는 영업권 손상징후가 관찰되는 기업들을 대상으로 분석한 결과에서 손상인식의 지연이 경영자 보상의 증가, 경영자 명성의 유지 또는 부채계약위반 위험을 회피하기 위한 기회주의적 의도와 관련되며 이로 인해 회계정보의 유용성이 저하된다고 지적하였다.<sup>11)</sup> 이와는 반대로 영업권 손상징후가 관찰되지 않음에도 경영자가 손상차손을 가속적으로 인식하는 형태의 재량은 흥미로운 바가 있다. 평균이상의 경영성과를 실현하고 있는 상황에서 재무상태표 상의 영업권 장부가치를 감액하고 손익계산서 상의 보고이익을 감소시키는 손상을 인식하는 것은 보수주의 회계의 적용이라 할 수 있다. 이러한 회계선택은 극단적 성과에서 나타나는 빅베스나 이익유연화처럼 경영자의 기회주의(opportunism)와 관련된 가능성은 낮은 대신 외부이해관계자에게 신호전달(signaling)을 위한 전략적 선택일 수 있다. 본 연구에서는 이러한 유형의 재량행사가 당기 주식수익률이 미래성과를 반영하는 정도에 어떤 영향을 미치는지를 조사하는데 초점을 맞춘다.

### 2.3 연구가설 설정

현행 회계기준에 의하면 최소 연 1회 이상 영업권에 대한 공정가치 평가를 통해 손상검사를 시행하도록 규정하고 있다. 영업권에 대한 손상인식을 위해 기업은 먼저 손상에 대한 징후가 관찰되는지를 검토해야 하며 만약 징후가 관찰된다면 영업권 자산의

장부가와 회수가능액을 비교하여 회수가능액이 장부가보다 하락한 경우 양자의 차이로서 손상차손을 인식하게 된다. 그러므로 영업권 손상인식에 대한 경영자 의사결정의 재량성 여부를 판단하기 위해서는 먼저 손상징후의 존재여부를 식별할 필요가 있다.<sup>12)</sup> 활성시장이 존재하지 않는 영업권은 자산집단으로 구성되는 현금창출단위(CGU)의 수준에서 식별되며 회수가능가액은 미래현금흐름 추정치의 현재가치로 측정되는 사용가치(VIU: value-in-use)를 의미한다. CGU의 미래현금흐름 추정치와 할인율의 결정은 경영자의 주관적 판단에 의존할 수밖에 없어 영업권의 손상검사는 불가피하게 경영자의 재량에 맡겨지게 된다. CGU의 VIU는 일반적으로 접근이 불가능하므로 영업권에 대한 손상여부는 기업전체수준에서 판단할 수밖에 없다. 이 때 기업전체의 시장가치라 할 수 있는 주가수준을 참고하거나 경영성과에 관한 지표를 종합적으로 고려하여 제반 경제요인이 정상적 수준을 현저히 하회할 때 손상징후가 존재하는 것으로 보아도 무방할 것이다(Ramanna and Watts, 2012; Li and Sloan, 2017; Jarva, 2009).

영업권의 손상인식에 대한 경영자의 재량적 의사결정은 손상징후가 관찰됨에도 불구하고 손상을 인식하지 않는 지연미인식(delayed non-recognition)과 손상징후가 관찰되지 않지만 손상을 인식하는 가속인식(accelerated recognition)으로 구분가능하다. 이에 따라 영업권회계기준의 적용대상이 되는 영업권자산을 보고하는 전체기업은 지연미인식, 정상미인식, 가속인식 및 정상인식의 네 집단으로 분류된다. 지연미인식 집단과 가속인식집단은 경영자

11) Beatty and Weber(2006)는 미국기업들을 대상으로 SFAS 142 최초도입 연도에 이루어진 영업권 손상인식 지연유인을 분석하였다. 분석결과 기업이 처한 경제적 상황이 경영자의 손상인식 의사결정에 중대한 영향을 미치는 것으로 나타났으며 특히 부채계약위반 위험, 경영자교체 위험, 상장폐지 위험 등에 대비하여 손상인식 시기를 조정하려는 경향이 있는 것으로 보고되었다.

12) IAS 36 손상회계기준에서는 손상징후를 외부지표와 내부지표로 분류하고 있는데 전자는 시장가치의 하락, 기술, 시장, 경제, 법적상의 경영환경의 악화를 포함하며 후자는 자산가치의 진부화 혹은 훼손, 자산의 처분목적 보유, 기대이하의 경영성과 등과 관련된다.



가 손상인식의 재량을 행사한다는 공통점을 지니지만 전자는 당기의 저조한 경영성과를 은폐하려는 기회주의적 동기에 영향을 받는 반면 후자는 정상수준의 경영성과를 하향조정하여 외부이해관계자에게 미래성과에 대한 신호를 전달하려는 유인을 지닐 수 있다.<sup>13)</sup> 한편 정상인식집단과 지연미인식 집단은 손상징후가 관찰되며 정상미인식집단과 가속인식집단은 징후가 관찰되지 않는다는 공통점을 지닌다. 손상징후 관찰집단은 일반적으로 당기의 성과가 부진하여 잠재적으로 이익 상향조정의 유인을 지닐 수 있는 반면 손상징후 미관찰집단은 평균이상의 성과를 실현하여 이러한 유인이 낮을 것으로 볼 수 있다.

미래이익에 대한 추가정보성은 투자자들이 현재의 정보를 이용하여 미래이익을 예측하고 이를 현재의 주가에 반영하는 과정을 의미하며 미래이익반응계수(FERC)를 통하여 측정된다. FERC는 기업의 당기 수익률이 미래의 비기대이익에 대한 정보를 얼마나 반영하고 있는지를 측정하여 투자자들이 현재 이용 가능한 정보를 토대로 미래성과를 얼마나 합리적으로 예측하고 이를 주가에 반영하는지를 포착할 수 있다. 주가는 회계정보뿐 아니라 공개적으로 이용 가능한 모든 정보를 포함하여 형성되므로 FERC를 통하여 실현이익의 직접적, 간접적 영향을 모두 살펴볼 수 있다(Collins et al., 1994; Lundholm and Myers, 2002; Tucker and Zarowin 외).

FERC의 관점에서 영업권손상의 가속인식은 미래이익의 예측과 관련하여 차별적인 시그널을 제공할 수 있다. 첫째, 당기에 손상징후가 관찰되지 않음에도 불구하고 손상을 기록하는 것은 영업권에 포함된 과대측정 요소를 제거하는 과정일 수 있다(Gu and Lev, 2011; Li et al., 2011). 이 경우 재무제표는 기업실체의 경제적 실질을 보다 잘 반영할 수 있어서 투자자들이 미래이익을 합리적으로 예측하는데 도움을 줄 수 있다. 둘째, 영업권 손상차손은 이익의 일시적 구성요소로서 추후 환입이 허용되지 않으므로 의도적 지연인식에 비해 미래성과의 변동성을 완화할 수 있다. 이는 보수적 회계선택을 통하여 악재를 조기에 인식하는 것이 지연 인식하는 경우에 비해 시장에 대한 미래의 충격을 완화시킬 수 있음과 동일한 맥락이다(Kim and Zhang, 2014, 2016).

가속인식집단은 다른 조건이 동일할 때 여타 집단에 비해 차별적인 FERC를 지닐 것으로 예측된다.<sup>14)</sup> 먼저 손상징후가 존재함에도 불구하고 손상인식을 지연하는 것은 불리한 당기실적을 은폐함으로써 회계불투명성을 증폭시킬 뿐 아니라 미래에 악재가 공개되는 시점에 외부이해관계자들에게 예기치 않은 충격을 줄 수 있다. 이는 현재 이용 가능한 정보에 기반을 두고 미래이익을 합리적으로 예측하기 어렵게 만든다. 이러한 의미에서 가속인식은 지연인식에 비해 추가정보성을 제고할 수 있다.<sup>15)</sup> 둘째,

13) 지연미인식은 악재의 인식을 미래로 지연시킨다는 의미에서 단기지향적인 반면 가속인식의 의사결정은 미래의 잠재적 악재를 선제적으로 인식하므로 보다 장기적 관점을 반영한다고 할 수 있다. IASB를 비롯한 기준제정기구와 규제기관에서는 손상접근법 하에서 지연미인식 현상이 만연하고 이로 말미암아 회계투명성이 저하될 가능성을 우려해 왔다. 반면에 손상인식을 선제적으로 행사하여 영업권 장부가액 정보의 질을 개선하고 미래성과에 대한 합리적 전망에 도움을 줄 수 있는 가속인식의 역할에 대해서는 지금까지 거의 관심이 기울여지지 않았다. 본 연구는 이러한 공백을 해소하는데 기여할 수 있다.

14) Choi and Nam(2020)의 연구에 의하면 영업권 손상을 가속 인식하는 표본은 손상정보의 가치평가계수 및 미래현금흐름 예측계수가 양의 값을 지니는 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 가속인식표본의 주식수익률은 미래 2년간에 걸쳐 지속적인 상승세를 보였으며 통제집단에 비해 유의하게 높은 것으로 보고하고 있다.

15) 영업권손상인식은 이익조정의 관점에서 접근할 수 있으며 지연미인식은 상향조정, 가속인식은 하향조정에 해당한다. Ronen and Yaari(2010)는 이익조정이 정보유용성에 미치는 영향에 따라 역기능(black or pernicious), 순기능(white or beneficial), 중립(neutral or gray)의 3가지 유형으로 구분하고 순기능적 이익조정을 경영자가 회계재량을 이용하여 진실한 이익 또는 미래성과에 대

손상징후가 존재할 때 손상을 적시에 인식하는 것은 정보투명성의 관점에서는 적절하지만 경영성과의 불리를 공표함으로써 투자자들이 지각하는 기업실체의 위험수준을 높일 수 있다. 또한 손상을 적시에 인식하는 기업은 실제로 경영성과가 악화된 상황에 처해 있으므로 안정적 경영성과를 지닌 가속인식 집단에 비해 미래성과의 불확실성이 높기도 하다. 따라서 손상의 조기인식집단의 추가정보성은 손상징후가 존재하는 정상 인식집단에 비해 높을 것으로 예측할 수 있다. 셋째, 손상징후가 존재하지 않아 손상을 인식하지 않는 기업은 벤치마크집단으로 간주된다. 만일 손상징후가 관찰되지 않음에도 불구하고 당기성과를 보수적으로 보고하는 회계선택이 충분한 사적 신호전달 효과를 지닌다면 외부이해관계자들로 하여금 미래이익을 보다 잘 전망하도록 영향을 미쳐 미래이익반응계수는 차별화될 수 있다. 상술한 비교대상 집단을 모두 통합하여 무작위화하더라도 가속인식 집단에 비하여 추가정보성을 높일 수 있는 효과는 기대되지 않는다. 그러나 상술한 추론과는 상반되는 관점에서 만일 영업권 손상의 가속인식이 정칙적 비용이나 규제비용, 혹은 계약상 유리한 조건을 의도하여 기회주의적으로 이루어진다면 회계투명성에 부정적 영향을 미쳐 미래예측 능력을 낮출 가능성도 있다.<sup>16)</sup> 이상의 논의를 기초로 본 연구에서

는 다음과 같이 방향성을 특정하지 않은 형태로 연구가설을 설정한다.

가설: 영업권 손상차손의 가속인식은 미래이익에 대한 추가정보성에 차별적 영향을 미칠 것이다.

### III. 연구 설계

#### 3.1 영업권 손상징후 식별

본 연구에서는 영업권 손상인식과 관련한 경영자의 재량의사결정의 유형을 식별함에 있어 당기 손상인식 여부와 당기 손상징후 존재 여부를 함께 고려한다. 손상인식 여부는 기업의 감사보고서 주식에 공시된 정보를 통해 확인할 수 있으나 손상징후의 유무는 손상을 시사하는 기업실체 내외부의 지표를 통해 유추할 수밖에 없다. 본 연구에서는 여러 지표를 종합적으로 반영하는 Jarva(2009)의 손상인식 모형으로부터 추정되는 손상확률을 종합지표로 이용한다.<sup>17)</sup> 모형(1)에서는 영업권 손상인식 여부를 구분하는 더미변수인 Impair를 재무적 환경과 경제적

한 사적 정보를 전달하는 과정으로 정의하고 있다. Dechow and Skinner(2000)는 이익조정의 유형에 따라 보수적 회계(conservative accounting)와 공격적 회계(aggressive accounting)로 분류하였다. 경영자가 외부이해관계자에 비해 영업권의 진실한 가치에 대해 우월한 정보를 지니고 있을 때 가속적 손상인식을 통하여 정보비대칭을 해소할 수 있다.

16) 그러나 정치적 노출도나 규제비용, 높은 부채비율을 의식하여 이익을 하향조정할 유인이 발생하는 상황은 평균수준의 성과가 아니라 과도하게 높거나 낮은 성과와 관련된 가능성이 크다.

17) Jarva(2009)의 연구에서는 기업실체의 각종 성과지표 및 기업특성변수와 당기 및 전기의 주주이익률을 이용하여 영업권 손상인식의 확률을 추정하여 확률이 0.2 혹은 0.25를 상회하는 관찰치를 손상발생표본으로 분류하였다. 이에 반해 Ramanna and Watts(2012)는 순수한 시장지표만을 사용하여 BTM의 비율이 2년 연속적으로 1을 상회하는 기업에 대해 손상징후가 존재하는 것으로 분류하였다. Li and Sloan(2017)에서는 회계지표인 ROA기준과 BTM기준을 동시에 적용하였다. 본 연구에서는 Jarva의 손상인식 확률모형이 이들에 비해 보다 포괄적이고 다차원적인 종합지표들을 이용하여 손상징후를 유추한다는 점에서 우수성을 가진다고 판단하여 이를 사용한 결과를 본문에서 제시하고 나머지 대체적 지표는 강건성 분석에서 적용하였는데 결과는 질적으로 유사하다. 다만 Jarva(2009)의 연구방법은 손상징후를 구분하는 임계치를 임의로 결정하는 한계점을 가진다.

실질을 반영하는 여러 기업특성변수에 대해 회귀함으로써 기업이 처한 경제적 상황으로 인한 영업권 손상인식 확률을 추정할 수 있다. 주된 관심변수는 기업이 처한 재무적 상황을 식별하기 위하여 영업권 손상인식 이전의 이익수준을 측정하는  $preE$ 와 당기 손실보고 여부를 반영하는 더미변수  $LOSS$ 를 포함한다. 손상인식을 하지 않았을 때의 이익수준이 높을수록 손상을 인식할 가능성이 높으므로  $preE$ 는  $Impair$ 와 양(+)<sup>1</sup>의 관련성을 가질 것으로 예측된다. 손실보고는 전형적인 손상지표에 해당하여 양(+)<sup>2</sup>의 예측부호를 갖는다. 또한 영업권 장부가치가 클수록 손상인식 확률도 높을 것으로 보아 기초자산 대비 영업권의 비중으로 측정된  $GW\%$ 를 통제변수로 포함하며 예측부호는 양(+)<sup>3</sup>이다. 순자산 장부가치 대비 시장가치 비율( $BTM$ )이 크거나 장부가치가 시장가치보다 높은 상황( $DBTM$ )일수록 기업 가치에 대한 시장의 부정적 평가를 반영하므로 양(+)<sup>4</sup>의 부호를 예상할 수 있다. 시장가치의 자연로그 값으로 측정된 기업규모( $Size$ )가 클수록 손상인식 가능성은 낮으므로 음(-)<sup>5</sup>의 예상부호를 갖는다. 전기와 당기의 연간 주식수익률( $R_{t-1}$ ,  $R_t$ )을 통제하되 수익률이 음의 값을 가지는 경우 손상인식 가능성을 내포하는 것으로 보아 전기 및 당기 주식수익률과 음의 주식수익률을 구분하는 더미변수( $DR_{t-1}$ ,  $DR_t$ )의 결합변수를 통제변수로 포함한다.

$$\begin{aligned}
 Impair_t = & \alpha_0 + \alpha_1 preE_t + \alpha_2 LOSS_t + \alpha_3 GW\%_{t-1} \\
 & + \alpha_4 BTM_{t-1} + \alpha_5 DBTM_{t-1} + \alpha_6 Size_{t-1} \\
 & + \alpha_7 DR_t + \alpha_8 R_t + \alpha_9 DR_t * R_t + \alpha_{10} DR_{t-1} \\
 & + \alpha_{11} R_{t-1} + \alpha_{12} DR_{t-1} * R_{t-1} + \sum YEAR_t \\
 & + \sum INDUS_t + \epsilon_t \dots\dots\dots \text{모형(1)}
 \end{aligned}$$

$Impair_t$  : 당기 영업권 손상차손을 인식한 기업은 1,

- 아니면 0;
- $preE_t$  : 영업권 손상차손이 인식되기 전 이익=(당기이익+영업권 손상차손)
- $LOSS_t$  :  $preE < 0$ 이면 1, 아니면 0;
- $GW\%_{t-1}$  : 기초 총자산 대비 영업권 장부가치 비중=(기초영업권/기초총자산);
- $BTM_{t-1}$  : 기초 시장가치 대비 장부가치 비율=(순자산 장부가치/시장가치);
- $DBTM_{t-1}$  :  $BTM_{t-1} > 1$ 이면 1, 아니면 0;
- $Size_{t-1}$  : 기초 시장가치의 자연로그값으로 측정된 기업규모;
- $DR_t$  : 당기 주식수익률이 음의 값을 가지면 1, 아니면 0;
- $R_t$  : 당기 주식수익률;
- $DR_{t-1}$  : 전기 주식수익률이 음의 값을 가지면 1, 아니면 0;
- $R_{t-1}$  : 전기 주식수익률.

이와 같이 설정된 모형(1)의 로지스틱 회귀분석결과를 통해 경제적 손상으로 인한 영업권 손상차손 인식확률을 추정할 수 있다. Jarva(2009)는 손상 회피분석(impairment avoidance analysis)을 위하여 손상인식 확률이 임계수준 이상의 값을 가지는 경우 손상징후가 존재하는 표본으로 간주하였으며 이 수준을 0.2 또는 0.25로 설정하였다. 그는 손상징후가 존재하는 표본 중 실제로 손상을 인식한 표본(29%)과 손상을 인식하지 않은 표본(71%)을 구분한 다음 두 하위집단의 손상비율을 유사하게 통제된 가운데 인위적인 손상차손 변수를 도출하였다. 손상차손 변수를 차기 현금흐름에 대해 회귀 분석한 결과 손상징후가 존재할 때 손상차손을 인식하는 집단의 손상차손변수와 미래현금흐름 간에는 유의한 양의 관련성이 관찰되는 반면 손상 미인식 집단의 회귀계수는 유의하지 않음을 발견하고 이를 손상차손인식의 신호전달 효과의 증거로 해석하였다(pp. 1082-1083). 본 연구에서는 상기 경제적 손상추정

모형을 이용하여 도출된 손상발생확률 임계치를 0.25로 정하되<sup>18)</sup> 손상확률이 이에 미달하여 경제적 손상징후가 존재하지 않는 집단에 주목하였다. 결과적으로 Jarva(2009)가 손상징후가 존재함에도 손상을 인식하지 않는 집단에 주목한 것과는 반대로 본 연구에서는 손상징후가 존재하지 않음에도 손상을 인식한 가속인식 집단에 초점을 두는 점에 특징이 있다. 이에 따라 손상인식확률이 0.25 이상이면서(즉, 손상징후가 존재하는 표본) 당기에 손상을 인식한 표본은 정상인식, 손상을 미인식한 표본은 지연미인식으로 분류한다. 또한 확률이 0.25 미만이면서(즉, 손상징후가 존재하지 않는 표본) 당기에 손상을 인식한 표본은 가속인식, 손상을 미인식한 표본은 정상미인식으로 구분한다.

### 3.2 검증 모형

본 연구에서는 손상징후와 일치하지 않는 영업권 손상인식의 재량이 미래이익반응계수로 측정되는 추가정보성에 미치는 영향을 분석하는데 목적을 두고 있다. 주된 관심은 손상징후가 관찰되지 않음에도 가속적으로 손상을 인식함으로써 재무상태표의 순자산 및 손익계산서의 이익을 감소시키는 보수주의적 회계선택이 투자자로 하여금 미래이익을 예측하는데 어떤 영향을 미치는지를 검토하는데 있다. 사업결합 거래에서 인식되는 매수영업권은 결합실체가 향유할 것으로 기대되는 시너지효과를 본질로 한다. 그러나 영업권은 피취득기업의 계속기업가치 및 사업결합으로 인한 시너지효과로 구성되는 핵심영업권

(core goodwill)뿐만 아니라 매수순자산의 공정가치조정액, 미인식순자산 공정가치, 초과지급액과 같은 측정오차도 포함한다(Johnson and Petrone 1998). 뿐만 아니라 대부분의 사업결합은 시너지효과를 실현시키지 못하며 결합이후 효율의 향상, 시장지배력의 확보로 이어지지 못하는 경우가 대부분인 것으로 보고되고 있다(Guest et al. 2010; Gu and Lev 2011). 만일 사업결합이 성과의 향상을 가져올 가능성이 낮다면 예상되는 시너지효과를 본질로 하는 영업권의 자산 가치는 의심스러울 수밖에 없다.

자산성이 의문시되는 영업권은 유한내용연수를 갖는 소모성자산(wasting asset)으로서 역사적 원가주의 회계제도 하에서 미소멸원가(unexpired cost) 혹은 미인식손실(unrecognized loss)에 불과하다. 이러한 상황에서 인식되는 손상차손은 공정가치의 반영이라기보다는 미인식된 손실의 재량적 배분과정의 산물이다. 이 때 경영자가 손상인식을 회피하는 것은 부실한 성과를 지연보고하려는 동기를 반영하는 반면 선제적으로 손상을 인식하는 것은 상대적으로 견실한 경영성과를 암시하며 악재를 조기에 해소하여 미래성과의 불확실성을 경감시키려는 유인을 반영할 수 있다. 가속손상인식이 현재의 영업권 가치에 포함된 측정오차 및 비자산성 요소를 제거하고 미래성과의 변동성을 낮추는 효과를 생성할 수 있다면 회계투명성을 제고하고 투자자들의 미래이익 예측력을 높여 미래이익반응계수를 증가시킬 것으로 예상된다.

이와는 달리 영업권의 자산성이 충분히 인정되는 상황에서 경영자가 규제비용과 정치비용을 감소시

18) 본 연구의 표본을 대상으로 Jarva(2009)의 로지스틱 모형을 추정하여 얻은 확률의 분포를 분석한 결과 경제적 실질에 따른 손상인식 확률의 평균(중위수)값은 약 0.23(0.18)인 것으로 확인되었다. 0.2와 0.25를 손상인식 확률의 임계점으로 설정하여 분석을 반복해 본 결과 결과는 질적으로 유사하였다. 나아가 확률 임계치를 0.2 이하로 낮추거나 0.3 이상으로 높일 경우 손상징후 존재집단 및 부재집단 내에서 손상인식집단과 미인식 집단간의 동질성이 악화되어 분류정확도가 낮아짐을 확인하였으며 이에 따라 본문에서는 임계수준을 0.25로 설정하여 분석한 결과를 중심으로 기술하였다.



키거나 계약상의 사적이익을 추구하기 위한 목적으로 손상검사 과정에 개입하여 가속적으로 손상을 인식한다면 경제적 실질과 일치하지 않는 회계선택으로 귀결되어 정보유용성을 감소시키게 될 것이다. 이 경우 투자자들의 미래이익 예측력은 저하되며 당기 주식수익률과 미래이익 간의 상관관계를 나타내는 미래이익반응계수 또한 감소할 것으로 예상된다. 본 연구에서는 Lundholm and Myers(2002) 및 Tucker and Zarowin(2006)의 표준 FERC 모형을 확장하여 가설 검증모형을 설정하였다. 모형(2)에서는 종속변수로 설정된 기업의 당기 주식수익률( $R_t$ )과 관심변수로 설정된 미래 3년간의 이익의 합( $X_{t+3}$ )<sup>19)</sup>의 선형관계( $\beta_3$ )를 통해 당기 주가에 미래이익에 대한 정보가 반영되는 정도, 즉, 미래이익에 대한 주가정보성을 대변하는 미래이익반응계수를 측정한다. Lundholm and Myers(2002)는 당기 주식수익률이 전기이익( $\beta_1$ )과는 음의 관련성을, 당기 이익( $\beta_2$ , ERC) 및 차기이익( $\beta_3$ , FERC)과는 양의 관련성을 가짐을 제시하였다.

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t+3} + \beta_4 R_{t+3} + \sum YEAR_t + \sum INDUS_t + \epsilon_t \dots \text{모형(2)}$$

- $R_t$  : t기 4월~t+1기 3월말까지의 연간 주식수익률;
- $X_{t-1}$  : (t-1기 주식분할 및 주식배당 조정 주당순이익)/(t기 기초주가);
- $X_t$  : (t기 주식분할 및 주식배당 조정 주당순이익)/(t기 기초주가);
- $X_{t+3}$  : (t+1기~t+3기 주식분할 및 주식배당 조정 주

당순이익 합)/(t기 기초주가);

$R_{t+3}$  : t+1기~t+3기 미래 주식수익률의 합.

표준 FERC 모형을 확장한 검증모형은 모형(3) 및 모형(4)로 표기할 수 있다. 본 연구에서는 경영자가 재량적으로 손상차손을 가속 인식하는 결정이 손상징후와 일치하는 정상이사결정 또는 손상인식을 의도적으로 회피하는 지연이사결정과 비교하여 주가 정보성에 차별적인 영향을 미칠 것으로 예측한다. 이를 검증하기 위해 집단을 구분하는 더미변수인 ACC를 설정하며 가속인식집단과 대응집단을 비교 대상으로 삼는다. 여기서 대응집단이란 정상인식 집단, 정상미인식 집단, 지연미인식 집단을 개별적으로 설정하거나 또는 이들 나머지 집단 전체로 설정한다. 모형(3)에서는 상술한 ACC 변수와 관심변수의 결합변수를 추가하여 손상차손의 가속인식이 FERC에 미치는 차별적인 효과( $\beta_8$ )를 살펴볼 수 있다.

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t+3} + \beta_4 R_{t+3} + \beta_5 ACC_t + \beta_6 ACC_t^* X_{t-1} + \beta_7 ACC_t^* X_t + \beta_8 ACC_t^* X_{t+3} + \beta_9 ACC_t^* R_{t+3} + \sum YEAR_t + \sum INDUS_t + \epsilon_t \dots \text{모형(3)}$$

ACC<sub>t</sub> : 가속인식 집단이면 1, 대응집단이면 0의 값을 갖는 더미변수;

미래이익반응계수는 기업수준의 정보환경 요소에 의해서도 영향을 받을 수 있다. 연구결과의 강건성을 더하기 위하여 기업별 정보환경의 차이가 미래이

19) 미래 3년까지의 집계이익을 이용하는 이유는 FERC의 추정을 위해 그 이상의 데이터를 추가할 경우 가용한 표본수가 크게 감소할 뿐만 아니라 보다 장기간에 걸쳐 측정할 경우 모형의 설명력을 유의하게 증가시키지 못하기 때문이다. Collins et al.(1994)은 FERC 모형에 t+4년과 t+5년의 이익 데이터를 추가하여 분석한 결과 이들 변수가 당기 주식수익률과 유의한 상관관계를 가지지 않는다고 보고하였다. 또한 집계기간을 2년으로 축소할 경우 분석결과는 질적으로 불변이며 모형의 설명력은 향상됨을 확인하였다. 이는 미래예측기간의 축소를 미래이익에 대한 측정오차가 감소함에 따른 결과로 해석된다.



익반응계수의 차이를 야기할 가능성을 통제하고자 기업수준의 정보환경에 영향을 미칠 수 있는 제반 요소를 포함하여 모형을 확장하였다.<sup>20)</sup> 이들 통제변수들은 선행연구에서 미래이익반응계수에 영향을 미치는 것으로 알려진 요인으로서 개별변수 또는  $X_{t+3}$  과의 결합변수 형태로 모형(4)에 추가된다(Lundholm and Myers 2002; Tucker and Zarowin 2006; Choi et al. 2011; Baik et al. 2018).<sup>21)</sup> 일반적으로 기업규모(Size)가 클수록 기업정보가 시장에 더 많이 공시될 것이므로<sup>22)</sup>  $Size * X_{t+3}$ 은 양(+)의 값을 가질 것으로 예측된다. 기업의 성장성(GRW)은 기초 시장가치를 순자산의 장부가치로 나누어 측정하였으며 성장성이 높을수록 기업의 미래전망에 대한 정보가 시장에 많이 공시될 것이므로<sup>23)</sup>  $GRW * X_{t+3}$ 은 양(+)의 값을 가질 것으로 예측된다. 미래이익 변동성(EVOL)은 미래 3년( $t+1 \sim t+3$ )간 주당순이익(EPS)의 표준편차를 t년도 기초 주가로 나눈 값으로 측정하였으며, 미래이익 변동성이 클수록 미래 이익에 대한 예측이 어려워 미래이익 기대치가 증가

정보에 반영되기 어려우므로  $EVOL * X_{t+3}$ 은 음(-)의 값을 가질 것으로 예측된다. NEG는 당기 적자 보고를 한 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수로 정의되며 손실은 이익에 비해 지속성이 낮은 만큼 예측력 또한 낮으므로  $NEG * X_{t+3}$ 은 음(-)의 값을 가질 것으로 예측된다. 마지막으로 재무분석가 수 (Analyst)는 당기 재무분석가 이익예측 합의치 산정에 포함된 재무분석가 수에 1을 더하여 자연로그 값으로 변환한 값을 이용하였다(이혜미와 홍창목 2018).<sup>24)</sup> 일반적으로 재무분석가 수가 많을수록 기업의 정보환경이 개선될 것으로 예상되므로  $Analyst * X_{t+3}$ 은 양(+)의 값을 가질 것으로 예측된다. 본 연구에서는 선행연구(Lundholm and Myers 2002; Tucker and Zarowin 2006)를 따라 상·하위 10%의 연도·산업별 상대순위(fractional ranking) 값으로 변환하여 분석에 이용하였다.<sup>25)</sup> 이는 변수의 극단치로 인한 결과의 왜곡 가능성을 방지하기 위함이다.<sup>26)</sup> 상대 순위는 각 변수에 대한 연도·산업별 순위를 부여한 후 이를 0과 1 사이의 값으로 변환하여 측정하였다.<sup>27)</sup>

- 
- 20) 본문에 제시하지는 않았으나 기업의 지배구조가 미래이익반응계수의 차이를 야기할 가능성을 통제하기 위해 대주주지분율, 외국인지분율 및 외부감사인 요소를 통제변수로 추가하여 분석을 시행한 결과 본문에서 제시되는 주요 분석결과와 질적으로 유사하게 유지됨을 확인하였다.
  - 21) 모형(4)에  $X_{t+3}$  이외의 변수들( $X_{t-1}$ ,  $X_t$ ,  $R_{t+3}$ )에도 통제변수(Size, BTM, EARNVOL, NEG, Analyst)를 결합한 변수들(즉,  $Size * X_{t-1}$ ,  $Size * X_t$ ,  $Size * R_{t+3}$  등)을 추가하여 분석을 시행하였으나 지면관계상 모형(4)에서 모두 나열하지는 않았다. 분석결과를 표로 제시하지는 않았으나 이러한 결합변수들을 모두 포함한 모형의 분석결과는 모형(3)의 분석결과와 질적으로 유사함을 확인하였다.
  - 22) 기업규모가 클수록 소송위험이 증가하므로 이를 회피하고자 정보를 적극적으로 공시하는 경향이 있다(Kaszniak and Lev 1995; Johnson et al. 2001).
  - 23) 성장성이 높은 기업은 정보 비대칭을 감소시킴으로써 자본조달 비용을 낮추고자 기업의 미래이익에 대한 정보를 적극적으로 공시할 가능성이 높다(Frankel et al. 1995).
  - 24) 재무분석가 수가 주어지지 않은 표본의 경우 0의 값을 부여하였다.
  - 25) NEG는 0과 1의 값을 가지는 더미변수이므로 상대순위 측정에서 제외된다. Analyst 변수 또한 상·하위 1% 조정 이후 최소값 0부터 최대값 2.5649사이의 값을 가지므로 극단치로 인한 결과 왜곡 가능성이 낮아 상대순위 측정 대상에서 제외하였다. 표로 제시하지는 않았으나 통제변수를 상대순위로 변환하지 않은 원 값으로 측정하여 분석한 결과는 순위로 변환하여 분석한 결과와 질적으로 유사하다.
  - 26) 변수를 소수의 순위등급변수로 측정한다면 개별기업 간 상대적 비중 차이로 인한 극단치가 초래할 수 있는 문제를 완화할 수 있는 장점이 있다(Francis et al. 2004, 2005).
  - 27) 예를 들어 100개의 표본에 대하여 해당 변수의 값이 가장 낮은 표본은 1의 순위를, 가장 높은 표본은 100의 순위를 부여한 후 표본수인 100으로 나누어 0과 1사이의 비율로 변환한다(조은혜 2016).

$$\begin{aligned}
 R_t = & \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t+3} + \beta_4 R_{t+3} \\
 & + \beta_5 ACC_t + \beta_6 ACC_t * X_{t-1} + \beta_7 ACC_t * X_t \\
 & + \beta_8 ACC_t * X_{t+3} + \beta_9 ACC_t * R_{t+3} + \beta_{10} Size_{t-1} \\
 & + \beta_{11} Size_{t-1} * X_{t+3} + \beta_{12} GRW_{t-1} \\
 & + \beta_{13} GRW_{t-1} * X_{t+3} + \beta_{14} EVOL_t \\
 & + \beta_{15} EVOL_t * X_{t+3} + \beta_{16} NEG_t \\
 & + \beta_{17} NEG_t * X_{t+3} + \beta_{18} Analyst_t \\
 & + \beta_{19} Analyst_t * X_{t+3} + \sum YEAR_t \\
 & + \sum INDUS_t + \epsilon_t \dots\dots\dots \text{모형 (4)}
 \end{aligned}$$

- Size<sub>t-1</sub> : 기초 시장가치의 자연로그값으로 측정된 기업규모의 상대순위;
- GRW<sub>t-1</sub> : 기초 장부가치 대비 시장가치 비율의 상대순위;
- EVOL<sub>t</sub> : (미래 3년간 주당순이익(EPS)의 표준편차 / t기 기초주가)의 상대순위;
- NEG<sub>t</sub> : 당기 손실을 보고한 경우 1, 아니면 0;
- Analyst<sub>t</sub> : 재무분석가 수에 1을 더한 값의 자연로그값.

### 3.3 표본의 선정

본 연구의 분석을 위한 기간은 K-IFRS 도입 이후 변경된 영업권 손상회계기준이 시행된 2011년부터 2016년까지로 설정하였으며,<sup>28)</sup> 연구기간동안 기

초 영업권 장부가액이 0보다 큰 값으로 보고된 비금융기업 중 DART, Data Guide, TS2000 등으로부터 연구에 필요한 재무자료 입수가 가능하며 자본잠식이 없는 12월 말 결산 법인을 연구대상으로 선정하였다. 개별기업의 영업권 손상인식 여부 및 손상금액에 관한 자료는 기업의 감사보고서 주석사항의 공시내용을 바탕으로 수작업으로 수집하였다. <Table 1>에서는 이러한 기준에 따른 최종 표본의 선정과정을 제시한다. 본 연구의 목적에 따라 전체 표본을 당기 손상인식 여부 및 손상징후 관찰 여부에 따라 네 가지 유형으로 분류하면 분포는 다음과 같다. 최종 1,279 기업-연도 관찰치 중 당기 손상인식 표본은 283건, 손상 미인식 표본은 996건의 관찰치로 구성되며 당기 손상징후 관찰 표본은 407건, 손상징후 미관찰 표본은 872건으로 구성된다. 손상인식 표본 중 정상인식 집단은 153건, 가속인식 집단은 130건이며 손상미인식 표본 중 정상미인식 집단은 742건, 지연미인식 집단은 254건이다. 전체 1,279건의 기업-년 관찰치 중 손상징후와 일치하는 정상이사결정 집단은 895건이며 손상징후와 일치하지 않는 재량이사결정 집단은 384건으로 확인되었다. 유형별 표본의 구성 및 분포에 대한 내역은 <Table 3>에서 제시된다.

<Table 1> 표본 선정 과정

연구기간동안 영업권을 보고한 비금융 상장기업	1,419
(-) 분석에 필요한 자료의 입수가 어려운 기업	(114)
(-) 12월 말 결산법인이 아닌 기업	(12)
(-) 자본잠식이 있는 기업	(14)
최종표본	1,279

28) 본 연구에서 이용하는 FERC 모형에서는 미래 3년간의 이익 데이터를 필요로 하므로 검증기간은 2016년까지이나 실제 데이터를 수집한 기간은 2019년까지이다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 영업권 손상인식의 재량유형 분류

본 절에서는 주분석에 앞서 손상인식의 재량성 유형에 따라 표본을 구별하기 위한 분석을 수행한다. <Table 2>에서는 개별기업의 경제적 동인에 따른 영업권 손상인식 확률을 추정하기 위한 모형(1)의 로지스틱 회귀분석결과를 제시한다. 이에 따르면 영업권 손상인식 이전의 이익수준(preE) 및 손실보고 여부(LOSS)와 영업권 손상인식 여부(Impair) 간 유

의한 양의 상관관계가 발견된다. 이는 손상전 이익수준이 높아 손상인식이 이익에 미치는 충격이 작을수록, 재무성과가 부실하여 적자를 기록할수록 영업권 손상차손을 인식할 확률이 높음을 의미하며 Jarva (2009)의 결과와 일치한다. 또 총자산 중 영업권이 차지하는 비중이 클수록(GW%), 기업규모(Size)가 작을수록 영업권 손상인식 확률이 높은 것으로 나타났다. BTM 및 당기와 전기의 주식수익률로 측정되는 시장평가는 손상인식 여부와 유의한 관련성을 보이지 않았다. 개별 변수의 유의성 차이에도 불구하고 모형전체의 설명력은 0.01 수준에서 통계적으로 유의하다. 이와 같이 영업권 손상인식 여부에 영향을

<Table 2> 경제적 결정요인에 대한 영업권 손상인식 여부의 로지스틱 회귀분석결과

변수	계수	z-값	p-값
<i>Intercept</i>	1.2700	1.01	0.313
preE <sub>t</sub>	0.2742	2.04	0.041
LOSS <sub>t</sub>	1.0503	5.69	0.000
GW% <sub>t-1</sub>	2.1924	2.82	0.005
BTM <sub>t-1</sub>	-0.0775	-0.38	0.707
DBTM <sub>t-1</sub>	-0.3715	-1.40	0.162
Size <sub>t-1</sub>	-0.2148	-3.92	0.000
DR <sub>t</sub>	0.2591	1.18	0.237
R <sub>t</sub>	0.0016	0.95	0.344
DR <sub>t</sub> *R <sub>t</sub>	0.0071	1.12	0.261
DR <sub>t-1</sub>	-0.2628	-1.16	0.079
R <sub>t-1</sub>	-0.0011	-0.59	0.552
DR <sub>t-1</sub> *R <sub>t-1</sub>	-0.0034	-0.53	0.598
산업 · 연도더미	포함		
N ( <i>Impair</i> =0)	996		
N ( <i>Impair</i> =1)	283		
LR chi <sup>2</sup>	129.80		
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0978		

1) 변수의 정의: Impair<sub>t</sub>= 당기 영업권 손상차손을 인식한 기업은 1, 아니면 0; preE<sub>t</sub>=영업권 손상차손이 인식되기 전 이익; LOSS<sub>t</sub>=preE < 0이면 1, 아니면 0; GW%<sub>t-1</sub>=기초 총자산 대비 영업권 장부가치 비중; BTM<sub>t-1</sub>=기초 시장가치 대비 장부가치 비율; DBTM<sub>t-1</sub>=BTM<sub>t-1</sub> > 1이면 1, 아니면 0; Size<sub>t-1</sub>=기초 시장가치의 자연로그값으로 측정된 기업규모; R<sub>t</sub>=당기 주식수익률; DR<sub>t</sub>=당기 주식수익률이 음의 값을 가지면 1, 아니면 0; R<sub>t-1</sub>=전기 주식수익률; DR<sub>t-1</sub>=전기 주식수익률이 음의 값을 가지면 1, 아니면 0.

미치는 기업의 경제적 또는 재무적 결정요인을 고려하여 추정된 손상인식 확률은 평균 0.23, 중위수 0.18의 값을 지녀 다소 양의 비대칭분포를 지니는 것으로 확인된다. 본 연구에서는 Jarva(2009)에 따라 손상인식확률이 0.25를 초과하는 관찰치를 손상징후가 존재하는 집단으로 판별하였다. 다시 말해 제반 경제적 요인을 고려할 때 손상을 인식할 확률이 높아 임계치를 상회하는 기업-년 관찰치는 실질적으로 경제적 손상을 겪고 있을 개연성이 높은 것으로 간주된다. 이를 기초로 하여 손상징후 관찰과 손상인식 결정의 일치 여부에 따라 표본은 네 가지 유형으로 구분된다.

(Table 3)에서는 표본기업의 영업권 손상인식 의사결정 추세를 살펴보기 위하여 정상인식, 가속인식, 정상미인식, 지연미인식의 네 가지 유형으로 구분되는 하위표본 집단의 연도별 분포를 제시하였다. 분석대상 전체기간에 걸쳐 영업권 손상차손을 인식한 표본은 283건으로 전체표본의 약 22%를 차지하였다. 반면 손상차손을 미인식한 표본은 996건으로서 약 78%를 차지하며 과거의 상각제도 하에서 해마다

영업권 상각비용을 인식하던 것과 비교하여 K-IFRS 하에서의 영업권 관련 비용인식의 빈도가 낮아졌다고 할 수 있다. 그러나 손상차손의 미인식 자체를 경영자의 재량과 동일시할 수는 없는데 이는 실무적으로 손상검사 과정에서 손상징후가 발견되는 경우에만 손상차손을 인식하도록 규정하고 있기 때문이다. 손상을 인식하지 않은 996건의 관찰치 중 Jarva(2009) 기준에 입각한 손상징후가 관찰되지 않아 손상을 인식하지 않은 정상미인식 집단은 742건으로 약 74%를 차지하며 나머지 26%에 해당하는 254건만이 손상인식을 재량적으로 지연시킨 집단으로 볼 수 있다. 한편 손상을 인식한 283건의 관찰치 중 손상징후가 존재하면서 손상을 인식한 정상인식 집단은 약 54%, 손상인식을 재량적으로 가속시킨 집단은 약 46%로 분류된다. 전체표본 중 손상징후와 일치하는 정상이사결정을 한 집단은 약 70%, 손상징후와 일치하지 않는 재량의사결정을 한 집단은 약 30%이며 이 중 손상을 가속인식한 집단은 34%, 손상인식을 지연시키는 집단은 66%에 해당한다.<sup>29)</sup>

(Table 3) 영업권 손상인식 의사결정 유형별·연도별 분포

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	합계
정상인식	10	32	36	26	16	33	153
가속인식	16	17	18	22	31	26	130
<b>인식집단</b>	<b>26</b>	<b>49</b>	<b>54</b>	<b>48</b>	<b>47</b>	<b>59</b>	<b>283</b>
정상미인식	93	92	111	134	160	152	742
지연미인식	25	51	44	39	42	53	254
<b>미인식집단</b>	<b>118</b>	<b>143</b>	<b>155</b>	<b>173</b>	<b>202</b>	<b>205</b>	<b>996</b>
합계	144	192	209	221	249	264	1,279

29) 이러한 집단구분은 손상확률 임계치(probability threshold)의 수준에 따라 영향을 받게 된다. 예컨대 임계치를 0.15로 낮출 경우 정상인식 230건, 지연미인식 563건, 가속인식 53건, 정상미인식 433건으로 분류된다. 반면에 임계치를 0.35로 높일 경우 정상인식 131건, 지연미인식 118건, 가속인식 165건, 정상미인식 865건이 된다. 임계치를 0.25 이상으로 높일 경우 손상기업을 손상 부재 기업으로 분류하는 제1종 오류를 높이는 반면 0.2 이하로 낮출 경우 손상부재 표본을 손상표본으로 분류하는 제2종 오류가 증폭될 가능성이 있는 것으로 관찰되어 Jarva(2009)와 마찬가지로 0.2~0.25의 확률 판별기준은 적절한 것으로 판단된다.

## 4.2 기술통계량 및 상관관계 분석결과

〈Table 4〉에서는 가설검증에 사용될 주요변수들의 기술통계량 및 집단 간 평균 차이분석 결과를 제시한다. Panel A에서는 전체표본을 대상으로 한 변수의 기술통계량을 제시하였다. 통제변수인 Size, GRW, EVOL의 경우 주요 분석에서는 상대순위로 변환하여 0에서 1 사이의 값을 가지도록 하였으나 기술통계량은 해석상의 편의를 위해 변환되지 않은 원자료값을 기초로 제시한다.<sup>30)</sup> 회계성과지표인 이익수치는 평균이 중위수를 상회하여 음의 비대칭분포를 지니나 시장성과지표인 주식수익률은 양의 비대칭분포를 나타내어 선행연구의 결과와 일치한다 (Tucker and Zarowin, 2006). Panel B와 C에서는 각각 손상인식 여부 또는 손상징후 관찰 여부를 기준으로 구분된 집단 내 정상이사결정과 재량의 사결정 집단의 경제적 실질을 비교하기 위한 t-test 분석결과를 보고하였다. Panel B에서는 손상인식의 사결정 유형이 동일한 집단 내에서 정상집단과 재량집단 간 비교분석을 실시한 결과를 나타낸다. 이에 의하면 정상인식 집단의 전기, 당기 및 미래 이익의 평균은 음의 값을 지니는 반면 가속인식 집단은 양의 값을 지니며 두 집단 간 평균 차이는 통계적으로 유의하다. 뿐만 아니라 가속인식 집단의 당기 및 미래 3년간의 주식수익률은 정상인식 집단을 상회한다. 이로 미루어 정상인식 집단의 경우 경제적 손상의 징후가 뚜렷하게 관찰되는 것으로 해석할 수 있다. 표의 우측에서는 손상미인식 집단을 대상으로 정상미인식 집단과 지연미인식 집단을 비교한 결과를 나

타내었다. 분석결과 지연미인식 집단의 전기, 당기 및 미래의 이익수준은 정상미인식 집단에 비해 유의하게 낮으며 평균적으로 음의 값을 가지는 것으로 관찰되어 지연미인식 집단에서도 손상인식여부와 무관하게 경제적 손상의 징후가 존재함을 알 수 있다.

Panel C에서는 손상징후의 존재여부를 기준으로 의사결정의 차이에 따른 집단 간 비교분석을 실시하였다. 표의 좌측에서는 손상징후가 관찰될 때 손상을 정상적으로 인식한 집단과 인식하지 않은 집단을 비교하였는데 두 집단 모두 전기, 당기 및 미래의 이익수준이 음의 평균값을 가졌으나 지연미인식 집단이 정상인식 집단에 비해 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 손상징후가 상대적으로 덜 심각할 때 손상인식을 지연시킬 가능성이 있음을 반영한다. 표의 우측에서는 손상징후가 관찰되지 않는 집단을 대상으로 비교하였는데 정상미인식 집단과 가속인식집단 간 경제성과의 유의한 차이는 발견되지 않는다.<sup>31)</sup> 주목되는 점은 가속인식집단의 경우 손상인식으로 회계이익이 하락함에도 미래주식수익률은 정상미인식 집단에 비해 높게 나타나는 점이다. 이는 경영성과가 정상적인 상황에서 손상을 인식하는 기업의 미래성과가 더 높음을 의미하며 가속인식이 이러한 성과전망에 대한 신호를 전달할 가능성을 시사한다. 이러한 분석결과로 미루어 볼 때 본 연구에서 채택된 손상징후 판별기준은 타당성을 갖는 것으로 판단된다.

〈Table 5〉에서는 기본 FERC 모형을 구성하는 주요변수와 통제변수들 간의 상관관계 분석결과를 제시하며 표의 대각선을 중심으로 우측상단에는 Pearson 상관계수를, 좌측상단에는 Spearman 상

30) 상대순위로 변환한 값의 기술통계량은 다음과 같다. Size의 평균(중위수)은 0.4992(0.4964), GRW의 평균(중위수)은 0.4658(0.4650), EVOL의 평균(중위수)은 0.4974(0.4976)이다.

31) 표로는 제시하지 않았으나 두 집단 간 변수의 평균값을 비교하는 t-test 이외에도 중위수를 비교하는 z-test를 시행한 결과도 〈Table 4〉에 제시한 결과와 질적으로 유사함을 확인하였다.



〈Table 4〉 기술통계량

Panel A. 전체표본에 대한 변수의 기술통계량						
변수명	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값	
$R_t$	11.7084	-0.42	54.0800	-64.29	277.89	
$X_{t-1}$	-0.0121	0.0327	0.2609	-1.8750	0.6130	
$X_t$	-0.0090	0.0294	0.2284	-1.6624	0.4044	
$X_{t+3}$	-0.0459	0.0681	0.8699	-6.8000	1.1564	
$R_{t+3}$	22.3681	5.35	80.2537	-111.69	325.37	
$Size_{t-1}$	19.0677	18.6345	1.6308	16.5531	23.9697	
$GRW_{t-1}$	1.8673	1.3719	1.5981	0.3206	9.8459	
$EVOL_t$	0.0839	0.0332	0.1759	0.0013	1.3189	
$NEG_t$	0.3010	0	0.4588	0	1	
$Analyst_t$	0.4029	0	0.5519	0	2.5649	

Panel B. 손상인식 여부를 기준으로 구분한 비교집단 간 변수의 차이분석						
변수명	손상인식집단			손상미인식집단		
	정상인식 (N=153)	가속인식 (N=130)	t-test	정상미인식 (N=742)	지연미인식 (N=254)	t-test
$R_t$	7.6208	19.8462	-1.6953*	13.1451	6.1731	1.8436*
$X_{t-1}$	-0.1772	0.0014	-3.8580***	0.0360	-0.0590	6.5661***
$X_t$	-0.2588	0.0584	-8.4023***	0.0590	-0.0918	13.5853***
$X_{t+3}$	-0.4913	0.0968	-4.3796***	0.0591	-0.1578	3.9540***
$R_{t+3}$	27.4473	31.3476	-0.4083	17.5922	28.6645	-1.9000**

Panel C. 손상징후 관찰 여부를 기준으로 구분한 비교집단 간 변수의 차이분석						
변수명	손상징후 관찰 집단			손상징후 미관찰 집단		
	정상인식 (N=153)	지연미인식 (N=254)	t-test	정상미인식 (N=742)	가속인식 (N=130)	t-test
$R_t$	7.6208	6.1731	0.2376	13.1451	19.8462	-0.6518
$X_{t-1}$	-0.1772	-0.0590	-3.3099***	0.0360	0.0214	0.0845
$X_t$	-0.2588	-0.0918	-5.1331***	0.0590	0.0584	0.0600
$X_{t+3}$	-0.4913	-0.1578	-2.9680***	0.0591	0.0968	-0.5595
$R_{t+3}$	27.4473	28.6645	-0.1278	17.5922	31.3476	-1.9717**

1) 변수의 정의:  $R_t = t$ 기 4월~ $t+1$ 기 3월말까지의 연간 주식수익률;  $X_{t-1} = (t-1$ 기 주식분할 및 주식배당 조정 주당순이익)/( $t$ 기 기초주가);  $X_t = (t$ 기 주식분할 및 주식배당 조정 주당순이익)/( $t$ 기 기초주가);  $X_{t+3} = (t+1$ 기~ $t+3$ 기 주식분할 및 주식배당 조정 주당순이익 합)/( $t$ 기 기초주가);  $R_{t+3} = t+1$ 기~ $t+3$ 기 주식수익률의 합;  $Size_{t-1}$ =기초 시장가치의 자연로그값으로 측정 한 기업규모;  $GRW_{t-1}$ =기초 장부가치 대비 시장가치 비율;  $EVOL_t$ =(미래 3년간 주당순이익(EPS)의 표준편차/ $t$ 기 기초주 가);  $NEG_t$ =당기 손실을 보고한 경우 1, 아니면 0;  $Analyst_t$ =재무분석가수에 1을 더한 값의 자연로그값.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의성을 의미함.

〈Table 5〉 상관관계 분석

	R <sub>t</sub>	X <sub>t-1</sub>	X <sub>t</sub>	X <sub>t+3</sub>	R <sub>t+3</sub>	Size <sub>t-1</sub>	GRW <sub>t-1</sub>	EVOL <sub>t</sub>	NEG <sub>t</sub>	Analyst <sub>t</sub>
R <sub>t</sub>	1.0000	0.1028***	0.2859***	0.2311***	-0.1073***	-0.0762***	0.0009	0.0509	-0.2059***	0.0411
X <sub>t-1</sub>	-0.0367	1.0000	0.5381***	0.4429***	0.0198	0.1432***	0.0304	-0.0947***	-0.4016***	0.2480***
X <sub>t</sub>	0.0949***	0.4421***	1.0000	0.5270***	0.0423	0.1459***	-0.0223	-0.1194***	-0.7864***	0.2323***
X <sub>t+3</sub>	0.0771***	0.2634***	0.4519***	1.0000	0.2774***	0.2290***	-0.0080	-0.2386***	-0.4221***	0.2001***
R <sub>t+3</sub>	-0.1220***	-0.0306	0.0054	0.1629***	1.0000	-0.0741***	-0.0004	0.0026	-0.0136	-0.0604**
Size <sub>t-1</sub>	0.0406	0.2125***	0.1980***	0.1791***	-0.1265***	1.0000	-0.0352	-0.2490***	-0.1990***	0.4027***
GRW <sub>t-1</sub>	0.0777	-0.0101	-0.0310	-0.0163	-0.0130	-0.0358	1.0000	-0.0247	0.0177	0.0086
EVOL <sub>t</sub>	0.0634**	-0.1312***	-0.1762***	-0.2504***	-0.0465*	-0.2489***	-0.0265	1.0000	0.1967***	-0.1689***
NEG <sub>t</sub>	-0.1448***	-0.2504***	-0.5325***	-0.1992***	0.0148	-0.1989***	0.0165	0.1967***	1.0000	-0.2382***
Analyst <sub>t</sub>	0.0093	0.1722***	0.1731***	0.1081***	-0.0836***	0.4150***	0.0058	-0.1685***	-0.2422***	1.0000

1) 변수의 정의: 〈Table 4〉 참조.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의성을 의미함.

관계수를 나타낸다. 주요변수들 간의 관계를 살펴보면 당기 주식수익률과 당기 및 차기이익 간에 유의한 양의 상관관계가 발견된다. 당기 주식수익률과 당기 이익의 상관관계는 이익반응계수(ERC)를, 미래이익과의 상관관계는 미래이익반응계수(FERC)를 반영한다. 차기 3년간의 주식수익률 합과 당기 주식수익률 간에는 유의한 음의 상관관계가 확인되어 선행연구와 일치한다. 전기, 당기 및 차기 이익 간에도 유의한 양의 상관관계가 존재하는 것으로 확인된다. 통제변수 중에서는 기업규모가 작거나 이익변동성이 크거나 당기이익을 보고하는 집단일수록 당기 주식수익률이 높은 것으로 관찰된다.

#### 4.3. 실증분석결과

본 연구의 주된 분석목적은 손상징후와 일치하지 않는 경영자의 재량적 영업권 손상인식이 기업의 미래이익에 대한 추가정보성에 미치는 영향을 분석하는데 있다. 본 절에서는 가속인식 집단을 나머지 전

체집단 및 비교대상으로 설정된 각 개별집단과 비교하여 손상차손의 가속인식 의사결정이 미래이익반응계수에 초래하는 차별적인 영향을 분석한 결과를 제시한다. 〈Table 6〉에서는 가속인식 집단과 나머지 표본 전체를 대상으로 FERC를 추정하여 비교분석한 결과를 보여준다. 기본모형(1)에서 전체표본에 대한 이익반응계수를 추정한 다음 모형(2)에서 (4)에 걸쳐 비교대상 집단에 비교하여 가속인식집단이 갖는 차별적 FERC를 추정하였다. 모형(3)과 (4)는 통제변수를 미래이익에 대해 교차하거나 하지 않은 형태로 포함시킨 것이다. 결과에 의하면 당기의 주식수익률은 전기이익과는 음, 당기이익과는 양의 관계를 갖는다. 또 미래 3년간의 실현이익으로 측정된 미래이익의 계수는 양의 부호를 지니며 기대이익의 측정오차를 통제하기 위한 미래 주식수익률과는 음의 관련성을 갖는다. 미래이익에 대한 양의 계수는 당기수익률에 미래이익에 대한 뉴스가 포함되어 있음을 의미하며 미래수익률의 음의 계수는 실현된 미래이익이 수익률을 통하여 제거되는 측정오차를 지

〈Table 6〉 가속인식 의사결정이 미래이익반응계수에 미치는 영향: 가속인식 집단 대 나머지 전체집단의 비교

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Intercept</i>	-5.3012	-3.0368	-0.9688	-6.0535
$X_{t-1}$	-19.9398***	-15.6625***	-11.8617*	-10.4811
$X_t$	28.0767***	27.3847***	12.9616	29.3562***
$X_{t+3}$	4.1343**	2.8190	5.8745***	13.3375
$R_{t+3}$	-0.0895***	-0.0932***	-0.1107***	-0.1218***
$ACC_t$		2.3335	0.3354	1.7154
$ACC_t * X_{t-1}$		-35.2252**	-39.2478**	-39.2508**
$ACC_t * X_t$		-2.3250	-14.9825	-37.5779
$ACC_t * X_{t+3}$		61.8753***	61.3539***	53.8613***
$ACC_t * R_{t+3}$		-0.0450	-0.0319	-0.0196
$Size_{t-1}$			-23.5264***	-24.8896***
$GRW_{t-1}$			5.0458	3.8730
$EVOL_t$			20.7517***	21.2806***
$NEG_t$			-16.4468***	-11.6913***
$Analyst_t$			2.2451	0.7453
$Size_{t-1} * X_{t+3}$				28.3857***
$GRW_{t-1} * X_{t+3}$				6.0679
$EVOL_t * X_{t+3}$				-17.6818
$NEG_t * X_{t+3}$				-9.5084***
$Analyst_t * X_{t+3}$				6.4562
산업 · 연도더미	포함	포함	포함	포함
N	1,279	1,279	1,279	1,279
수정 R <sup>2</sup>	0.1012	0.1171	0.1508	0.1685

1) 변수의 정의: 〈Table 4〉 참조.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의성을 의미함.

니고 있음을 반영한다. 전기이익과 당기이익이 반대 부호를 지니는 것은 투자자들이 회계이익의 시계열 속성이 랜덤워크를 따르는 것으로 인식함을 시사한다.

모형(2), (3), (4)에서 가속인식더미와 미래이익의 교차항계수가 양의 부호를 지니는 것은 당기의 주식수익률이 미래이익과 양의 관계에 있으며 이러한 관계가 영업권 손상차손을 가속 인식할수록 증폭됨을 나타낸다. 더불어 FREC의 추정에 영향을 주

는 통제변수로 고려된 기업규모와 성장성은 미래이익반응계수를 증폭시키는 반면 미래이익의 변동성은 이를 감소시키는 것으로 관찰되어 Choi et al. (2011) 및 Baik et al. (2018)의 결과와 일치한다. 손실여부 및 재무분석가의 수에 있어서는 유의한 상호작용효과를 발견할 수 없었다. 상술한 결과는 손상징후가 관찰되지 않는 상황에서 영업권의 손상선제 인식하는 경영자의 회계선택이 투자자로 하여

금 미래이익을 예측하는데 순기능을 발휘함을 제시한다. 이는 자산가치가 의문시되는 영업권의 장부가치를 감액하고 미래에 인식해야 할 악재를 조기에 인식함으로써 정보비대칭과 이익의 시계열 변동을 완화할 수 있을 가능성을 암시한다. 다음으로는 가속인식집단에서 예상되는 증분적 추가정보성과 관련하여 정상인식, 지연미인식, 정상미인식의 각 개별집단과 순차적으로 비교하여 검증을 반복수행한 결과를 제

시한다.

〈Table 7〉에서는 손상징후가 관찰되지 않음에도 손상을 가속인식한 집단의 대응집단을 손상징후에 부합하도록 손상을 정상인식한 집단으로 설정하여 회귀모형을 추정한 결과를 제시한다. 이들은 손상차손을 인식한다는 공통점을 가지나 경제적 여건은 상이하하다. 가속인식 집단은 정상적인 경영성과를 나타내어 손상징후가 관찰되지 않는 반면 정상인식 집단

〈Table 7〉 가속인식 의사결정이 미래이익반응계수에 미치는 영향: 가속인식 집단 대 정상인식 집단의 비교

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Intercept</i>	-22.7959	-7.0158	7.6575	8.3957
$X_{t-1}$	-5.6357	-5.9584	-3.1222	-3.6721
$X_t$	-1.3483	-2.6418	-2.8632	7.6329
$X_{t+3}$	4.5130	0.5905	2.0314	13.7468
$R_{t+3}$	-0.0351	-0.0229	-0.0358	-0.0756
$ACC_t$		2.4718	-7.8427	-12.2005
$ACC_t * X_{t-1}$		3.5686	-2.2972	1.6484
$ACC_t * X_t$		99.1926*	66.6821	54.1219
$ACC_t * X_{t+3}$		68.7542***	68.3898***	42.2018*
$ACC_t * R_{t+3}$		-0.1334	-0.1246	-0.0675
$Size_{t-1}$			-16.9712	-15.4887
$GRW_{t-1}$			11.3593	6.2951
$EVOL_t$			16.8503	17.9693
$NEG_t$			-18.7820	-21.1335
$Analyst_t$			3.6535	2.5094
$Size_{t-1} * X_{t+3}$				14.2228
$GRW_{t-1} * X_{t+3}$				-7.2637
$EVOL_t * X_{t+3}$				0.3582
$NEG_t * X_{t+3}$				-14.4150
$Analyst_t * X_{t+3}$				21.9342
산업 · 연도더미	포함	포함	포함	포함
N	283	283	283	283
수정 $R^2$	0.0593	0.1394	0.1454	0.1569

1) 변수의 정의: 〈Table 4〉 참조.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의성을 의미함.

은 열악한 경영성결과 손상징후로 현시되고 있다. 집단을 통합하여 기본 FERC 모형을 추정된 결과 당기 주식이익률과 미래이익 사이에 유의한 관련성은 보이지 않았으나<sup>32)</sup> 가속인식 집단의 FERC는 유의한 양의 값을 갖는 반면 정상인식 집단은 유의하지 않고 양자의 차이는 유의하다. 정상인식 집단은 경제적 손상으로 이익수준이 현저히 하락하거나 손실을 보고하는 경우로서 이익지속성과 미래이익 예측력이 저하된 상태에 처해 있다.<sup>33)</sup> 실적이 부진한 정상인식 집단이 보고하는 손상차손에 반영된 기업성과에 대한 정보는 투자자들에 의해 주가에 적절하게 반영되지 못할 수 있다. 이에 반해 가속인식 집단의 FERC가 높은 값을 지니는 것은 손상인식이 잠재적 악재를 조기에 반영하여 미래의 성과변동성을 감소시킴으로써 미래성과에 대한 예측능력을 제고할 수 있음을 시사한다.<sup>34)</sup> 이러한 결과는 동일하게 손상차손을 인식하더라도 경제상황과 경영자 유인에 따라 정보유용성 측면에서 차별적인 정보효과가 나타날 수 있음을 보여준다.

다음으로 <Table 8>에서는 가속인식 집단과 그 대응집단으로 손상징후가 관찰되지 않아 손상을 미인식한 정상미인식 집단을 비교하는 회귀분석 결과를 제시한다. 이 두 집단은 손상징후가 관찰되지 않는 안정된 경제적 환경에 처해 있다는 공통점을 가지나 손상차손 인식 여부에서 차이가 있으므로 경영성과를 동일한 수준으로 통제할 때 손상인식 여부가

FERC에 미치는 영향을 분석할 수 있을 것으로 기대된다. 기본 FERC 모형의 추정결과와 당기 주식이익률은 미래이익과 유의한 양의 상관관계를 가지며 나머지 변수들도 예측한 방향과 일관되게 유의한 값을 가지는 것으로 확인되었다. 가속인식 집단과 정상미인식 집단을 구별하여 FERC의 차이를 분석한 결과, 두 집단 모두 유의한 양의 계수를 지니되 가속인식 집단의 FERC가 정상미인식 집단에 비해 1% 수준에서 유의하게 높은 것으로 확인되었다. 이는 비교대상이 되는 두 집단이 처한 경제적 환경의 차이를 통제할 때 경영자의 가속인식 의사결정은 주가 정보성에 긍정적인 영향을 미침을 보여준다. 또한 기업규모, 성장성이 높을수록, 이익변동성이 낮을수록, 이익보고 기업일수록 FERC가 차별화되는 것은 Choi et al.(2011), Baik et al.(2020) 등의 결과와도 일치한다.

<Table 9>에서는 당기 손상징후와 일치하지 않는 재량의사결정을 내린 집단 중 손상을 가속 인식한 집단과 인식을 지연한 집단을 비교하여 회귀분석한 결과를 제시하였다. 이들 집단은 경영자의 재량이 개입된 의사결정을 내린다는 공통점이 있으나 가속인식 집단은 성과가 양호하며 하향 이익조정유인을 지니는 반면 지연 미인식집단은 부실한 성과를 지니고 있고 상향 이익조정유인을 갖는다는 점에서 대척점에 위치한다. 이들 두 집단의 비교를 통해 영업권 손상검사 과정에 개입되는 경영자의 재량이 신호전

32) 두 집단을 통합한 추정결과에서 유의성이 나타나지 않는 것은 경영성결과 상반되는 두 하위집단의 특성이 서로 상계됨에 기인하는 것으로 유추할 수 있다.

33) Kang and Choi(2009)는 사업실적이 부진하여 철수 또는 축소되는 사업의 경우 그동안의 부진한 경영성결과로 인해 자산의 공정가액이 장부가액에 미달하여 일시적인 음의 비영업발생액이 보고되는데, 이러한 비영업발생액은 지속성이 낮고 해석이 어려운 경제적 상황이나 미래 예측에 대한 정보를 담고 있을 수 있어 투자자들이 이를 주가에 제대로 반영하지 못한다고 하였다. Dechow and Ge (2006) 또한 지속성이 낮은 음의 비영업발생액이 미래이익에 대해 전달하는 의미가 주가에 제대로 반영되지 못한다고 제시하였다.

34) 이는 이익유연화가 미래성과 개선에 대한 긍정적 신호를 전달하거나 이익변동성을 감소시킴으로써 미래성과 예측력을 제고한다는 선행연구 결과와 일관된다(Zucca and Campbell 1992; Alciatore et al.1998; Haggard et al. 2015; Ronen and Sadan 1981; Demski 1998; Sanker and Submanyam 2001; Tucker and Zarowin, 2006; Baik et al., 2020).



〈Table 8〉 가속인식 의사결정이 미래이익반응계수에 미치는 영향: 가속인식 집단 대 정상미인식 집단의 비교

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Intercept</i>	-10.2539	-8.3749	-8.1530	-16.6417*
$X_{t-1}$	-24.9650***	-14.1516	-11.9720	-16.5692
$X_t$	109.358***	119.137***	110.106***	115.797***
$X_{t+3}$	10.4921***	8.4695***	11.0430***	32.6979**
$R_{t+3}$	-0.0994***	-0.1056***	-0.1286***	-0.1517***
$ACC_t$		8.0576	6.3231	6.7441
$ACC_t * X_{t-1}$		-37.0739**	-37.8383**	-41.2477**
$ACC_t * X_t$		-92.7685**	-94.5060**	-92.1590***
$ACC_t * X_{t+3}$		56.3658***	58.1489***	57.9788***
$ACC_t * R_{t+3}$		-0.0298	-0.0100	0.0093
$Size_{t-1}$			-19.5198***	-22.4073***
$GRW_{t-1}$			0.6035	-5.3094
$EVOL_t$			19.3527***	26.6814***
$NEG_t$			-3.3289	-3.2785
$Analyst_t$			2.4272	2.8570
$Size_{t-1} * X_{t+3}$				26.6799***
$GRW_{t-1} * X_{t+3}$				52.6725***
$EVOL_t * X_{t+3}$				-58.1074***
$NEG_t * X_{t+3}$				-2.1645
$Analyst_t * X_{t+3}$				-1.1906
산업 · 연도더미	포함	포함	포함	포함
N	872	872	872	872
수정 $R^2$	0.1569	0.1831	0.2017	0.2336

1) 변수의 정의: 〈Table 4〉 참조.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의성을 의미함.

달 혹은 기회주의를 반영하는지에 따라 투자자들의 미래성과 예측능력에 상이한 영향을 미칠 수 있는지를 확인할 수 있다. 두 집단에 대한 공통의 FERC를 추정한 결과 1% 수준에서 유의한 양의 값이 확인되었다. 그러나 가속인식 집단과 지연미인식 집단으로 구분하여 FERC의 차이를 분석한 결과 가속인

식 집단의 계수는 지연미인식 집단에 비해 유의하게 높은 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 기회주의적으로 손상인식을 회피하는 지연미인식 결정에 비하여 손상차손을 선제적으로 인식하는 결정은 FERC에 긍정적 영향을 미칠 수 있음을 제시한다.<sup>35)</sup>

35) 집계기간을 2년으로 축소하여 Table 6, 7, 8, 9의 분석을 반복한 결과 추정회귀계수와 모형의 설명력이 전반적으로 향상됨을 확인할 수 있었다. 이는 집계기간의 단축에 따른 관찰치의 확대와 측정오차의 감소에 기인한다. 예컨대 가속인식집단에 대한 차별적 FERC의 값은 각 Table별로 82, 75, 86, 94, 또한 수정결정계수는 18%, 20%, 26% 및 25%로 나타나 3년 집계기간에 비해 증가하였다. 지연관계상 표로 보고하지는 않는다.

〈Table 9〉 가속인식 의사결정이 미래이익반응계수에 미치는 영향: 가속인식 집단 대 지연미인식 집단의 비교

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Intercept</i>	-4.7631	10.4671	30.6419	33.0841
$X_{t-1}$	-26.5699**	-18.8907	-9.9910	-9.0020
$X_t$	28.7687*	31.3329*	3.4794	7.6231
$X_{t+3}$	14.2662***	7.3009	10.5862**	-7.9201
$R_{t+3}$	-0.1304***	-0.1065**	-0.1047***	-0.1131***
$ACC_t$		0.7317	-20.2778**	-18.5508**
$ACC_t * X_{t-1}$		-26.3675	-43.0194*	-55.1988**
$ACC_t * X_t$		-4.7889	-12.2779	-61.0630
$ACC_t * X_{t+3}$		58.1087***	53.0000***	68.8465***
$ACC_t * R_{t+3}$		-0.0254	-0.0083	-0.0151
$Size_{t-1}$			-5.3005	-6.7672
$GRW_{t-1}$			4.6295	4.2915
$EVOL_t$			30.0018***	33.2395***
$NEG_t$			-38.5131***	-31.6096***
$Analyst_t$			1.0835	0.9173
$Size_{t-1} * X_{t+3}$				66.7727***
$GRW_{t-1} * X_{t+3}$				64.6964***
$EVOL_t * X_{t+3}$				-49.6342***
$NEG_t * X_{t+3}$				11.8385
$Analyst_t * X_{t+3}$				0.3876
산업 · 연도더미	포함	포함	포함	포함
N	384	384	384	384
수정 R <sup>2</sup>	0.1016	0.1263	0.1774	0.2112

1) 변수의 정의: 〈Table 4〉 참조.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의성을 의미함.

#### 4.4 강건성 및 추가분석

지금까지의 분석결과에서 손상징후를 판별하기 위해 Jarva(2009)의 모형을 이용하였다. 이에 의하면 경제적 결정요인을 종합적으로 반영하여 손상인식확률을 추정한 다음 확률이 일정한 수준을 상회할 때 손상이 존재하는 것으로 간주하였다. 임계수준의 선택은 불가피하게 인위적이므로 판별기준을 0.25

뿐만 아니라 0.2로 낮추어 분석을 반복하기도 하였으나 결과는 대동소이하였다. 손상징후가 어떤 조건하에서 존재하는 것으로 판단하는지에 따라 분석을 위한 집단의 분류는 직접적인 영향을 받는다. 본 연구에서는 기본적으로 가속인식집단의 FERC를 여타 집단의 그것과 비교하는 형태로 수행되므로 어떤 표본관찰치가 관심대상인 가속인식집단을 구성하는가에 따라 결과는 민감한 영향을 받게 될 수밖에 없다.

이러한 관점에서 본 연구에서는 손상징후 판별을 위한 대안적 접근법을 고려하여 분석결과가 달라지는지를 확인해 보았다.

손상징후를 식별하기 위한 대안으로서 우선 Ramanna and Watts(2012)의 시장징후에 기반을 둔 접근법을 들 수 있다. 이들은 영업권 손상차손이 인식되기 이전의 순자산 장부가치가 시장가치를 초과하는 경우, 즉 손상인식 이전의 BTM(book to market ratio)이 1보다 큰 표본의 경우 손상징후가 있는 것으로 보았다. 이러한 관점은 순자산의 장부가치가 시가총액을 초과하는 것을 자산손상에 대한 외부정보로 정의한 기준서(K-IFRS 제1036호 '자산손상')의 관점과 일관된다. Ramanna and Watts(2012)는 보수적으로 BTM이 2년간 연속적으로 1을 초과하는 표본을 손상징후가 있는 집단으로 구분하였는데 이는 BTM이 1을 초과하는 현상이 우발부채나 이연법인세 등의 일시적 차이에 의해 발생할 가능성을 감안하기 위함이었다. Ramanna and Watts(2012)의 접근법을 따라 표본을 재분류하여 분석을 재차 수행하였으며 결과를 간략히 요약하면 다음과 같다. 재분류된 표본의 분포는 정상인식 51건, 가속인식 232건, 정상미인식 733건, 지연미인식 263건으로 구성된다. 재분류된 표본을 이용하여 분석을 재차 수행한 결과 가속인식 집단은 정상미인식 및 지연미인식 집단에 비해 미래이익반응계수가 유의하게 높아 본문의 결과와 다르지 않음을 확인하였다.<sup>35)</sup> 다만 가속인식 집단을 정상인식 집단과 비교한 결과에서는 FERC에 유의한 차이가 관찰되지 않았는데 이는

정상인식집단을 구성하는 관찰치의 수가 51건에 그쳐 분석의 검정력이 낮아진데 기인할 수 있다.<sup>36)</sup>

Ramanna and Watts(2012)의 접근법은 손상징후를 식별함에 있어 기업 외부에서 나타나는 시장징후만을 고려한다는 한계점이 있다. Li and Sloan(2017)은 영업권 손상징후를 기업 외부에서 관찰되는 시장징후와 내부에서 관찰되는 회계지표로 구분하여 손상에 대한 외·내부징후가 동시에 존재하는 경우에 한하여 손상기업으로 정의하였다. 이 때 시장징후는 기업의 순자산 장부가치가 시장가치를 초과하는 경우 존재하는 것으로 정의하였으며, 장부징후는 총자산 대비 영업권 비중이 10%를 초과하면서 ROA가 음의 값을 가지는 경우 손상이 존재하는 것으로 보았다. 본 연구의 표본에서는 이러한 기준을 동시에 충족하는 표본수가 과소하여 음의 ROA 기준을 적용하는 대신 전기대비 당기 영업이익이 감소한 경우로 대체하였는데 이는 영업이익의 감소가 영업권 보유를 통해 기대되는 경제적 효익 창출능력의 손상을 반영한다는 판단에 기초한 것이다. 재분류된 표본의 유형별 분포는 정상인식 36건, 가속인식 247건, 정상미인식 837건, 지연미인식 159건으로 구성된다. 재분류된 표본을 이용하여 분석을 반복수행한 결과 가속인식 집단이 정상미인식 집단 및 지연미인식 집단에 비해 미래이익반응계수가 유의하게 높은 것으로 나타났다. 그러나 정상인식 집단과의 비교분석 결과에서는 여전히 미래이익반응계수의 유의한 차이가 발견되지 않았는데 이 또한 재분류된 정상인식 집단을 구성하는 표본 수가 지나치게 과소

35) 통제변수를 모두 포함한 모형(4)의 분석결과 가속인식 집단은 정상미인식 집단과 지연미인식 집단에 비해 미래이익반응계수가 각각 10%와 5% 수준에서 유의하게 높은 것으로 나타났다(구체적으로 전자와의  $ACC_t * X_{t+3}$ 의 계수는 10.6674( $t=1.71$ ), 후자와의  $ACC_t * X_{t+3}$ 의 계수는 16.6408( $t=2.27$ )이다). 그러나 가속인식 집단의 미래이익반응계수는 정상인식 집단에 비해서는 유의한 차이를 나타내지 않았다( $ACC_t * X_{t+3}$ 의 계수는 11.3307( $t=0.54$ )이다).

36) 2년 연속기준 대신 1년의 당기 손상인식 이전의 BTM이 1보다 큰 표본을 손상징후가 있는 것으로 간주할 경우 정상인식 집단은 76건의 관찰치로 다소 증가하였으나 이 경우에도 분석결과는 질적으로 유사하다.

하기 때문에 판단된다.<sup>37)</sup> 요컨대 손상징후를 정의하는 접근법을 달리하더라도 가속인식 의사결정이 미래성과에 대한 추가적인 정보효과를 가질 수 있다는 결과는 대체로 일관되게 유지된다.

영업권에 대한 손상징후가 존재하지 않음에도 경영자가 재량을 발휘하여 손상차손을 인식할 때 추가 정보성이 높아질 수 있는 원인과 관련하여 적어도 다음 두 가지 추론이 가능하다. 첫째, 재무상태표의 관점에서 볼 때 자산성에 의문의 여지가 큰 영업권이 존재할수록 경영자는 조기에 비용처리하려는 동기를 가질 수 있으며 이를 통하여 영업권의 잠요소, 즉 거품을 제거할 수 있다. 경영자가 영업권의 실질가치를 인지하고 있고 이에 대한 사적 정보를 손상인식을 통해 전달할 수 있다면 영업권과 관련된 정보 불균형이 해소되어 투자자들이 기업의 실질가치를 보다 잘 평가할 수 있을 것이다. 둘째, 손익계산서의 관점에서 영업권 손상의 가속인식은 회계보수주의에 해당하며 악재를 미리 인식함으로써 미래의 손상을 선제적으로 제거하여 미래의 불확실성을 제거할 수 있다.<sup>38)</sup> 즉 손상의 가속인식은 미래성과의 변동성을 낮춤으로써 투자자들의 미래성과 예측 능력을 향상시킬 것으로 예측된다. 상술한 추론의 타당성을 확인하기 위해 이하에서는 다음 두 가지의 추가분석 결과를 제시한다.

첫째, 영업권 손상차손 가속인식집단의 FERC가 다른 기업에 비해 높은 원인이 영업권 장부가액에 포함된 과대평가 요소를 제거함에 기인한다면 이들

기업의 손상인식전 영업권은 다른 집단에 비해 상대적으로 낮은 가치관련성을 지닐 것으로 예측된다. 이러한 예측을 검증하기 위하여 가속인식집단과 다른 집단들 사이에 영업권 장부가액의 주가수준에 대한 가치평가계수를 횡단면적으로 비교한다. Ohlson (1995)의 가치평가모형을 확장하여 순자산 장부가액과 당기순이익으로부터 영업권 장부가액 및 손상차손을 각각 분리한 다음 가속인식집단과 대응집단을 구분하기 위한 더미변수 ACC를 영업권 장부가액과 교차시켜 횡단면 추정하였다. <Table 10>에서는 가속인식집단을 정상인식집단, 정상미인식집단, 지연미인식집단, 전체집단의 각각과 비교하는 형식으로 가치평가분석 결과를 기술하였다. 결과에 의하면 영업권과 ACC 교차항의 회계계수는 모든 경우에 있어서 유의한 음(-)의 부호를 지녀 가속인식 집단의 손상차손인식전의 영업권이 다른 집단에 비해 낮은 가치평가계수를 지님을 확인할 수 있다. 이는 재무상태표에 보고되는 영업권의 자산가치가 상대적으로 낮은 기업의 경영자일수록 영업권 손상차손을 가속인식하는 경향이 있으며 이로 인한 영업권 정보의 유용성 개선이 당기주식수익률의 미래이익 정보성의 증가로 이어졌을 가능성을 제시한다.

둘째, 영업권 손상차손 가속인식집단의 경우 손상인식을 통해 악재를 선제적으로 손익에 반영함으로써 미래성과의 변동성을 경감시키는 것이 FERC의 증가원인으로 작용한다면 가속인식집단의 이익수치는 여타집단에 비해 높은 지속성을 지닐 것으로 예

37) 통제변수를 모두 포함한 모형(4)의 분석결과 가속인식 집단은 정상미인식 집단과 지연미인식 집단에 비해 미래이익반응계수가 10% 수준에서 유의하게 높은 것으로 나타났다(구체적으로 전자와의  $ACC_t * X_{t+3}$ 의 계수는 7.2412( $t=1.66$ ), 후자와의  $ACC_t * X_{t+3}$ 의 계수는 11.7313( $t=1.83$ )이다). 그러나 가속인식 집단의 미래이익반응계수는 정상인식 집단에 비해서는 유의한 차이를 나타내지 않았다( $ACC_t * X_{t+3}$ 의 계수는 3.0580( $t=0.42$ )이다).

38) Hutton et al. (2009)은 회계불투명성이 높을수록 악재가 지연 인식되어 악재가 공개되는 시점의 주가폭락을 야기할 가능성이 높아짐을 제시한 바 있다. 유사한 맥락에서 Kim and Zhang (2016)의 연구에서는 회계보수주의 수준이 높을수록 악재를 적시에 인식함으로써 미래에 시장충격을 야기할 가능성을 낮출 수 있음을 주장하였다.

(Table 10) 가속인식집단의 차별적 가치관련성 분석

종속변수 = $P_t$	정상인식집단	정상미인식집단	지연미인식집단	전체집단
intercept	0.6725	-4.8095**	1.2564	-4.3735***
$BV_t$	1.2842***	1.2284***	1.5714***	1.3310***
$NI_t$	7.2882***	3.1364***	4.5074***	2.4248***
$GW_t$	6.9649***	3.6869***	2.0072***	3.0983***
$IMP_t$	18.8166	24.6407***	12.0777	26.6373***
$ACC_t$	-0.9163	0.9386	-1.2390	8.6057*
$ACC_t * GW_t$	-28.2743***	-21.4259***	-28.1602***	-21.9585***
N	283	872	384	1,279
수정 $R^2$	0.9535	0.8796	0.9534	0.8803

1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의성을 의미함.

$P_t$  : t기말 주식의 시가총액/보통주식수;

$BV_t$  : t기말 (자본의 장부가치-손상인식 전 영업권)/보통주식수;

$NI_t$  : t기 (순이익+영업권 손상차손)/보통주식수;

$GW_t$  : t기 손상인식 전 영업권=(기말 영업권 장부가치 + 영업권 손상차손)/보통주식수;

(Table 11) 가속인식집단의 차별적 이익지속성 분석

종속변수 = $E_{t+1}$	정상인식집단	정상미인식집단	지연미인식집단	전체집단
intercept	-0.0715	0.8117***	-0.0619	0.5951***
$E_t$	0.6132***	0.6607***	-0.2505	0.6643***
$ACC_t$	-0.1070	-0.9903*	-0.1166	-0.7738
$ACC_t * E_t$	0.3735***	0.3260***	1.2373***	0.3223***
N	283	872	384	1,279
수정 $R^2$	0.8881	0.5125	0.7345	0.4955

1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의성을 의미함.

$E_{t+1}$  : t+1기 순이익/보통주식수;

$E_t$  : t기 (영업권 손상인식 후)순이익/보통주식수;

측된다. 이러한 예측을 검증하기 위하여 가속인식집단과 나머지 집단 사이에 차기이익을 당기이익에 대해 회귀분석하여 1차 자기상관계수를 구한다. 차기 EPS를 당기의 EPS에 대해 회귀하는 1차 자기회귀식을 추정하되 집단구별을 위한 더미변수 ACC를 EPS와 교차하는 형태로 포함하여 추정한 결과를 (Table 11)에 제시한다. 여기서 가속인식집단의 지

속성계수를 정상인식집단, 정상미인식집단, 지연미인식집단 및 전체집단과 순차적으로 비교한 결과를 보여준다. 분석결과에 의하면 영업권 손상차손을 가속인식하는 기업의 이익의 지속성은 다른 모든 집단에 비해 유의하게 큰 것으로 확인된다. 이는 손상의 가속인식이 보고이익의 시계열을 유연화시켜 예측가치를 향상시키는 효과를 초래하여 투자자들이 미래



성과에 대한 전망을 보다 정확히 당기 수익률에 반영시킬 수 있음을 제시한다.

지금까지의 논의를 요약하면 영업권의 손상징후가 관찰되지 않음에도 손상을 가속 인식하는 기업은 재무상태표상의 영업권 장부가치에 포함된 잡음요소를 제거하고 미래의 손상을 앞당겨 인식하여 미래성과 전망의 불확실성을 저감시킴으로써 주가의 미래이익 정보성, 즉 미래이익반응계수의 증가로 귀결되는 것으로 추론된다. 이러한 결과는 현행 영업권회계에 부여된 경영자의 재량이 손상인식을 의도적으로 지연하지 않고 오히려 영업권을 조기에 감액하는 형태로 행사될 경우 투자자들로 하여금 기업의 미래이익을 예측하는데 도움을 줄 수도 있다는 시사점을 줌으로써 무형자산의 공정가치 측정에 대한 새로운 직관을 제공할 수 있다.

## V. 결론

IFRS는 원칙중심의 회계기준으로 회계처리에 대한 기본적인 가이드라인만을 제공한다. 이는 회계처리에 있어 경영자가 경제적 실질을 더욱 잘 반영하고 미래 현금흐름에 대한 사적정보를 효과적으로 전달하여 정보유용성을 제고할 수 있도록 높은 유연성을 허용한다는 의미이다. 이러한 관점에 입각하여 재무제표 구성요소의 측정에 있어서도 공정가치 적용범위를 확대하여 회계정보의 표현충실성과 적합성을 제고할 것을 지향하고 있기도 하다. 회계실무에서 자산을 인식하기 위한 기준은 신뢰성 있는 측정이 가능하고 자산으로부터 기대되는 미래효익에 대한 통제를 행사할 수 있어야 한다는 것이다. 그러나 무형자산, 특히 사업결합거래에서 발생하는 매수영업권에 대해

서는 이러한 기준이 엄격히 적용되기 어렵다. 매수영업권이 사업결합으로 기대되는 시너지효과를 제대로 반영하는지 혹은 소모성자산에 불과한지, 후속기간에 상각을 허용할 것인지 혹은 손상인식만을 적용할 것인지에 대해서는 오랜 기간 논란이 지속되고 있다. 현행 회계기준은 매수영업권의 후속측정과 관련하여 손상접근법을 채택하고 있으며 경영자로 하여금 매기 1회 이상 손상검사를 실시하고 현금충출단위 수준에서 추정되는 미래현금흐름을 적절한 이자율로 할인한 현재가치로 측정되는 공정가치를 토대로 손상인식을 하도록 요구하고 있다. 손상인식과정에서 사용되는 현재가치 추정치에는 경영자의 주관적 판단이 개입되며 경영자는 손상의 인식여부와 손상금액의 산정에 상당한 재량을 행사할 수 있게 된다.

영업권회계기준이 발효된 이후로 영업권손상인식과정에서 경영자의 기회주의적 동기가 작용하여 회계불투명성을 증폭시킬 가능성에 대해 많은 우려가 있어왔다. 이러한 기회주의는 주로 손상징후가 명백히 존재함에도 불구하고 인식을 지연시키거나 손상규모를 과소하게 인식할 때 발현된다. 본 연구에서는 관점을 달리하여 영업권 손상징후가 관찰되지 않는 상황에서 손상차손을 인식하는 경영자의 재량에 주목하였다. 이는 사업결합거래에서 발생하는 영업권 자체가 결합실체의 본질가치를 잘 반영하지 못할 뿐 아니라 부단히 변화하는 불확실한 경영환경 속에서 그 가치가 지속되기 어렵다는 인식이 근저에 자리 잡고 있다. 가치가 의문시되는 자산항목이 장부에 포함되어 있을 때 경영자가 이를 신속히 비용 처리하려는 것은 자산가치가 감소했음을 보고하기보다는 외부 이해관계자에 신호를 전달하려는 전략적 행위일 수 있다. 영업권의 자산성이 모호하며 미래현금흐름전망이 불확실할 때 조기에 손상을 인식하는 것은 기업과 외부투자자들 사이의 정보 불균형을 경감

시킬 뿐 아니라 미래성과에 내재한 불확실성을 선제적으로 제거하는 효과를 지닐 수 있다. 이러한 추론을 바탕으로 본 연구에서는 영업권 손상의 가속인식은 영업권 장부가액의 가치 관련성과 보고이익의 지속성을 제고함으로써 현재의 투자자들이 미래성과를 예측하는데 도움을 줄 것으로 예측하였다.

본 연구의 주요 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 손상징후가 관찰되지 않음에도 재량적으로 손상차손을 인식하는 가속인식 집단의 미래이익반응계수는 대응집단에 비해 유의하게 높은 것으로 확인되었다. 대응집단은 손상징후가 존재할 때 손상차손을 인식한 정상인식 집단, 손상징후가 관찰되지 않아 손상차손을 인식하지 않은 정상미인식 집단, 그리고 손상징후가 관찰됨에도 손상차손을 인식하지 않은 지연미인식 집단으로 구별되어 개별적 및 전체적으로 비교대상이 되었다. 손상징후를 식별하는 접근법을 달리하여 재구성한 표본을 이용하거나 미래이익반응계수에 영향을 미칠 수 있는 정보환경 변수들을 통제하더라도 결과는 일관되게 유지되었다. 나아가 가속인식집단의 손상인식전 영업권 장부가치는 대응집단에 비해 낮은 가치평가계수를 지니는 반면 1차 자기상관계수로 측정되는 지속성계수는 더 큰 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 영업권의 자산가치에 의문의 여지가 있는 기업일수록 가속적으로 손상차손을 인식하는 경향이 있으며 이로 말미암아 보고이익의 지속성이 높아져 투자자들이 기업의 미래이익을 예측하는 능력이 제고됨을 시사한다.

본 연구는 IFRS체제하의 공정가치 측정에 있어서 주관적 모델추정에 의한 낮은 수준의 공정가치가 적용되는 영업권의 후속측정 맥락 하에서 경영자의 회계재량행사가 기회주의뿐만 아니라 신호전달 유인에 의해서도 동기 부여될 수 있음을 실증한 점에 의의가 있다. 기업실체의 가치수준과 가치변동을 화폐단

위로 측정함을 본연의 기능으로 삼는 회계에 있어서 일정한 재량의 허용은 불가피하다. 일반적으로 회계재량이 부실한 성과를 은폐하거나 과장하는 방향으로 행사될 경우에는 기업실체를 둘러싼 정보 불균형을 증폭시켜 시장에서 회소자원의 합리적 재배분을 저해하는 역기능을 초래할 수 있다. 그러나 양호한 실적을 하향조정하려는 재량행사의 동기와 효과에 대해서는 상대적으로 관심이 덜 기울여져 왔다. 성과가 극단적으로 높거나 낮은 상황에서는 하향조정의 동기로 이익유연화, 정치적비용의 회피, 빅베스가 거론되어 왔으나 정상수준의 성과를 낮추는 회계선택이 시사하는 바에 대해서는 알려진 바가 거의 없다. 본 연구의 발견은 가치가 의문시되는 자산항목이 존재할 때 경영자가 이를 가속적으로 비용처리하려는 유인을 가질 수 있으며 이는 경제적 실질에 대한 사적 정보를 전달하기 위한 생산적 동기에 바탕을 둘 수 있다는 직관을 제시한다. 이를 통하여 위부이해관계자는 기업실체의 성과에 대해 보다 합리적 전망을 할 수 있고 자원의 배분도 보다 효율적으로 이루어질 수 있게 된다.

다만, 본 연구의 분석결과에 대한 해석은 손상징후의 판별과 미래이익의 추가정보성을 추정하기 위한 모형의 타당성에 영향을 받을 수 있다. 첫째, 손상징후와 관련하여 현금창출단위 수준에서 발생하는 영업권의 손상여부를 관찰하는 것은 불가능하므로 기업실체 내외부의 지표에 의존하여 간접적으로 유추할 수밖에 없다. 기존문헌에서 사용되는 손상징후 지표들은 대체로 재무적 곤경을 시사하며 이를 영업권 손상과 동일시할 수 있을지는 의문의 여지가 있을 수 있다. 만일 손상징후의 판별에 오류가 존재한다면 결과의 해석도 제한될 것이다. 둘째, 미래이익반응계수 모형은 주가의 정보효율성을 전제로 미래이익에 관한 정보가 당기의 추가변동에 얼마나 반영

되는지를 분석한다. 현재의 이익수치는 미래이익을 예측하기 위한 직접 입력 자료가 되기도 하지만 다른 정보와 결합되어 이용될 수도 있다. 주가가 효율적이라면 공적으로 이용가능한 모든 정보를 집약할 것이므로 미래이익을 예측함에 있어서 현재의 이익 정보가 갖는 직접, 간접적 역할을 모두 대리할 수 있다. 또 미래이익의 변동이 당기의 이익에 영향을 주지 못하지만 주가가 미래이익에 대한 합리적 기대를 반영한다면 당기의 주가변동에는 포착될 수 있다. 만일 주식시장의 효율성이 충분히 담보되지 않을 경우 미래이익반응계수의 함축의미도 제한될 수밖에 없을 것이다.

본 연구의 시사점을 영업권이 아닌 다른 형태의 유·무형자산 및 부채의 공정가치 측정에 대해서도 일반화할 수 있는지는 불분명하다. 경영자가 성과를 보수적으로 보고하는 방향으로 회계선택을 했을 때 보편적으로 사적 신호가 전달되며 정보불균형이 저감될 수 있다고 단정하기는 어렵다. 재무제표 개별 요소의 측정 속성과 측정에 수반되는 실무적 맥락에 따라 상이한 시사점을 줄 수도 있을 것이다. 또한 본 연구에서 보고된 증거가 현행의 손상접근법 영업권 회계제도가 긍정적 측면을 지니고 있음을 뒷받침하는 것으로 해석하는 데는 신중을 기할 필요가 있다. 영업권회계기준을 둘러싼 논쟁은 아직도 진행 중이며 영업권 정보의 유용성을 목적적합성 혹은 수탁책임기능의 어느 쪽에 보다 큰 가중치를 두는가에 따라 정책방향과 그 경제적 영향에 대한 평가도 달라질 수 있기 때문이다. 경영자 재량의 유형에 따른 영업권 손상회계 정보 대비 시각정보의 상대적 유용성에 대한 평가는 향후의 연구방향이 될 수 있다. 또한 영업권 회계의 범위를 넘어서 상이한 수준의 공정가치 측정이 초래하는 긍정적, 부정적 영향에 대한 포괄적 검토가 이루어질 필요성도 인정된다.

## 참고문헌

- AbuGhazaleh, N. M., O. M. Al-Hares, and C. Roberts(2011), "Accounting discretion in goodwill impairments: UK evidence," *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(3), pp.165-204.
- Alciatore, M., C. C. Dee, P. Easton, and N. Spear (1998), "Asset write-downs: A decade of research," *Journal of Accounting Literature*, 17(1), pp.1-39.
- Amel-Zadeh, A., J. Faasse, K. Li, and G. Meeks (2013), "Stewardship and value relevance in accounting for the depletion of purchased goodwill," Working paper, University of Cambridge, Judge Business School.
- Ayres, B. C., and R. N. Freeman(2003), "Evidence that Analyst Following and Institutional Ownership Accelerate the Pricing of Future Earnings", *Review of Accounting Studies*, 8, pp.47-67.
- Baek, J. H., and J. S. Choi(2016), "The Effect of K-IFRS Adoption on Goodwill Impairment Timeliness," *Management Information Systems review*, 35(1), pp.51-68.
- Baik, B., K. A. Gunny, B. Jung, and D. Park(2018), "Does Real Activities Management Improve Earnings Informativeness?," Working paper.
- Baik, B., S. Choi, and D. Farber(2020), "Managerial Ability and Income Smoothing," *The Accounting Review*, 95(4), pp.1-22.
- Beatty, A., and J. Weber(2006), "Accounting discretion in fair value estimates: An examination of SFAS 142 'Goodwill impairments'," *Journal of Accounting Research*, 44(2), pp. 257-288.

- Chalmers, K. G., J. M. Godfrey, and J. C. Webster (2011), "Does a goodwill impairment regime better reflect the underlying economic attributes of goodwill?," *Accounting & Finance*, 51(3), pp.634-660.
- Choi, B., and K. Jung(2008), "Analyst following, institutional investors and pricing of future earnings: evidence from Korea," *Journal of International Financial Management & Accounting*, 19(3), pp.261-286.
- Choi, J. S., and J. A. Nam(2020), "Does managerial discretion affect the value relevance of goodwill impairment information under IFRS? Korean evidence," *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 27(1), pp.1-23.
- Choi, J-H., L. A. Myers, Y. Zang, and D. Ziebart (2011), "Do management EPS forecasts allow returns to reflect future earnings? Implications for the continuation of managements quarterly earning guidance," *Review of Accounting Studies*, 16(1), pp.143-182.
- Choi, J. H., S. Choi, L. A. Myers, and D. Ziebart (2014), "Financial Statement Comparability and the Ability of Current Stock Returns to Reflect the Information in Future Earnings," Working Paper.
- Choi, J. S., and D. K. Song(2004), "Does Income Smoothing Make Earning and Cash Flows More Informative?," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 40, pp.1-22.
- Chu, E. L. and W. Wu(2011), "The Informativeness of Current Return about Future Earnings and Extra-Legal Institutions: International Evidence," *NTU Management Review*, 22 (1), pp.67-96.
- Collins, D. W., S. P. Kothari, J. Shanken, and R. G. Sloan(1994), "Lack of Timeliness and Noise as Explanations for the Low Contemporaneous Return-Earnings Association," *Journal of Accounting and Economics*, 18 (3), pp.289-324.
- Dechow, P. and D. Skinner(2000), "Earnings management, reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators," *Accounting Horizons*, 14(2), pp.235-250.
- Dechow, P. and W. Ge(2006), "The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly," *Review of Accounting Studies*, 11 (Sep), pp.253-296.
- Demski, J. S.(1998), "Performance measure manipulation," *Contemporary Accounting Research*, 15(3), pp.261-285.
- FASB,(2021), FASB Accounting Standards Update No. 2021-03. Intangibles-Goodwill and Other (Topic 350). Accounting Alternative for Evaluating Triggering Events.
- Francis, J., R. Lafond., R. Olsson, P., and J. Schipper (2004), "Cost of equity and earnings attributes," *The Accounting Review*, 79(4), pp.967-1010.
- Francis, J., R. Lafond., R. Olsson, P., and J. Schipper (2005), "The market pricing of accruals quality," *The Journal of Accounting and Economics*, 39, pp.295-327.
- Frankel, R., M. Nichos, and G. Wilson(1995), "Discretionary disclosure and external financing," *The Accounting Review*, 70(1), pp.135-150.
- Gelb, D. and P. Zarowin(2002), "Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices," *Review of Accounting Studies*, 7(1), pp.33-52.
- Glaum, M., W. R. Landsman, and S. Wyrwa(2015), "Determinants of Goodwill Impairment Under IFRS: International Evidence," working paper.

- Gu, F., and B. Lev(2011), "Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment," *The Accounting Review*, 86(6), pp.1995 - 2022.
- Guest, P., M. Bild, and M. Runsten(2010), "The impact of takeovers on the fundamental value of acquirers," *Accounting and Business Research*, 40(4), pp.1-20.
- Haggard, K. S., J. S. Howe. and A. A. Lynch(2015), "Do baths muddy the waters or clear the air?," *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), pp.105-117.
- Hamberg, M., M. Paananen, and J. Novak(2011), "The adoption of IFRS 3: The effects of managerial discretion and stock market reactions," *European Accounting Review*, 20 (2), pp.263-288.
- Harford, J., and K. Li(2007), "Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs," *The Journal of Finance*, 62(2), pp.917-949.
- Haw, I., B. Hu, J. Lee. and W. Wu(2012), "Investor Protection and Price Informativeness about Future Earnings: International Evidence," *Review of Accounting Studies*, 17(2), pp. 389-419.
- Hirschey, M., and V. J. Richardson(2003), "Investor Under-reaction to Goodwill Write-Offs," *Financial Analysts Journal*, 59(6), pp.75-84.
- Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian (2009), "Opaque Financial Reports, R<sup>2</sup>, and Crash Risk" *Journal of Financial Economics*, 94(1), pp.67-86.
- IASB(2020), IASB Discussion Paper 2020.01 Business Combinations-Disclosures, Goodwill and Impairment.
- Jarva, H.(2009), "Do firms manage fair value estimates? an examination of SFAS 142 goodwill impairments," *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(9-10), pp.1059-1086.
- Jeong, D. H., S. M. Bae, and J. D. Kim(2015), "The Effect of K-IFRS Adoption on Goodwill Impairment," *Korean Accounting Review*, 40(3), pp.299-337.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam (2002), "Institutional Ownership and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings," *Contemporary Accounting Research*, 19(1), pp.117-145.
- Jo, E. H.(2016), "The Effect of Investor Relations on Information Effect of Future Earnings," *Korean Journal of Business Administration*, 29(6), pp.1001-1022.
- Johnson, T. L., and K. R. Petrone(1998), "Is goodwill an asset?" *Accounting Horizons*, 12(3), pp. 293-303.
- Johnson, M. F., R. Kasznik, and K. K. Nelson(2001), "The impact of securities litigation reform on the disclosure of forward-looking information by thigh technology firms," *Journal of Accounting Research*, 39(2), pp.297-327.
- Jordan, C. E., and S. J. Clark(2004), "Big bath earnings management: The case of goodwill impairment under SFAS no. 142," *Journal of Applied Business Research*, 20(2).
- Kang, N. C., and S. J. Choi(2009), "Low earnings persistence of non-operating accruals and its mispricing in the market," *Korean Management Review*, 38(4), pp.871-895.
- Kasznik, R., and B. Lev(1995), "To warn or not to warn: Management disclosure in the face of an earnings surprise," *The Accounting Review*, 70(1), pp.113-134.



- Kim, H. A., and S. P. Cho(2012), "Change in Informativeness of Stock Prices after the Revision of Accounting Standards on R&D Capitalization," *Journal of Business Research*, 27(4), pp.51-79.
- Kim, J-B., and L. Zhang(2014), "Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks," *Contemporary Accounting Research*, 31(3), pp.851-875.
- Kim, J-B., and L. Zhang(2016), "Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level Evidence," *Contemporary Accounting Research*, 33(1), pp.412-441.
- Kwak, S. K., J. I. Lee, and S. Y. Park(2011), "Early adoption of K-IFRS and goodwill amortization: The case of Eugene corporation's acquisition of Himart," *Korean Accounting Journal*, 20(2), pp.91-121.
- Kwon, S. Y., E. S. Ki, and J. S. Ho(2012), "The effect of accruals quality on price informativeness," *Korean Management Review*, 41(1), pp. 139-163.
- Lee, H. M., and C. M. Hong(2018), "Management overconfidence and stock price informativeness," *Korean Management Review*, 47(5), pp. 1201-1230.
- Lhaopadchan, S.(2010), "Fair value accounting and intangible assets: Goodwill impairment and managerial choice," *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18(2), pp.120-130.
- Li, K. K., and R. G. Sloan(2017), "Has goodwill accounting gone bad?," *Review of Accounting Studies*, 22, pp.964-1003.
- Li, Z., P. K. Shroff, R. Venkataraman, and I. X. Zhang(2011), "Causes and consequences of goodwill impairment losses," *Review of Accounting Studies*, 16(4), pp.745-778.
- Lundholm, R., and L. A. Myers(2002), "Bringing the Future Forward: The Effect of Disclosure on the Returns-Earnings Relation," *Journal of Accounting Research*, 40(3), pp.809-839.
- Meeks, G.(1977), "Disappointing Marriage: a Study of the Gains of the Merger," *University of Cambridge Occasional Paper 51*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Murphy, K. J., and J. L. Zimmerman(1993), "Financial performance surrounding CEO turnover," *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), pp.273-315.
- Noh, M. Y., Y. T. YOO, and J. H. Chang(2012), "The adoption of K-IFRS: The effects of managerial discretion on goodwill impairment," *Korean Accounting Journal*, 21(6), pp.133-162.
- Oh, M. J.(2014), "A case study on goodwill impairment test under K-IFRS," *Korea International Accounting Review*, 53(2), pp.210-229.
- Ohlson, J. A.(1995), "Earnings, book values, and dividends in equity valuation," *Contemporary Accounting Research*, 11(2), pp.661-687.
- Osward, D. R., and P. Zarowin(2007), "Capitalization of R&D and the Informativeness of Stock Prices," *European Accounting Review*, 16(4), pp.703-726.
- Pourciau, S.(1993), "Earnings Management and Nonroutine Executive Changes," *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), pp.317-336.
- Ramanna, K., and R. L. Watts(2012), "Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment," *Review of Accounting Studies*, 17(4), pp.749-780.
- Rees, L., S. Gill, and R. Gore(1996), "An investigation

- of asset write-downs and concurrent abnormal accruals," *Journal of Accounting Research*, 34, pp.157-169.
- Riedl, E. J.(2004), "An examination of long-lived asset impairments," *The Accounting Review*, 79(3), pp.823-852.
- Ronen, J., and S. Sadan(1981), "Smoothing income numbers: Objectives, means, and implications," *Addison-Wesley Publishing Company*.
- Sankar, M. R., and K. Subramanyam(2001), "Reporting discretion and private information communication through earnings," *Journal of Accounting Research*, 39(2), pp.365-386.
- Shawn, H., Y. J. Park, and S. J. Park(2011), "A Study on Impairment Test of Goodwill acquired in a Business Combination," *Korean Accounting Journal*, 20, pp.207-238.
- Tucker, J. W., and P. A. Zarowin(2006), "Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?," *The Accounting Review*, 81(1), pp.251-270.
- Warfield, T. D., and J. J. Wild(1992), "Accounting recognition and the relevance of earnings as an explanatory variable for returns," *The Accounting Review*, 67(4), pp.821-842.
- Yu, J.(2011), "Stock Price Informativeness and Corporate Governance: An International Study," *International Review of Finance*, 11 (4), pp.477-514.
- Zucca, L. J., and D. R. Campbell(1992), "A closer look at discretionary writedowns of impaired assets," *Accounting Horizons*, 6(3), pp.30-41.

- 
- The author Jong-Seo Choi received his bachelor's degree from Pusan National University as summa cum laude, master's degree from Seoul National University, and doctorate from Pusan National University. He has served the deanship of the School of Business (Graduate School of Management) at Pusan National University. He was invited to Waseda University, Ritsumeikan University, Kyoto University, LaTrobe University, Monash University, Jiangxi University of Finance and Economics in China, and University of Science Malaysia as visiting professor and invited lecturer. He has served as editor of numerous peer-reviewed domestic and international journals and is currently serving as the editor-in-chief of Korean Accounting Review. His primary research interests are on managerial accounting discretion, economic consequence of accounting choice, fair value measurement and CSR among others.
  - The author Ji-Ahn Nam is Ph.D in the college of business administration at Pusan National University. She graduated bachelor's degree of Commerce in Accounting from Macquarie University in Australia, and received master's degree and doctorate from Pusan National University. Her main research interests are on goodwill, pension accounting, accounting quality, value relevance.