

K-IFRS 이후 영업이익 공시정책의 변화에 대한 연구

- 코스닥 시장을 중심으로 -

백정환* · 최종서**

〈요 약〉

과거 우리나라 기업회계기준(K-GAAP)에서 영업이익 산정과 그 구성항목에 구체적인 기준을 두고 이를 엄격히 지켜왔던 것과 달리 한국채택국제회계기준(K-IFRS)에서는 영업이익에 대해 구체적으로 정의하지 않고 있다. 이로 인해 기업들은 각각 다른 방법으로 영업이익을 공시하게 되었고 투자자들은 영업이익이 자본 시장에 전달하는 정보의 중요성을 고려할 때 K-IFRS의 영업이익 공시기준이 시장에 혼란을 초래할 수 있다는 우려를 표하였다. 한국회계기준원은 자본시장참여자들의 이러한 지적을 수용하여 2012년 9월 K-GAAP과 동일한 방법으로 영업이익을 산출·공시하도록 하였다. 본 연구는 우리나라 코스닥시장에 상장되어 있는 기업을 대상으로 K-IFRS에 의해 작성된 영업이익과 K-GAAP을 적용하여 작성된 영업이익의 가치관련성 분석을 통해 영업이익 공시정책 변경의 타당성을 검증하였다.

K-IFRS를 적용한 코스닥기업 520개를 대상으로 K-IFRS 도입 이전(2010년)과 이후(2011년)의 영업이익의 가치관련성을 분석한 결과 K-IFRS 이전 기간의 영업이익이 더 높은 가치관련성을 가지는 것으로 조사되었다. 또한, 2011년에 공시된 영업이익(발표영업이익)은 과거의 회계기준으로 환산하여 추정한 영업이익(조정영업이익)에 비해 주가에 대한 설명력이 유의하게 낮은 것으로 분석되었다. 그러나 전체 표본을 발표영업이익과 조정영업이익의 상대적 크기로 나누어 동일한 분석을 수행한 결과 발표영업이익이 조정영업이익에 비해 높은 집단에 대해서만 영업이익의 가치관련성이 낮은 것으로 조사되었다. 추가적으로 조정영업이익이 음(-)인 기업 그리고 과거 연속적인 영업손실을 보고한 기업일수록 K-IFRS를 적용하여 조정영업이익에 비해 높은 수준의 발표영업이익을 공시한 것으로 나타나 2011년 손익계산서의 작성 과정에 경영자가 의도적으로 개입하였음을 암시하고 있다. 따라서, K-IFRS의 영업이익 공시에 대한 자본시장의 우려가 실증적으로도 지지되고 있으며, 한국회계기준원의 영업이익 공시정책변경의 타당성을 지지하는 것이다. 또한, 이러한 분석결과 는 2011년 영업이익의 공시를 악용하여 코스닥시장의 퇴출위험에서 벗어난 부실기업들에 대한 사후적 조치가 필요함을 시사하고 있다.

핵심주제어: 한국채택국제회계기준, 코스닥시장, 영업이익, 가치관련성

논문접수일: 2014년 05월 19일 수정일: 2014년 08월 29일 게재확정일: 2014년 09월 22일

* 부산대학교 경영대학 박사과정(제1저자), jhbaek@pusan.ac.kr

** 부산대학교 경영대학 교수(교신저자), jschoi@pusan.ac.kr

I. 서 론

국가 간 자본이동이 활발해지며 국제자본시장은 하나로 통일된 회계기준을 필요로 하게 되었다. 우리나라도 이러한 흐름에 발맞추어 2007년 3월 국제회계기준 도입 로드맵 발표 이후, 한국채택국제회계기준(이하 K-IFRS)을 점진적으로 확대 적용하였다. K-IFRS의 도입은 독자적 회계기준 유지로 인한 대외신뢰도 저하를 방지하고 국제적 정합성을 확보하여 국내 기업에 대한 해외투자자들의 관심을 높이고 해외자금조달을 증가시킬 것으로 기대된다. 그러나 회계기준의 국제화라는 최초의 도입의도와는 달리 사전 준비가 부족하여 기업들에게는 과도한 비용을 부담하게 하고 자본시장참여자들에게는 투자 의사결정의 혼란을 가중시켰다는 주장이 끊임없이 제기되고 있다. 이러한 현상은 근본적으로 K-IFRS와 기업회계기준(이하 K-GAAP)의 그 원인이 있다.

K-GAAP은 규정중심기준(Rule-Based Standards)으로 구체적 기준, 실행가이드 등을 제시하고 있는 반면 원칙중심기준(Principle-Based Standards)인 K-IFRS는 재무제표에 표시해야 할 최소한의 항목만을 규정하고 공시 양식 등에 대해서는 기업의 실질을 가장 잘 나타낼 수 있도록 자율에 맡기고 있다. 원칙중심기준은 규정중심기준에 비해 더 목적적합성이 높은 정보를 제공한다는 장점¹⁾을 가지는 동시에 실질을 표현하는 방법이 있어 대체적인 회계처리방법을 더 많이 허용하

여 기업 간 혹은 기간 간 비교가능성²⁾을 저하시킨다는 약점도 가지고 있다. K-IFRS의 도입과정 중 포괄손익계산서의 영업이익 공시와 관련하여 나타난 일련의 사건들은 원칙중심기준의 단점이 부각된 대표적인 사례이다.

영업이익은 회계기준이나 개념체계에서 정의를 정확하게 제시하지 않음에도 불구하고 그 구성항목이 가지는 경상적, 반복적 성격으로 인하여 기업의 핵심영업활동을 통해 산출된 성과측정치로 받아들여져 왔다. K-GAAP은 영업이익에 대해 손익계산서상의 별도 항목으로 구분·표시하도록 요구하였으며 그 산출방법 역시 구체적인 지침을 제공하였다. 그러나 K-IFRS는 영업이익에 대한 정의를 제공하지 않으면서 해당 항목의 공시를 요구하는 것이 타당하지 않으므로 이를 구분·표시하도록 한 규정을 삭제하였다. 이러한 이유로 조기도입기업 중 일부가 영업이익의 공시 자체를 생략하게 되었다.³⁾

정보이용자들은 일부 기업이 영업이익을 공시하지 않는 상황에 대해 우려를 표하였다. 이에 한국회계기준원은 영업이익 공시를 의무화하였지만 여전히 영업이익의 정의나 구성항목에 대해 구체적인 규정을 두지 않아 K-IFRS 이후 영업이익의 해석이 어렵다는 비판을 받아왔다. 기업마다 영업이익 산출에 이용되는 항목이 달라 공시되는 영업이익 수치를 통해 기업 간 혹은 개별 기업의 기간 간 비교가 어려워졌기 때문이다.⁴⁾ 특히 코스닥시장에서 영업이익이 해당기업

- 1) 이는 경제적 실질을 보고하도록 함으로써 규정중심기준에서 경영자가 규정을 피하여 회계기준을 적용하는 기회주의적 행동을 제한할 수 있다는 의미이다. 그러나 회계기준에 대한 해석과 적용이 경영자의 전문적인 지식을 바탕으로 하지 않거나 감사인과 규정기관의 검증가능성이 낮아질 수 있어 오히려 단점이 될 가능성도 존재한다(서란주와 조성표, 2011).
- 2) 비교가능성은 정보이용자가 항목간의 유사점과 차이점을 식별하고 이해할 수 있게 하는 질적특성으로 언급된다. 비교가능성은 유사한 거래나 사건의 재무적 영향에 대해 일관된 방법을 적용하면 제고될 수 있으나 정보이용자가 기업 간 혹은 기간 간 적용된 회계정책의 차이점을 파악할 수 있다면 회계처리방법이 동일하지 않더라도 비교가능하다.
- 3) 전영순과 하승현(2011)에 따르면 2009년 K-IFRS를 도입한 14개 기업 중 12개 회사는 영업이익을 포괄손익계산서상 별도의 항목으로 구분 표시한 반면, 2개 회사는 영업이익을 아예 공시하지 않은 것으로 나타났다.
- 4) 2011년 손익계산서를 기준으로 코스닥등록 63개 기업에서 당기손익인식금융자산평가이익을 공시하였으며 32개 기업(약 51%)은 영업이익에 포함시킨 반면 31개 기업은 금융수익으로 공시하였다.

의 계속상장 여부를 결정하는 지표로 이용되고 있는 상황에서 일부기업들이 K-IFRS를 약용하여 시장퇴출의 위기를 회피하였다는 지적까지 제기되었다.⁵⁾ 이후 회계당국은 2012년 9월의 '영업이익 공시 관련 K-IFRS 개정'을 통해 기존의 K-GAAP과 동일한 방법으로 영업이익을 공시하도록 요구하고 있다.⁶⁾

그러나 K-GAAP과 동일한 방법을 통해 영업이익을 공시하도록 한 회계당국의 결정이 정당한 것인지는 실증적으로 분석되어야 할 과제이다. 여러 선진국의 기업들이 GAAP에 의해 요구되는 순이익과 함께 우리나라의 영업이익과 유사한 Non-GAAP 측정치를 자발적으로 공시하고 있고, Non-GAAP 측정치가 회계기준에 의해 공시되는 순이익보다 높은 미래이익예측력 및 주가관련성을 보유하고 있다는 연구결과(Beaver 1999; Bradshaw and Sloan 2002; Lougee and Marquardt 2004) K-IFRS 이후 기업의 자율적인 산출방법을 통해 작성된 영업이익이 더욱 목적 적합한 정보를 전달할 가능성을 암시하고 있다. 따라서 공시정책의 변경이 일시적인 비교가능성의 훼손에 현혹되어 K-IFRS의 도입을 통해 근본적으로 기대하였던 효과 혹은 장점을 간과하고 있는 것은 아닌지 생각해보아야 할 것이다.

본 연구는 이러한 인식하에 K-GAAP의 영업이익과 K-IFRS의 영업이익이 가지는 정보력에 대한 실증적인 분석을 통해 영업이익 공시 규정 변경의 타당성을 검증해보고자 한다. 만약 K-IFRS에 의한 영업이익이 이전 기간에 비해 고유한 정보효과가 감소되었다면 여러 언론매체에서 보도된 것과 같이 K-IFRS가 기업에게 성

과를 포함할 수 있는 유인 혹은 단서를 제공한다는 주장을 수용한 회계당국의 선택은 지지될 수 있다. 반면, 이러한 주장이 새로운 회계기준으로의 변경 초기에 일시적으로 발생한 현상이며 궁극적으로 K-IFRS가 지향하는 목적 적합한 정보를 전달하고 있는 것이라면 회계당국의 선택은 근시안적인 판단에서 비롯된 선택일 가능성이 높다. 본 연구는 이러한 현상을 K-IFRS와 K-GAAP에 의해 작성된 영업이익의 주식가격에 대한 가치관련성과 설명력의 비교를 통해 실증적 단서를 제공하고자 하였다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구를 살펴보고 가설을 설정하였다. 3장에서 연구방법과 표본선택과정을 설명한다. 4장에서는 실증분석결과를 제시하였으며 마지막으로 5장에서 연구의 결론과 시사점을 기술하였다.

II. 선행연구 및 가설설정

1. 선행연구

K-GAAP의 기업회계기준서 제21호 재무제표의 작성과 표시 I은 영업이익의 구분 및 공시를 규정하며 영업이익과 영업외수익·비용에 대한 정의를 제시하였다. 또, 해당 항목에 속하는 계정 과목을 예시하여 영업이익의 산출방법과 구성항목을 정의하고 있다(문단 A93).⁷⁾ 이러한 회계기준은 모든 기업이 동일한 계정을 영업활동손익에 포함하여 기업 간 비교가능성을 제고시킨 반면, 기업의 주된 영업활동 범위의 차이에서 비롯

5) 정부는 코스닥시장의 건전성 향상을 위한 노력을 지속적으로 기울여왔으며 2008년 '상장·퇴출제도 선진화 방안'을 발표하였다. 이른바 '코스닥 퇴출제'로 일컬어지는 본 제도는 지속적인 공시 위반, 횡령·배임에 연루되거나 5년 이상 영업손익의 연속적인 적자를 기록한 상장사를 시장에서 퇴출시키는 제도이다.

6) 개정내용에는 1)포괄손익계산서 본문에 영업이익표시 요구 2)포괄손익계산서 본문에 표시되는 영업이익의 범위를 '일반회계기업회계기준영업이익'과 동일하게 인식 3)기업이 자체 분류한 영업이익의 주식공시 허용으로 나열된다(2012.09.04 조세일보).

7) 영업외손익 항목에 대해서도 구체적으로 제시하고 있으며 이를 통해 영업활동과 영업외활동을 구분하도록 하고 있다.

되는 실질적 영업활동의 다양성을 반영하지 못하는 단점이 있다.⁸⁾

한편, K-IFRS에서는 기업회계기준서 제1001호 재무제표 표시를 통해 영업이익의 구분 및 공시를 규정하며 포괄손익계산서에 포함되어야 할 최소한의 표시항목을 규정하고 필요에 따라 계정을 추가하여 공시하도록 하고 있다(문단 82). K-IFRS 초기에는 영업이익 자체에 대한 언급이 없어 기업들을 이를 별도의 항목으로 구분 표시해야 할 의무가 없어 영업이익의 공시를 하지 않은 기업도 나타났다. 정보이용자들은 이러한 상황이 자본시장에 혼란을 초래하였다고 주장하며 일관성 있는 영업이익 정보를 요구하였고 한국회계기준원은 기업회계기준서 제1001호를 개정하여 영업이익의 공시 의무화를 통해 정보제공의 공백을 메우려 하였다. 그러나 영업이익에 포함되어야 할 항목에 대한 규정이 없어 기업마다 다른 방법으로 영업이익을 산출하였고 여전히 비교가능성 훼손에 대한 지적이 이어졌다. 지난 2012년 9월 회계기준원은 ‘영업이익 공시 관련 국제회계기준(K-IFRS) 개정’을 발표하며 2012년부터 영업이익을 K-GAAP에 의하여 산출하도록 하였다.

K-IFRS 도입과정에 나타난 영업이익 공시 규정의 변화는 자본시장에서 ‘영업이익’ 정보가 의사결정에 중요한 지위를 차지한다는 사실에 기반하고 있다. 선행연구들은 손익의 지속성과 이익에 대한 주가반응이 비례하며(Kormendi and Lipe 1987, O’Hanlon et al. 1992, Ramesh and Thiagarajan 1993), 투자자들은 지속성이 높은 이익에 대한 가치를 높게 평가하는 것으로 보고

하였다(Lipe 1986). 영업이익은 손익계산서의 단계별 항목 중 가장 높은 지속성을 지니고 있어(이세철 등 2008) 투자자들이 당기순이익보다 영업이익을 더욱 중요하게 평가할 것으로 기대할 수 있다.

선행연구에서는 Non-GAAP이익⁹⁾을 공시하며 GAAP이익으로부터 제외되는 일시적 항목을 통해 기업성적을 과대포장하고 자본시장의 평가를 왜곡시키는 경향이 있음을 보고하였다(Dreman 2001, Elstein 2001, Liesman and Weil 2001, Rapoport 2001, SEC 2001; FASB 2002). 즉, Non-GAAP이익은 일시적 비용항목의 반영정도나 성격에 따라 차별적인 정보효과를 나타내는 것으로 조사되었다. 또한, 경영자들이 Non-GAAP이익을 기회주의적으로 이용하여 재무분석가의 예측을 달성 혹은 초과하는 경향이 있으며, Non-GAAP이익의 구성에 개입하여 정상적 성격의 비용을 제외하는 방법으로 이를 상향하여 공시는 경우 Non-GAAP이익의 미래이익예측 능력이 감소된다고 보고하였다(Doyle et al, 2003; McVAy, 2006). 또한, SEC는 Non-GAAP 이익이 기업의 경영성과에 부정적인 항목은 모두 제외하고 있어 정보이용자들의 주의가 필요하다고 지적하였다.

국내 연구로는 전영순과 하승현(2011)이 K-IFRS를 조기에 도입한 기업이 최초로 작성한 재무제표를 분석하여 영업이익 공시여부와 영업이익 산출방법에 대해 조사하였다. 이들은 K-GAAP에 따른 영업손익이 작을수록, 기타비용항목의 금액이 작을수록, K-IFRS 도입연도의 감사인이 Big4 감사인일수록 K-GAAP에 의한 영업

8) 유형자산처분손익 등은 주된 영업활동에서 발생하는 손익이라고 볼 수 있음에도 영업외수익 혹은 영업외비용으로 분류되어 K-GAAP에서 요구하는 영업이익이 기업의 주된 영업활동에서 발생하는 손익을 충실하게 표시하는지에 대한 의문이 제기될 수도 있다(전영순과 하승현 2011).

9) 다른 국가들의 회계기준에서도 ‘영업이익’에 대한 언급을 찾아보기 어렵다. 다만 실무적으로 영업이익과 유사한 개념인 ‘core earnings’, ‘pro forma earnings’, ‘street earnings’등을 이용하여 핵심영업활동을 통한 성과를 보고하고 있다. 이하에서는 이들을 Non-GAAP이익이라 통칭한다.

이익에 기타항목을 포함하여 공시하는 경향이 있다고 보고하였다. 김문철과 전영순(2012)은 K-IFRS 도입 이후 영업이익에 대한 구체적인 지침이 없어 비교가능성 문제가 제기된 상황에서 영업이익의 정의 및 구성항목에 대한 지침의 필요성을 살펴보고 개선방향을 제시하였다. 그들은 설문조사를 통해 정보이용자와 이들은 기존의 K-GAAP 영업이익과 이를 대체할 영업이익을 정의하고 추가관련성 분석을 실시하였는데 기타 영업활동관련 손익을 포함한 광의의 영업이익이 추가관련성이 가장 크게 나타났으나 K-GAAP에 따른 영업이익과 유의한 차이를 보이지 않았다고 제시하였다.

한편, 유용근 등(2013)은 국내 상장기업 전체를 대상으로 영업이익의 산정방식에 따라 나타나는 가치관련성에 대해 분석하였다. 이들은 과거 K-GAAP 방식의 영업이익이 K-IFRS에 의해 공시된 영업이익에 비해 보다 높은 추가설명력을 가지는 것으로 보고하며 한국회계기준원의 '영업이익 공시 관련 K-IFRS 개정'이 타당하다고 주장하였다. 그러나 이들의 연구는 K-GAAP과 K-IFRS에 의해 산출된 영업이익의 상대적 크기에 따라 차별적인 가치관련성이 나타날 수 있다는 가능성에 대해 고려하지 못하고 있다.

2. 가설설정

K-IFRS 이후의 영업이익에 대한 우려는 이를 산출하는데 이용된 항목들이 '기업의 핵심영업활동'을 반영하는지에 대한 의문으로부터 시작된다.

영업이익은 그 성격상 경상적이고 반복적인 활동을 통해 측정되는 포괄손익계산서 항목으로 단계별 이익정보 중 지속성이 가장 높으며 투자자들의 관심 또한 매우 높다. K-GAAP과 같이 모든 기업에 대해 일괄적으로 적용하는 것은 기업 간 비교가능을 제고시키는 반면 기업의 주요 영업활동 영역 차이에서 발생하는 기업의 경제적 실질을 반영하지 못하는 단점이 있다. 반대로 영업이익의 산출방법을 기업의 자율에 맡기는 것은 기업의 주요핵심영업활동이 반영된 목적적합한 정보를 제공할 가능성이 존재하지만 경영자가 의도적으로 개입하여 K-GAAP의 영업이익이 가진 고유한 정보효과를 훼손시킬 수도 있다.

정보이용자들은 K-IFRS 이후 기업들이 K-GAAP에 비해 영업이익을 부풀리고 왜곡하여 투자자들을 오도한다고 주장하였다. 특히 코스닥 상장기업들은 '코스닥 퇴출제'와 맞물려 시장 퇴출의 위협으로부터 벗어나기 위해 영업이익을 과대포장하고 있다고 지적하였다. 특히 영업이익은 포함되는 항목의 조정만으로 가능하여 미래에 추가적인 비용을 발생시키지 않아 경영자들이 적극적으로 개입할 가능성이 있다.¹⁰⁾ 그러나 K-GAAP 기준에 비해 감소된 영업이익을 보고한 다수의 기업이 존재하고 있어 모든 기업들이 K-IFRS를 통해 영업성과를 과대포장하여 시장을 혼란스럽게 한다는 주장을 전적으로 받아들이기 어렵다. 즉, 일부기업은 원칙중심기준에 대한 적극적인 해석을 바탕으로 시장에 더욱 목적적합성이 높은 정보를 제공하였을 가능성 역시 존재한다.¹¹⁾

본 연구는 이러한 가능성을 실증적으로 분석

10) 이는 이익조정전략 중 하나로 언급되어 온 재분류조정과 유사한 맥락으로 볼 수 있다. 계정의 분류를 변경하는 이익조정은 당기 순이익을 동일하게 유지시키기 때문에 발생액의 반전현상이나 실물활동에 기초한 이익조정처럼 미래에 추가적인 비용을 발생시키지 않고, 손익의 계정분류가 경영자의 주관에 따라 달라질 수 있어 계정분류가 잘못되었을지라도 당기순이익이 GAAP를 위배하지 않기 때문에 회계감사시에 크게 주목을 받지 아니하여 다른 이익조정방법에 비해 기회비용이 낮을 뿐만 아니라 사후적발에 대한 위험이 적다는 장점이 있는 것으로 언급되어 왔다(Nelson et al., 2002; McVay, 2006)

11) DeAngelo et al.(1994)은 과거 기간에 지속적으로 영업손실을 기록한 기업은 성과를 포장하는 회계처리방법보다는 이해관계자들에게 기업의 실질을 나타내는 있는 그대로의 정보를 전달하려 한다고 보고하였다.

하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

연구가설 : 코스닥상장기업에 의해 공시된 영업이익은 K-IFRS 도입 이전과 이후 기간 사이에 차별적인 가치관련성이 나타날 것이다.

앞서 언급한 바와 같이 자본시장참여자들은 K-IFRS 도입이 기업들에게 영업이익을 부풀려 왜곡된 정보를 전달할 수 있는 기회를 제공하였다고 주장한다. 그러나 K-GAAP 기준보다 낮은 영업이익을 보고한 기업도 상당수 관찰되고 있다. 본 연구는 과거 K-GAAP과 K-IFRS에 의해 작성된 이익의 상대적 크기로 구분된 집단에 따라 시장에 전달되고 있는 정보가 다를 수 있을 것으로 예상하였다. 즉, 과거기준을 적용하여 산출된 이익보다 높은 이익을 보고한 기업(이하 POS_Group)과 과거기준에 비해 낮은 이익을 보고한 기업(이하 NEG_Group)에서 공시된 영업이익은 주가에 대한 관련성이 서로 다를 수 있다. 본 연구는 이러한 현상을 실증적으로 검증하기 위해 기존의 산출방식을 이용하여 영업이익을 보고한 기업(이하 NEU_Group)과 정보효과를 비교하는 다음의 보조가설을 설정한다.

보조가설 : K-IFRS 도입 이후 코스닥상장기업의 영업이익은 K-GAAP과 K-IFRS에 의해 측정된 영업이익의 상대적 크기에 의해 구분된 집단 사이에 차별적인 가치관련성을 나타낼 것이다.

III. 연구설계

1. 연구모형

본 연구에서는 K-IFRS 도입에 따른 영업이익

정보의 유용성을 평가하기 위해 먼저, K-IFRS 도입 이전·이후 기간의 영업이익 가치관련성에 차이가 존재하는지 검증하고 동일연도(2011년)의 영업이익을 공시된 영업이익과 K-GAAP으로 환산하여 이들 사이에 가치관련성의 차이가 존재하는지 검증한다.

이를 Ohlson(1995)모형을 이용하여 주식가격으로 대리되는 기업가치를 설명하는 회계정보로서 영업이익의 유용성을 검증하고자 한다. 이에 K-IFRS 도입 전·후 기간을 식별하는 더미변수 그리고 이러한 더미변수와 영업이익의 교류항을 기타정보변수로 포함하여 Ohlson(1995) 모형을 확장하였으며 실증모형은 다음과 같다. 이때, 산업 특성에 따라 회계정보의 가치관련성이 차이를 보일 가능성이 존재하며 이를 통제하기 위하여 각 산업에 대한 더미변수를 모형에 포함하였다.

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{i,t} + \beta_2 FS_OIPS_{i,t} + \beta_3 IFRS_{i,t} + \beta_4 IFRS \times BPS + \beta_5 IFRS \times FS_OIPS_{i,t} + IND + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

여기서,

P : i 기업의 t 기말 종가
 BPS : 순자산가액/발행주식수
 FS_OIPS : 발표영업이익/발행주식수
 $IFRS$: K-IFRS 도입 여부. 도입 이후면 1, 아니면 0.
 IND : 산업더미변수

주요 검증변수는 $IFRS \times FS_OIPS$ 이며, K-IFRS 도입 이후 공시된 영업이익 정보가 주식가격에 대해 증분설명력을 지니고 있는지 살펴보기 위하여 투입되었다. 지속적으로 언급하고 있는 바와 같이 K-IFRS 이후 정보이용자들은 영업이익을 공시하는 방식이나 산출에 반영되는 항목이 기업마다 차이가 있어 영업이익정보를 신뢰할 수 없다고 주장하였다. 그러나 K-IFRS 이후 공시된 영업이익이 시장의 혼란을 불러일으키기보다는 더욱 목적 적합한 정보를 제공하

고 K-GAAP에 비해 더욱 목적적합한 정보를 전달하고 있다면 주 검증변수의 계수 β_5 는 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

다음으로, 본 연구에서는 K-IFRS 도입 이후 발표영업이익과 조정영업이익간의 추가설명력의 차이를 검증한다. 이와 같은 분석은 K-IFRS에 따라 기업이 재량적으로 선택하여 산출한 발표영업이익이 K-GAAP 기준에 의해 산출된 조정영업이익에 비해 더욱 목적 적합한 정보를 시장에 전달하고 있는지 분석하기 위함이다. 이를 위해 설정된 식(2)와 (3)를 토대로 기업가치에 대한 발표영업이익과 조정영업이익의 설명력이 유의한 차이를 보이는지 살펴본다.

$$P = \gamma_0 + \gamma_1 BPS + \gamma_2 FS_OIPS + IND + \epsilon \quad (2)$$

$$P = \delta_0 + \delta_1 BPS + \delta_2 adj_OIPS + IND + \epsilon \quad (3)$$

여기서,

P : i기업의 t 기말 증가

FS_OIP : 2011 발표영업이익/발행주식수

adj_OIP : 2011 조정영업이익/발행주식수

위의 식(2)와 (3)은 기업의 시장가치에 대해 영업이익 정보가 갖는 설명력을 검증하기 위한 모형이며 앞의 식(1)와 같이 산업효과를 통제할 목적으로 산업 더미변수를 기타정보 변수로 포함하였다. 구체적으로 발표영업이익과 조정영업이익이 주식가격에 미치는 설명력이 유의한 차이를 나타내는지 탐지하기 위해 각 영업이익을 검증변수로 한 회귀식의 수정 R^2 를 추정한다. 이후 이들 사이에 유의한 차이가 존재하는가를 Vuong(1989)의 Z-test를 이용하여 조사하였다. 만약 발표영업이익을 투입하여 산출된 수정 R^2 가 조정영업이익의 그것보다 유의하게 낮은 수준을 나타낸다면 K-IFRS 도입과 함께 변경된 영업이익수치가 시장에 혼란을 가중시키도록 정

보를 곡해하였으며 영업이익의 공시 규정을 K-GAAP과 일치시킨 회계기준원의 결정이 타당하다고 판단할 수 있다. 반면 발표영업이익을 투입한 모형의 수정 R^2 가 더 높다면 코스닥시장에 상장된 기업들의 영업이익 공시가 기업에게 유리하게 의도되었다기보다는 오히려 규정중심기준이 가진 한계를 극복하고 기업의 실질을 더욱 잘 나타내는 성과추정치를 제공하는 방향으로 K-IFRS의 도입 취지나 목적에 적극적으로 호응한 것으로 볼 수 있을 것이다. 또한 2011년 재무제표 공시 이후 지적받아왔던 영업이익 공시와 관련한 혼란은 새로운 제도의 도입과정에서 불가피하게 발생한 일시적인 비교가능성의 훼손을 확대해석한 결과라 할 수 있을 것이다.

끝으로 본 연구에서는 K-IFRS 이후 발표영업이익의 유용성이 과거 K-GAAP 기준에 대한 상대적 크기로 구분한 집단 사이에 차별적으로 나타나는지 검증하기 위하여 아래의 모형을 이용하여 분석하였다.

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 BPS + \alpha_2 FS_OIPS + \alpha_3 POS + \alpha_4 POS \times FS_OIPS + \alpha_5 NEG + \alpha_6 NEG \times FS_OIPS + IND + \epsilon \quad (4)$$

여기서,

P : i기업의 t기말 증가

FS_OIPS : 2011 발표영업이익/발행주식수

POS : 발표영업이익이 조정영업이익보다 큰 기업이면 1, 아니면 0.

NEG : 발표영업이익이 조정영업이익보다 작은 기업이면 1, 아니면 0.

식 (4)는 K-IFRS의 도입 이후 공시된 영업이익 정보의 행태에 따라 차별적으로 주가에 대한 설명력을 가지는지 검증하기 위해 각 그룹을 식별하는 더미변수와 더미변수*영업이익이라는 교류항을 추가하는 형태로 모형을 설정하였다. 앞의 분석모형과 동일하게 산업특성에 따라 가치관련성의 차이를 보일 가능성이 존재하여 산업

에 대한 더미변수(IND)를 통제변수로 투입하였다. 위의 식에서 본 연구의 주요 관심변수의 계수는 α_4 와 α_6 이다. 이들은 각각 보고된 영업이익이 K-GAAP과의 상대적 크기에 따라 구분된 표본들이 추가적인 설명력을 지니고 있는가를 나타낸다. 전술한 바와 같이 K-IFRS도입 이후 과대포장된 기업의 경영성과가 투자자들의 판단을 흐리고 잘못된 의사결정으로 이끌게 될 것이라는 지적이 지속적으로 제기되어왔다. 만약 POS_Group의 발표영업이익이 기업의 경제적 유인에 의해 견인되어 시장참여자들에게 왜곡된 정보를 제공하였다면 α_4 는 음(-)의 유의한 계수를 나타낼 것으로 예상된다. 또, NEG_Group이 한계상황에 직면하여 기업의 실질을 오도하지 않고 있는 그대로의 정보를 제공하였다면 α_6 는 유의한 양(+)의 계수를 가질 것으로 기대된다.

2. 표본선정 및 자료수집

본 연구의 표본기간은 2010년과 2011년이며 아래의 조건을 만족하는 코스닥 상장기업을 선정하여 분석에 이용하였다.

- (1) 2008년 이후 코스닥시장에 계속 상장되어 있는 기업
- (2) K-IFRS를 조기도입하지 않은 기업
- (3) 산업 내 표본이 10개 이상인 기업¹²⁾
- (4) 12월 결산법인
- (5) 표본기간 동안 KIS-VALUE 혹은 Fn-Guide에서 제공하는 데이터베이스로부터 연구에 필요한 재무자료를 추출할 수 있는 기업

코스닥 시장은 지난 2008년 이후 ‘코스닥 퇴출제’를 적용하고 있으며 이로 인해 코스닥 등록 기업이 영업이익을 계산·공시하는 과정에 동 제도가 영향을 미칠 것으로 판단된다. 따라서 2008년부터 계속하여 상장되어 있는 795개 기업을 최초 표본으로 입수하였다. 이 중 K-IFRS에 대한 실무자들의 경험이나 배경지식이 동일한 상태에서 영업이익의 유용성을 분석하기 위해 2011년 이전 K-IFRS를 조기에 도입한 23개사를 분석대상에서 제외하였다. 이후 비교가능성을 고려한 선정 기준 (3), (4)에 의해 추가적으로 216개 기업을 제외하였으며 분석에 필요한 데이터 추출이 불가능한 기업 22개를 제외하였다. 끝으로 극단치가 분석에 미치는 영향을 배제하기 위하여 분석모형에 포함된 독립변수의 값이 전체 분포의 상·하위 1% 범위를 벗어나면 표본에서 제외하였다. 그 결과 최종적으로 520개 기업을 최종표본으로 선정하였다. 선택된 표본기업의 분포는 <표 1>의 Panel A와 B에 나타내었다.

<표 1>의 Panel A에서는 분석에 이용된 표본 구성 현황을 제시하였으며 Panel B에서는 영업이익 공시행태에 따라 구분된 세 집단의 구성현황을 제시하였다. Panel B는 POS_Group과 NEG_Group이 전체 표본에서 차지하는 비율을 나타내고 있으며 이들 집단은 각각 48%와 37%를 차지하고 있다. 전술한 바와 같이 2011년 재무제표 공시 이후 집중적으로 조명되어지며 우려를 불러 일으켰던 K-GAAP에 비해 높은 수준의 영업이익을 공시한 기업이 전체 기업의 절반 수준으로 나타나 이들 표본의 영업이익 정보효과를 실증적으로 분석하는 것이 필요하지만 NEG_Group 역시 40%에 가까운 분포를 보이고 있어 일반적으로 K-IFRS가 기업의 영업성과를 과대 포장하도록 하였다고 주장하기는 어려움을 알 수 있다.

12) 목적적합성을 향상시키는 회계처리방법은 기업의 주요 업태에 따라 차이가 있을 것으로 판단되어 본 연구에서는 금융업종 뿐만 아니라 건설업, 도·소매업, 전문 서비스업 등을 제외한 순수 제조기업만을 표본으로 선정하였다.

<표 1> 표본의 선정

| Panel A: 표본의 선정 | | | | |
|---|-----|-----|-----|-------|
| 2008~2011 계속상장기업 | | | | 795 |
| (제외)K-IFRS 조기도입기업 | | | | (23) |
| (제외)산업내 표본 10개 미만 기업 | | | | (197) |
| (제외)12월 결산법인 아닌 기업 | | | | (19) |
| (제외)자료입수 불가능 기업 | | | | (22) |
| (제외)극단치 | | | | (14) |
| 최종표본 | | | | 520 |
| Panel B: 조정영업이익과 발표영업이익의 상대적 크기에 의한 집단 분포 | | | | |
| Group | Pos | Neu | Neg | 합계 |
| No. | 249 | 76 | 195 | 520 |

IV. 실증분석 결과

1. 주요변수의 기술통계량

<표 2>와 <표 3>에서는 표본기업들을 대상으로 하여 분석에 이용되는 주요 변수들에 대한 기술통계량과 상관관계를 제시하였다.

<표 2>를 살펴보면 주시가격(P)의 평균과 중위수가 각각 7.5429(단위: 천원)과 4.0500(단위: 천원)으로 나타나 평균이 중위수에 비해 높은 값을 지니고 있는 것으로 관찰된다. 이는 모형에 포함된 추가변수가 그 값이 매우 큰 극단적인

기업의 영향으로 정규분포를 이루지 못하고 양(+)의 비대칭 분포를 이루고 있음을 나타낸다.¹³⁾

한편, K-IFRS 도입 이후인 2011년에 공시된 영업이익을 살펴볼 때, 포괄손익계산서를 통해 공시된 영업이익(*FS_OIPS*)의 평균이 0.5730이며 K-GAAP을 적용하여 추산한 조정영업이익(*adj_OIPS*)의 평균은 0.5548로 나타나고 있어 코스닥상장기업들이 K-IFRS의 도입 이후 과거 기준인 K-GAAP에 비해 높은 수준의 영업이익을 보고하고 있다는 자본시장의 지적이 실제로 나타나고 있음을 보여주고 있다.¹⁴⁾

<표 2> 주요변수에 관한 기술통계량

| | variable | No. | Mean | Std. | Min | Median | Max |
|-----------|----------|-----|--------|---------|---------|--------|---------|
| Pre IFRS | P | 520 | 7.5429 | 12.2413 | 0.191 | 4.0500 | 142.500 |
| | BPS | 520 | 6.1530 | 9.8052 | 0.1643 | 3.9855 | 106.142 |
| | FS_OIPS | 520 | 0.5784 | 1.2852 | -3.0509 | 0.0090 | 16.2718 |
| Post IFRS | P | 520 | 7.3547 | 11.8149 | 0.1520 | 4.0270 | 143.00 |
| | BPS | 520 | 6.3187 | 10.7292 | 0.1803 | 4.0322 | 129.518 |
| | FS_OIPS | 520 | 0.5730 | 1.5970 | -2.1657 | 0.2864 | 19.8179 |
| | adj_OIPS | 520 | 0.5548 | 1.6175 | -2.2017 | 0.2476 | 20.3887 |

13) 회귀모형의 추정치는 모형에 포함된 변수가 정규분포를 따라야 한다. 이를 위해 분석모형에 포함된 변수의 값이 전체 분포의 상·하위 1%를 벗어나면 검증표본에서 제외하였다. 그러나 주시가격의 경우 표본기업들의 편차가 너무 커 정규분포를 따르지 않고 있음을 볼 수 있다. 이에 본 연구에서는 분석결과를 보다 강건하게 하기 위하여 주시가격의 극단치(outlier)를 제외한 후 동일한 분석을 재차 수행하였으며 그 결과가 이하에서 제시되는 분석결과와 질적으로 크게 다르지 않은 것으로 나타났다.

14) 그러나 표에 제시하지는 않았지만 *FS_OIPS*와 *adj_OIPS*의 평균치에 검증 결과 유의한 차이가 발견되지 않았다($t = 0.18$).

<표 3> 주요변수의 Pearson-Spearman 상관관계

| Pre_IFRS | | | Post_IFRS | | | | | |
|----------|---------|---------|-----------|----------|---------|---------|---------|----------|
| | P | BPS | FS_OIPS | | P | BPS | FS_OIPS | adj_OIPS |
| P | | 0.61*** | 0.74*** | P | | 0.59*** | 0.72*** | 0.73*** |
| BPS | 0.73*** | | 0.67*** | BPS | 0.73*** | | 0.65*** | 0.65*** |
| FS_OIPS | 0.58*** | 0.61*** | | FS_OIPS | 0.60*** | 0.65*** | | 0.99*** |
| | | | | adj_OIPS | 0.59*** | 0.62*** | 0.97*** | |

그러나 평균적으로 증가한 영업이익만으로는 코스닥기업이 제공하는 영업이익 정보의 질이 감소되었다는 주장을 입증하기 어려우므로 앞으로의 분석을 통해 이러한 주장의 타당성을 더욱 면밀하게 검토할 것이다. <표 3>에서는 주요변수들 간의 상관관계를 나타내고 있으며 대각선을 중심으로 하여 위상단에는 Pearson의 적률상관계수를 보여주고, 좌하단에는 Spearman의 순위상관계수를 함께 나타내었다.

2. K-IFRS 도입 전후 기간의 영업이익의 정보효과

본 절에서는 K-IFRS 도입을 전후로 한 영업이익 정보의 유용성에 변화가 발생하였는지를 검증하기 위하여 코스닥 시장에 등록된 기업의 2010년과 2011년 기간에 공시된 영업이익과 주가 사이의 관련성을 분석하였으며, 결과를 <표 4>에서 제시하였다.

<표 4> K-IFRS 도입 전후의 영업이익의 유용성

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{i,t} + \beta_2 FS_OIPS_{i,t} + \beta_3 IFRS_{i,t} + \beta_4 IFRS \times BPS + \beta_5 IFRS \times FS_OIPS_{i,t} + IND + \epsilon_{i,t}$$

| variable | 전체 | | Pos_Group | | Neg_Group | |
|---------------------|---------|----------|-----------|----------|-----------|---------|
| | Coef | t-stat | Coef | t-stat | Coef | t-stat |
| <i>intercept</i> | 2.7077 | 6.84*** | 2.0996 | 10.93*** | 3.1936 | 8.35*** |
| <i>BPS</i> | 0.2362 | 7.32*** | 0.4276 | 7.03*** | 0.3526 | 9.29*** |
| <i>FS_OIPS</i> | 5.8458 | 18.33*** | 8.3524 | 16.82*** | 2.6643 | 7.56*** |
| <i>IFRS</i> | 0.6627 | 1.24 | 0.9004 | 1.04 | -0.1884 | -0.37 |
| <i>IFRS*BPS</i> | 0.4219 | 0.99 | 0.4152 | 0.98 | 0.5671 | 1.53 |
| <i>IFRS*FS_OIPS</i> | -1.4985 | -4.29*** | -3.3702 | -6.10*** | -0.5105 | -1.50 |
| No.of Obs | 1040 | | 498 | | 390 | |
| Industry Dummy | 포함 | | 포함 | | 포함 | |
| Adj R^2 | 0.5624 | | 0.7043 | | 0.6281 | |
| F-Stat | 334.87 | | 232.26 | | 198.59 | |

- 1) *, **, ***은 양측 검증 시 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함
 2) 변수의 정의:

- P* : i기업의 t기말의 증가
- BPS* : i기업의 t기말 주당 순자산(=순자산가액 / 발행주식수)
- FS_OIPS* : i기업의 t기 주당 영업이익(=발표영업이익 / 발행주식수)
- IFRS* : K-IFRS 도입 이후 기간이면 1, 아니면 0의 값을 가지는 터미변수
- IND* : 산업터미변수

주요관심변수는 $IFRS \times FS_OIPS$ 이며 추정회귀계수 β_5 는 K-IFRS 도입 이후 영업이익이 주

가에 대해 가지는 정보력의 증분효과를 나타낸다. 전체 표본을 대상으로 한 분석결과는 재무제

표를 통해 공시된 영업이익과 K-IFRS 전·후 기간을 구분하는 더미변수의 교차항은 주가가격으로 대리되는 기업가치와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 관찰되었다. 이는 영업이익의 정보효과가 K-IFRS 도입 이후에 유의하게 감소하고 있음을 나타낸다. 즉, K-IFRS 이후 경영자에게 부여된 재량권을 이용하여 작성된 영업이익 정보가 K-GAAP하에서 정해진 항목만을 이용하여 산출된 영업이익보다 정보력이 감소한 것을 보여주는 결과이다.

한편, 앞서 언급한 바와 같이 전체 표본을 발표영업이익과 조정영업이익 사이의 관계에 의해 구분하여 각 집단별로 동일한 회귀분석을 실시한 결과 역시 <표 4>에 제시하였다. 먼저 K-GAAP 기준에 비해 더 높은 수준의 영업이익을 보고한 POS_Group을 이용한 분석에서는 β_4 가 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내었다. 그러나 NEU_Group의 경우 β_4 가 음(-)으로 나타났지만 통계적으로 유의한 결과로 판단하기는 미약하였다.¹⁵⁾

이와 같은 차이는 K-GAAP 기준을 적용한 것보다 이익을 더 많이 부풀려 보고한 기업의 경영자는 K-IFRS의 도입 시점에서 원칙중심기준으로 전환된 회계규정에 대해 적극적인 해석을 바탕으로 한 재무제표를 작성하기보다는 기업을 본연의 가치를 지나치게 포장하여 왜곡된 정보를 시장에 전달함으로써 투자자들을 혼란에 빠지도록 한 것으로 풀이할 수 있다. 따라서 이러한 결과는 회계기준원이 발표한 영업이익 공시 규정이 전환이 일부 지지되고 있다고 판단할 수 있을 것이다.

3. 발표영업이익과 조정영업이익의 정보 효과

앞선 실증분석 결과는 K-IFRS 도입 이전의 영업이익정보가 그 이후 기간의 영업이익정보에 비해 주가가격으로 나타난 기업가치와의 관련성이 낮은 경향이 있으며 이러한 현상이 K-IFRS 이후 영업이익을 산출하는데 허용된 경영자의 재량권이 오히려 회계정보의 질을 저하시켰을 가능성을 보여준다. 본 연구는 이러한 가능성을 좀 더 면밀히 조사하기 위해 2011년 포괄손익계산서를 통해 공시된 영업이익정보(발표영업이익)과 이를 K-GAAP 기준으로 전환하여 산출된 영업이익을 이용한 가치평가모형을 각각 추정한 후 각 모형의 설명력(수정 R^2)에 유의한 차이가 존재하는가를 분석하였다.

<표 5>의 Panel A는 기업이 공시한 발표영업이익이 조정영업이익에 비해 큰 집단에서 발표영업이익과 조정영업이익을 각각 이용한 모형의 설명력의 차이가 존재하는지를 분석한 결과를 Panel B에서는 조정영업이익이 발표영업이익에 비해 큰 집단을 대상으로 하여 동일한 분석을 수행한 결과를 나타내고 있다.

분석결과에 따르면 Pos_Group은 발표영업이익을 이용한 추정모형의 수정 R^2 가 65.3%로 조정영업이익을 이용한 추정모형을 통해 얻어진 수정 R^2 67.3%보다 낮게 나타나고 이러한 차이가 10% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 관찰된다. 이는 K-IFRS를 통해 계산된 영업이익보다 과거 K-GAAP기준을 적용하여 계산한 영업이익정보가 더 높은 수준의 회계정보를 제공할 수 있음을 시사한다. 한편, Neg_Group은 발표영업이익을 이용한 경우의 수정 R^2 (70.5%)가 조정

15) 표에 제시하지는 않았지만 Neu_Group을 이용하여 분석한 결과 β_4 는 0.6057(t-stat: 0.28)로 나타나 K-IFRS 이후에도 K-GAAP과 동일한 기준을 통해 산출된 영업이익을 보고한 기업들은 K-IFRS 도입을 전후하여 차이를 보이지 않았다.

영업이익을 이용한 추정모형의 $R^2(70.4\%)$ 보다 더 높게 나타났으나 이러한 차이가 통계적으로 유의하지는 않았다. 이러한 결과는 DeAngelo et al.(1994)의 연구결과에서 나타나듯 재무적으로

곤경에 처한 기업의 경영자들은 회계수치를 포장하여 시장에 전달하기보다는 있는 그대로를 드러낸다는 것과 같은 맥락에서 이해될 수 있을 것이다.

<표 5> 발표영업이익과 조정영업이익의 주가설명력 차이검증

$$P = \gamma_0 + \gamma_1 BPS + \gamma_2 FS_OIPS(\text{or } adj_OIPS) + IND + \epsilon$$

| Panel A : POS_Group | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| variables | FS_OIPS | | adj_OIPS | |
| | Coef. | t-stat | Coef. | t-stat |
| intercept | 2.8779 | 8.13*** | 2.9972 | 8.44*** |
| BPS | 0.3904 | 8.05*** | 0.4047 | 8.96*** |
| OIPS | 1.9521 | 5.45*** | 1.9392 | 6.35*** |
| Adj R^2 | 0.6534 | | 0.6703 | |
| F-Statistics | 251.35 | | 256.15 | |
| Young's Z.Value | -1.8283* | | | |
| No. of Obs | 249 | | | |
| Industry Dummy | 포함 | | | |
| Panel B : Neg_Group | | | | |
| intercept | 3.0789 | 4.36*** | 2.9634 | 4.21*** |
| BPS | 0.3256 | 3.73*** | 0.2610 | 3.88*** |
| OIPS | 5.3271 | 12.53*** | 5.3753 | 12.56*** |
| Adj R^2 | 0.7051 | | 0.7046 | |
| F-Statistics | 228.14 | | 227.58 | |
| Young's Z.Value | 0.0853 | | | |
| No. of Obs | 195 | | | |
| Industry Dummy | 포함 | | | |

- 1) *, **, ***은 양측 검증 시 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함
- 2) 변수의 정의:

P : i기업의 t기말 증가
 FS_OIPS : 2011 발표영업이익/발행주식수
 adj_OIPS : 2011 조정영업이익/발행주식수

<표 5>의 Panel A는 조정영업이익에 비해 높은 수준의 영업이익을 공시한 POS_Group을 이용하여 발표영업이익과 조정영업이익 사이에 주식에 대한 설명력이 존재하는지를 분석한 결과를 제시하였으며, Panel B에서는 조정영업이익에 비해 낮은 수준의 영업이익을 공시한 NEG_Group을 대상으로 하여 동일한 분석을 수행한 결과를 나타내고 있다. 분석결과에 따르면 POS_Group은 발표영업이익을 이용한 추정모형의 수정 R^2 가

65.3%로 조정영업이익을 이용한 추정모형을 통해 얻어진 수정 R^2 67.3%보다 낮게 나타나고 이러한 차이가 10% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 관찰된다. 이는 K-IFRS를 통해 계산된 영업이익보다 과거 K-GAAP기준을 적용하여 계산한 영업이익정보가 더 높은 수준의 회계정보를 제공할 수 있음을 시사한다. 한편, NEG_Group은 발표영업이익을 이용한 경우의 수정 $R^2(70.5\%)$ 가 조정영업이익을 이용한 추정모형의 $R^2(70.4\%)$

보다 더 높게 나타났으나 이러한 차이가 통계적으로 유의하지는 않았다. 이러한 결과는 DeAngelo et al.(1994)의 연구결과에서 나타나듯 재무적으로 곤경에 처한 기업의 경영자들은 회계수치를 포장하여 시장에 전달하기보다는 있는 그대로를 드러낸다는 것과 같은 맥락에서 이해될 수 있을 것이다.

한편 본 연구는 2011년 포괄손익계산서를 통해 공시된 영업이익정보(발표영업이익)가 조정영업이익과의 관계에 따라 구분된 집단 사이에 차별적인 가치관련성을 가지는지 검증하기 위하여

식(4)를 이용하여 직접적으로 분석하였으며 그 결과를 <표 6>에 제시하였다.

<표 6>은 공시행태에 따른 집단 간 정보효과의 차별성이 존재하는지 검증하고자 한 회귀분석 결과이며 회귀계수 α_4, α_6 는 각각 POS_Group과 NEG_Group이 공시한 영업이익의 정보효과를 나타낸다. 만약 이들 계수가 유의한 음(-)의 값을 가진다면 K-IFRS 도입 이후 해당 기업에서 공시한 영업이익의 정보효과가 K-GAAP과 동일한 방법으로 영업이익을 계산하여 공시한 NEU_Group에 비해 저하되었다는 결과로 해석할 수 있다.

<표 6> 집단 간 발표영업이익의 정보효과

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 BPS + \alpha_2 FS_OIPS + \alpha_3 POS + \alpha_4 POS * FS_OIPS + \alpha_5 NEG + \alpha_6 NEG * FS_OIPS + IND + \epsilon$$

| variables | Predicted sign | Coef | t-stat |
|--------------------|----------------|---------|---------|
| <i>intercept</i> | ? | 3.2345 | 3.03*** |
| <i>BPS</i> | + | 0.2745 | 6.49*** |
| <i>FS_OIPS</i> | + | 5.3603 | 4.09*** |
| <i>POS</i> | ? | 0.0296 | 0.03 |
| <i>POS*FS_OIPS</i> | ? | -2.7951 | -2.15** |
| <i>NEG</i> | ? | 0.0464 | 0.04 |
| <i>NEG*FS_OIPS</i> | ? | 0.1365 | 0.10 |
| No. of Obs | 520 | | |
| Industry Dummy | 포함 | | |
| Adj R^2 | 0.5934 | | |
| F-Stat | 127.22 | | |

1) *, **, ***은 양측 검증 시 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함
 2) 변수의 정의:

- P* : t기말 증가
- FS_OIPS* : 2011 발표영업이익/발행주식수
- POS* : 발표영업이익이 조정영업이익보다 큰 집단을 나타내는 더미변수
- NEG* : 발표영업이익이 조정영업이익보다 작은 집단을 나타내는 더미변수

<표 6>에 나타난 분석결과를 살펴보면, POS_Group을 나타내는 더미변수와 2011년 포괄손익계산서를 통해 공시된 발표영업이익의 상호교류항의 추정계수 α_4 가 음(-)의 값을 나타내고 있으며 5% 수준에서 유의하다. 이는 K-GAAP을 적용하여 산출하는 것보다 더 높은 수준의 영업이익을 보고한 기업은 기존의 영업이익 정보가

지니고 있던 고유의 주가관련성이 저하되고 있음을 의미하는 결과이며 자본시장참여자들에 의해 지속적으로 제기되어 온 영업이익 과대계상의 문제가 실증적으로도 나타나고 있음을 재차 확인할 수 있게 한다.

반면 NEG_Group의 더미변수와 발표영업이익의 상호교류항 변수의 추정계수 α_6 는 양(+)

값을 나타내고 있으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 종합하면 K-IFRS 도입 이후 코스닥 시장에 참여하는 경영자들에게 부여된 영업이익 산출방식의 재량권은 K-GAAP에 의해 산출된 영업이익에 비해 더 높은 회계정보를 제공하고 있지는 않고 있으며, 오히려 이를 악용하여 기업의 성과를 부풀리는데 이용되고 있음을 알 수 있다.

4. 추가분석

지금까지의 분석에서는 2011년 공시된 코스닥 등록기업의 영업이익의 주가가격에 대한 정보효과가 K-IFRS 도입 이전에 비해 낮아져있음을 확인하였다. 코스닥상장기업들을 대상으로 조사된 이러한 분석결과는 K-IFRS 이후 경영자에게 부여된 재량권을 남용하여 기회주의적으로 영업 이익 산출과 공시에 개입하고 있음을 암시하는 것이다. 정보이용자들은 코스닥상장기업의 경우 ‘코스닥 퇴출제’로 인한 상장폐지의 위기를 영업 이익의 조정을 통하여 벗어나고자한다고 지적해 왔다. 본 절에서는 이러한 영업이익의 보고행태에 특정한 경제적 요인이 작용하였는지 추가적으로 분석하여 그 결과를 제시하고자 한다.

다수의 언론매체에서는 ‘코스닥 퇴출제’에 따라 지난 3년간 영업손실을 보고하여 2011년 영업 이익 실적에 따라 직접적인 제재대상으로 선정될 위기에 놓여있던 한계기업 중 일부가 K-IFRS의 도입을 이용하여 이를 회피하였다고 언급하였다. 이러한 지적은 코스닥 기업의 경영자들이 영업이익을 산출·공시하며 적자보고를 피하거나 또는 ‘코스닥 퇴출제’에 의한 제재여부가 경영자들의 영업이익 보고에 영향을 줄 것으로 예상할 수 있게 한다. 이 외에도 경영자들은 보고이익을 상향하여 공시하려는 다양한 유인이 존재하며 여러 이익조정연구를 통해 경영자들이

다양한 이익조정 방법을 활용하고 있는 것으로 보고되었다.

이러한 상황에서 K-IFRS의 도입을 또 하나의 이익조정 유인 혹은 방법으로 경영자들이 받아들일 가능성이 존재하며 2011년 영업이익 보고행태에 기업의 경제적 유인이 반영되었을 것으로 판단된다.

본 절에서는 이러한 현상을 검증하기 위하여 다음과 같은 모형을 이용하며 K-IFRS 이후에도 K-GAAP에서 규정된 방법에 의해 영업이익을 발표한 기업들(NEU_Group)을 통제집단으로 이용하여 분석한다.

$$\begin{aligned}
 Group_{ij(j=1,2)} = & \theta_0 + \theta_1 KGAAPOL_DEC_{it} \\
 & + \theta_2 KGAAPOL_LOSS_{it} + \theta_3 CONTL_LOSS_{it} \\
 & + \theta_4 SALES_GRO_{it} + \theta_5 ROA_{it} + \theta_6 SIZE_{it} \\
 & + \theta_7 LEV_{it} + \theta_8 BIGA_{it} + \epsilon
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

여기서,

- $Group_1$: POS Group에 속한 기업이면 1, NEU Group이면 0.
- $Group_2$: NEG Group에 속한 기업이면 1, NEU Group이면 0.
- $adjOL_DEC$: 조정영업이익이 전기에 비해 감소한 기업이면 1, 아니면 0.
- $adjOL_LOSS$: 조정영업이익이 적자이면 1, 아니면 0.
- $CONTL_LOSS$: 2년 이상 연속적인 영업손실 보고기업이면 1, 아니면 0.
- $SALES_GRO$: 전기대비 매출액변화량
- ROA : 당기순이익/총자산
- $SIZE$: ln(총자산)
- LEV : 부채총계/자본총계
- $BIGA$: 대형감사법인에 의한 피감사기업이면 1, 아니면 0.

모형의 종속변수로는 영업이익 공시행태를 나타내는 더미변수 $Group_{(1,2)}$ 을 각각의 로지스틱 회귀분석에 투입하였다. 주요 검증변수들은 앞서 언급하였던 기업의 상황이 공시행태에 영향을 미쳤을 것으로 판단되어 모형에 포함하였다. 먼저 $adjOL_DEC$ 는 경영자가 전기에 비해 감소된

이익을 보고하는 것을 회피하려는 의도를 반영하기 위해 모형에 포함되었고, *adjOLLOSS*는 기존 규정에 따라 영업이익을 보고할 경우 손실을 보고하게 될 기업들이 이를 회피하기 위해 K-IFRS에 따라 계산된 수치를 보고하였을 가능성을 고려하기 위해 투입되었다.¹⁶⁾ 또한 ‘코스닥 퇴출제’를 반영한 더미변수 *CONTLOSS*를 모형에 투입하였다. 동 제도는 4년 이상 연속하여

영업손실을 보고한 기업을 제재대상으로 하고 있지만 경영자가 자신의 기업의 미래성과를 낙관하지 못하는 경우 제재대상으로 선정되지 않기 위하여 영업손실 보고를 회피하고자 할 것이다. 이외에 모형의 통제변수로는 기업 특성을 나타내는 *ROA*, *SIZE*, *LEV*, *BIG4*가 투입되었다. 분석결과는 아래의 <표 7>에 제시하였다.

<표 7> 영업이익의 산출행태 요인 분석

$$Group_{i,j(j=1,2)} = \alpha_0 + \alpha_1 KGAAPOL_DEC_{it} + \alpha_2 KGAAPOL_LOSS_{it} + \alpha_3 CONT_LOSS_{it} + \alpha_4 SALES_GRO_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 BIG4_{it} + \epsilon$$

| variables | Dep(Group 1) | | Dep(Group 2) | |
|------------------|--------------|------------|--------------|------------|
| | Coef | Wald-Chi | Coef | Wald-Chi |
| intercept | 4.9793 | 0.8394 | 7.0935 | 1.5424 |
| KGAAPOL_DEC | 0.3638 | 1.1638 | -0.3340 | 0.9505 |
| KGAAPOL_LOSS | 0.5728 | 3.6130** | 0.2809 | 0.3189 |
| CONTLOSS | 1.1684 | 6.6754*** | 0.0787 | 0.0270 |
| SALES_GRO | 0.7597 | 1.4222 | 0.6055 | 1.1683 |
| ROA | 6.6533 | 10.4232*** | -0.1133 | 0.0039 |
| SIZE | -0.1912 | 0.7751 | -0.2699 | 1.3887 |
| LEV | 0.1432 | 0.5482 | 0.2524 | 1.3981 |
| BIG4 | -1.5601 | 15.6812*** | -1.8236 | 23.0194*** |
| No. of Obs | 325 | | 271 | |
| -2log Likelihood | 324.904 | | 286.661 | |

1) *, **, ***은 양측 검증 시 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함

2) 변수의 정의:

- KGAAPOL_DEC* : 2011년 K-GAAP기준 영업이익이 전기대비 감소하였으면 1, 아니면 0
- KGAAPOL_LOSS* : 2011년 K-GAAP기준 영업이익이 적자이면 1, 아니면 0.
- CONTLOSS* : 과거 2년 이상 연속적으로 영업손실을 보고한 기업이면 1, 아니면 0
- SALES_GRO* : 전기대비 매출액변화량
- ROA* : 당기순이익/총자산
- SIZE* : ln(총자산)
- LEV* : 부채총계/자본총계
- BIG4* : 기업 i의 감사법인이 대형법이면 1, 아니면 0

분석결과를 살펴보면 다음과 같다. 먼저, POS_Group을 나타내는 *Group₁*을 종속변수로 이용한 경우 경영자의 영업이익 상향조정 검증 변수로 이용된 *adjOLLOSS*와 *CONTLOSS*변

수가 각각 5%, 1% 수준에서 유의한 양(+)의 계수를 가지는 것으로 조사되었다. 이는 K-GAAP에 따라 영업이익을 보고하는 경우 손실을 기록한 기업이나 2년 이상 연속적인 영업손실을 보

16) 또한 2011년 당시 '코스닥 퇴출제'의 제재대상 기업이 아니라도 장기적으로 볼 때 퇴출대상으로 선정되는 것을 회피하기 위하여 영업이익을 부풀려 보고할 유인이 존재할 것으로 판단된다.

고한 경험이 있는 기업들이 K-GAAP 기준보다 높은 수준의 영업이익을 보고하고 있음을 나타내는 결과이다. 특히, ‘코스닥 퇴출제’와 직접 관련된 *CONTLOSS*가 통계적으로 유의한 결과를 나타내고 있다는 사실은 과거 몇 년간 지속하여 영업손실을 보고하였던 기업들이 K-IFRS의 도입을 이용하여 기업 상황이 열악함에도 불구하고 시장의 등록을 지속할 수 있는 기간이 늘어났음을 의미하며 영업이익 공시 기준을 과거와 동일한 방법으로 되돌리는 것 이외에 추가적인 손실을 막기 위한 조치가 필요할 것으로 판단된다.

통제변수 중에서 *ROA*는 1% 수준에서 유의한 양(+)¹⁷⁾의 계수를 나타내었는데 경영자가 기업의 성과를 우수하게 보이기 위해 손익계산서에 나타나는 주요 회계지표를 돋보이도록 공시하고 있으며 영업이익을 증가시켜 보고하더라도 당기 순이익에 미치는 영향엔 변화가 없다는 사실을 고려할 때 이익조정의 방법 중 하나로 주목받아 온 분류조정 행위가 2011년 손익계산서 작성 시에 나타나고 있음을 알 수 있다. 반면, *NEG_Group*을 나타내는 더미변수 *Group₂*를 이용한 분석에서는 주요 검증변수들이 유의한 값을 보이지 않고 있었다. 다만 *BIG4* 변수가 유의한 음(-)의 값을 1% 수준에서 나타내는데 대형회계법인은 과거 기준에 비해 K-IFRS에 따라 영업이익을 산출하는 방법을 선호하고 있음을 알 수 있다.

한편, K-IFRS 이후 어떠한 항목들이 영업이익의 산출에 반영되었는지도 중요한 쟁점이 될 수 있다. 동일한 계정과목에 대해 기업마다 다른 범주에 포함하여 포괄손익계산서에 공시하는 것은 비교가능성을 훼손시키는 결과를 초래할 수

도 있지만 한편으로는 일관된 영업이익 산출방법에 비해 더욱 목적적합한 정보를 제공할 수도 있다. 본 연구에서는 기업에 따라 분류를 달리한 여러 항목들을 범주화하여 해당 항목들이 정보효과를 가지는지 분석하여 이들이 영업이익에 포함되는 것이 타당하였는지에 대한 근거를 제시하고자 한다.

분석을 위해 표본으로 선정된 기업의 감사보고서를 통해 기타손익 혹은 금융손익으로 보고된 항목을 조사하였다. 이후 이들 항목을 1)영업외영업활동수익·비용, 2)영업활동관련 자산·부채 처분 및 평가손익, 3) 환율변동효과 및 파생상품관련 처분 및 평가손익, 4) 투자자산관련 처분 및 평가손익으로 범주화하여 각각의 항목을 아래의 검증모형에 투입하여 분석하였다.¹⁷⁾ 김문철과 전영순(2012)는 전문가집단을 대상으로 설문조사를 실시하고 이를 바탕으로 대체적 영업이익을 선정하여 각각의 추가관련성을 검증한 바 있다. 본 연구의 분석은 K-IFRS 도입 이후 공시된 자료를 바탕으로 하여 분석하였다는 점에서 그 의미는 다르다고 할 수 있다. 분석모형은 아래의 식(6)과 같다.

$$P_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 adj_OIPS_{i,t} + \theta_2 EXT_Revenue_{i,t,j(j=1,2,3,4)} + \theta_3 EXT_Expense_{i,t,j(j=1,2,3,4)} + \epsilon \quad (6)$$

여기서,

EXT_Revenue₁ and *EXT_Expense₁*

: 영업외영업활동수익·비용

EXT_Revenue₂ and *EXT_Expense₂*

: 영업활동관련자산·부채처분및평가손익

EXT_Revenue₃ and *EXT_Expense₃*

: 환율변동효과및파생상품관련처분및평가손익

EXT_Revenue₄ and *EXT_Expense₄*

: 투자자산관련처분및평가손익

17) 모든 기업이 동일한 항목을 공시하지 않았으므로 각 회귀식에는 해당항목을 공시한 기업들만 표본으로 이용하였다. 예를 들어, 영업외영업활동수익·비용을 이용한 분석에는 총 308개의 표본이 이용되고 있으며, 이는 2011년 기준으로 코스닥시장에 상장되어 있는 제조업 중상기업 520개 중 308개의 기업이 이러한 항목들을 공시하였음을 의미한다.

<표 8>을 살펴보면 영업외영업활동수익 항목과 영업활동관련 자산·부채 처분 및 평가손익 항목들은 주가와 유의한 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 본 연구가 제조업에 종사하는 기업들만을 분석의 대상으로 이용하고 있음을 감안할 때, K-GAAP하에서 영업이익에 반영되지 않고 기타손익 혹은 금융손익으로 분류되는 항목 중 일부는 경상적으로 발생하고 있으며 기업의

주가에 추가적인 설명력을 나타내어 이를 영업이익에 포함하여 보고하는 것이 정보이용자들에게 더욱 유용한 정보를 제공하는 것으로 볼 수 있다. 다만 환율변동효과및파생상품관련처분및평가손익항목과 투자자산관련처분및평가손익 항목이 유의하지 못한 결과를 나타낼지라도 다른 산업을 대상으로 동일한 분석을 실시하는 경우 이들이 정보효과를 가질 가능성도 존재한다.

<표 8> 추가분석결과

$$P = \theta_0 + \theta_1 adj_OIPS + \theta_2 EXT_Revenue_{(1-4)} + \theta_3 EXT_Expense_{(1-4)} + \epsilon$$

| | Model1 | Model2 | Model3 | Model4 |
|--------------------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|
| variables | Coef (t-stat) | Coef (t-stat) | Coef (t-stat) | Coef (t-stat) |
| <i>intercept</i> | 0.6015 (9.63)*** | 0.5174 (8.50)*** | 0.5015 (8.26)*** | 0.6350 (10.72)*** |
| <i>adj_OIPS</i> | 0.8901 (2.99)*** | 1.3749 (4.11)*** | 0.8651 (3.25)*** | 0.8839 (2.84)*** |
| <i>EXT_Revenue₁</i> | 6.3379 (2.73)*** | | | |
| <i>EXT_Expense₁</i> | -14.8946 (1.64) | | | |
| <i>EXT_Revenue₂</i> | | 3.5076 (2.32)** | | |
| <i>EXT_Expense₂</i> | | -2.1818 (-2.37)** | | |
| <i>EXT_Revenue₃</i> | | | 0.4025 (0.05) | |
| <i>EXT_Expense₃</i> | | | 0.9993 (0.16) | |
| <i>EXT_Revenue₄</i> | | | | -2.9894 (-1.11) |
| <i>EXT_Expense₄</i> | | | | -1.7364 (-1.60) |
| No. of Obs | 308 | 133 | 132 | 125 |
| adj <i>R</i> ² | 0.0613 | 0.0861 | 0.0774 | 0.1049 |
| F-stat | 5.11*** | 4.05*** | 3.58** | 4.73*** |

1) *, **, ***은 양측 검증 시 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함

2) 변수의 정의:

- EXT_Revenue₁* and *EXT_Expense₁* : 영업외 영업활동수익 · 비용
- EXT_Revenue₂* and *EXT_Expense₂* : 영업활동관련 자산·부채 처분 및 평가손익
- EXT_Revenue₃* and *EXT_Expense₃* : 환율변동효과 및 파생상품관련 처분손익
- EXT_Revenue₄* and *EXT_Expense₄* : 투자자산관련 처분 및 평가손익

V. 결 론

국제자본시장이 활성화되면서 통일된 회계기준을 요구하는 흐름에 발맞추어 우리나라는 K-IFRS를 채택하였다. 그러나 기존의 K-GAAP이 규정중심이었던 것과 달리 K-IFRS는 원칙중심기준으로 회계정보에 대한 접근방법에서 차이를 보인다. 이로 인해 정보이용자들은 K-IFRS에 의해 작성된 회계정보를 해석하는데 어려움을 겪고 있으며 일부 항목들에 대해서는 회계정보가 가진 고유의 장점이 훼손되고 있다고 지적하였다. 영업이익에 대한 회계정책의 변경과정은 이를 잘 나타내주는 대표적인 사례이다.

영업이익이 전통적으로 기업의 경영성과를 나타내는 가장 핵심적인 정보로 인식되고 있음에도 초기의 K-IFRS는 영업이익에 대한 공시를 의무화하지 않아 영업이익 공시를 생략하는 기업이 나타났다. 특히 코스닥시장은 기업의 계속상장여부를 결정하는 주요지표로 이용되고 있어 자본시장의 혼란은 더욱 가중되었다. 이에 한국회계기준원은 2012년 9월 ‘영업이익 공시 관련 K-IFRS 개정’을 통해 K-GAAP과 동일한 방법으로 영업이익을 공시하도록 요구하였다. 이와 같은 정책변경은 K-IFRS 이후의 영업이익이 그 이전에 비해 회계정보로서의 질이 낮아졌음을 전제하고 있다. 그러나 이는 일시적으로 나타난 현상일 수도 있어 한국회계기준원의 결정이 원칙중심기준이 가지는 장점을 간과하고 단기적이며 가시적으로 부각된 비교가능성의 훼손에만 초점을 둔 근시안적인 의사결정이 아닌가하는 의문을 들게 한다. 여러 선진국의 기업들이 자국의 GAAP에서 요구하는 이익정보 이외에 우리나라의 영업이익과 유사한 Non-GAAP이익을 자발적으로 공시하고 있으며 이러한 Non-GAAP이익의 정보효과가 오히려 더 높다는 선행연구들의 결과에 비추어볼 때, 이러한 의문은 더욱 강

해진다.

본 연구는 이러한 판단하에 K-GAAP의 영업이익과 K-IFRS의 영업이익이 가지는 정보력에 대한 실증적인 분석을 통해 K-IFRS 도입 이후 영업이익 공시 규정 변경의 타당성 여부를 검증하고자 하였다. Ohlson(1995) 모형을 확장한 모형을 이용하여 분석을 실시한 결과 K-IFRS 도입 이후 영업이익은 이전에 비해 주가에 대한 관련성이 낮은 것으로 조사되었다. 이러한 결과는 자본시장에서 제기된 영업이익 공시에 대한 우려를 실증적으로 검증한 것이다. 그러나 다수의 기업들이 K-GAAP기준에 비해 높은 수준의 영업이익을 보고하고 있는 반면, 또 다른 다수의 기업들은 오히려 K-GAAP기준에 비해 낮은 영업이익을 보고하였다. 이에 본 연구는 이러한 영업이익 보고행태에 따라 회계정보가 가지는 가치관련성이 차별적으로 나타날 것으로 예상하고 분석하였다. 2011년 재무제표를 통해 공시된 영업이익(발표영업이익)과 이를 K-GAAP기준을 적용하여 추정한 영업이익(조정영업이익)이 주가에 대한 차별적인 설명력을 보유하는지 분석한 결과 조정영업이익의 설명력이 더 높은 것으로 조사되었다. 그러나 이는 발표영업이익이 조정영업이익에 비해 높은 기업집단의 영향으로 검증되었으며, 조정영업이익이 더 큰 집단 그리고 K-IFRS 도입 이후에도 기존의 K-GAAP 규정에 따라 영업이익을 산출한 집단에서는 유의한 차이를 나타내지 않았다. 즉, K-GAAP을 적용한 경우보다 더 높은 영업이익을 보고한 기업들로 인해 K-IFRS 이후의 영업이익정보의 질이 저하되고 있음을 알 수 있었다.

한편 K-GAAP기준과 다른 영업이익을 보고하는 행위가 기업의 경제적 유인에 의해 견인되었는지 추가적으로 분석하여 조정영업이익이 음(-)인 기업일수록, 과거 2년 이상의 기간에 걸쳐 연속적으로 영업손실을 보고한 기업일수록 영업이

익을 증가시켜 보고한 것으로 조사되었다. 이는 정보이용자들이 지적해 온 것과 같이 일부기업들이 K-IFRS 도입을 이용하여 영업이익을 과대포장하고 있음을 의미하는 결과이며 ‘코스닥 퇴출제’에 의해 계속상장에 적신호가 켜진 기업들이 K-IFRS를 악용하고 있음을 의미하므로 이에 대한 사후적인 조치가 필요할 것으로 기대된다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점을 가진다. 첫째, 영업이익에 대한 규정이 급변하는 상황에서 초래된 시장의 우려를 실증적으로 검증하였다. 특히 영업이익 공시행태에 따라 세분화하여 분석함으로써 원칙중심기준의 K-IFRS가 기업에 부여한 재량권이 악용될 수도 있음을 제시하고 있다. 둘째, ‘코스닥 퇴출제’를 분석에 고려하여 새로운 제도의 도입·정착 과정에서 기존의 제도가 유효성을 상실할 가능성이 있음을 보여주는 결과를 제시하였다. 차후 또 다른 제도나 규정을 제·개정하는 경우에도 위와 같은 상황에 대한 신중한 고려가 요구되며 손상된 ‘코스닥 퇴출제’와 관련하여 사후적인 조치가 필요할 것으로 판단된다. 마지막으로 다수의 K-IFRS 도입 영향을 연구한 논문들이 소수의 조기도입표본을 이용하여 분석결과를 일반화하기 어려웠다는 한계점을 극복하였다. 그러나 분석대상을 코스닥시장에 한정하고 있어 이를 국내 자본시장 전체로 일반화하기 어려우며, 제조업만을 대상으로 하여 다른 산업에 종사하는 기업들에 있어 영업이익공시와 관련한 목적적합성 달성 여부를 파악하지 못하였다는 한계점을 가진다.

참고문헌

1. 김권중과 전영순, 2012, 영업손익의 공시 등에 관한 연구, 회계저널 제21권(제4호): 185-223.
2. 이세철, 조중석, 조문희, 2008, 비용의 자의적 분류를 이용한 이익조정에 관한 연구, 회계학연구 제33권(제4호): 141-173.
3. 전영순과 하승현, 2011, K-IFRS를 조기 도입한 기업의 영업이익 구분 표시 및 영업이익 산출에 관한 연구, 회계저널 제20권(제2호): 239-275.
4. 유용근, 문보영, 최은실, 2013, 영업이익 산정 방식에 따른 영업이익의 가치관련성 비교, 회계저널 제22권(제2호): 1-21.
5. Barth, M. E., W. R. Landsman, and M. H. Lang, International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research* 46(3): 467-498.
6. Beaver, W. H. 1999. Discussion of “on Transitory Earnings.” *Review of Accounting Studies* 4: 163-167.
7. Bradshaw, M. T. and R. G. Sloan. 2002. GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings. *Journal of Accounting Research* 40: 41-66.
8. Brown, L. D. and K. Sivarkumar. 2003. Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures. *Review of Accounting Studies* 8: 561-572.
9. DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner. 1994. Accounting Choice in Troubled Companies. *Journal of Accounting and Economics* 17: 113-143.
10. Doyle, J., R. Lundholm. and M. Soliman. 2003. The Predictive Value of Expenses

- Excluded from 'pro forma' earnings. *Review of Accounting Studies* 8: 145-174.
11. Dreman. D. 2001. *Fantasy earnings*. Forves. October 1.
 12. Elstein. A. 2001. *Waste management excludes some expenses in accounting*. The Wall Street Journal. August 23, 2001.
 13. Financial Accounting Standards Board (FASB). 2002. Financial performance reporting by business enterprises. Description and background. <http://www.fasb.org/boardhandouts/07-10-02.pdf>.
 14. Kormendi. R. and R. Lipe. 1987. Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Return. *Journal of Business* 60(3): 323-345.
 15. Liesman. S. and J. Weil. Different views of 'special itmes' lead to various figures for S&P 500 profit. *The Wall Street Journal*. August 24.
 16. Lipe. R. 1986. The Information Contained in the Components of Earnings. *Journal of Accounting Research* 24 (Supplement): 37-64.
 17. Lougee. B. A. and C. A. Marquardt. 2004. Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings. *The Accounting Review* 79: 769-795.
 18. McVay. S. E. 2006. Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Itmes. *The Accounting Review* 81: 501-531.
 19. O'Hanlon. J., S. Poon. and R. Yaanash. 1992. Market Recognition of Differences in Earnings Persistence: UK Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting* 19(4) : 625-639.
 20. Ramesh. K. and S. R. Thiagarajan. 1993. Estimating the Permanent Component of Accounting Earnings Using the Unobservable Components Model: Implications for Price-Earnings Research. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 8(4): 399-425.
 21. Rapoport. M. 2001. *FASB may seek standard definitions for earnings metrics*. Dow Jones Newsrires. August 21.
 22. Schrand. C. and B. Walther. 2000. Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Seletive Disclosure of Prior-Period Earnings Components. *The Accounting Review* 75: 151-177.
 23. Securities and Exchange Commision (SEC). 2001. *Cautionary advice regarding the use of "pro forma" financial information in earnings releases*. Release Nos.33-8039. 34-45124. FR-59.
 24. SFAC No. 6. 2008. Statement of Financial Accounting Concepts No. 6 Elements of Financial Statements. Financial Accounting Standards Board.
 25. Turner. I. E. 200. Remarks to the 39th Annual Corporate Counsel Institute. Presented at Northwestern University School of Law. October 12, 2000.
 26. Voung. Q. H. 1989. Likelihood ratio Tests for Model Selection and Non-nested Hypotheses. *Econometrica* 57. 307-333.

Abstract

The Effects of the Change of Operating Income Disclosure Policy under K-IFRS - Evidence from KOSDAQ Market -

Baek, Jeong-Han* · Choi, Jong-Seo**

While Korean GAAP had detailed regulations for the measurement and disclosure of operating income in the past, K-IFRS did not provide specific rules for operating income until 2011. Some firms that adopted K-IFRS before 2011 did not disclose or calculated operating income in an inconsistent manner although operating income is usually considered as one of the core information items to assess firm valuation. Inconsistency in firms' treatment of operating income invoked much criticism from diverse users of financial statement. The Korean Accounting Institute (KAI hereafter) revised the K-IFRS rules relevant to operating income in September 2010 in response to the voices raised by the business community, whereby the operating income number is allowed to be calculated in conformity with the previous K-GAAP. This study was motivated by the revision of K-IFRS and aims to provide a clue on the validity of such policy decision. To achieve the research objective, we test the relative value relevance of the alternative operating income numbers under K-IFRS versus K-GAAP.

Our main findings are as follows. The value relevance of operating income reported before K-IFRS is proved to be higher than after K-IFRS. K-IFRS operating income adjusted to the previous K-GAAP has greater explanatory power for market values relative to one calculated under the K-IFRS regime. In an additional analysis, the sample was decomposed according to whether the operating income under K-IFRS is greater than under K-GAAP. The difference in the value relevance of K-IFRS versus K-GAAP operating income is significant only in the subsample consisting of firms which reports higher operating income under K-IFRS compared to K-GAAP. Also, the firms which would have reported negative operating income on a consecutive basis are more likely to have chosen K-IFRS, resulting in higher numbers than otherwise. It is likely that firms facing the threat of delisting due to consecutive operating loss reporting are more likely to have adopted K-IFRS disclosure rules by which they could report higher operating income numbers. To sum up, these results corroborate the limitation inherent in the K-IFRS regarding operating income disclosures. This paper suggests that the recent revision of K-IFRS implemented by KAI is likely to mitigate some of afore-mentioned limitations effectively.

Key Words: K-IFRS, KOSDAQ, Operating Income, Value relevance

* Ph.d Student, College of Business, Pusan National University(Fisrt Author), jhbaek@pusan.ac.kr

** Professor, College of Business, Pusan National University(Corresponding Author), jschoi@pusan.ac.kr