

발생액의 질이 영업현금흐름에 미치는 영향

전성일(전남대) · 김정은(전남대)

I. 서론

회계이익과 현금흐름 중에서 보다 유용한 회계정보가 어느 것인가에 대한 연구는 오래전부터 계속되어 왔다. 미국 재무회계개념보고서 제1호에 따르면 기업의 미래현금흐름을 예측하는데 있어서 발생주의에 근거한 회계이익은 현금의 유출·입만을 나타내는 현금흐름보다 우월하다고 주장한다. 그러나 회계이익과 현금흐름에 관한 많은 연구들에서 현금흐름은 회계이익과는 다른 측면에서 중요한 정보를 제공할 수 있음을 밝히고 있다. 현금흐름의 정보는 현금흐름표 작성이 의무화된 1994년부터 투자자 및 채권자들에게 새롭게 주목받는 정보로 부상하였다. 그동안 회계이익과 현금흐름 중에 어느 것이 기업의 미래현금흐름을 잘 나타내고 있는지를 분석한 연구들에서 두 가지 정보 중 어느 하나가 보다 유용한 회계정보인지에 대한 명확한 결론은 제시하지 못하고 있다. 그러나 우리나라의 경제 전반을 돌이켜 볼 때 외환위기를 이후 많은 기업들에서 경영난과 심각한 재정난을 경험하게 되면서, 기업의 재무상태가 좋지 않을 때 기업의 경영자는 차입조건의 악화를 우려해 회계이익을 조작할 유인이 발생한다. 따라서 이러한 상황에서 회계이익정보의 신뢰성은 감소하는 반면에 현금흐름정보의 유용성은 상대적으로 증가할 것이다. 이는 현금흐름이 회계이익에 비해 경영자가 조정할 수 있는 여지가 상대적으로 적기 때문으로 판단된다¹⁾(Ijiri, 1978).

본 연구의 목적은 발생액의 질에 따른 순이익과 영업현금흐름의 상대적 유용성을 검증하는 것이다. 자본시장에서 이익의 질을 판단하기 위한 잣대가 영업활동이라면, 기업은 영업현금흐름이 당기순이익의 몇 배인지를 구해 그 배율이 높을수록 이익의 질이 높다고 본다. 즉, 당기순이익과 동일한 영업현금흐름이 발생했다면 이익의 질을 측정하는 지표는 1이라 할 수 있으며, 지표가 1보다 큰 기업은 영업현금흐름이 당기순이익 보다 큰 기업으로 시장에서 이익의 질이 높은 기업으로 평가된다. 또한, 일반적으로 기업의 수익성지표로 평가되는 당기순이익이 급증하였다면 그 회사의 주가는 급등한다. 이는 투자자들이 기업의 현재 주가를 저평가된 것으로 인식하여, 주가가 당기순이익 만큼 오를 것이라는 기대감 때문이다. 투자자들은 주식을 매도하거나 매수하는데 있어서 기업의 회계 정보를 의사결정에 이용한다. 따라서 발생주의 방식에 따라 회계처리를 함에 있어서 기업이 발생액을 고려하지 않는다면 기업의 순이익의 유용성은 심각하게 저하될 것이며, 반면에 영업현금흐름의 유용성을 증가될 것으로 판단된다.

본 연구는 2003년부터 2012년까지를 표본기간으로 하여 발생액의 질에 따른 영업현금흐름의 유용성을 분석하고자 한다. 이를 위해 발생액의 질에 따라 누적초과수익률, 순이익, 순이익증가율, 영업현금흐름, 영업현금흐름증가율, 총자산이익율, 이익지속성, 발생액의 질에 차이가 있는지 분석하고, 발생액의 질과 수익률, 이익지속성에 따라 순이익과 영업현금흐름이 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석하여 기업가치를 설명하는 회계정보로써 영업현금흐름의 유용성을 분석하였다.

1) Ijiri(1978) 등의 연구에 따르면 발생주의 회계이익은 임의적인 원가할당이나 대체적인 회계처리 방법에 영향을 받기 때문에 현금흐름정보가 회계이익정보 보다 객관적인 측정치라고 주장한다. 특히 부실기업의 경우 회계조작의 유인이 크기 때문에 회계이익 보다는 현금흐름정보가 보다 신뢰성 높은 정보가 될 가능성이 높다고 보고 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어, II장에서는 본 연구의 이론적 배경을 구성하는 국내의 선행연구를 검토하고, 이를 바탕으로 III장에서는 본 연구를 검증한 가설을 설정하고, 연구모형 및 변수에 대한 정의와 측정방법을 기술한다. IV장에서는 본 연구의 표본선정 및 연구결과의 타당성을 확보하기 위해 실시한 실증분석결과를 제시하며, 끝으로 V장에서는 본 연구의 결과를 요약한다.

II. 선행연구 검토

미래의 기업가치는 현금흐름의 예측치로 정의된다. 현금흐름에 대한 초기연구는 대부분 현재 및 과거의 현금흐름과 회계이익 중 어떤 지표가 미래현금흐름의 대용치로서 적합한 지를 비교하는 것이었다. 선행연구는 현금흐름의 측정치로 주식가치를 활용하거나 또는 재무제표상의 현금흐름정보를 활용하였다. 주식가치에 기초한 현금흐름 측정방법은 현재의 주식가치는 미래의 현금흐름에 대한 시장의 예측치라는 가정에 기반하고 있어 개념적으로 매우 적절한 방법이라 생각할 수 있으나, 주식가치의 형성에 반영된 변수가 너무 많기 때문에 특정 설명변수들의 예측력을 구별하는 데에 한계가 있다. 재무제표상의 현금흐름정보를 이용하는 방법은 미래에 대한 예측치가 아닌 실제의 현금흐름을 측정한다는 측면에서 장점이 있으나, 미래의 특정 기간만의 현금흐름을 측정한다는 단점이 있다. 주식가치를 현금흐름의 측정치로 활용한 연구에는 회계이익이 현금흐름보다 주식수익률과의 상관관계가 높다는 연구(Beaver and Dukes 1972; Dechow 1994)와 회계이익과 현금흐름 모두가 주식수익률과 상관관계가 있다는 연구가 있다(Rayburn 1986; Wilson 1986; Bowen et al. 1987; Ali 1994; Cheng et al. 1996). 또한 회계이익을 구성요소별로 세분하여 수익률에 대한 계수값을 비교한 바, 구성요소별로 계수값의 차이가 있다는 연구도 있다(Lipe 1986; Barth et al. 1990; Barth et al. 1992). 이러한 결과는 회계이익에 여러 가지 구성요소가 포함되어 있지만 포함된 구성요소에 따라 현금흐름을 예측하는 능력의 차이가 있음을 나타낸 것이다.

Wilson(1986)은 발생주의 조정항목이 현금흐름이 제공하는 정보보다 추가적인 정보를 제공하는지에 대하여 연구하였다. 연구결과에 의하면 주가변동을 설명하는데 있어서 발생주의 조정항목은 현금흐름이 제공하지 못하는 추가적인 정보를 제공하는 것으로 나타나 발생주의 회계의 유용성을 검증하였다. 그리고 발생주의 조정항목을 유동성 회계증분과 비유동성 회계증분으로 나누어 분석한 결과는 유동성회계증분만 CFO보다 추가적인 정보를 제공하고 비유동성회계증분은 CFO 보다 추가적인 정보를 제공하지 못하였다. 최관(1993)은 발생주의 회계정보의 대용변수로 NI를 현금흐름의 대용변수로 WCFO, CFO, CFAI를 설정하고 누적초과수익률(CAR)의 누적기간을 12개월과 3개월로 하여 회귀분석 시행하여 발생주의 회계정보와 현금흐름자료의 정보효과 및 증분정보효과를 검증하고자 하였다. 연구결과 발생주의 회계정보와 현금흐름정보가 각각 정보효과를 가지며, 서로에 대해서 증분정보효과를 가지고 있다는 것을 보여주고 있어 두 가지 정보의 보완적 사용의 필요성을 제기하고 있다. 최종서(1998)는 발생조정이 클수록 회계이익의 반응계수는 감소하며, 반대로 현금흐름의 반응계수는 증가하는 현상을 관찰했다. 그러나 현금흐름변수 자체의 정보효과를 지지하는 증거를 발견하지 못했다. 이춘의 등(2008)은 이익구성 내용을 순이익, 경상이익, 발생항목, 현금흐름, 재량적 발생액 및 비재량적 발생액 등으로 세분하여 이익지속성에 미치는 상대적인 설명력을 분석하였다. 연구 결과 순이익에 비해 경상이익의 지속성 설명력이 높으며, 발생항목에 비해 현금흐름은 강한 양의 미래 이익지속성 설명력을 보이고 있다는 것을 제시하였다. 허광복(2012)은 당기순이익을 토대로 한 비기대이익 정보에 추가하여 이익지속가능성과 현금전환가능성을 간접적으로 나타낼 수 있는 영업이익과 영업현금흐름 정보를 이용한 이익의 질적 특성치를 이용하여 투자자들이 주식시장에서 이익의 질적 차

이를 반영하는지를 실증적으로 분석하였다. 분석결과 영업현금흐름이 영업이익보다 상대적으로 큰 집단인 경우 다른 집단에 비하여 당기 및 차기 누적초과수익률에 긍정적인 영향을 미쳤으며, 동일한 이익이라도 영업이익과 영업현금흐름 정보를 이용한 이익의 질이 높을수록 주가에 긍정적인 영향을 미치고, 이익의 질이 낮을수록 주가에 부정적인 영향을 미치고 있다.

Ⅲ. 연구방법

3.1 연구가설

본 연구는 2003년부터 2012년까지 금융업을 제외한 12월 결산 유가증권 상장기업을 대상으로 발생액의 질이 영업현금흐름에 미치는 영향을 분석하였다. 자본시장에서 이익의 질을 판단하기 위한 잣대가 영업활동이라면, 기업은 영업현금흐름이 당기순이익의 몇 배인지를 구해 그 배율이 높을수록 이익의 질이 높다고 본다. 즉, 당기순이익과 동일한 영업현금흐름이 발생했다면 이익의 질을 측정하는 지표는 1이라 할 수 있으며, 지표가 1보다 큰 기업은 영업현금흐름이 당기순이익 보다 큰 기업으로 시장에서 이익의 질이 높은 기업으로 평가된다. 또한, 일반적으로 기업의 수익성지표로 평가되는 당기순이익이 급증하였다면 그 회사의 주가는 급등한다. 이는 투자자들이 기업의 현재 주가를 저평가된 것으로 인식하여, 주가가 당기순이익 만큼 오를 것이라는 기대감 때문이다. 따라서 순이익과 영업현금흐름은 기업의 미래현금흐름을 나타내는 기업가치에 영향을 미칠 것이며, 기업의 수익성 지표에 따라 영업현금흐름이 기업가치에 미치는 영향에는 차이가 있을 것으로 예상하고, 이를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1 : 발생액의 질이 높을수록 영업현금흐름의 유용성은 증가한다.

1-1 : 발생액의 질이 높은 기업에서 수익률이 낮을수록 영업현금흐름의 유용성은 증가한다.

1-2 : 발생액의 질이 높은 기업에서 이익지속성이 높을수록 영업현금흐름의 유용성은 증가한다.

3.2 연구모형

본 연구는 발생액의 질에 따른 영업현금흐름의 유용성을 검증한다. 발생액의 질에 따라 당기순이익과 영업현금흐름이 기업의 누적초과수익률에 미치는 상대적 유용성을 검증하기 위해 다음과 같은 모형식을 이용하여 회귀분석을 실시하였다.

$$CAR_t = b_0 + b_1E_t + b_2\Delta E_t + e_t \quad \text{식1-1}$$

$$CAR_t = b_0 + b_1CFO_t + b_2\Delta CFO_t + e_t \quad \text{식1-2}$$

$$CAR_t = b_0 + b_1E_t + b_2\Delta E_t + b_3CFO_t + b_4\Delta CFO_t + e_t \quad \text{식1-3}$$

CAR_t = t년도 4월부터 t+1년 3월까지 누적 계산한 초과수익률

E = t년도 당기순이익 / t+1년도 3월말 시가총액

ΔE = t년도 당기순이익 - t-1년도 당기순이익 / t+1년도 3월말 시가총액

CFO = t년도 영업현금흐름 / t+1년도 3월말 시가총액

ΔCFO = t년도 영업현금흐름 - t-1년도 영업현금흐름 / t+1년도 3월말 시가총액

식(1-1)은 t년도 4월부터 t+1년 3월까지 누적 계산한 초과수익률(CAR)을 종속변수로 사용하여 순이익과 순이익증가율이 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석하였으며, 식(1-2)는 영업현금흐름과 영업현금흐름증가율이 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 식(1-3)은 순이익, 순이익증가율과 영업현금흐름, 영업현금흐름증가율이 누적초과수익률에 미치는 상대적 영향을 분석한다. 선행연구에 따르면 순이익은 영업현금흐름보다 주식가격에 대한 정보가치가 높다고 결론지어 진다. 이는 현금주의에 따른 경영성과를 나타내는 영업현금흐름 보다 발생주의에 따른 경영성과를 나타내는 순이익이 보다 유용한 정보임을 검증한 결과이다. 그러나 본 연구는 영업현금흐름이 순이익 보다 더욱 객관적인 측정치이며, 미래 기업의 현금흐름을 예측하는데 있어 보다 유용한 정보임으로 예상하여 순이익 보다 영업현금흐름이 보다 유용한 회계정보로 예상하였다.

다음은 위의 모형 식(1-3)에 발생액의 질이 높은 집단이면 1, 낮은 집단이면 0인 더미변수를 순이익과 영업현금흐름에 상호작용 시킨 변수를 추가하여 다음과 같은 모형식을 설계하였다.

$$CAR_t = b_0 + b_1E_t + b_2\Delta E_t + b_3E_t * DUM^{AQD}_t + b_4CFO_t + b_5\Delta CFO_t + b_6CFO_t * DUM^{AQD}_t + e_t \quad \text{식2}$$

$$DUM^{AQD} = \text{총자산이익률이 중위수보다 작으면 1, 그렇지 않으면 0}$$

본 연구의 주 모형인 식(2)는 식(1-3)에 순이익과 영업현금흐름에 발생액의 질 더미변수를 상호작용한 변수를 추가한 모형으로 발생액의 질이 높은 집단의 순이익과 영업현금흐름이 누적초과수익률에 미치는 상대적 영향을 분석한다. 즉, 식(2)에서 b_1+b_3 의 회귀계수가 b_4+b_6 의 회귀계수 보다 큰 값을 보일 때 발생액의 질이 높은 기업에서 영업현금흐름의 유용성이 순이익 보다 높음을 알 수 있다. Sloan(1996)의 연구에 따르면 순이익 중에서 현금흐름이 차지하는 비중이 클수록 순이익의 지속성은 크고, 발생액이 차지하는 비중이 큰 기업일수록 순이익의 지속성은 작아진다고 하였다. 이는 순이익의 구성요소에 따라 이익의 질이 달라짐을 의미한다.

IV. 표본선정 및 실증분석결과

4. 1 표본선정

본 연구의 표본은 2003년부터 2012년까지의 기간 동안에 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 다음과 같은 기준에 의하여 표본을 추출하였다.

- (1) 금융업에 속하지 않을 것
- (2) 12월 결산법인일 것
- (3) 실증분석에 사용되는 연차 재무자료가 KIS-Value로부터 이용가능 할 것
- (4) 실증분석에 사용되는 변수가 상하 1% 범위 내에 있을 것

〈표 1〉 표본 기업현황

구분	전체 표본
2003년-2012년 상장기업 수	7433
(-)12월 결산이 아닌 기업	792
(-)금융업에 속하는 기업	159
(-)재무자료가 없는 기업	944
(-)각 변수의 이상치제거	301
최종 표본	5282

본 연구에서 2003년부터 2012년까지 거래소에 상장된 금융업을 제외한 12월 결산법인은 7,433개 기업-년이었으나, 재무자료의 누락, 실증분석과정에서의 극단치 영향을 제거하기 위한 상하 1%를 벗어나는 기업들을 제외한 최종표본은 5,282개 기업-년이였다.

4. 2 기술통계

〈표 2〉는 발생액의 질에 따른 영업현금흐름의 유용성을 분석하기 위하여 사용된 주요변수들의 기술통계량을 나타낸다. 누적초과수익률(CAR)의 평균과 중위수가 각각 0.069와 -0.042로 평균이 중위수에 비해 높은 값을 지니고 있는 것으로 나타났다. 이는 모형에 포함된 누적초과수익률변수의 값이 매우 큰 극단적인 기업의 영향으로 정규분포를 이루지 못하고 양(+)의 비대칭 분포를 이루고 있음을 나타낸다²⁾. 그리고 본 연구의 주 설명변수인 영업현금흐름의 평균(중위수)은 0.136(0.099)로 나타났으며, 순이익의 평균(중위수)은 0.032(0.083)을 나타냈다.

〈표 2〉 기술통계

N=5847	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
CAR	0.069	-0.042	0.548	-0.929	5.450
E	0.032	0.083	0.531	-10.014	7.039
ΔE	0.000	0.001	0.724	-15.454	9.381
CFO	0.136	0.099	0.471	-4.031	7.745
ΔCFO	0.002	0.000	0.634	-16.591	8.438
ROA	0.025	0.036	0.111	-1.422	0.448
ERC	0.259	0.248	0.440	-4.616	10.378
AQD	-0.070	-0.044	0.091	-1.735	-0.000

변수정의: CAR = t년도 4월부터 t+1년 3월까지 누적 계산한 초과수익률, E = t년도 당기순이익/t+1년도 3월말 시가총액, ΔE = t년도 당기순이익 - t-1년도 당기순이익/t+1년도 3월말 시가총액, CFO = t년도 영업현금흐름/t+1년도 3월말 시가총액, ΔCFO = t년도 영업현금흐름 - t-1년도 영업현금흐름/t+1년도 3월말 시가총액, ROA = t년도 당기순이익/t-1년도 총자산, ERC = 이익지속성, AQD = (Dechow & Dichev(2002) 모형을 이용하여 측정된 발생액의 질)*-1³⁾

4. 3 차이분석

〈표 3〉은 발생액의 질에 따른 주요변수의 차이분석 결과이다. 발생액의 질이 높은 집단에서 누적초과수익률의 평균(중위수)은 0.085(-0.021)을 나타냈으며, 발생액의 질이 낮은 집단에서는 0.053(-0.072)을 나타내었다. 순이익과 영업현금흐름은 발생액의 질이 높은 기업에서 유의하게 높은 값을 보였으며, 순이익과 영업현금흐름의 증가율은 유의한 차이를 보이지 않았다.

- 2) 회귀모형 추정을 위해 포함된 변수는 모두 정규분포에 따라야 한다. 따라서 분석 모형에 포함된 변수의 값이 전체 분포의 상·하위 1%를 벗어나면 검증표본에서 제외하였다.
- 3) 발생액의 질과 AQ측정치의 크기 사이에는 역의 관계에 있으므로 해석의 편의상 AQ에 음(-)의 부호를 붙인 값을 분석에서 사용할 발생액의 질에 대한 측정치로 하였다.

<표 3> 발생액의 질에 따른 차이분석

	발생액이 질이 높은 집단 (N=2641)		발생액이 질이 낮은 집단 (N=2641)		t값	Z값
	평균	중위수	평균	중위수		
CAR	0.085	-0.021	0.053	-0.072	2.096**	4.924***
E	0.081	0.089	-0.017	0.076	6.801***	5.030***
ΔE	-0.001	0.002	0.002	0.000	-0.157	1.023
CFO	0.160	0.109	0.112	0.087	3.675***	5.517***
ΔCFO	0.007	0.003	-0.003	-0.004	0.543	0.832
ROA	0.034	0.036	0.016	0.036	5.807***	2.420**
ERC	0.256	0.252	0.262	0.243	-0.500	0.365
AQD	-0.021	-0.020	-0.119	-0.087	46.438***	62.664***

변수정의: <표 2> 참조

4. 4 상관분석

<표 4>는 본 연구에서 사용된 변수들 간의 상관관계를 보여주고 있다. 가설을 검증하기 위해 사용된 변수들 간의 상관관계에서 누적초과수익률은 순이익과 0.161로 유의한 양(+)의 상관관계를 보였으며, 영업현금흐름과는 0.114로 유의한 양(+)의 상관관계를 보여 순이익의 상관관계가 보다 높았다. 이는 순이익과 영업현금흐름의 증가가 초과수익률 증가에 영향을 미치고 있음을 나타내며, 전체기업에서 순이익이 영업현금흐름 보다 누적초과수익률에 많은 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 수익률을 나타내는 총자산이익율은 0.161로 유의한 양(+)의 상관관계를 보였으나, 이익지속성은 유의한 상관관계를 나타내지 못했다. 마지막으로 발생액의 질은 0.070으로 유의한 (+)양의 상관관계를 나타냈다.

<표 4> 상관분석

	CAR	E	ΔE	CFO	ΔCFO	ROA	ERC	AQF
E	0.161***							
ΔE	0.117***	0.394***						
CFO	0.114***	0.201***	0.008					
ΔCFO	0.045***	0.043***	0.116***	0.483***				
ROA	0.161***	0.574***	0.261***	0.166***	0.028**			
ERC	-0.015	-0.027*	0.000	-0.023*	0.007	0.027*		
AQD	0.070***	0.346***	0.066***	0.079***	-0.010	0.277***	0.031**	

* 변수정의: <표 3> 참조

4. 5 회귀분석

<표 5>는 발생액의 질에 따른 영업현금흐름의 유용성을 분석한 결과이다. 패널 A는 전체기업에서 순이익과 영업현금흐름이 누적초과수익률에 미치는 영향 나타낸다. 모형 1에서 순이익의 회귀계수(t값)는 0.120(7.896)으로 유의한 값을 나타냈고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)은 0.149(7.988)로 유의한 값을 나타냈으며, 영업현금흐름의 회귀계수가 순이익 보다 0.029 큰 값을 보였다. 그러나 두 변수의 회귀계수의 차이분석을 한 결과 F값은 1.16으로 유의한 차이를 보이지 않았다. 이는 전체기업에서

순이익과 영업현금흐름이 누적초과수익률에 미치는 영향에는 상대적인 차이가 없는 것으로 판단된다. 그러나 모형 2에서 발생액의 질이 높은 기업의 더미변수를 추가하여 분석한 결과 순이익과 영업현금흐름의 회귀계수는 0.121로 같은 값을 보였으나, 발생액의 질이 높은 기업의 순이익과 영업현금흐름 간에는 -0.010과 0.072의 계수값 차이를 보였다. 또한 두 변수 간의 회귀계수 차이분석의 결과에서도 F값이 2.73으로 유의한 차이를 나타냈다. 이는 발생액의 질이 높은 집단의 영업현금흐름이 순이익 보다 누적초과수익률에 미치는 영향이 큰 것을 알 수 있다. 패널 B는 Dechow & Dichev(2002) 모형을 이용하여 측정된 발생액의 질이 높은 기업과 낮은 기업을 구분하여 회귀분석을 하였다. 발생액의 질이 높은 집단에서 순이익의 회귀계수(t값)는 0.140(4.239)이고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)는 0.239(7.735)을 나타내어 발생액의 질이 높은 집단에서 영업현금흐름의 상대적 유용성은 높은 것으로 나타났다. 또한 회귀계수의 차이분석의 결과에서도 영업현금흐름의 계수값이 유의하게 큰 값으로 나타났다. 그러나 발생액의 질이 낮은 기업에서는 순이익의 회귀계수가 영업현금흐름보다 높은 값을 보였지만, 계수 값 간의 유의한 차이는 보이지 않았다.

<표 5> 발생액의 질에 따라 순이익과 영업현금흐름이 초과수익률에 미치는 영향

Panel A 전체기업

	모형 1		모형 2	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
E	0.120	7.896***	0.121	7.344***
ΔE	0.049	4.428***	0.049	4.432***
CFO	0.149	7.988***	0.121	5.465***
ΔCFO	-0.027	-1.988*	-0.027	-2.019**
E*DUM ^{AQD}			-0.010	-0.286
CFO*DUM ^{AQD}			0.072	2.328**
연도더미	생략		생략	
수정 R ²	0.096		0.096	
F-Test of E=CF	F value = 1.16		F value = 0.004)	

Panel B Dechow & Dichev(2002) 모형을 이용하여 측정된 발생액의 질

	발생액의 질이 높은 기업		발생액의 질이 낮은 기업	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
E	0.140	4.239***	0.111	6.155***
ΔE	0.010	0.532	0.070	4.845***
CFO	0.239	7.735***	0.103	4.182***
ΔCFO	-0.078	-3.091***	-0.008	-0.489
연도더미	생략		생략	
수정 R ²	0.101		0.094	
F-Test of E=CF	F value = 3.58*		F value = 0.07	

* 변수정의: CAR = t년도 4월부터 t+1년 3월까지 누적 계산한 초과수익률, E = t년도 당기순이익/t+1년도 3월말 시가총액, ΔE = t년도 당기순이익 - t-1년도 당기순이익/t+1년도 3월말 시가총액, CFO = t년도 영업현금흐름/t+1년도 3월말 시가총액, ΔCFO = t년도 영업현금흐름 - t-1년도 영업현금흐름/t+1년도 3월말 시가총액, DUM^{AQD} = 발생액의 질이 중위수보다 작으면 0, 그렇지 않으면 1

** 추정회귀계수가 0과 유의하게 다른지에 대한 양측검정(***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함)

<표 6>은 발생액의 질과 수익률에 따른 영업현금흐름의 유용성을 분석한 결과이다. 발생액의 질이 높은 기업과 낮은 기업에서 수익률이 낮은 기업과 높은 기업을 구분하여 총 4번의 회귀분석을 하

4) 발생액의 질이 높은 집단의 순이익과 영업현금흐름을 나타내는 E*DUM^{AQD}와 CFO*DUM^{AQD}의 회귀계수를 차이검증 한 F-TEST 결과 F value = 2.73으로 유의한 차이를 보였다.

였다. 첫 번째 발생액의 질이 높고 수익률이 낮은 기업에서 순이익의 회귀계수(t값)는 -0.040(-0.952)로 유의하지 않은 값을 나타냈고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)은 0.246(6.481)로 유의한 값을 나타내어, 순이익 보다 영업현금흐름의 유용성이 큰 것을 알 수 있다. 또한 회귀계수 차이분석에서도 영업현금흐름의 회귀계수가 순이익 보다 유의하게 큰 값을 보였다. 두 번째 발생액의 질이 높고, 수익률이 높은 기업에서 순이익의 회귀계수(t값)는 0.319(4.887)이고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)은 0.166(2.994)로 유의한 값을 나타내었으며, 순이익이 영업현금흐름 보다 유용성이 큰 것을 알 수 있다. 그러나 두 변수의 회귀계수 차이분석결과 F값은 2.08로 유의한 차이를 보이지 않았다. 세 번째 발생액의 질이 낮고 수익률이 낮은 기업에서 순이익의 회귀계수(t값)는 0.057(2.880)이고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)은 0.053(1.879)로 유의한 값을 나타냈다. 순이익이 영업현금흐름 보다 0.004 높은 회귀계수 값을 보였지만 회귀계수 차이분석에서는 유의한 차이가 없었다. 마지막으로 발생액의 질이 낮고, 수익률이 높은 기업에서 순이익의 회귀계수(t값)는 0.429(5.895)이고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)은 0.174(3.466)으로 유의한 값을 나타낸다. 순이익이 영업현금흐름 보다 누적초과수익률에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났으며, 회귀계수 차이분석에서도 순이익의 회귀계수가 영업현금흐름 보다 유의하게 큰 값을 보였다. 위 4번의 회귀분석의 결과를 종합해 보면, 발생액의 질이 높고, 수익률이 낮은 기업에서 영업현금흐름의 유용성이 높게 나타났으며, 발생액의 질이 낮고, 수익률이 높은 기업에서 순이익의 유용성이 높게 나타났다. 순이익은 발생액의 질이 낮은 집단에서 보다 유용성이 높게 나타났으며, 영업현금흐름은 발생액의 질이 높은 기업에서는 수익률이 낮을 때, 발생액의 질이 낮은 기업에서는 수익률이 높은 때 보다 유용성이 높았다.

<표 6> 발생액의 질과 수익률에 따라 순이익과 영업현금흐름이 초과수익률에 미치는 영향

		발생액의 질이 높은 기업		발생액의 질이 낮은 기업	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
수익률이 낮은 기업	E	-0.040	-0.952	0.057	2.880***
	ΔE	0.093	3.943***	0.018	1.065
	CFO	0.246	6.481***	0.053	1.879*
	ΔCFO	-0.059	-2.049**	0.006	0.342
	수정 R ²	0.099		0.065	
F-Test of E=CF		F value = 20.61***		F value = 0.01	
수익률이 높은 기업	E	0.319	4.887***	0.429	5.895***
	ΔE	-0.092	-3.288***	0.134	4.256***
	CFO	0.166	2.994***	0.174	3.466***
	ΔCFO	-0.085	-1.637	-0.029	-0.801
	수정 R ²	0.126		0.162	
F-Test of E=CF		F value = 2.08		F value = 7.03***	

* 변수정의: <표 5> 참조

<표 7>은 발생액의 질과 이익지속성에 따른 영업현금흐름의 유용성을 분석한 결과이다. 발생액의 질이 높은 기업과 낮은 기업에서 이익지속성이 낮은 기업과 높은 기업을 구분하여 총 4번의 회귀분석을 하였다. 첫 번째 발생액의 질이 높고 이익지속성이 낮은 기업에서 순이익의 회귀계수(t값)는 0.110(2.592)이고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)은 0.134(3.186)으로 유의한 값을 나타내어, 순이익 보다 영업현금흐름의 유용성이 큰 것을 알 수 있다. 그러나 회귀계수 차이분석에서는 유의한 차이를 보이지 않았다. 두 번째 발생액의 질이 높고, 이익지속성이 높은 기업에서 순이익의 회귀계수(t값)은 0.144(2.662)이고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)은 0.415(9.184)로 유의한 값을 나타내어, 영업현금흐름이 순이익 보다 유용성이 큰 것을 알 수 있다. 또한 두 변수의 회귀계수 차이분석결과 F값은 10.84로 유의한 차이를 보였다. 세 번째 발생액의 질이 낮고 이익지속성이 낮은 기업에서 순이익의 회귀

계수(t값)는 0.101(3.818)이고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)은 0.095(2.685)으로 유의한 값을 나타냈다. 순이익이 영업현금흐름 보다 0.005 높은 회귀계수 값을 보였지만 회귀계수 차이분석에서는 유의한 차이는 없었다. 마지막으로 발생액의 질이 낮고, 이익지속성이 높은 기업에서 순이익의 회귀계수(t값)은 0.121(4.809)이고, 영업현금흐름의 회귀계수(t값)은 0.111(3.145)로 유의한 값을 나타낸다. 순이익이 영업현금흐름 보다 누적초과수익률에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났으나, 회귀계수 차이분석에서는 유의한 차이를 보이지 않았다. 위 4번의 회귀분석의 결과를 종합해 보면, 발생액의 질이 높고, 이익지속성이 높은 기업에서 영업현금흐름의 유용성이 높게 나타났다. 순이익은 발생액의 질이 높은 집단에서 보다 유용성이 높게 나타났으며, 영업현금흐름은 이익지속성이 높은 기업에서 보다 유용성이 높았다.

<표 7> 발생액의 질과 이익지속성에 따라 순이익과 영업현금흐름이 초과수익률에 미치는 영향

		발생액의 질이 높은 기업		발생액의 질이 낮은 기업	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
이익지속성이 낮은 기업	E	0.110	2.592***	0.101	3.818***
	ΔE	-0.027	-1.325	0.066	3.546***
	CFO	0.134	3.186***	0.095	2.685***
	ΔCFO	-0.048	-1.465	-0.001	-0.039
	수정 R ²	0.088		0.095	
F-Test of E=CF		F value = 0.11		F value = 0.02	
이익지속성이 높은 기업	E	0.144	2.662***	0.121	4.809***
	ΔE	0.364	6.735***	0.078	3.036**
	CFO	0.415	9.184***	0.111	3.145***
	ΔCFO	-0.194	-4.900***	-0.020	-0.734
	수정 R ²	0.189		0.094	
F-Test of E=CF		F value = 10.84***		F value = 0.04	

* 변수정의: <표 5> 참조

V. 결론

본 연구는 2003년부터 2012년까지 한국거래소 상장 12월 결산법인을 대상으로 발생액의 질에 따른 영업현금흐름의 유용성을 검증하였다.

주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 발생액의 질에 따른 주요변수의 차이분석 결과 발생액의 질이 높은 집단에서 누적초과수익률, 순이익과 영업현금흐름이 유의하게 높은 값을 보였으며, 순이익과 영업현금흐름의 증가율은 유의한 차이를 보이지 않았다. 둘째, 주요변수들 간의 상관분석 결과 누적초과수익률과 순이익, 영업현금흐름은 유의한 양(+)의 상관관계를 보였으며, 순이익의 상관관계가 보다 높았다. 또한 수익률을 나타내는 총자산이익율과 발생액의 질은 유의한 양(+)의 상관관계를 보였으나, 이익지속성은 유의한 상관관계를 나타내지 못했다. 셋째, 발생액의 질에 따른 영업현금흐름의 유용성을 분석한 결과 전체기업에서 영업현금흐름이 순이익 보다 누적초과수익률에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났으나, 회귀계수 차이분석의 결과는 유의한 차이를 보이지 않았다. 이는 전체기업에서 순이익과 영업현금흐름이 누적초과수익률에 미치는 영향에는 상대적인 차이가 없는 것으로 판단된다. 그러나 발생액의 질이 높은 기업의 더미변수를 추가하여 분석한 결과 발생액의 질이 높은 기업의 영업현금흐름이 순이익 보다 유의하게 높은 값을 보여 발생액의 질이 높은 집단의 영업현금흐름이 순이익 보다 누적초과수익률에 미치는 영향이 큰 것을 알 수 있다. 다음은 Dechow & Dichev(2002)의 모형을 이용하여 측정된 발생액의 질이 높은 기업에서 영업현금흐름의 상대적 유용성은 높은 것으로 나타났다. 넷째, 발생액의 질이 높은 기업과 낮은 기업에서 수익률이 낮은 기업과 높은 기업을 구분하여 총 4번의 회귀분석을 한 결과 발생액의 질이 높고, 수익률이 낮은 기업에서 영업현금흐름의 유용성이 높게 나타났으며, 발생액의 질이 낮고, 수익률이 높은 기업에서 순이익의 유용성이 높게 나타났다. 순이익은 발생액의 질이 낮은 집단에서 보다 유용성이 높게 나타났으며, 영업현금흐름은 발생액의 질이 높은 기업에서는 수익률이 낮을 때, 발생액의 질이 낮은 기업에서는 수익률이 높은 때 보다 유용성이 높았다. 마지막으로 발생액의 질이 높은 기업과 낮은 기업에서 이익지속성이 낮은 기업과 높은 기업을 구분하여 총 4번의 회귀분석을 한 결과 발생액의 질이 높고, 이익지속성이 높은 기업에서 영업현금흐름의 유용성이 높게 나타났다. 순이익은 발생액의 질이 높은 집단에서 보다 유용성이 높게 나타났으며, 영업현금흐름은 이익지속성이 높은 기업에서 보다 유용성이 높았다.

참고문헌

- 이춘의, 김문태, 마승수 (2008). "이익구성요소가 이익지속성에 미치는 영향." 회계정보연구 **26**(4): 1-18.
- 최관 (1993). "주식가격에 대한 회계이익과 현금흐름의 정보가치" 회계학연구 **16**(1): 1-28.
- 최종서 (1998) "재량적 발생조정이 이익구성요소의 정보효과에 미치는 영향" 회계학연구 **23**(4): 81-117.
- 허광복 (2012). "영업이익과 영업현금흐름 정보를 이용한 이익의 질적 특성치가 주가에 미치는 영향." 회계정보연구 **30**(3): 203-229.
- Ali, A. (1994). "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows." Journal of Accounting Research **32**(1): 61-74.
- Barth, M. E., W. H. Beaver, and M. A. Wolfson (1990). "Components of Earnings and the Structure of Bank Share Prices." Financial Analysts Journal **46**(3): 53-60.
- Barth, M. E., W. H. Beaver, and W. R. Landsman (1992). "The market valuation implications of net periodic pension cost components." Journal of Accounting and Economics **15**(1): 27-62.
- Beaver, W. H. and R. E. Dukes (1972). "Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations, and the Behavior of Security Prices." Accounting Review **47**(2): 320-332.
- Bowen, R. M., D. Burgstahler, and L. A. Daley (1987). "The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flows." Accounting Review **62**(4): 723-747.
- Cheng, C. S. A., L. Chao-Shin, and T. F. Schaefer (1996). "Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations." Journal of Accounting Research **34**(1): 173-181.
- Dechow, P. M. (1994). "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals." Journal of Accounting and Economics **18**(1): 3-42.
- Ijiri, Y. (1978). "Cash-Flow Accounting and Its Structure." Journal of Accounting, Auditing & Finance **1**(4): 331-348.
- Lipe, R. C. (1986). "The Information Contained in the Components of Earnings." Journal of Accounting Research **24**(3): 37-64.
- Rayburn, J. (1986). "The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns." Journal of Accounting Research **24**(3): 112-133.
- Sloan, R. G. (1996). "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?" Accounting Review **71**(3): 289-315.
- Wilson, G. P. (1986). "The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date." Journal of Accounting Research **24**(3): 165-200.