

이익영속성과 이익 및 현금흐름의 증분정보내용에 관한 연구

박 상 옥*

A Study on the Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Earnings and Cash Flows.

Sang-Wook Park*

요약

본 연구에서는 이익과 현금흐름의 증분정보내용을 이익영속성에 따라 달라질 수 있을 것이라는 가정에서 이익영속성 척도를 Freeman·Tse(1992)의 $|\Delta E_{it} / P_{it-1}|$ 와 Ali·Zarowin(1992)의 E_{it} / P_{it} 을 이용해서 측정한 각각의 상황의존적인 회귀모형에서 영구적 이익이 지배적일 때 이익 및 영업현금흐름은 증분정보내용을 가지고 있는 것으로 나타났다. 일시적 이익이 지배적으로 존재할 경우 이익은 전반적으로 비정상수익률에 대해 일시적(극단적) 이익의 영향이 보다 작음을 나타내었으나, 현금흐름은 기대한 양(+)의 계수가 전반적으로 나타나지 않아 일시적이익에 따른 이익의 정보효과가 감소함에도 불구하고 현금흐름의 증분정보내용이 무조건적으로 증가하지는 않을 것으로 예측되었다.

Abstract

This dissertation measures transitory items using earnings change scaled by beginning-of-period price(Freeman·Tse 1992) and the earnings-to-price ratio(Ali·Zarowin 1992). Contextual regression model results confirm the incremental explanatory power for predominantly permanent earnings, and suggest that cash flows also have incremental explanatory power in the presence of predominantly permanent earnings. But contextual regression results represent that while earnings are consistent with a smaller marginal impact from extreme (transitory) earnings on abnormal returns, cash flows have no greater impact on abnormal returns in the presence of large transitory components in earnings.

* 양산대학 세무회계정보과 조교수

I. 서론

지금까지 현금흐름정보의 유용성을 조사하는 수많은 경험적 연구가 주식수익률에 관련시키는 횡단면적 회귀 분석을 주로 이용하여 현금흐름의 증분정보내용을 조사하였다. 이 모형은 관찰치들 사이에서 이익 및 현금흐름과 주식수익률의 확일적(uniform) 관계를 가정하였다. 그렇지만 이익은 기업가치평가에 대하여 제한된 함축의 미를 가진 일시적(transitory) 항목을 포함할 수 있다. 이익의 일시적 항목의 사례는 기업구조개편으로 인한 손실, 자산의 판매로 인한 전기(또는 당기) 미실현이익의 당기실현, 회계기준의 변경으로 인한 이익에 대한 일시적 영향 등이다. 더구나 경영자 보상계약과 부채계약이 회계이익에 근거를 두고 있기 때문에, 경영자가 이익에 일시적 요소를 도입하는 유인이 존재한다.

만일 이익의 일시적요소에 의해 이익영속성이 영향을 받아 회계이익의 신뢰성이 저하될 때 투자자들이 발생주의이익에 대한 대체물로 현금흐름을 간주한다면 현금흐름의 정보가치는 증가될 수 있을 것이다. 즉, 회계이익이 일시적요소의 이익에 의해 지배적일 경우 이익영속성은 낮게되고 이에 따라 기업가치평가와 관련된 이익의 함축의미가 제한받게 되어 주식수익률에 대한 이익의 정보력이 감소하고 현금흐름이 추가적인 가치신호로서 보다 큰 역할을 하여 현금흐름이 이익에 대해서 증분정보내용을 나타낼 것이다. 이에 따라 본 연구에서는 회계이익 및 현금흐름의 정보효과가 이익영속성(earnings permanence)변수의 크기에 따라 어떤 영향을 받는지를 분석하는 것을 연구목적으로 한다.

II. 선행연구의 검토

Ali(1994)의 연구는 Freeman·Tse(1992)의 연구

방법에 따라 선행연구를 확장하여 수익률과 3가지 성과변수(이익, WCFO, CFFO)의 비선형관계를 조사하였다. Freeman·Tse(1992)는 비정상수익률과 비기대이익간에 '비선형관계'가 있음을 입증하였다. Ali(1994)는 다른 성과측정치(특히, 비기대WCFO와 비기대CFFO)의 경우도 역시 크기가 큰 관찰치에서 일시적 요소의 비중이 커다면, 선행연구들의 다중회귀모형에서 추정된 회귀계수들 역시 0을 향한 편의를 가지게 되어, 선행연구에서 WCFO와 CFFO가 증분정보내용을 갖지 않는다는 귀무가설이 실제로는 거짓임에도 불구하고 그것을 기각하지 못하였을 수도 있다고 하였다. 이에 따라 Ali(1994)의 연구에서는 WCFO변화와 CFFO변화의 절대치가 증가함에 따라 이들의 지속성이 감소함을 밝히고자 하였다. 그의 연구는 1974년부터 1988년까지를 실증분석 대상기간으로 하고, 설명변수들은 Bowen·Burgstahler·Daley(1987)의 연구에서와 유사한 이익, WCFO, CFFO 사용하고, 종속변수로는 4월에서 3월까지의 연간 주식수익률을 사용하여 측정된 비조정수익률을 사용하였다. 연구방법으로는 선행연구의 분석결과와 Ali(1994) 연구에서의 분석결과를 비교하기 위한 기준과 Ali(1994) 연구에서 사용된 비선형모형 분석결과를 비교하기 위한 기준을 제공하기 위하여 먼저 다중선형모형을 사용해서 이익, WCFO, CFFO의 증분정보내용을 재조사하였다. 이 다중모형은 각 3가지 변수들의 비기대요소에 대한 한계주거반응이 비기대요소의 절대치가 커지게 됨에 따라 감소하여 수익률과 3가지 성과변수들간의 비선형관계를 지지하였다. 더구나, 선형모형의 결과는 CFFO가 이익과 WCFO 이상의 증분정보내용을 가지지 않는 것으로 나타나 수익률과 기타 비이익자료간에도 비선형관계가 존재할 수 있음을 시사하였다. 또한 포트폴리오 기준 분석과 극단치 처리 방법에 대하여서도 강건성을 갖고 있는 것으로 나타났다.

Cheng·Liu·Schaefer(1996)는 이익이 일시적일 경우 CFFO의 증분정보내용이 증가하는지를 조사하였다. 일시적 항목은 $|\Delta E_{jt}/P_{jt-1}|$ 와 E_{jt}/P_{jt} 을 이용하여 측정하였다. 연구에 사용된 표본은 업종과 회계년도말에 제한을 받지 않았으나 1988년부터 1992년까지의 기간에 결산기말이 변경되지 않은 기업으로 한정하였다. 이익은 특별항목 차감전 이익으로 정의하였으며, 연간 비정상주식수익률은 실제수익률에서 기업별로 추정된 시계열시장모형으로부터 계산된 기대수익률을

차감한 차액으로 정의하였다. 시장모형은 각 기업의 연간비정상수익률의 누적 기간 이전 60개월 기간에 걸쳐 추정하였다. 비정상수익률의 누적기간은 각 개별기업의 회계연도말 이후 3개월과 이전 9개월의 12개월이었다. 변화변수만을 사용한 선형회귀분석 결과로 각각의 변수가 다른 변수 이상의 증분정보내용이 있는 것으로 나타났다. 이 결과는 선형모형에서 CFO가 증분정보내용을 보여 주지 못한 Ali(1994)의 연구와는 대조적이었다. 2) 변화변수와 수준변수를 사용한 결과로 결합이익변수와 결합CFO변수는 유의적인 증분정보내용을 보였다. 상황의존적(contextual) 모형에 따른 증분정보내용의 분석결과로는 영구적 성격이 강한 이익의 증분설명력을 확인하였다. 그리고 CFO의 평균결합계수는 이익영속성을 $| \Delta E_{it} / P_{it-1} |$ 로 측정하였을 경우, CFO 역시 영구적 성격이 강한 이익이 존재할 때 증분설명력을 가지는 것으로 나타났으나, E_{it} / P_{it} 가 이익영속성의 대용변수로 사용되었을 때는 CFO의 평균결합계수는 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 그리고 비정상수익률에 대한 극단적(일시적) 이익의 영향이 보다 작음을 확인하였고, CFO 변수는 이익의 대규모 일시적 요소가 존재할 경우 비정상수익률에 보다 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다.

국내에서는 나종길(1997)의 연구가 실증분석 대상기간을 1989년에서 1993년까지로 하여 회계이익과 현금흐름의 추가변동에 대한 추가적정보성의 존재와 그 변화를 각 변수와 상대변수의 일시성을 고려하여 검증하였다. 연구방법으로는 첫번째로 선형관계에 기초하여 두 변수의 개별적 및 추가적정보성을 검증하고, 두번째로 회계이익 및 현금흐름의 일시성에 따른 회계이익과 현금흐름의 정보성을 검증하고, 마지막으로 연도별 및 포트폴리오분석을 실시하였다. 검증결과 비기대변수의 설정으로 변화변수와 수준변수를 동시에 포함할 때 회귀모형의 설명력과 회귀계수의 추정치가 증가하였으며, 각 변수의 일시성에 따라 주식수익률에 대한 해당 변수의 개별적인 정보성이 감소하는 것

으로 나타났다. 즉, 각 변수와 주식수익률과의 선형관계를 가정하는 경우 회계이익과 현금흐름은 각각 추가적인 정보성을 지니는 것으로 나타났다. 또한 주식수익률과 회계이익사이에 비선형관계를 가정하는 경우 회계이익의 일시성이 증가함에 따라 회계이익의 추가적인 정보성이 유의하게 감소하지만 현금흐름의 추가적인 정보성은 통계적으로 유의하게 증가하지 않았다. 주식수익률과 현금흐름사이에 비선형관계를 가정하는 경우에도 현금흐름의 일시성이 증가함에 따라 현금흐름의 추가적인 정보성이 유의하게 감소하나 회계이익의 추가적인 정보성은 유의하게 변하지 않았다. 연도별로 분석한 결과, 회계이익의 추가적정보성은 일관되게 나타나지만 현금흐름의 추가적정보성은 연도별로 차이가 평균적으로 존재하고, 일시성이 매우 높은 경우에도 추가적정보성이 존재함을 보였다. 다만 회계이익의 일시성이 매우 높은 경우 현금흐름의 추가적정보성이 크게 증가하지만, 반대로 현금흐름의 일시성이 매우 높은 경우 현금흐름과 회계이익의 추가적정보성이 동시에 감소함을 나타내고, 이는 회계이익과 현금흐름의 일시성에 대한 자본시장의 반응이 동일하지 않음을 의미한다고 하였다.

III. 실증분석을 위한 연구설계

1. 변수의 정의 및 측정

1.1 비정상수익률의 측정

본 연구에서 시장반응변수로 사용되는 비정상수익률은 규모조정 비정상수익률(Size-Adjusted Abnormal Return : 이하 SAR)로 측정하여 사용한다. 그리고 본 연구에서는 시장반응변수인 종속변수로 이산형수익률(discrete returns : 단순수익률)만을 이용하여 계산된 규모조정 비정상수익률 뿐만 아니라 이산형수익률을 연속형수익률로 변환하여 연속형수익률(continuous returns)을 이용하여 규모조정 비정상수익률을 측정하여 분석에 사용하였다.³⁾

2) Ali(1994)는 WCFO를 포함하고, 12월말 결산기업들로 표본을 제한하였다. Cheng · Liu · Schaefer(1996)에서 이 두가지 요소 모두에 대해서 검증을 실시하였으나 CFO변화의 추가적 정보내용은 여전히 유의적인 것으로 나타났다. Ali(1994)는 또한 SFAS No.95 이전 자료 (1974-1988년)를 사용하였고 극단치를 삭제하지 않은 표본을 이용하여 결과를 제시하였다. 극단치를 삭제하면 매우 큰 일시적인 이익과 현금흐름을 가진 관찰치를 제외하게 되고, 현금흐름의 증분정보내용을 관찰할 수 있을 가능성이 더 커진다.

3) 연속형수익률은 일별의 경우(즉, 일별연속수익률) 하루동안 특정주식을 보유해서 연속복리(continuous compounding)로 얻게 되는 수익률이다. 김정교(1998) · 최종서(1998)의 연구에서는 이산형 월별수익률을 로 측정된 규모조정수익률을 사용하였으며, Ali · Zarwin(1992)의 연구에서는 일별연속수익률을 사용하였다.

1.2 회계이익과 현금흐름의 측정

기업의 가치를 평가하기 위한 정보의 원천으로서 회계이익과 현금흐름의 정보효과를 검토한 국외연구에서는 회계이익변수로 대부분 특별손익을 공제하기 이전의 경상이익수치를 이용하고 있으나 국내연구에서는 당기순이익을 회계이익변수로 사용하고 있다. 이에 본 연구에서는 국내의 여러 선행연구들과의 비교가능성을 확보한다는 차원에서 회계이익변수로 당기순이익에 근거하여 사용한다.

현금흐름 중 재무적 성과측정치로서 논의될 수 있는 것은 영업활동으로 인한 현금흐름(cash flow from operations: CFFO, 이하 영업현금흐름)으로서 영업현금흐름의 유용성은 국내 선행연구들의 분석결과를 통해서도 확인가능하다. 따라서 본 논문에서는 특별한 언급이 없으면 현금흐름을 영업현금흐름으로 정의하여 측정하였다.

1.3 이익영속성의 측정

본 연구에서는 기업가치평가에 있어서 상황의존성을 이익영속성으로 측정하기 위해 재무제표에 공시되는 당기순이익을 근거로 Freeman·Tse(1992, 표 5)의 연구에서 기초주가로 나눈 이익변화인 $|\Delta E_{jt} / P_{jt-1}|$ 을 이용하여 측정된 네 가지의 방법⁴⁾과, Ou·Penman(1989) 및 Ali·Zarowin(1992)의 연구에서 사용한 이익 / 기초주가 비율인 E_{jt} / P_{jt} 비율로 측정된 한 가지의 방법⁵⁾에 따라서 아래와 같은 모두 다섯 가지의 방법을 사용하였다.

첫 번째 방법

$$\text{이익영속성} = 0: |\Delta E_{jt} / P_{jt-1}| < \text{연도별 횡단면 중앙값}$$

$$\text{이익영속성} = 1: |\Delta E_{jt} / P_{jt-1}| > \text{연도별 횡단면 중앙값}$$

두 번째 방법

$$\text{이익영속성} = \frac{\text{Rank}_i(|\Delta E_{jt} / P_{jt-1}|) - 1}{(\text{Number of firms in year } t) - 1}$$

세 번째 방법

$$\text{이익영속성} = \frac{|\Delta E_{jt} / P_{jt-1}| - \text{Min}_i(|\Delta E_{jt} / P_{jt-1}|)}{\text{Max}_i(|\Delta E_{jt} / P_{jt-1}|) - \text{Min}_i(|\Delta E_{jt} / P_{jt-1}|)}$$

네 번째 방법

$$\text{이익영속성} = |\Delta E_{jt} / P_{jt-1}|$$

다섯 번째 방법

Ali·Zarowin(1992)의 연구에서 사용된 E_{jt} / P_{jt} 비율을 사용하였다. 이 방법은 첫 번째 방법과 같이 0과 1의 이분법적 측정치로서 연도별로 E_{jt} / P_{jt} 비율에 따라 기업에 순위를 부여하여 10개 그룹으로 나눈 후, 양의 이익을 가진 기업을 각 그룹당 기업의 수가 대략 동일하게 첫 9개 그룹으로 나누고, 음의 이익을 가진 모든 기업을 마지막 10 그룹으로 구분하였다. 이와 같이 나눈 10개 그룹 중 중간 6개 그룹의 기업을 영구적 이익요소가 지배적인 기업(이익영속성 = 0)으로 분류하고 상·하위 2개 그룹씩의 기업을 일시적 이익요소가 지배적인 기업(이익영속성 = 1)으로 분류하였다.

2. 연구모형의 설계

본 연구에서는 이익영속성과 관련된 변수들의 크기에 초점을 맞추어 이익 및 영업현금흐름의 상황의존적 증분정보내용을 조사하기 위한 모형을 사용한다. 모형에서 더미변수인 D_{jt} 는 이익영속성을 나타내는 것으로 앞서 논의한 다섯 가지의 방법에 따라 측정된 이익영속성 관련 변수의 크기를 나타낸다.

$$AR_{jt} = \varphi_{0t} + \varphi_{1t} \Delta E_{jt} + \varphi_{2t} \Delta CF_{jt} + \varphi_{3t} E_{jt} + \varphi_{4t} CF_{jt} + \varphi_{5t} \Delta E_{jt} \times D_{jt} + \varphi_{6t} \Delta CF_{jt} \times D_{jt} + \varphi_{7t} E_{jt} \times D_{jt} + \varphi_{8t} CF_{jt} \times D_{jt} + \omega_{jt}$$

상황의존적 모형에서 계수 ($\varphi_{1t} + \varphi_{3t}$)와 ($\varphi_{2t} + \varphi_{4t}$)는 이익의 영구적 성격이 강할 때, 이익과 현금흐름의 비기대요소의 반응계수 추정치를 각각 나타낸다. 이러한 계수들은 이익과 현금흐름의 고유한 정보효과를 반영하는 회귀계수들로서 여러 선행연구에서 대체로 양(+)의

4) Freeman·Tse(1992, 표 5)는 비기대이익의 대응변수로 증권분석가의 예측오차(FE)를 사용하였다.

5) Ou·Penman(1989)과 Ali·Zarowin(1992)의 연구에서는 E_{jt} / P_{jt} 비율을 주당순이익을 주가로 나누는 방법을 사용하였다. 그러나 본 연구에서는 우리나라의 주당순이익 측정상의 문제점으로(김지홍 1991, 김권중 1993, 나종길 1997) E_{jt} / P_{jt} 비율을 당기순이익을 보통주 시장가치로 나누어 측정하였다. 보통주 시장가치는 Ou·Penman(1989)의 연구에서와 같이 당 회계연도(t기)말 이후 3개월시점의 보통주 주석수와 주가를 곱하여 측정하였다.

부호를 갖는 것으로 보고되어 왔다.

다음으로, 계수 ($\varphi_{5t} + \varphi_{7t}$)와 ($\varphi_{6t} + \varphi_{8t}$)은 이익의 일시적 성격이 강할 때, 이익과 현금흐름의 증분정보내용을 나타낸다. 만일 일시적 이익이 지배적으로 존재할 경우 이익의 주식수익률에 대한 설명력이 감소하는 것이 사실이라면 ($\varphi_{5t} + \varphi_{7t}$)는 음(-)의 값을 갖게 될 것이다. 그리고 이러한 상황에서 대체정보원인 현금흐름의 정보효과가 상대적으로 증가하는 결과를 초래한다면 ($\varphi_{6t} + \varphi_{8t}$)는 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다. 그러나 회계이익과 현금흐름이 기업성과에 대한 요약정보로서 반드시 서로 대체효과(substitution effect)만을 갖는다고는 할 수 없으므로 ($\varphi_{6t} + \varphi_{8t}$)가 항상 양의 값을 갖는 것으로 단정할 수는 없다. 만일 ($\varphi_{6t} + \varphi_{8t}$)가 유의적으로 0과 다르지 않게 나타나는 경우에는 이익의 일시적요소에 따른 이익의 정보효과가 감소함에도 불구하고 정보이용자들이 현금흐름에 대한 의존도를 그다지 증대시키지 않을 것으로 해석할 수 있다. 이러한 기대는 5개의 이익영속성 관련변수의 크기에 따라 분석되는 각각의 상황의존적인 모형에서 다르지 않은 것으로 본다.

3. 표본의 선정과 자료수집

본 논문의 분석을 위한 표본기업은 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업 중 다음의 네 가지 기준에 따라 선정하였다. 첫 번째로 금융·증권·보험 업종에 속하지 않는 기업, 두 번째로 각 회계년도로부터 직전 2개년을 포함한 최소 3년 동안 회계년도말이 12월 31일로서 이 기간 중 회계년도의 변경이 없는 기업, 세 번째로 재무제표 및 주식수익률 자료의 연속성이 유지된 기업, 네 번째로 각 년도의 3월말과 이듬해 3월말의 주식수와 주식증가를 입수할 수 있는 기업들을 표본기업을 선정하였다.

본 연구의 표본산정기준에 따라 1982년부터 1993년까지의 표본 연도에 대해 전체 3124개의 관찰치가 산출되었다. 극단치를 삭제하기 위해 각 표본년도의 이익 및 영업현금흐름의 변화 및 수준 변수의 절대값이 1.5보다 큰 관찰치(원래의 관찰치 증 14.21%)를 삭제하여, 검증대상기간에 대해 실제 2,680관찰치를 검증대상 표본으로 하였다.

IV. 실증분석결과

연속형 규모조정 비정상수익률과 이산형 규모조정 비정상수익률에 대한 이익 및 현금흐름의 상황의존적인 회귀모형에서 이익영속성 척도에 따른 일시적 이익 또는 영구적이익이 지배적일 경우 이익 및 영업현금흐름의 변화 및 수준변수에 대한 결합계수와 상호작용항 결합계수의 평균 및 통합계수의 전체적인 결과를 <표 1>에 요약하고 있다.

<표 1>로부터 본 연구에서 사용된 이익의 영속성 척도에 대해 이익의 영구적 요소가 지배적으로 존재할 경우에는 이익의 결합계수 평균 및 통합에서 유의성 기준에서 다소의 차이를 보이지만 모두 유의적인 증가를 보여 이익이 영구적일 때 이익은 증분정보내용을 가지고 있음을 확인해주고 있다. 이익의 일시적 요소가 지배적으로 존재할 경우에는 본 연구 모형의 설계에서 기대한 바와 같이 이익 상호작용항의 평균 및 통합계수에서 전체적으로 음(-)의 계수가 나타나고 있다. 그렇지만 통합계수에 있어서 이익영속성 척도를 $|ΔE_{jt} / P_{jt-1}|$ 을 이용하여 0 과 1의 이분법적 방법으로 측정하여 분석하였을 때는 비유의적으로 감소하고 이외의 나머지 이익영속성 척도에 따른 통합 및 평균계수에서 유의성 기준에서 다소의 차이가 나타나나 모두 유의적으로 감소하는 것으로 나타나고 있으므로, 전반적으로 비정상수익률에 대해 극단적(일시적) 이익의 영향이 보다 작음을 시사하고 있다.

이익의 영속성에 따른 상황의존적 회귀모형에서는 영구적 요소의 이익이 지배적으로 존재할 경우에 모든 이익영속성 척도에 대해 영업현금흐름 결합계수의 평균계수 및 통합계수에서 유의성 기준에서 다소의 차이가 나타나지만 모두 유의적으로 증가하여 이익이 영구적일 때 현금흐름은 이익에 대해 증분설명력을 가지고 있음을 시사하고 있다. 이에 비해, 이익이 일시적일 경우 5가지의 이익영속성 척도를 각각 사용하여 상황의존적 회귀모형을 분석한 결과에서는 영업현금흐름 상호작용항의 결합계수가 기대한 바와 같은 양(+)의 계수를 일

〈표 1〉 상황의존적 회귀모형의 분석결과 요약

이익영속성		이익의 상황의존적 증분정보내용				현금흐름의 상황의존적 증분정보내용			
		평균계수		통합계수		평균계수		통합계수	
		연속형	이산형	연속형	이산형	연속형	이산형	연속형	이산형
연구적 이익	Panel A	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.05)	유의적 증가(0.05)	유의적 증가(0.05)	유의적 증가(0.05)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)
	Panel B	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.1)	유의적 증가(0.1)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.05)
	Panel C	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.05)	유의적 증가(0.05)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)
	Panel D	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.05)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)
	Panel E	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.05)	유의적 증가(0.01)	유의적 증가(0.01)
일시적 이익	Panel A	유의적 감소(0.01)	유의적 감소(0.01)	비유의적 감소	비유의적 감소	비유의적 증가	비유의적 감소	비유의적 감소	비유의적 감소
	Panel B	유의적 감소(0.01)	유의적 감소(0.01)	유의적 감소(0.01)	유의적 감소(0.01)	유의적 증가(0.05)	유의적 증가(0.1)	비유의적 증가	비유의적 증가
	Panel C	유의적 감소(0.01)	유의적 감소(0.01)	유의적 감소(0.01)	유의적 감소(0.01)	비유의적 감소	비유의적 감소	비유의적 감소	유의적 감소(0.1)
	Panel D	유의적 감소(0.05)	유의적 감소(0.1)	유의적 감소(0.01)	유의적 감소(0.01)	비유의적 감소	비유의적 감소	비유의적 감소	비유의적 감소
	Panel E	유의적 감소(0.05)	유의적 감소(0.05)	유의적 감소(0.01)	유의적 감소(0.01)	비유의적 감소	비유의적 감소	비유의적 감소	비유의적 감소

- ()안의 수치는 유의수준 기준을 나타낸다.
 - Panel A의 이익영속성 척도 : $|\Delta E_{it} / P_{i,t-1}|$ 으로 측정된 0 과 1의 이분법적 방법.
 - Panel B의 이익영속성 척도 : E_{it} / P_{it} 로 측정된 0과 1의 이분적 방법.
 - Panel C의 이익영속성 척도 : $\frac{Rank(|\Delta E_{it}/P_{i,t-1}|) - 1}{(P_{it} \text{도기업수}) - 1}$
 - Panel D의 이익영속성 척도 : $\frac{|\Delta E_{it}/P_{i,t-1}| - \text{Min}(|\Delta E_{it}/P_{i,t-1}|)}{\text{Max}(|\Delta E_{it}/P_{i,t-1}|) - \text{Min}(|\Delta E_{it}/P_{i,t-1}|)}$
 - Panel E의 이익영속성 척도 : $|\Delta E_{it} / P_{i,t-1}|$ 값 그 자체.
- * 본 요약 표에 대한 구체적인 계수값들은 본 논문의 연구자로부터 직접 입수할 수 있음.

판되게 보여주고 있지 못하다. 즉 이익영속성의 척도를 E_{it} / P_{it} 을 이용하여 0과 1의 이분적 방법으로 측정된 상황의존적 회귀모형의 영업현금흐름 상호작용항의 평균결합계수에서만 유의적인 증가를 나타내어 일시적 요소의 이익이 지배적일 경우 현금흐름변수가 비정상수익률에 더 큰 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있었다. 동일한 E_{it} / P_{it} 이익영속성 척도를 사용한 상황의존적 회귀모형의 영업현금흐름 상호작용항의 통합결합계수와 $|\Delta E_{it} / P_{i,t-1}|$ 을 이용하여 0 과 1의 이분법적 방법으로 이익영속성을 측정하여 연속형의 규모조정 비정상수익률에 대해 상황의존적 회귀모형을 분석한 영업현금흐름 상호작용항의 평균결합계수에서는 양(+)의 계수를 가지지만 비유의적인 것으로 나타나고 있다. 이외의 모든 이익영속성 척도를 사용한 상황의존적 회귀모형의

영업현금흐름 상호작용항의 평균결합계수와 통합결합계수에서는 기대와는 달리 음(-)의 계수를 보이고 있다. 그리고 $|\Delta E_{it} / P_{i,t-1}|$ 의 순위로 이익영속성을 측정하여 이산형 규모조정 비정상수익률에 대해 상황의존적 회귀모형을 분석하였을 경우에만 유의적인 감소로 나타나고 이외의 경우는 모두 비유의적인 것으로 나타나고 있다.6)

6) 본 연구결과와는 대조적으로 Cheng · Liu · Schaefer(1996)의 연구에서는 $|\Delta E_{it} / P_{i,t-1}|$ 와 E_{it} / P_{it} 을 이용하여 0 과 1의 이분법적 방법으로 이익영속성을 측정하여 상황의존적 회귀모형을 분석한 결과에서, 이익의 일시적 요소가 지배적으로 존재할 경우에 현금흐름 상호작용항의 결합계수의 평균 및 통합에서 기대한바 대로 유의적인 양(+)의 계수를 나타내면서 이익이 일시적일 경우 현금흐름이 비정상수익률에 더 큰 영향을 미친다고 보고하였다. 나종길(1997)의 연구에서는 이익의 일시성에 따라 현금흐름의 추가적정보성이 증가하는 경향을 가지나 유의하지 않은 것으로 보고하였다.

V. 결론

우리나라의 자본시장에서 이익의 영속성을 고려한 상황의존적 회귀모형의 분석에서 주식수익률에 대한 이익 및 현금흐름의 상대변수에 대한 증분정보내용은 회계이익의 일시성이 높은 경우 현금흐름의 일시성 또한 높을 수 있어 회계이익의 일시성이 높은 경우에 기업가치에 대한 대체적인 정보원천으로서 현금흐름의 증분정보내용이 무조건적으로 증가하지는 않을 것으로 예측된다. 즉, 회계이익과 현금흐름이 기업성과에 대한 요약정보로서 반드시 서로 대체효과(substitution effect)만을 갖는다고 할 수 없는 것으로 이익의 일시적요소에 따른 이익의 정보효과가 감소함에도 불구하고 정보이용자들이 현금흐름에 대한 의존도를 그다지 증대시키지 않을 것임을 알 수 있다.

이러한 기업가치관련성을 제한하는 일시적 항목의 잠재적 원천으로 발생조정항목이 있을 수 있다. 발생항목 자체가 일시적 이익(transitory earnings: 예를 들어, 비반복적이거나 주가와 무관한 이익구성요소)을 도입하는 수단이 될 수 있고, 이에 따라 기업가치평가와 관련하여 한정된 함축의미를 가질 수밖에 없다는 것이다. 발생항목을 영업현금흐름과 이익의 증분정보내용에 영향을 미칠 수 있는 일시적 항목의 잠재적 원천으로서 비판적으로 인식하여 분석할 수 있을 것이다.

참고문헌

[1] 김정교, 1998, 기업특성요인별 이익의 현금흐름 요소와 발생주의 요소의 증분정보내용, 회계학연구(제23권): 155-188.
 [2] 나종길, 1997, 회계이익 및 현금흐름의 일시성과 추가적 정보효과, 회계학연구(제22권 1호): 81-108.

[3] 최 관, 1993, 주식이격에 대한 회계이익과 현금흐름의 정보가치, 회계학연구(제16호): 1-27.
 [4] 최종서, 1998, 재량적 발생조정이 이익구성요소의 정보효과에 미치는 영향, 회계학연구(제23권 4호): 81-115.
 [5] Bowen, R. M., D. Burgstahler and L. A. Daley. 1986. Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow. *The Accounting Review* (October): 713-25.
 [6] Cheng, C. S., C. Liu, and T. F. Schaefer. 1996. Earnings Permanance and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations. *Journal of Accounting Research* (Spring): 173-181.
 [7] Christie, Andrew A. 1987. On Cross-Sectional Analysis in Accounting Research, *Journal of Accounting and Economics* 9: 231-258
 [8] Dechow, P. 1994. Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics* (July): 3-42.
 [9] Freeman, R. and S. Tse. 1992. A Non-Linear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings., *Journal of Accounting Research* (Autumn): 185-209.
 [10] Ou, J. and S. Penman. 1989. Accounting Measurement, Price-Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices. *Journal of Accounting Research* (Supplement): 111-52.

저자 소개



박상욱

1992년 부산대학교 상과대학

회계학과 학사

1994년 부산대학교 대학원

회계학과 석사

1999년 부산대학교 대학원

회계학과 박사

1997년 ~ 현재 양산대학

세무회계정보과 조교수