

碩 士 學 位 論 文

景氣循環에 따른 會計情報의
相對的 價值關聯性



濟州大學校 大學院

會 計 學 科

金 眞 我

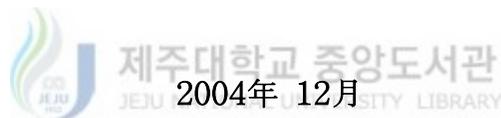
2004年 12月

景氣循環에 따른 會計情報의 相對的 價値關聯性

指導教授 李 京 柱

金 眞 我

이 論文을 經營學 碩士學位 論文으로 提出함



金眞我的 經營學 碩士學位 論文을 認准함

審査委員長 _____ ①

委 員 _____ ①

委 員 _____ ①

濟州大學校 大學院

2004年 12月

The Effect of Business Cycle on the Value Relevance of Accounting Information

Jin-Ah Kim

(supervised by Professor Kyung-Joo Lee)



A thesis submitted in partial fulfillment of the
requirement for the degree of Master of Business
Administration

2004. 12.

DEPARTMENT OF ACCOUNTING
GRADUATE SCHOOL
CHEJU NATIONAL UNIVERSITY

목 차

I. 서 론	1
1. 연구의 배경	1
2. 연구목적	2
3. 연구방법 및 논문구성	3
II. 이론적 배경 및 선행연구 검토	5
1. 회계정보와 기업가치	5
1) 이익반응계수(ERC : Earnings Response Coefficient)	5
2) Ohlson의 회계모형	6
2. 경기순환의 정의 및 특징	7
1) 확장국면	8
2) 수축국면	8
3. 선행연구의 검토	9
1) 회계정보의 가치관련성에 관한 연구	9
2) 회계정보의 가치관련성에 영향을 미치는 요인에 관한 연구	13
III. 연구설계	17
1. 가설설정	17
2. 연구모형과 변수의 정의	19
1) 이익반응계수 측정	19
2) Ohlson 모형의 변수	20

3. 경기순환의 구분	23
4. 표본선정	29
IV. 실증분석 결과	32
1. 주요 변수들의 기술통계	32
2. 경기순환에 따른 이익반응계수 추이	34
3. 경기순환에 따른 회계이익과 장부가액의 상대적 유용성 분석	37
4. 경기순환에 따른 회계이익과 현금흐름의 상대적 유용성 분석	44
V. 결론 및 한계점	52
참고문헌	55



표 목 차

<표1> 경기순환국면별 추가설명력의 관계 : 회계이익과 장부가액	21
<표2> 경기순환국면별 추가설명력의 관계 : 회계이익과 현금흐름	23
<표3> 우리나라 경기순환과정	24
<표4> 우리나라 경기순환 요인 및 특징	25
<표5> 우리나라의 확장국면과 수축국면	26
<표6> 표본기업의 산업별 분포	31
<표7> 주요 변수의 기술통계	32
<표8> 상관관계분석 : 경기순환국면별 주요 변수들의 상관관계	33

<표9> 연도별 이익반응계수의 추이	35
<표10> 경기순환에 따른 이익반응계수 추이	36
<표11> 회계이익과 장부가액의 주가에 대한 연도별 회귀분석 결과	38
<표12> 경기순환에 따른 회계이익과 장부가액의 가치관련성	43
<표13> 회계이익과 현금흐름의 주가에 대한 연도별 회귀분석 결과	45
<표14> 경기순환에 따른 회계이익과 현금흐름의 가치관련성	51

그 립 목 차

<그림1> 경기순환과정	7
<그림2> ERC 추이와 경기순환	36
<그림3> 회계이익과 장부가액의 가치관련성 추이와 경기순환	40
<그림4> 전체 회계정보의 가치관련성 추이와 경기순환	40
<그림5> 회계이익의 가치관련성 추이와 경기순환	41
<그림6> 장부가액의 가치관련성 추이와 경기순환	42
<그림7> 회계이익과 현금흐름 전체의 가치관련성 추이와 경기순환	47
<그림8> 회계이익과 현금흐름 전체의 가치관련성 추이와 경기순환	47
<그림9> 회계이익과 현금흐름의 가치관련성 추이와 경기순환	48
<그림10> 회계이익의 가치관련성 추이와 경기순환	48
<그림11> 현금흐름의 가치관련성 추이와 경기순환	49

ABSTRACT

The Effect of Business Cycles on the Value Relevance of Accounting Information

Jin-Ah Kim

Department of Accounting

Graduate School of Cheju National University

(Supervised by Professor Kyung-Joo Lee)

The purpose of this thesis is to provide further evidence on the determinants of the value relevance of accounting information. More specifically, I have attempted to examine the macroeconomic conditions as an additional factor affecting the value relevance of accounting information.

Previous studies have documented evidence that the accounting information provide different valuation implications over time. In this thesis, I argue that the time-series variations in the value relevance of accounting information depend on the fluctuations business conditions, as measured by business cycles.

Business cycles are classified into two stages, expansions and recessions. The value relevance of accounting information is measured by the earnings response coefficient(ERC) and the explanatory power(R^2) of accounting information(earnings, book value and cash flows) on stock prices. Specifically, I investigated the following hypotheses :

Hypothesis 1 : Earnings response coefficient(ERC) is higher in expansions than in recessions.

Hypothesis 2-1 : Usefulness of accounting information is higher in expansions than in recessions.

Hypothesis 2-2 : Value relevance of earnings is higher than book value in expansions, while value relevance of book value is higher than earnings in recessions.

Hypothesis 2-3 : Value relevance of earnings is higher than cash flows in expansions, while value relevance of cash flows is higher than earnings in recessions.

These hypotheses were tested using a sample of 142 firms listed in the Korean Stock Exchange during 20 years(1981-2000). Empirical results are generally consistent with the hypotheses. The results can be summarized as follows :

Firstly, ERC don't show any systematic trend over time, but ERC repeats increase and decrease irregularly for the past 20 years (1981-2000). In general, however, ERC is lower in expansions than in recessions.

Second, Usefulness of accounting information is higher in recessions than in expansions.

Third, Value relevance of earnings is higher in expansions, while book value is more value relevant in recessions.

Finally, value relevance of earnings is higher than cash flows in expansions, while cash flows is more value relevant information than earnings in recessions.

In general, these results show that business cycles have impacts on

the value relevance of accounting information (earnings, book value, cash flows).

Several related issues are left for future research. First, more powerful tests can be conducted by including three accounting information (earnings, book value and cash flows) all together. Second, more refined classification of business cycles should be used. For example, analyses based on quarterly data might be more appropriate for the current classification of business cycles. Third, the effect of business cycles on the value relevance of accounting information might be different for different industries. Thus, industry analyses would be helpful for making conclusions of the effect of business cycle on the inter-temporal variations in the value relevance of accounting information.



I. 서론

1. 연구의 배경

투자자, 채권자 등 기업의 이해관계자들은 회계정보를 이용하여 기업가치 및 경영효율을 측정하고 미래현금흐름을 예측한다. 또한 경영통제를 하기 위한 수단으로 회계정보를 활용하는 등 이는 기업의 이해관계자들의 주요 관심대상이 되고 있다.

1960년대 후반 이후의 자본시장연구들은 회계정보의 유용성에 초점을 맞추어 회계정보와 기업가치의 관계를 연구해 왔다. Ball and Brown(1968)의 '회계이익의 실증적인 평가' 논문 이후 자본시장 연구에서 회계정보와 주가와의 관련성이 크면 회계정보가 유용한 것으로 평가하고 관련성이 낮으면 회계정보의 유용성이 낮은 것으로 평가하게 되었다.

기업가치평가모형은 여러 가지가 있는데 그 중 1995년에 연구된 Ohlson (1995) 및 Feltham and Ohlson(1995)의 연구는 기업의 가치를 회계수치에 의해서만 설명하고 있다는 것이 큰 특징이다. 즉 Ohlson 모형은 전통적인 가치평가모형인 현금흐름할인모형과 달리 미래현금흐름에 대한 언급이 없고 이익과 현금흐름간의 관계에 대한 암묵적인 가정이 필요하지 않은 것이다. 그 후 Ohlson 모형을 바탕으로 하여 회계이익과 장부가액을 고려한 손익계산서와 대차대조표 정보의 가치관련성에 관한 많은 실증연구들이 이루어져 왔다. 또한 회계이익과 현금흐름 각각의 역할과 가치에 관한 연구들도 이루어져 왔는데 현금흐름도 회계이익과는 다른 측면에서 중요한 정보를 제공할 수 있음을 밝히고 있다. 이에 따라 정보이용자의 의사결정

에 유용한 정보로써 회계이익과 장부가액은 물론이고 현금흐름정보도 이용되고 있다.

그 외에 기업가치 관련성에 영향을 미치는 요인들을 산업구조(하이테크 기업과 로우테크 기업), 기업규모, 수익성(흑자기업과 적자기업), 기업부실 정도, 인적자본 비중, 기업의 라이프사이클 단계 등으로 하여 회계정보와 기업가치의 가치관련성을 분석한 연구들도 있는데 이 연구들의 결과를 보면 기업가치의 가치관련성은 여러 가지 요인들에 의해 영향을 받는 것으로 나타나고 있다(장지인·정혜정·이경주(2002), 송인만·백원선·이정주(1999), 이경주·정혜정(1999), Black(1998) 등). 마찬가지로 거시경제학적인 상황을 고려하여 경기순환주기에 따라 경기확장국면과 수축국면에서 이해관계자들이 기업의 가치를 평가할 때 이용하게 되는 회계정보는 다를 것이라고 볼 수 있다.



2. 연구 목적

경제 전체적으로 경기수축국면에는 확장국면에 비해 기업의 이익이 감소하거나 이익의 증가분이 줄어들게 되고 수축국면에는 기업의 수익성이 낮으므로 산업 전반적으로 낮은 이익을 계상할 것이며 확장국면에 비해 이익의 가치관련성이 낮을 것이다. 또한 수축국면에서는 전반적으로 기업의 재무상태가 좋지 않을 것이며 추가차입이 어려워진다거나 차입조건이 악화될 것을 우려해 경영자가 회계이익을 조작할 가능성이 높아지기 때문에 회계이익정보의 신뢰성은 감소하는 반면에 현금흐름의 상대적 유용성은 증가할 것으로 예상된다.

본 연구는 기업가치평가에 있어서 경기순환국면을 고려하여 회계정보의 상대적 가치관련성이 경제상황에 따라 어떻게 나타나는지에 대하여 검증하려 한다. 경기순환에 따라 기업의 경제적 특성이 다를 것이고 그에 따라 회계정보의 상대적 가치관련성이 다르게 나타날 것이라고 예측할 수 있을 것이다. 즉 투자자들이 투자 의사결정시 기업의 재무제표를 이용할 때 그 기업의 대차대조표 정보인 장부가액을 투자 의사결정의 도구로 이용하는지, 손익계산서 정보인 회계이익을 투자 의사결정의 도구로 이용하는지, 현금흐름표 정보인 현금흐름을 투자 의사결정의 주요 잣대로 쓸 것 인지는 경기순환주기가 어디에 속하는가에 따라 달라질 수 있을 것이라고 보는 것이다.

이에 따라 본 연구의 목적은 경기순환국면별로 이익반응계수의 추이를 살펴보고 Ohlson의 회계모형에서 제공되는 두 가지의 회계정보와 현금흐름이 기업가치를 평가함에 있어서 기업이 처한 경제적 상황, 즉 경기순환 주기별로 어느 쪽이 더 가치관련성이 있는가를 검증하는 데 있다.

Ohlson의 회계모형을 이용하면 회계수치로 제공되는 장부가액과 회계 이익만으로 기업가치를 설명할 수 있는데 여기에 현금흐름 정보까지 이용하여 경기순환 주기에 따라 회계가 제공하는 정보의 상대적 가치관련성이 어떻게 나타나는지를 검증하는 것도 의미있다고 보인다.

3. 연구방법 및 논문구성

본 연구는 검증기간(1981-2000)동안의 이익반응계수를 측정하여 우리나라의 경기순환국면, 즉 경기확장국면과 수축국면별로 비교하여 어느 경기

순환국면에서 회계이익정보가 다른 정보에 비해서 상대적으로 중요한가를 검증한다. 그리고 Ohlson 모형을 이용하여 회계이익과 장부가치 두 개의 설명변수를 이용한 주가설명력과 회계이익과 장부가액 각각의 설명변수를 이용한 주가설명력을 구하여 비교한다. 결정계수(R^2)를 이용하여 회계정보의 가치관련성을 측정하고 검증기간동안의 회계정보 전체의 R^2 추이와 회계이익과 장부가액, 현금흐름의 R^2 추이를 함께 살펴본다. 보다 구체적으로는 회계이익과 장부가액의 총 설명력을 (1) 주가에 대한 회계이익의 증분 설명력, (2) 주가에 대한 장부가액의 증분 설명력의 두 가지 구성요소로 분류하여 회계이익과 장부가액이 어느 정도 서로의 대용치로 작용하는가를 살펴보고 경기확장국면과 수축국면별로 비교하여 각 경기순환국면에서 회계이익과 장부가액 중 어느 정보가 더 가치관련성이 있는지를 검증한다. 또한 Ohlson 모형을 변형하여 회계이익과 현금흐름 두 개의 설명변수를 이용한 주가설명력과 회계이익과 현금흐름 각각의 설명변수를 이용한 주가설명력을 구하여 비교한다. 회계이익과 현금흐름의 총 설명력을 (3) 주가에 대한 회계이익의 증분 설명력, (4) 주가에 대한 현금흐름의 증분 설명력의 두 가지 구성요소로 분류하여 회계이익과 현금흐름이 어느 정도 서로의 대용치로 작용하는가를 살펴보고 경기확장국면과 수축국면별로 비교하여 각 경기순환국면에서 회계이익과 현금흐름 중 어느 정보가 더 가치관련성이 있는지를 검증한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제1장 서론에 이어 제2장에서는 연구의 이론적 배경과 선행연구를 검토하고 제3장에서는 가설설정 및 가설검증을 위한 연구모형을 설정한다. 또한 연구모형에 사용되는 변수를 정의하고 표본선정방법에 대하여 기술한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하며 제5장에서는 본 연구의 실증분석 결과를 요약한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 선행연구 검토

1. 회계정보와 기업가치

1) 이익반응계수(ERC : Earnings Response Coefficient)

이익반응계수(ERC)란 주가에 대한 이익 1단위의 영향을 의미하며 다른 정보의 유용성의 영향을 받지 않고 절대적인 회계이익의 유용성을 측정할 수 있는 측정치이다. ERC가 작다는 것은 투자자들에게 회계이익정보가 다른 정보에 비해서 상대적으로 중요하지 않다는 것을 의미한다. 한봉희(1998)에 의하면 지난 15년(1981~1995) 동안 우리나라의 ERC 평균은 0.543이며 대체적으로 감소하는 추세를 보이고 있다. 이는 회계이익 1단위의 변화가 0.543의 주가변화를 초래한다는 것이며, 시간이 지날수록 주가에 대한 이익의 영향이 줄어들고 있다는 것을 말한다. 이러한 현상에 대한 이유는 부실회계감사 실태의 만연화와 국제경쟁 심화의 두 요인이 복합적으로 회계이익정보의 유용성 저하를 가져왔기 때문이라고 한봉희(1998)는 보고 있다.

최근에 ERC가 기업의 고유한 경제적 특성이나 거시경제변수의 변동에 따라 달라지는지 여부에 대해 많은 연구가 행해지고 있다. 지금까지의 연구결과는 ERC의 결정요인으로서 ① 현재의 회계이익수준이 미래에 지속되는 정도, 즉 이익지속성, ② 체계적 위험, ③ 기업규모나 회계정보의 질과 같은 정보환경 등을 대표적으로 제시하고 있다.

2) Ohlson의 회계모형

Ohlson(1995)은 일정한 조건하에서 주가가 회계이익과 장부가액의 함수 관계로 표시되는 기업가치모형을 도출하여 기업가치 평가에서 회계정보가 차지하는 역할을 제시하였다.

Ohlson의 회계모형은 다음과 같다.

$$P_t = B_t + \sum_{\tau=0}^{\infty} (1+r)^{-\tau} E_t [x_{t+\tau} - r \times B_{t+\tau-1}]$$

P_t : t 시점의 주가가격

B_t : t 시점의 장부가액

r : 자본비용(할인율)

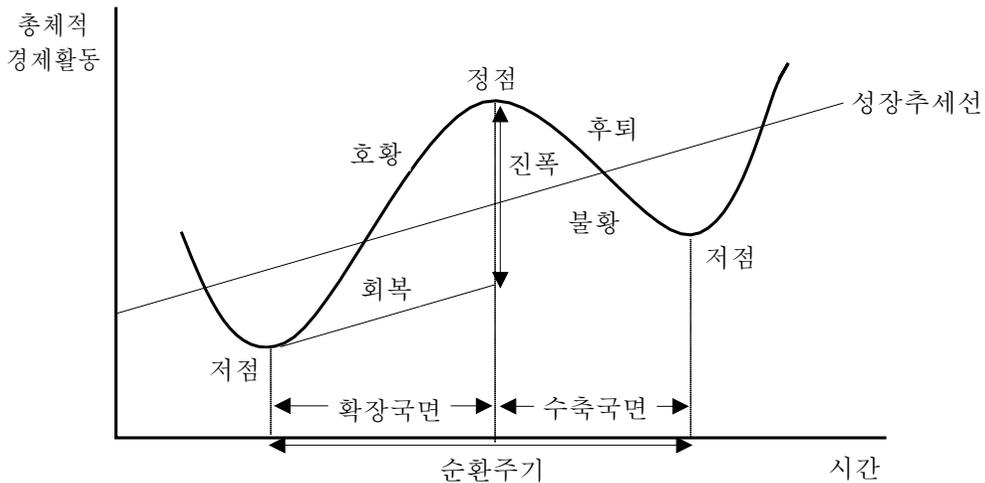
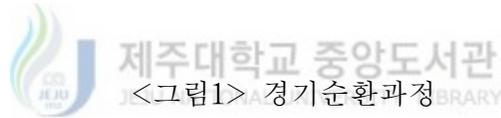
$E_t[\cdot]$: t 시점에서의 정보에 근거한 기대값

$x_{t+\tau}$: $t+\tau$ 시점의 이익

위의 식에 의하면 P_t 는 무한한 기간의 미래이익과 미래장부가액의 함수이다. 따라서 기업의 가치를 측정하기 위해서는 무한한 기간의 미래이익과 미래장부가액을 예측하여야 하지만 실제자료를 이용하기 위해서는 기간이 한정될 수밖에 없다. Ohlson 모형의 핵심은 그다지 길지 않은 미래기간의 초과이익에 대한 예측에 의하여 현재의 주가를 근사적으로 평가할 수 있다는 것이다. 이 모형의 유일한 가정은 장부가액과 이익 그리고 배당사이에 명백한 잉여관계(clean surplus relation : CSR)가 성립한다는 것인데, 명백한 잉여관계란 기업의 순자산 장부가액의 변동이 당기순이익과 배당금에 의해서만 설명된다는 개념이다. 이는 재무회계의 기본이 되는 관계로 특히 포괄주의 이익의 개념과 일치한다.

2. 경기순환의 정의 및 특징

경기란 한 나라의 총체적인 경제활동¹⁾의 순환변동과정에서 일어나는 팽창과 위축상태를 말하며, 생산, 투자, 고용 등 총체적인 경제활동이 장기성장추세를 중심으로 끊임없이 순환변동을 하면서 정점(peak)과 저점(trough)을 반복적으로 오르내리는 것을 경기순환(Business Cycle)이라고 한다. 경기순환주기는 주로 확장국면과 수축국면의 2단계로 구분되는데, 저점에서 정점까지를 확장국면, 정점에서 저점까지를 수축국면이라 한다.²⁾ 보다 자세하게는 경기의 평균(추세)수준을 기준으로 하여 확장국면을 회복기와 호황기로 나누고 수축국면을 후퇴기와 불황기로 나누는 4단계의 구분법이 사용되기도 한다. (<그림1> 참조)



1) 총체적인 경제활동이란 실물부분에서는 생산, 소비, 투자, 고용 등을 들 수 있고, 금융부분으로는 화폐의 수요와 공급 등을 들 수 있으며 대외부분으로 수출과 수입 등을 들 수 있다.

2) 본 연구에서는 경기순환국면을 의미하는 용어로서 '확장국면/수축국면'과 '확장기/수축기'를 혼용하여 사용한다.

우선 <그림1>에 있는 경기순환과정에 대한 특징을 경기순환국면과 경기순환과정으로 나누어 살펴보면 다음과 같다.

1) 확장국면

확장국면은 회복기와 호황기로 구분된다. 회복기는 생산과 고용이 증가하기 시작하고 향후 경기에 대한 기대심리가 낙관적으로 변하면서 소비와 투자가 점차 증가한다. 이 때 물가와 금리는 안정세를 유지하고 기업자금사정은 점차 개선되는 경향이 있다.

호황기는 생산과 고용의 증가세가 지속되고 경기에 대한 낙관론이 크게 확산되면서 노동 및 자본의 이용도가 높아지는 가운데 투자가 계속 확대된다. 물가와 금리는 상승하기 시작하고 기업이윤은 높은 상태를 유지하나 더 이상 증가하지는 않는다. 경기가 정점에 도달하는 과정에서 투자확대에 따른 부분적인 자금부족현상이 나타나기도 한다.



2) 수축국면

수축국면은 후퇴기와 불황기로 구분된다. 후퇴기는 재고가 증가하면서 투자는 수익성 저하와 함께 감소하고 소비도 내구소비재를 중심으로 감소한다. 금리와 물가는 상승세를 지속하고 수요 감소와 수익성 저하에 따라 기업자금사정이 악화되고 도산 기업이 증가하기 시작한다.

불황기는 경기에 대한 비관론이 확산되고 소비·투자의 감소세가 확대되며 실업이 증가하면서 노동, 자본 등 생산능력 면에서 여유가 발생한다. 이 때 물가와 금리는 하락하고 기업의 수익성은 더욱 악화되어 도산 기업이 크게 증가한다. 그러나 경기가 저점에 가까워지면서 적자기업의 퇴출, 투자수요의 감소 등으로 시중 자금사정은 다소 개선 기미를 보인다.

한편 경기순환과정의 중요한 특징은 다음과 같다.

첫째, 경기순환은 반복적이지만 비주기적이다. 경기확장과 수축이 번갈아 가면서 되풀이되어 나타난다는 점에서 반복적이지만 경기순환의 주기와 진폭이 경기순환마다 다르다는 점에서 비주기적이다.

둘째, 경기순환은 지속적이고 비대칭적이다. 경기후퇴가 일단 시작되면 상당기간 경기는 더 나빠지고 경기가 일단 확장되기 시작하면 상당기간 경기는 더 좋아진다는 점에서 경기순환은 지속적이다. 그리고 보통 확장국면이 수축국면보다 길게 나타난다는 점에서 비대칭적이다.

셋째, 경기순환은 몇몇 특정분야나 경제변수에만 일어나지 않고 많은 경제활동에서 거의 동시에 일어난다. 많은 경제변수들이 경기순환과정에서 예측 가능한 방향으로 같이 움직이는 경향을 공행이라 한다.

넷째, 경기가 확장국면에서 수축국면 또는 수축국면에서 확장국면으로 일단 반전되기 시작하면 경제활동은 일정한 방향으로 누적적인 확대현상을 보이게 된다. 경기가 확장국면에 접어들었다 하더라도 초기에는 일부 부문에 국한하여 영향을 주게 되나 시간이 흐를수록 그 파급정도가 강해져서 경기의 흐름은 한층 빨라지고 증폭되어 나타난다. 그러나 이러한 상태가 무한정 지속되는 것은 아니고 확장국면 또는 수축국면 어느 한 쪽의 국면이 확대되면 이와 함께 각종 제약조건도 늘어나게 되어 마침내 경기의 반전현상이 일어난다.

3. 선행연구의 검토

1) 회계정보의 가치관련성에 관한 연구

(1) 김지홍, 손성규(1997)의 연구

김지홍 등(1997)은 우리나라 자본시장에서 Ohlson(1995)에 의해 개발된 장부가액과 이익예측을 이용한 회계모형의 주가설명력을 검증하고 이를 배당금할인모형의 주가설명력과 비교하여 회계모형의 설명력과 함께 우리나라 회계정보의 질을 평가하였다. 연구의 기본가정으로는 회계모형에서 요구하는 현금흐름할인모형과 명백한 잉여관계(CSR)라는 발생주의회계의 기본가정 뿐 아니라 우리나라 재무분석가의 예측이익의 정확성이 내재되어 있음을 가정하였다. 검증을 위해 우리나라 재무분석가들의 2년간의 이익예측치와 장부가액이 사용되었으며 이를 배당금할인모형의 주가설명력과 비교하였다. 연구결과, 회계모형이 배당금할인모형보다 주가설명력이 월등히 높음을 보였다. 특히 2회계연도의 예측치에 근거한 회계모형이 65%의 높은 설명력을 보여 미국에서의 4회계연도 예측치에 근거한 회계모형의 68%의 설명력과 비교하여 단기간에 추측한 회계모형의 주가설명력이 매우 우수함을 보였다. 이 결과에 의하면 우리나라 기업들의 재무제표정보의 주가설명력이 뛰어나며 또한 우리나라 재무분석가의 예측이익의 질도 우수함을 시사하고 있다.

(2) 한봉희(1998)의 연구

한봉희(1998)는 국내자본시장에서 회계이익정보의 유용성이 과거 15년(1981~1995) 동안 향상되었는지 여부를 회계이익을 주가변동과 연관시켜 두 가지 방법으로 검증하였다. 첫째, 회계이익의 주가변동 설명력을 초과 주가수익률을 비기대회계이익과 회계이익에 회귀시킨 R^2 로써 측정 한 후, R^2 가 해가 거듭할수록 증가하였는지의 여부를 검증하였다. 둘째, 회계이익이 주가변동을 차별화시키는 정보가 매년 증가하였는지의 여부를 검증하였다. 주가변동의 차별화는 사전 비기대이익의 정보를 이용하여 투자한

결과 얻을 수 있는 초과주가수익률로 측정하였다. 검증 결과 회계이익의 주가설명력(R^2)과 회계이익을 이용한 투자 주가수익률 모두가 과거기간 동안 하락하는 추세에 있었다. 이는 회계이익정보의 유용성이 저하되었음을 지지하는 증거이다. 추가로 회계이익정보의 유용성 감소는 국제경쟁이 심화됨으로 인해 국내기업의 이익창출이 어려워졌고 이익의 지속성이 감소하였기 때문일 수 있다. 자기자본이익률(ROE : return on equity) 평균과 이익반응계수(ERC)의 추이 분석 결과 이러한 가능성을 지지하는 결과를 발견하였다. 이 논문에서는 회계이익정보의 유용성이 저하된 원인으로 부실회계감사 실태의 만연화를 언급하고 있다. 그러나 부실회계감사 실태의 현황에 대한 실제적인 조사와 검증은 수행되지 못하였다. 유용성 저하에 대한 다른 하나의 요인으로 국제경쟁의 심화로 인한 이익의 지속성 감소가 언급되었으며 그 밖에 다른 요인이 있을 가능성도 있을 수 있다.

(3) 장지인, 정혜정, 이경주(2002)의 연구

한봉희의 연구결과와 상반된 결과가 도출된 연구는 장지인 등(2002)의 논문이다. 이 논문은 Ho and Sohn(2000)의 연구를 확장하여 20년(1981~2000) 동안 Ohlson(1995)의 기업가치모형을 이용하여 회계이익과 장부가액 전체의 가치관련성이 감소 또는 증가하고 있는지 뿐만 아니라 이들 간의 상대적 가치관련성의 추이를 분석하였다. 또한 회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성 및 이들의 추이에 영향을 미치는 요인들로서 산업구조(하이텍기업과 로우텍기업), 기업규모, 수익성(흑자기업과 적자기업)을 검토하였다. 우선 결정계수(R^2)를 이용하여 회계정보의 가치관련성을 측정하고 검증기간(1981~2000) 동안의 회계정보 전체의 R^2 추이와 회계이익과 장부가액의 R^2 추이를 함께 살펴보았다. 또한 회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성에 영향을 미치는 요인들을 분석하기 위해서, 표본기업을

산업구조, 기업규모 및 수익성에 따라 각각 2개의 집단으로 구성한 후, R^2 를 비교하고, 각 요인에 따라 회계정보의 R^2 가 증가 또는 감소하는지, 그리고 회계이익과 장부가액의 가치관련성의 상호대체관계가 존재하는지를 살펴보았다. 그 결과 우리나라의 경우 지난 20년(1981~2000) 동안 회계이익과 장부가액 전체의 가치관련성은 약간 증가하였으며 특히 장부가액의 가치관련성은 매우 증가하였다. 또한 회계이익의 증분설명력은 감소하였으나, 장부가액의 증분설명력은 오히려 증가하여 우리나라의 경우도 미국에서처럼 장부가액의 상대적 가치관련성이 증가하고 있는 추세를 보여주고 있다. 그리고 외환위기(1997) 이후기간에 회계정보의 유용성이 증가하였으며 회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성은 여러 경제적 요인에 의해 체계적으로 영향을 받고 있음을 보여주고 있다.

(4) 신승묘(1996)의 연구

신승묘(1996)는 회계정보에 의하여 주가를 유의적으로 설명하여 주가평가에 있어서 회계정보가 유용함을 보이고자 하였는데, 이러한 연구를 하기 위하여 Ohlson이 제시한 주가평가모형으로부터 출발하여 주가를 설명할 것으로 추정되는 몇 가지 설명변수를 도출한 후, 이들 설명변수들이 주가를 유의적으로 설명하였는지를 검정하였고 이와 관련된 몇 가지 추가 분석을 하였다. 분석대상 연도는 1992년부터 1994년으로 하였으며 주된 분석방법은 다중회귀분석을 사용하였다. 그 결과 첫째, 현재의 장부가치, 당기의 이익, ROE 증가율, 투자증가율은 각각 주가와 유의적인 양의 관계를 보였고 시장베타는 주가와 유의적인 음의 관계를 보였다. 둘째, 당기 ROE의 크기에 따라 주가평가지 장부가치와 이익에 대한 계수가 기업별로 어떻게 다른지를 알아본 결과, 당기 ROE가 매우 큰 기업의 경우는 보통 수준인 기업의 경우보다 이익에 대한 계수는 작고 장부가치에 대한 계

수는 컸으며 당기 ROE가 음수인 기업의 경우는 보통 수준인 기업의 경우보다 장부가치와 이익에 대한 계수 모두가 작았다. 그리고 최근의 자산재평가 시기에 따라 추가평가지 장부가치와 이익에 대한 계수가 기업별로 어떻게 다른지 알아본 결과, 최근에 자산재평가를 한 기업의 경우는 그렇지 않은 기업의 경우보다 추가평가지 장부가치에 대한 계수는 더 작고 이익에 대한 계수는 더 크게 나타났다.

이러한 연구결과는 회계가 훌륭한 가치측정체계라는 사실과 이러한 사실을 보임에 있어서 Ohlson 모형이 유용함을 나타내며, 비상장기업에 있어서 장부가치와 수익가치에 일률적인 가중치를 줌으로써 주식가격을 결정해오고 있는 우리나라의 현행 실무를 개선할 필요가 있음을 시사한다.

2) 회계정보의 가치관련성에 영향을 미치는 요인에 관한 연구

(1) 송인만, 백원선, 이정주(1999)의 연구

송인만 등(1999)은 외견상으로 건실해 보이던 다수의 기업들이 도산하고 있는 경제적 현실을 배경으로 하여 현금흐름정보의 유용성을 기업가치평가 및 기업부실예측과 관련하여 우리나라 상장기업을 대상으로 실증적으로 분석하였다. 이를 위하여 4년간(1993~1996) 322개의 표본기업을 대상으로 기업평가모형을 추정하였는데, 실증분석결과 현금흐름이 기업가치를 설명하는데 있어서 회계이익에 추가적인 정보가치가 있는 것으로 나타났다. 특히 기업가치결정에 있어 기업의 재무구조가 부실할수록 현금흐름의 정보가치가 커지는 것으로 나타났다. 추가적 분석으로 1991년부터 1997년 상반기까지 부도가 발생한 61개 기업을 대상으로 기업부실 예측모형을 추정하였다. 분석결과는 기업부실 예측에, 특히 회계수치의 조작이 클 것으로 예상되는 부실 2년~4년 전에 현금흐름이 상대적으로 중요한 정보의 역할을 하고 있음이 밝혀졌다. 이는 발생주의 회계이익을 보완하

는 지표로서 현금흐름의 정보가치를 확인시켜 주는 결과이다. 이러한 결과가 시사하는 바는 기업부실을 예방하기 위해서는 현금흐름을 주요 경영 지표로 관리해야 하며, 재무상태에 따라서 회계이익과 현금흐름 정보를 차별적으로 활용함으로써 기업가치를 보다 적절히 평가할 수 있다는 것이다.

(2) 이경주, 정혜정(1999)의 연구

이경주 등(1999)은 회계정보의 유용성이 인적자본의 비중에 따라 달라지는지를 1981년부터 1996년까지 16년 동안 151개의 상장기업을 대상으로 분석하였다. 회계정보유용성의 변화추이가 기업의 연구개발비(R&D)지출, 무형자산의 크기, 인적자원에 대한 투자의 정도에 따라 달라지는지를 실증적으로 검증하였는데 회계정보의 유용성에 대한 측정치로는 시장가치와 장부가치의 비율(PB ratio), 주식수익률과 회계이익간의 회귀분석에서의 결정계수(R-square), 회계이익 1단위의 변동이 주가에 대한 영향을 나타내는 이익반응계수(ERC)의 세 가지를 사용하였다. 그 결과 회계정보의 유용성이 전반적으로 감소되고 있으며 특히, 인적자원의 투자비중이 높은 기업들의 경우 회계이익정보의 유용성 저하, 시장가치 대 장부가치의 비율 증대 등의 추세가 나타나고 있어 무형자산, 특히 인적자원에 대한 투자정보를 측정하여 공시하는 것이 투자자들에게 중요하다는 것을 시사하고 있다.

(3) Black(1998)의 연구

Black(1998)은 기업의 라이프사이클 단계를 도입기, 성장기, 성장/성숙기, 성숙기, 성숙/쇠퇴기, 쇠퇴기의 6단계로 분류하고 각 단계별로 회계이익과 현금흐름(영업현금흐름, 투자현금흐름, 재무현금흐름) 중 어느 것이

더 기업가치 평가에 유용한지를 검증하였다. 그 결과 회계이익은 성장/성숙기, 성숙기에서 현금흐름보다 유용하였고 라이프사이클 초기와 말기 부분에서는 회계이익보다 현금흐름 측정치가 보다 유용한 정보임을 보였다. 이익의 산출과정에 따라 이를 세분해 분석한 결과 영업이익은 성장/성숙기에서 영업현금흐름보다 가치관련성이 크고, 당기순이익 또한 이 두 단계에서 투자, 재무현금흐름보다 더 가치관련성이 크게 나타났다. 투자현금흐름은 도입기에서 순이익보다 가치관련성이 크고 영업현금흐름은 성장, 성숙/쇠퇴기에 순이익보다 가치관련성이 크게 나타났다.

(4) 오만순(2000)의 연구

오만순(2000)은 장부가액과 회계이익이 기업가치를 평가함에 있어서 기업의 라이프사이클 단계에 따라 어느 쪽이 더 유용한가를 검증하였다. 6년간(1992~1997) 215개의 기업을 대상으로 하여 배당성향, 매출성장률, 자본적지출의 상대적 크기, 기업연령의 4개의 변수를 선정하여 기업의 라이프사이클 단계(성장기, 성숙기, 쇠퇴기)를 구분하여 분석하였다. 그 결과 전체 표본의 분석에서는 장부가액 증분설명력이 회계이익보다 약간 우세하였고 라이프사이클 단계별로 나누어 살펴보면 장부가액의 증분설명력은 쇠퇴기, 성장기, 성숙기 순으로 나타났으며, 회계이익의 증분설명력은 성숙기, 성장기, 쇠퇴기 순으로 나타났다. 연도별 분석 결과는 전체적으로 회계정보의 추가설명력이 최근 연도로 올수록 감소하는 경향을 보이고 있다.

(5) 허정아(2001)의 연구

허정아(2001)는 현금흐름과 회계이익간의 상대적 정보가치가 기업의 라이프사이클 단계에 따라 달라지는가에 초점을 맞추어 기업평가모형에서

현금흐름과 회계이익 정보의 상대적 유용성을 파악하였다. 12년간(1985~1996) 151개의 기업을 대상으로 하여 기업연령, 매출액성장률, 자본적 지출의 크기 등의 3변수를 사용하여 기업의 라이프사이클 단계(도입/성장기, 성숙기, 쇠퇴기)를 구분하여 분석하였다. 그 결과 도입기/성장기, 성숙기, 쇠퇴기의 모든 단계에서 회계이익정보가 현금흐름정보보다 증분설명력이 높게 나타났다. 그래서 추가적으로 연도별, 산업별 분석을 하였는데, 그 결과 모두 도입/성장기와 쇠퇴기 단계에서 부분적으로 현금흐름이 회계이익보다 가치관련성이 크게 나타났다.

(6) Marilyn의 연구

Marilyn(1999)은 과거 18년(1970~1987) 동안 경기순환국면을 호황기, 경기후퇴기로 크게 분류하고 호황기 정점부터 경기후퇴기의 기간을 공황기와 침체기로 세분하여 회계이익과 추가수익간의 경기순환변수를 분석하였다. 이 논문은 53,324개의 표본으로 회계이익지속성과 이익반응계수가 경기순환에 따라 다르다는 것을 검증하였다. 즉 회계이익은 경기후퇴기(침체기)보다 호황기(공황기)에서 더 지속적이고, 이익반응계수도 경기후퇴기(침체기)보다 호황기(공황기)에서 더 크다는 결과가 도출되어, 회계이익지속성과 이익반응계수는 실제적으로 경제활동과 경제활동단계에서의 성장률과 관련이 있다는 결론을 내렸다.

Ⅲ. 연구 설계

1. 가설설정

경기가 확장국면에 있을 때는 생산 및 소비가 증가하여 경기에 대한 기대심리가 낙관적으로 크게 확산되면서 노동 및 자본의 이용도가 높아지며 투자가 계속 확대된다. 또한 물가, 금리가 상승하기 시작하고 기업이윤은 높아지기 때문에 앞으로도 더 많은 이익을 기대하게 되지만, 경기가 수축국면에 있을 때는 소비가 위축되고 생산이 둔화되어 기업의 사정도 악화되어 기업의 이익은 많이 줄어들게 된다. 그러므로 확장국면에서는 이익 지속성이 크지만, 수축국면에서는 이와는 반대일 것으로 예상되어 다음과 같은 가설을 도출할 수 있다.

연구가설 1. 이익반응계수(ERC)는 수축국면보다 확장국면에서 더 크다.

최근 Ohlson 모형을 이용하여 장부가액, 회계이익 등의 회계정보들이 기업가치 평가를 제대로 하는가에 대한 연구가 많이 이루어지고 있다. Lev and Zarowin(1999), 한봉희(1998) 등은 15년 동안의 자료를 이용한 분석에서 회계정보의 유용성이 지속적으로 감소하고 있다는 결과를 제시하였다. 이와는 달리 Collins, Maydew and Weiss(1997) 등은 40여 년 동안의 자료를 이용한 광범위한 분석을 통하여 회계정보의 가치관련성이 감소하지 않았다는 연구결과를 제시하였다. 이러한 연구에 거시경제학적인

상황을 고려하게 된다면 다른 결과가 나올 것이라고 예상된다. 따라서 본 연구에서는 경기순환에 따라 경기가 활성화되어 이익지속성이 크다고 예상되는 확장국면에서가 경기가 침체되어 소비와 투자가 감소되고 기업의 수익성이 하락하게 되는 수축국면에서보다 회계정보의 유용성이 클 것으로 예상되어 다음과 같은 가설을 도출하였다.

**연구가설 2-1. 전체 회계정보의 유용성은 수축국면보다 확장국면에
서 더 크다.**

경기가 확장국면에 있을 때는 이익이 일시적이지 않고 지속적이며 순이익은 수축국면에서보다 근접하게 미래성장기회를 예상할 수 있다. 그러므로 이 단계에서의 회계이익정보는 장부가액이나 현금흐름 측정치보다 더 나은 가치관련 정보를 제공할 것으로 예상되며, 투자자들의 관심은 기업의 장부가액이나 현금흐름보다 회계이익에 더 집중될 것이다.

이와는 반대로 경기가 수축국면에 있을 때는 확장국면에 비해 수요 감소와 수익성 저하로 인하여 회계이익보다 기업의 자본적 지출의 크기, 즉 장부가액이 보다 더 가치 있는 정보일 것이다. 또한 수축국면이 진행되다 보면 기업자금사정이 악화되어 도산기업이 증가하게 되는데, 재무구조가 부실하다고 공시되면 정보이용자들은 이에 따른 위험을 느끼게 되므로 경영자는 재무구조의 부실을 은폐하고 조작된 정보를 공시할 유인을 가지게 된다. 기업의 재무상태가 악화되면 이익조정은 기업의 이익추구를 위한 불가피한 선택이 되기 때문에 이러한 경우에는 임의적인 원가배분이나 대체적인 회계처리방법에 의해 영향을 받지 않는 현금흐름정보가 더욱 신뢰성이 높은 정보를 제공할 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 도출할 수 있다.

연구가설 2-2. 회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성 비교

: 확장국면에서는 회계이익이 장부가액보다 더 유용한 정보인 반면에, 수축국면에서는 장부가액이 회계이익보다 더 유용한 정보이다.

연구가설 2-3. 회계이익과 현금흐름의 상대적 가치관련성 비교

: 확장국면에서는 회계이익이 현금흐름보다 더 유용한 정보인 반면에, 수축국면에서는 현금흐름이 회계이익보다 더 유용한 정보이다.

2. 연구모형과 변수의 정의



1) 이익반응계수 측정

본 연구에서는 ERC를 측정하여 가설1을 증명하고자 한다. ERC는 회계이익 1단위의 변동이 주가에 미치는 영향의 정도를 나타내는 계수로서, 다음 회귀모형의 회귀계수인 b에 의해 추정된다.

$$R_{it} = a + b \frac{\Delta X_{it}}{P_{i,t-1}} + e_{it} \quad \text{모형(1)}$$

R_{it} : i 기업의 t 연도 누적수익률
(월별수익률을 t 연도 4월에서 익년도 3월까지 12개월 동안 누적)

ΔX_{it} : i 기업의 t 연도 회계이익의 변화

$P_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 연도 말의 주가

2) Ohlson 모형의 변수

회계정보의 상대적 가치관련성, 즉 가설 2-1과 2-2를 증명하기 위하여 본 연구에서는 Ohlson(1995)의 이론적 모형에 따라 다음과 같은 실증분석 모형을 사용하였다.

$$P_{it} = a_0 + a_1E_{it} + a_2BV_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{모형 (2)}$$

P_{it} : 기업 i 의 t 연도 말의 주가

E_{it} : 기업 i 의 t 연도의 주당순이익

BV_{it} : 기업 i 의 t 연도 말의 주당 장부가액

한편, 회계이익, 장부가액이 독자적으로 갖는 가치관련성의 정도를 측정하기 위하여 다음과 같은 모형을 추정하였다.



$$P_{it} = b_0 + b_1E_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{모형(3)}$$

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

$$P_{it} = c_0 + c_1BV_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{모형(4)}$$

위에서 제시한 분석모형인 회귀식 (2)~(4)에서 산출된 결정계수를 각각 R^2_T , R^2_2 , R^2_3 로 표시하면 R^2_T 는 회계이익과 장부가액 전체의 주가에 대한 설명력(가치관련성)이고, R^2_2 , R^2_3 는 각각 회계이익과 장부가액의 설명력이다. 따라서 회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성을 비교하기 위해서 다음과 같이 증분설명력을 측정한다.

$$R^2_T - R^2_2 = R^2_{BV} \quad : \text{장부가액의 증분설명력}$$

$$R^2_T - R^2_3 = R^2_E \quad : \text{회계이익의 증분설명력}$$

위의 회귀모형 (2)를 이용하여 회계이익과 장부가액의 주가설명력 R^2_T 를 구한 다음, 이들을 경기확장국면과 수축국면별로 비교함으로써 경기순환국면별로 회계이익과 장부가액 사이에 상대적 유용성이 있는지 여부를 파악하였다. 즉, 경기확장국면에서 회계이익의 증분설명력인 R^2_E 가 장부가액의 증분설명력인 R^2_{BV} 보다 높고, 수축국면에서 R^2_{BV} 가 R^2_E 보다 높으면 가설 2-2가 지지되는 것이다. 이를 요약하여 나타내면 다음과 같다.

<표1> 경기순환국면별 주가설명력의 관계 : 회계이익과 장부가액

가설검증	확장국면		수축국면	
	E > BV	E < BV	E > BV	E < BV
예측	예	아니오	아니오	예
예측 R^2	$R^2_E > R^2_{BV}$		$R^2_E < R^2_{BV}$	
	⇒ 가설 2-2가 지지됨			

그리고 현금흐름과 회계이익의 상대적 가치관련성, 즉 가설 2-3을 분석하기 위하여 Ohlson 모형에 현금흐름변수³⁾를 추가하여 다음의 회귀모형을 추정하였다.

$$P_{it} = d_0 + d_1 E_{it} + d_2 BV_{it} + d_3 CF_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{모형(5)}$$

CF_{it} : 기업 i 의 t 연도의 주당 영업활동으로 인한 현금흐름

한편, 회계이익, 현금흐름이 독자적으로 갖는 가치관련성의 정도를 측정

3) 현금흐름 정보로는 재무 및 투자활동으로 인해 영향을 받지 않는 '영업활동으로 인한 현금흐름'이 적절한 대안이 될 것이다. 1994년 이후의 '영업활동으로 인한 현금흐름'은 직접 현금흐름표로부터 추출되지만 그 이전의 자료는 '영업활동에서 조달된 현금흐름(재무상태변동표)'에 영업활동과 관련이 있는 자산, 부채 계정의 증감을 가감하여 산출하였다.(송인만 등(1999) 참조)

하기 위하여 장부가액을 통제변수로 사용하여 각각 다음과 같은 모형을 추정하였다.

$$P_{it} = e_0 + e_1 BV_{it} + e_2 E_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{모형(6)}$$

$$P_{it} = f_0 + f_1 BV_{it} + f_2 CF_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{모형(7)}$$

위에서 제시한 분석모형인 회귀식 (5)~(7)에서 산출된 결정계수를 각각 R^2_{T5} , R^2_6 , R^2_7 로 표시하면 R^2_{T5} 는 회계이익과 현금흐름 전체의 주가에 대한 설명력(가치관련성)이고, R^2_6 , R^2_7 는 각각 회계이익과 현금흐름의 설명력이다. 따라서 회계이익과 현금흐름의 상대적 가치관련성을 비교하기 위해서 다음과 같이 증분설명력을 측정한다.

$$R^2_{T5} - R^2_6 = R^2_{CF} : \text{현금흐름의 증분설명력}$$

$$R^2_{T5} - R^2_6 = R^2_{EI} : \text{회계이익의 증분설명력}$$

위의 회귀모형 (5)를 이용하여 회계이익과 현금흐름의 주가설명력 R^2_{T5} 를 구한 다음, 이들을 경기확장국면과 수축국면별로 비교함으로써 경기순환국면별로 회계이익과 현금흐름 사이에 상대적 유용성이 있는지 여부를 파악하였다. 즉, 경기확장국면에서 회계이익의 증분설명력인 R^2_{EI} 가 현금흐름의 증분설명력인 R^2_{CF} 보다 높고, 수축국면에서 R^2_{CF} 가 R^2_{EI} 보다 높으면 가설 2-3이 지지되는 것이다. 이를 요약하여 나타내면 다음과 같다.

<표2> 경기순환국면별 주가설명력의 관계 : 회계이익과 현금흐름

가설검증	확장국면		수축국면	
	E > CF	E < CF	E > CF	E < CF
예측	예	아니오	아니오	예
예측 R^2	$R_{E1}^2 > R_{CF}^2$		$R_{E1}^2 < R_{CF}^2$	
	⇒ 가설 2-3이 지지됨			

3. 경기순환의 구분

우리나라에서 경기순환과정은 1950년대 말부터 한국은행이 분석하기 시작했는데 1970년대 이후부터는 통계청이 공식적으로 편제하고 있다. 우리나라는 총 7차례의 경기순환을 경험하였으며 기준순환일은 <표3>과 같다.

<표3>을 살펴보면 평균 순환주기는 약 53개월이며 평균 수축국면기간은 19개월, 평균 확장국면기간은 34개월이다. 각 경기순환은 예외 없이 확장국면이 수축국면보다 매우 길게 발생(비대칭성)하고 있다. 이러한 현상은 대부분의 자본주의 국가에서 공통적으로 나타나는 특성으로 이는 경기침체시 정부가 적극적으로 시장에 개입하여 각종 부양책을 실시한 결과이다.

경기순환기별로 성장패턴, 정부정책, 외생적 충격여부 등에 따라 달라지는데, 순환기별 성장패턴을 보면, 주로 수출주도의 경제성장 속에 내수주도 성장패턴이 간헐적으로 발생한 것을 알 수 있다. 또한 7차례의 경기순

<표3> 우리나라 경기순환과정

	기 준 순 환 일 ⁴⁾ (연월)			지 속 기 간		
	저점(T)	정점(P)	저점(T)	확장	수축	전순환
제1순환	1972.3	1974.2	1975.6	23	16	39
제2순환	1975.6	1979.2	1980.9	44	19	63
제3순환	1980.9	1984.2	1985.9	41	19	60
제4순환	1985.9	1988.1	1989.7	28	18	46
제5순환	1989.7	1992.1	1993.1	30	12	42
제6순환	1993.1	1996.3	1998.8	38	29	67
제7순환	1998.8	2000.8	2001.8(?)	-	-	-
평균				34	19	53

주 : 2000년 8월은 통계청 공식 기준순환일이며 2001년 8월은 추정치임.
 자료 : 통계청, 『경기종합지수』, 각 연도.

환 동안 1차 석유파동(제1순환기), 2차 석유파동(제2순환기), 외환위기(제6순환기) 등 3차례의 충격이 발생하였다. 1차 석유파동은 초인플레이션을 유발하였고, 2차 석유파동은 국내 정치 불안 등이 복합적으로 작용하면서 마이너스 성장을 초래하였으며 6순환기에 발생한 외환위기의 충격은 마이너스 성장과 더불어 가장 긴 경기수축국면을 초래하였다. 정부정책도 경기변동에 크게 영향을 미치는데, 제1순환기는 8·3조치, 중화학공업 육성책으로 투자 및 수출이 경기를 주도하였고 제3순환기는 강력한 긴축정책으로 경기 변동폭이 가장 작게 발생하였으며, 제5순환기는 주택 200만호 건설 등 정부정책으로 건설부문이 경기를 주도하였다.

이러한 우리나라 경기순환에 따른 경기순환 요인 및 특징을 <표4>에 요약하였다.

4) 경기순환을 현실적으로 파악하고 분석하기 위해서는 경기의 정점(peak)과 저점(trough)이 정해져야 하는데, 이러한 경기의 정점 또는 저점이 발생한 구체적인 시점을 기준순환일(reference date)이라 한다.

<표4> 우리나라 경기순환 요인 및 특징

경기순환 요인		순환 주기	순환국면	특 징
외부 충격	제1차 석유파동	제1 순환기	확장기 (1972.3~1974.2)	- 수출주도형 중화학공업 체제 구축 - 8.3조치로 투자활성화 유인 마련
			수축기 (1974.2~1975.6)	- 제1차 석유파동으로 물가급등 - 중화학공업 육성으로 수축정도 약화
	제2차 석유파동	제2 순환기	확장기 (1975.6~1979.2)	- 중동특수로 건설경기 호황, 부동산 가격 상승 등 내수경기 과열
			수축기 (1979.2~1980.9)	- 제2차 석유파동, 10.26사태 등으로 마이 너스 성장률 기록
내수 및 수출 주도	건축정책	제3 순환기	확장기 (1980.9~1984.2)	- 세계경기회복에 힘입어 제조업생산과 수 출 등이 회복
			수축기 (1984.2~1985.9)	- 산업합리화 조치, 건축정책 장기화로 설 비투자 부진
	수출호조	제4 순환기	확장기 (1985.9~1988.1)	- 3저 호황으로 대내외 경제여건이 호조를 보이면서 고도성장
			수축기 (1988.1~1989.7)	- 부동산 및 임금 상승 등으로 비용요인 상승
	건설경기	제5 순환기	확장기 (1989.7~1992.1)	- 5대 신도시 건설계획, 중화학공업의 대규 모 투자 등 내수부문이 경기주도
			수축기 (1992.1~1993.1)	- 부동산 경기 안정대책, 경제안정화 대책 등으로 내수경기 과열이 진정
외부 충격	외환위기	제6 순환기	확장기 (1993.1~1996.3)	- 엔화 초강세로 수출경쟁력 회복 - 반도체를 중심으로 수출급증
			수축기 (1996.3~1998.8)	- 과잉 설비투자에 따른 공급과잉으로 수 익성 악화(외채 급증) - 동남아시아 외환위기가 국내로 파급
내수 및 수출 주도	경제의 디지털화	제7 순환기	확장기 (1998.8~2000.8)	- 경제의 디지털화가 진행 - IT산업이 경기상승 국면을 주도

자료 : 삼성경제연구소, 『최근 경기변동의 요인분석과 시사점』, 2004, p.9.

본 연구에서는 위의 자료를 이용하여 확장국면과 수축국면의 두 단계를 다음과 같이 나타내었다.

<표5> 우리나라의 확장국면과 수축국면

순환기	확장국면	수축국면
제1순환	1972.3 ~ 1974.2 (1972, 1973)	1974.2 ~ 1975.6 (1974)
제2순환	1975.6 ~ 1979.2 (1975, 1976, 1977, 1978)	1979.2 ~ 1980. 9 (1979)
제3순환	1980.9 ~ 1984.2 (1980, 1981, 1982, 1983)	1984.2 ~ 1985.9 (1984)
제4순환	1985.9 ~ 1988.1 (1985, 1986, 1987)	1988.1 ~ 1989.7 (1988)
제5순환	1989.7 ~ 1992.1 (1989, 1990, 1991)	1992.1 ~ 1993.1 (1992)
제6순환	1993.1 ~ 1996.3 (1993, 1994, 1995)	1996.3 ~ 1998.8 (1996, 1997)
제7순환	1998.8 ~ 2000.8 (1998, 1999)	2000.8 ~ 2001. 8 (2000)

그런데, 제1순환과 제2순환에 해당하는 1980년 이전의 기간은 한국신용평가(주)의 데이터베이스로부터 재무자료의 추출이 불가능하므로 본 연구에서는 1980년 이후인 제3순환기부터 제7순환기까지를 검증대상으로 하였다. 제3순환기부터 제7순환기까지의 특징을 자세히 살펴보면 다음과 같다.

제3순환기(1980.9~1985.9)의 특징은 산업합리화 시책과 물가안정이라 할 수 있다. 1980년 9월부터 시작된 3순환기의 경기확장 국면은 41개월간

지속되었으며 1981년 이후 세계경기 회복에 힘입어 제조업 생산과 수출 등이 점차 회복되었다. 그러나 1984년 2월 이후 주요 국가의 보호무역 강화 등으로 수출증가세가 둔화되면서 경기수축 국면이 19개월간 지속되었다. 하지만 무리한 투자확대를 지양하고 부동산 투기억제 정책 등 총수요 관리 정책으로 물가수준은 안정세를 유지하였다.

3순환기 초반의 강력한 긴축정책은 한국경제가 만성적인 인플레이션 압력과 외채위기 등에서 벗어나는 계기가 되었지만, 경기상승의 탄력은 저하되었다.

제4순환기(1985.9~1989.7)의 특징은 3저 호황과 버블발생⁵⁾이라 할 수 있다.

1985년을 기점으로 저달러, 저유가, 저금리의 '3저 현상'이 겹치면서 한국경제의 주변 환경이 급속히 호전되었으며, 경기침체기가 끝나고 상승기로 접어들던 한국경제는 '3저 현상'에 편승하여 가격경쟁력이 높아지면서 수출이 급증하고 경제성장도 3년 연속 두 자릿수 성장⁶⁾을 하였으며 종합주가지수는 사상 처음으로 1,000포인트를 돌파⁷⁾하였다. 하지만 수축기에 접어들면서 원화절상, 임금상승, 물가상승, 엔화약세 등으로 가격경쟁력이 약화되어 수출경기가 급랭하면서 경제성장도 10.5%(1988년)에서 6.1%(1989년)로 둔화되었다. 이런 상황으로 보면 호황의 원인이 내적 경쟁력 확보에 있었던 것이 아니라 외적 환경개선에 있었음을 알 수 있다. 또한 주가와 지가 등 자산가격과 임금이 갑자기 상승⁸⁾하여 과소비가 유발되었으며 과도한 경상수지 흑자를 관리하는데 실패하여 시장유동성이 갑자기

5) 버블현상(bubble)이란 투자나 생산 등의 실제의 조건이 따르지 않는데도 물가가 오르고 부동산 투기가 심해지고 증권시장이 가열되면서 돈의 흐름이 활발해지는 현상이다.

6) 경제성장률이 1986년 11.0%이며, 1987년 11.0%, 1988년 10.5%로 3년 연속 두 자릿수 성장을 하였다.

7) 1989년 3월 31일

8) 1986~1989년간 지가와 임금은, 각각 20.4%, 13.7% 상승

증가하면서 부동산 가격의 급등을 초래하였다.

제5순환기(1989.7~1993.1)는 건설경기와 소비가 경기상승을 주도하였다.

1989년 이후 부동산 투기 억제와 경기부양을 위해 주택 200만호 건설을 추진하는 등 건설투자를 대폭 확대하였고 자산가격 상승의 영향으로 과소비 현상이 만연하였다. 하지만 건설경기가 퇴조하고 자산가격의 거품이 꺼지면서 경기가 급락하였으며 경상수지는 3년 연속 적자를 기록하고, 인플레이션 압력이 확대되는 내수주도의 후유증이 발생하였다.

제6순환기(1993.1~1998.8)의 특징은 반도체 호황, 대형투자 실패, 외환위기 발생이다. 경기확장기간도 길었지만 외환위기 발생 등으로 수축기간이 다른 순환기에 비해 평균 10개월이나 더 지속되었다.⁹⁾ 경기확장기간이 길었던 것은 반도체 호황과 대규모 설비투자가 주요인으로 작용하였고, 경기수축기간이 장기화된 것은 외환위기 충격 때문이다. 반도체를 중심으로 수출이 크게 늘어나 경기상승을 주도하였고, 1996년 자본자유화가 이루어지면서 외국자본에 대한 접근이 용이해짐에 따라 외국자본 차입을 통한 대규모 투자가 확대되었다. 하지만 경쟁적인 대규모 설비증설로 경기확장 기간이 늘었지만 주력제품의 세계적인 공급과잉과 엔화의 약세 반전 등으로 가격경쟁력이 약화되었고, 대형투자로 외채가 급증한 가운데 동남아 국가들의 외환위기 사태가 한국으로 전이¹⁰⁾되어 경기수축기간이 장기화되었다.

제7순환기(1998.8~2001.8)에는 외환위기 이후 경기회복을 위한 정책 대응의 하나로 ‘경제의 디지털화’가 빠르게 전개되었으며 고용창출을 위해 정책적 차원에서 벤처기업에 대한 지원이 이루어지면서 벤처기업 창업이

9) 전 순환 확장기 평균은 34개월이며, 수축기 평균은 19개월이다. 그러나 6순환기의 확장기는 38개월, 수축기는 29개월 동안 지속되었다.

10) 금융기관의 해외투자 실패와 과도한 단기차입으로 외채상환능력을 상실하였고, 대형투자 추진으로 급증한 기업외채의 상환압력이 증가하였으며 대기업 도산이 속출하면서 금융기관 부실이 심각해지고 금융시장에 신용경색 현상이 발생하였다.

활성화¹¹⁾되었다. 또한 인터넷 보급 증가로 소비회복 과정에서 전자상거래 시장이 확대¹²⁾되었다. 이렇게 외환위기 직후 내수경기 위축에도 불구하고 세계경제의 디지털 붐에 힘입어 경기가 빠른 속도로 회복되었다. 소비도 외환위기에 따른 심리적 공황상태가 진정되면서 회복세로 돌아섰고, 투자도 IT 산업을 중심으로 다시 확대되었다. 하지만, 2001년 이후 미국 등 세계경제 및 세계 IT 경기가 침체를 겪으면서 한국 경제도 다시 침체하였으며 지나친 내수부양으로 인하여 가계부채¹³⁾와 신용불량자수가 급증¹⁴⁾하여 가계부실이 누적되었고, 이로 인하여 수출이 회복되어도 민간 소비는 침체가 지속¹⁵⁾되었다.

4. 표본선정



2000년 말 현재 우리나라 증권시장에 상장된 기업 중에서 다음의 요건을 충족시키는 기업들로 구성되었다.

- (1) 당기순이익, 자본금 및 기타 회계자료가 1981년부터 2000년까지 20년 동안 이용 가능한 기업
- (2) 연말의 주가가 1981년부터 2000년까지 20년 동안 이용 가능한 기업
- (3) 12월 결산기업으로서 결산월이 1981년부터 2000년까지 20년 동안

11) 1998년 2,042개에 불과했던 벤처기업은 2001년에는 11,392개로 3년 만에 5.6배로 급증하였다.

12) 총 거래에서 차지하는 전자상거래 비율은 1999년 3.2%에서 2001년에는 9.1%로 약 3배 확대되었다.

13) 2003년 말 가계부채는 447.6조원, 가구당 부채는 2,926만원으로 2000년에 비해 각각 67.7%, 60.2%로 급증하였다.

14) 2003년 말 현재 신용불량자 수는 372만 명으로 경제활동인구의 16.2%이다.

15) 2003년의 경우, 수출이 전년대비 19.3%나 증가했지만, 소비가 감소세를 지속하면서 경제성장세가 3%대를 기록하였다.

변경되지 않은 기업

(4) 금융·보험 및 서비스업종이 아닌 기업(KIS의 산업코드 6500 미만)

이상의 요건 중 (1) ~ (3)은 연도별 추이를 고려한 실증분석에 필요한 자료를 확보하기 위한 것이다. (4)는 금융업종의 특수성을 고려했기 때문이다. 이상의 선정기준을 충족시키는 기업은 모두 142개였으며, 이하의 실증분석결과는 2,840개의 관측치(142×20 년)를 이용하여 수행된 것이다. 표본기업 142개의 산업별 분포를 <표6>에 나타내었다. 표본은 모두 16개의 산업으로 구성되어 있어 매우 다양한 분포를 보이고 있다. 특히 화학(27기업), 건설업(18기업) 및 음식료품(14기업) 등이 비교적 많은 표본기업들을 포함하고 있다.



<표6> 표본기업의 산업별 분포

산업코드	산 업	기업수	%
500	음식료품	14	9.86
600	섬유, 의복	9	6.34
700	종이, 목재	5	3.52
800	화학	27	19.01
900	의약품	7	4.93
1000	비금속광물제품	11	7.75
1100	철강, 금속	8	5.63
1200	기계	6	4.23
1300	전기, 전자	10	7.04
1500	운수장비	6	4.23
1600	유통업	9	6.34
1700	전기, 가스업	1	0.70
1800	건설업	18	12.68
1900	운수창고업	6	4.23
2600	서비스업	1	0.70
9900	기타 제조업	4	2.82
합 계		142	100.00

IV. 실증분석 결과

1. 주요 변수들의 기술통계

<표7>은 전체 표본기업을 경기순환국면별로 분류하여 주요변수들의 기술통계를 집계한 것이다. 변수들의 측정치 중 회계이익은 확장국면이 수축국면보다 높게 나타나고 있으며, 장부가액 및 현금흐름은 수축국면이 확장국면보다 높게 나타나고 있다.

<표7> 주요 변수의 기술통계

경기순환	구분 변수	평균	표준편차	4분위수		
				25%	50%	75%
확장국면	P	181.28	183.95	72.93	133.55	225.00
	E	1302.79	8021.76	417.00	1135.50	2358.50
	BV	24629.48	30037.93	11808.93	17225.73	29009.90
	CF	5080.48	12261.74	-449.61	3834.89	8817.78
수축국면	P	179.51	191.09	67.10	137.50	234.75
	E	773.98	8592.76	190.75	876.50	2045.00
	BV	28522.01	39056.85	12326.13	19274.32	34727.87
	CF	5675.38	12107.37	466.60	3895.75	8916.74
전체	P	180.75	186.09	70.96	135.00	127.00
	E	1144.15	8199.30	399.00	1048.50	2258.00
	BV	25795.70	33041.43	11950.78	17672.60	30780.06
	CF	5258.76	12216.59	-20.68	3855.20	8845.23

P = 주식의 시장가치(회계연도말 종가)

E = 회계이익

BV = 장부가액

CF = 현금흐름

※ 모든 변수는 1주당 금액이며, 금액단위는 원임.

<표8>은 변수간 상관관계를 분석한 내용으로 Pearson 상관계수는 확장국면과 수축국면 모두 주가에 미치는 상관관계가 장부가액 > 현금흐름 > 회계이익의 순으로 나타나고 있으며, Spearman 상관계수는 전체와 확장국면에서는 주가에 미치는 상관관계가 장부가액 > 회계이익 > 현금흐름 순으로 나타나고 있고, 수축국면에서는 회계이익 > 장부가액 > 현금흐름 순으로 나타나고 있다.

<표8> 상관관계분석 : 경기순환국면별 주요 변수들의 상관관계

확장국면				
변수	P	E	BV	CF
P	1.000	0.341	0.543	0.430
E	0.368	1.000	0.503	0.288
BV	0.525	0.478	1.000	0.406
CF	0.334	0.374	0.367	1.000
수축국면				
변수	P	E	BV	CF
P	1.000	0.500	0.620	0.555
E	0.493	1.000	0.459	0.386
BV	0.473	0.466	1.000	0.477
CF	0.362	0.442	0.398	1.000
전체				
변수	P	E	BV	CF
P	1.000	0.392	0.567	0.468
E	0.411	1.000	0.482	0.318
BV	0.504	0.468	1.000	0.428
CF	0.341	0.392	0.376	1.000

좌측하단 : Spearman 상관계수

우측상단 : Pearson 상관계수

※ 모든 상관계수는 1% 수준에서 유의함

2. 경기순환에 따른 이익반응계수 추이

표본기업 전체를 이용하여 분석대상기간 20년 동안(1981-2000년)의 ERC에 대한 변화추세를 살펴보면 <표9>와 같다. ERC는 20년간 평균 0.293이며, 그 추세는 규칙적으로 감소하거나 증가하는 추세를 나타내고 있지 않지만 불규칙적으로 증감을 반복하고 있다. 이러한 추세를 그래프로 나타낸 것이 <그림2>이다. <그림2>를 보면 부분적으로 5순환기와 6순환기¹⁶⁾에는 확장국면에 상승하는 추세를 보이고 있으며 수축국면에는 하락하는 추세를 보여 가설 1이 부분적으로 지지되는 것처럼 보인다.

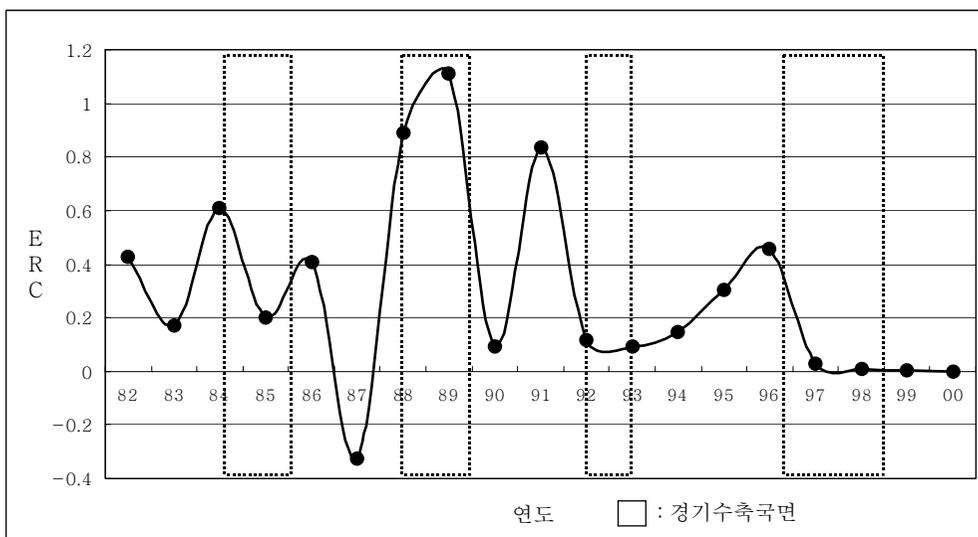
<표9>의 자료를 이용하여 1982년부터 2000년까지의 기간을 확장국면과 수축국면으로 나누어 이익반응계수의 차이를 t-검정과 Mann-Whitney검정으로 분석하여 비교한 결과가 <표10>에 나타나 있다. ERC 평균이 확장국면일 때 0.265로 수축국면일 때의 0.350보다 낮게 나타나고 있으며 그 차이는 통계적으로 유의하지 않다. 이는 가설 1과 정반대의 결과가 나왔으며 그 결과도 통계적으로 유의하지 않은 것이기 때문에 가설 1은 타당하지 않다고 봐야 한다.

¹⁶⁾ 3순환기 : 1980.9~1985.9, 4순환기 : 1985.9~1989.7, 5순환기 : 1989.7~1993.1
6순환기 : 1993.1~1998.8, 7순환기 : 1998.8~2001.8

<표9> 연도별 이익반응계수의 추이

연도	구분	경기순환구분	ERC
1981		확장	
1982		확장	0.429
1983		확장	0.169
1984		수축	0.609
1985		확장	0.203
1986		확장	0.406
1987		확장	-0.328
1988		수축	0.889
1989		확장	1.109
1990		확장	0.092
1991		확장	0.835
1992		수축	0.118
1993		확장	0.094
1994		확장	0.144
1995		확장	0.304
1996		수축	0.456
1997		수축	0.028
1998		확장	0.009
1999		확장	0.003
2000		수축	-0.001
1981-2000			0.293

<그림2> ERC 추이와 경기순환



제주대학교 중앙도서관
 <표10> 경기순환에 따른 이익반응계수 추이

모형 :

$$(1) R_{it} = a + b \frac{\Delta X_{it}}{P_{i,t-1}} + e_{it}$$

구분 변수	확장국면		수축국면		t-값	Wilcoxon z-값
	평균	표준편차	평균	표준편차		
b	0.265	0.373	0.350	0.360	-0.468	-0.439
N	13		6			

주) 유의수준 : *** : 1%, ** : 5%, * : 10%

3. 경기순환에 따른 회계이익과 장부가액의 상대적 유용성 분석

<표11>은 회귀모형 (2)-(4)를 연도별로 추정한 결과와 회계이익과 장부가액의 증분설명력을 보여준다. 전체 표본을 사용하여 횡단면과 시계열 자료를 통합한 회귀분석의 R^2 는 회계이익과 장부가액이 추가변동의 40.1%를 설명하고 있으며 회계이익은 22.3%, 장부가액은 35.6%의 추가설명력을 갖는 것으로 나타나고 있다.

<표5>와 <표11>의 자료를 이용하여 경기순환국면에 따른 회계정보의 가치관련성 추이를 <그림3>~<그림6>으로 나타내었다. <그림3>은 회계정보의 가치관련성 추이를 종합하여 표시한 것이고 <그림4>, <그림5> 및 <그림6>은 <그림3>의 회계정보의 가치관련성 추이 그래프를 전체 회계정보의 설명력, 회계이익의 증분설명력, 장부가액의 증분설명력이 경기순환국면에 따라 어떤 추세를 보이는지를 각각 표시한 것이다.

<그림3>을 살펴보면 전체 회계정보의 설명력이 6순환기¹⁷⁾를 제외한 3~5순환기에서 일정한 현상을 유지하고 있음을 알 수 있다. 즉 확장국면에서는 증가하고, 수축국면에서는 감소하는 현상을 보이고 있다. 이는 연구가설 2-1을 부분적으로 지지하는 것처럼 보인다.

연구가설 2-2에 의하면 확장국면에서는 회계이익이 장부가액보다 투자자들에게 정보로서 더 가치가 있으며 수축국면에서는 장부가액이 회계이익보다 더 가치 있는 정보이어야 하는데 <그림3>에서 회계이익과 장부가액의 상대적인 추이를 보면 부분적으로 가설이 지지되는 것처럼 보인다.

17) 3순환기 : 1980.9~1985.9, 4순환기 : 1985.9~1989.7, 5순환기 : 1989.7~1993.1
6순환기 : 1993.1~1998.8, 7순환기 : 1998.8~2001.8

<표11> 회계이익과 장부가액의 주가에 대한 연도별 회귀분석 결과

모형 :

(2) $P_{it} = a_0 + a_1 E_{it} + a_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

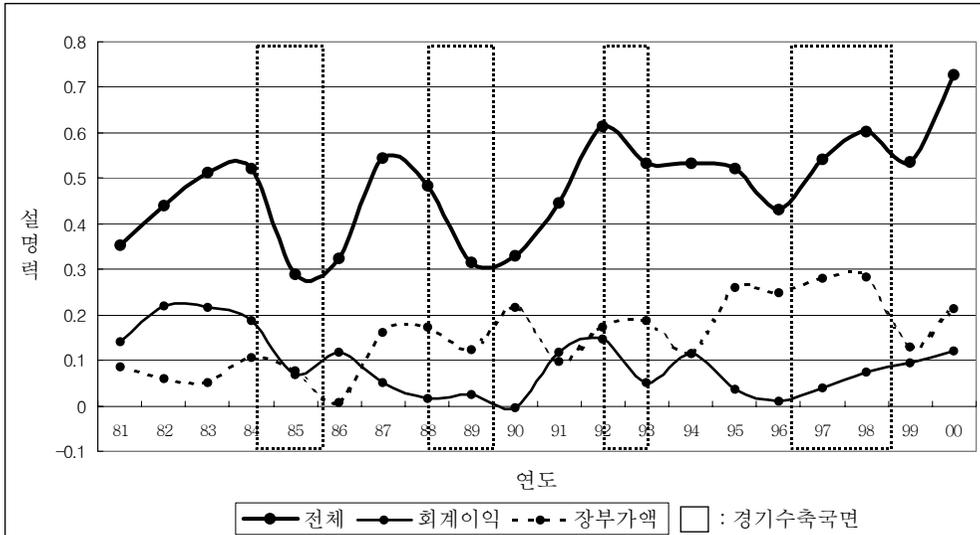
(3) $P_{it} = b_0 + b_1 E_{it} + \varepsilon_{it}$

(4) $P_{it} = c_0 + c_1 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

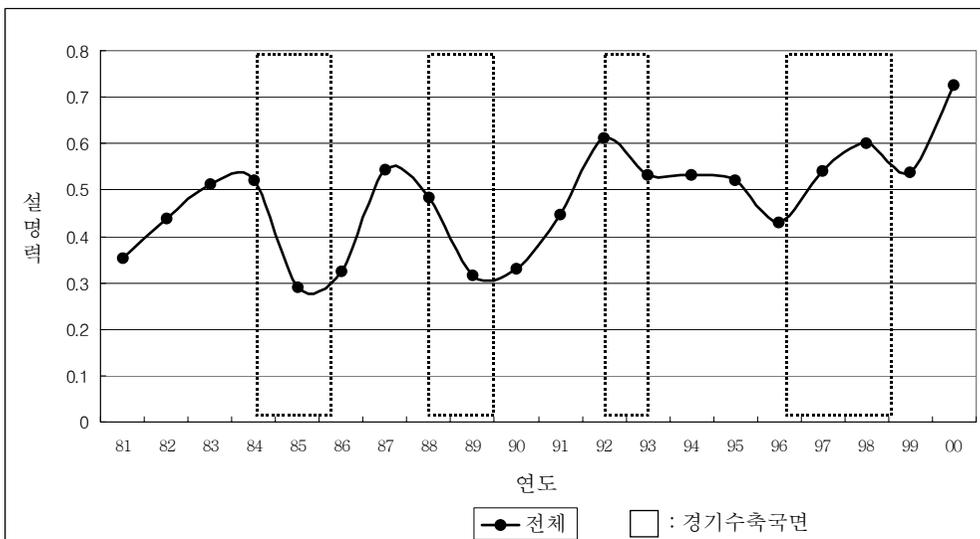
연도	구분	a_1	a_2	(2) R^2_T	b_1	(3) R^2_2	c_1	(4) R^2_3	(2)-(4) R^2_E	(2)-(3) R^2_{BV}
1981	회장	0.447 (5.613)	0.110 (4.385)	0.354	0.575 (7.285)	0.270	0.162 (6.259)	0.213	0.141	0.085
1982	회장	0.492 (7.445)	0.068 (3.981)	0.439	0.596 (9.328)	0.379	0.119 (6.388)	0.220	0.219	0.061
1983	회장	0.672 (7.941)	0.080 (3.925)	0.513	0.842 (11.055)	0.462	0.163 (7.770)	0.296	0.217	0.051
1984	수측	1.198 (7.422)	0.166 (5.639)	0.521	1.604 (10.056)	0.415	0.264 (8.497)	0.336	0.186	0.106
1985	회장	0.791 (3.786)	0.131 (3.993)	0.289	1.200 (6.261)	0.213	0.191 (6.410)	0.221	0.068	0.076
1986	회장	1.712 (5.011)	0.084 (1.482)	0.324	2.056 (8.168)	0.318	0.275 (6.153)	0.207	0.117	0.007
1987	회장	1.046 (4.020)	0.355 (7.125)	0.545	2.214 (9.418)	0.384	0.481 (11.819)	0.496	0.051	0.162
1988	수측	0.633 (2.225)	0.316 (6.911)	0.484	1.955 (8.051)	0.312	0.385 (11.213)	0.469	0.015	0.173
1989	회장	0.681 (2.467)	0.248 (5.110)	0.316	1.466 (5.887)	0.193	0.314 (7.666)	0.291	0.026	0.124

연도	구분	a_1	a_2	(2) R^2_T	b_1	(3) R^2_2	c_1	(4) R^2_3	(2)-(4) R^2_E	(2)-(3) R^2_{BV}
1990	확장	-0.091 (0.433)	0.288 (6.781)	0.331	0.819 (4.410)	0.116	0.276 (8.480)	0.335	-0.003	0.216
1991	확장	1.454 (5.536)	0.206 (5.058)	0.447	2.138 (8.757)	0.349	0.322 (8.380)	0.329	0.118	0.098
1992	수축	1.512 (7.363)	0.265 (7.945)	0.613	2.295 (10.600)	0.441	0.383 (11.136)	0.466	0.148	0.172
1993	확장	1.547 (3.968)	0.491 (7.536)	0.533	3.262 (8.709)	0.347	0.642 (11.537)	0.484	0.050	0.187
1994	확장	2.396 (5.931)	0.374 (5.943)	0.532	3.753 (10.091)	0.417	0.584 (10.101)	0.417	0.115	0.116
1995	확장	1.095 (3.106)	0.453 (8.744)	0.520	2.676 (7.125)	0.261	0.535 (11.683)	0.490	0.030	0.260
1996	수축	0.751 (1.838)	0.423 (7.851)	0.431	2.402 (5.729)	0.184	0.474 (10.176)	0.421	0.010	0.247
1997	수축	0.868 (3.436)	0.353 (9.039)	0.541	1.961 (6.979)	0.263	0.417 (11.706)	0.504	0.038	0.279
1998	확장	0.857 (4.909)	0.247 (9.471)	0.602	1.589 (7.762)	0.320	0.304 (11.929)	0.529	0.074	0.283
1999	확장	1.440 (5.124)	0.212 (5.928)	0.537	2.412 (9.353)	0.409	0.319 (10.004)	0.442	0.095	0.129
2000	수축	1.299 (7.463)	0.231 (9.886)	0.726	2.239 (11.507)	0.513	0.326 (13.883)	0.605	0.121	0.214
	전체	1.067 (14.487)	0.299 (28.744)	0.401	2.083 (28.288)	0.223	0.371 (39.222)	0.356	0.045	0.178

<그림3> 회계이익과 장부가액의 가치관련성 추이와 경기순환

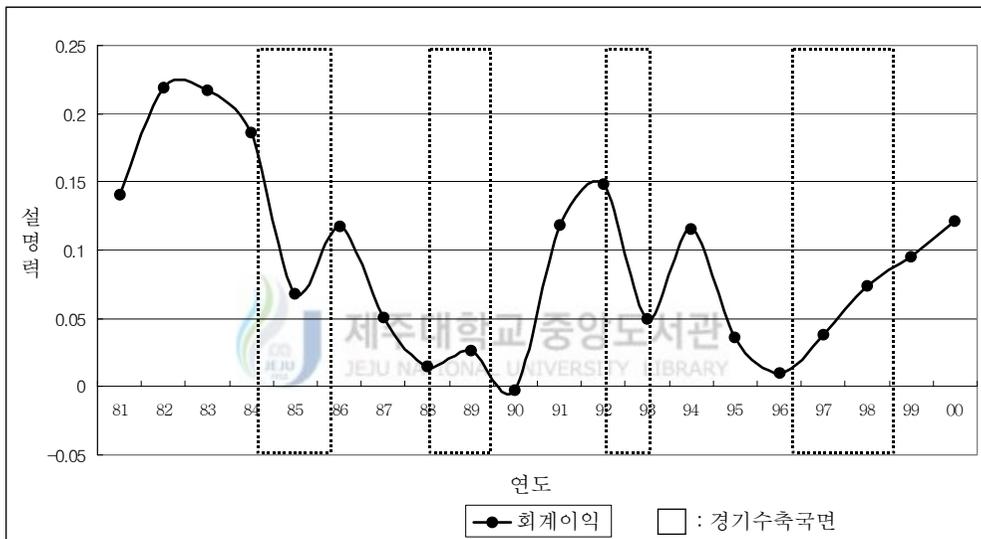


<그림4> 전체 회계정보의 가치관련성 추이와 경기순환



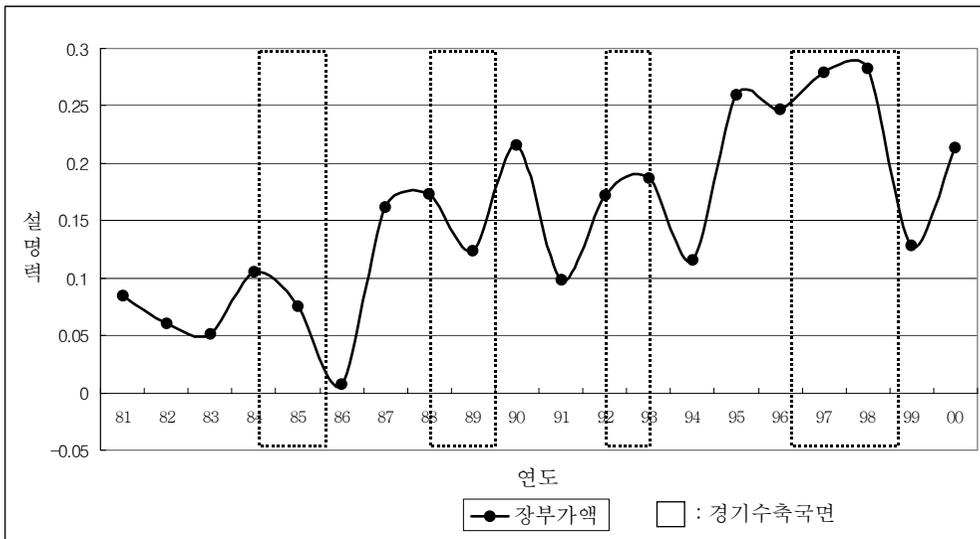
<그림5>는 회계이익의 가치관련성 추이를 나타낸 것으로 전체적으로 보면 회계이익의 가치관련성은 감소하다가 1996년 이후부터는 서서히 증가하고 있음을 알 수 있다. 또한 6순환기를 제외한 나머지 순환기에서는 각 순환기의 확장국면에서의 회계이익 가치관련성이 수축국면에서보다 상대적으로 높음을 알 수 있다.

<그림5> 회계이익의 가치관련성 추이와 경기순환



<그림6>은 장부가액의 가치관련성 추이를 나타낸 것으로 전체적으로 보면 장부가액의 가치관련성은 전반적으로 증가하고 있음을 알 수 있다. 하지만 확장국면에서나 수축국면에서의 장부가액 가치관련성은 차이가 없는 것으로 보인다.

<그림6> 장부가액의 가치관련성 추이와 경기순환



경기순환에 따라 회계정보의 유용성에 변화가 있었는지의 여부를 분석하기 위하여 <표11>의 자료를 이용하여 1981년부터 2000년까지의 기간을 확장국면과 수축국면으로 나누어 각 변수의 차이를 t-검정과 Mann-Whitney 검정으로 분석하여 비교한 결과가 <표12>에 나타나 있다. 우선 회계이익의 증분설명력은 확장국면일 때 9.4%로 수축국면일 때의 8.6%보다 약간 높게 나타나고 있으며 그 차이는 통계적으로 유의하지 않다. 장부가액의 증분설명력은 확장국면일 때 13.3%로 수축국면일 때의 19.9%보다 낮게 나타나고 있으며 그 차이는 통계적으로 유의하다. 그러나 회계이익과 장부가액 전체의 주가에 대한 설명력은 예상과는 달리 확장국면에서 44.9%로 수축국면일 때의 55.3%보다 낮게 나타나고 있으며 그 차이는 통계적으로 유의하게 나왔다.

<표12> 경기순환에 따른 회계이익과 장부가액의 가치관련성

모형 : (2) $P_{it} = a_0 + a_1 E_{it} + a_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$ (3) $P_{it} = b_0 + b_1 E_{it} + \varepsilon_{it}$ (4) $P_{it} = c_0 + c_1 BV_{it} + \varepsilon_{it}$							
변수	구분	확장국면		수축국면		t-값	Wilcoxon z-값
		평균	표준편차	평균	표준편차		
a_1		1.039	0.631	1.044	0.345	-0.018	-0.165
a_2		0.239	0.139	0.292	0.091	-0.854	-0.907
(2) R^2_T		0.449	0.106	0.553	0.104	-2.022*	-1.567
b_1		1.828	0.992	2.076	0.294	-0.851	-0.742
(3) R^2_2		0.317	0.097	0.355	0.123	-0.737	-0.577
c_1		0.335	0.165	0.375	0.073	-0.754	-0.990
(4) R^2_3		0.355	0.119	0.467	0.089	-2.317**	-1.815*
(2)-(4) R^2_E		0.094	0.066	0.086	0.075	-0.246	-0.165
(2)-(3) R^2_{BV}		0.133	0.081	0.199	0.062	-1.786*	-1.650*
N		14		6			

주) 유의수준 : *** : 1%, ** : 5%, * : 10%

4. 경기순환에 따른 회계이익과 현금흐름의 상대적 유용성 분석

<표13>은 회귀모형 (5)-(7)을 연도별로 추정한 결과와 회계이익과 현금흐름의 증분설명력을 보여준다. 전체 표본을 사용하여 횡단면과 시계열 자료를 통합한 회귀분석의 R^2 는 회계이익과 현금흐름이 추가변동의 39.3%를 설명하고 있으며 회계이익은 33.9%, 장부가액은 38.3%의 추가설명력을 갖는 것으로 나타나고 있다.

<표5>와 <표13>의 자료를 이용하여 경기순환국면에 따른 회계이익과 현금흐름의 가치관련성 추이를 <그림7>~<그림11>로 나타내었다. <그림7>은 회계이익과 현금흐름 전체의 가치관련성 추이를 종합하여 표시한 것이고 <그림8>, <그림9>, <그림10>, <그림11>은 <그림7>의 그래프를 전체회계정보의 설명력, 회계이익의 증분설명력, 현금흐름의 증분설명력이 경기순환국면에 따라 어떤 추세를 보이는지를 각각 표시한 것이다.

<그림7>을 살펴보면 전체회계정보의 설명력이 3순환기와 4순환기¹⁸⁾ 확장국면에서는 증가하고 수축국면에서는 감소하는 현상을 보이고 있으며, 5순환기에는 전체적으로 증가하고 6순환기에는 확장국면에서는 감소하고 수축국면에서는 확장국면과 비슷한 수치를 보이고 있다.

연구가설 2-3에 의하면 확장국면에서는 회계이익이 현금흐름보다 투자자들에게 정보로서 더 가치가 있으며 수축국면에서는 현금흐름이 회계이익보다 더 가치 있는 정보이어야 하는데 <그림9>의 회계이익과 현금흐름의 상대적인 추이를 보면 부분적으로 가설이 지지됨을 알 수 있다.

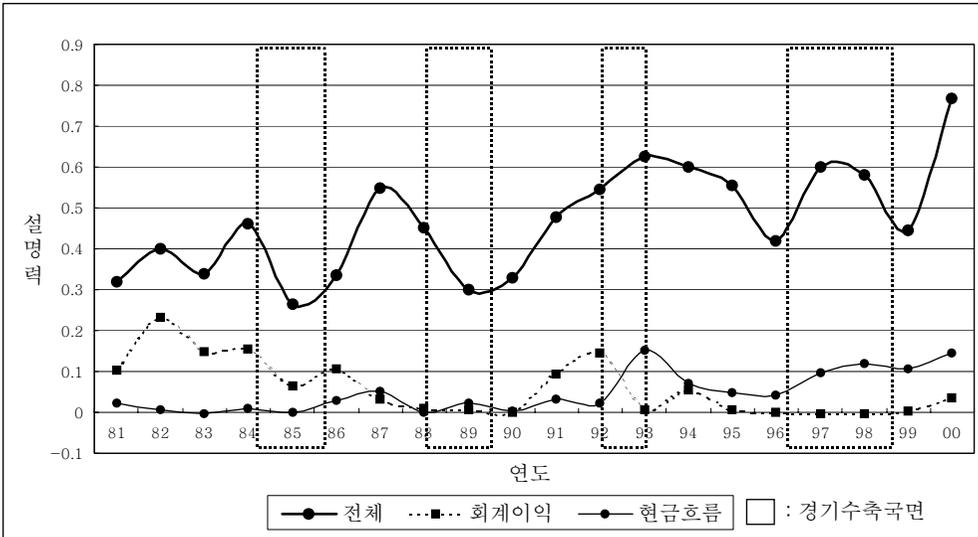
¹⁸⁾ 3순환기 : 1980.9~1985.9, 4순환기 : 1985.9~1989.7, 5순환기 : 1989.7~1993.1
6순환기 : 1993.1~1998.8, 7순환기 : 1998.8~2001.8

<표13> 회계이익과 현금흐름의 주가에 대한 연도별 회귀분석 결과

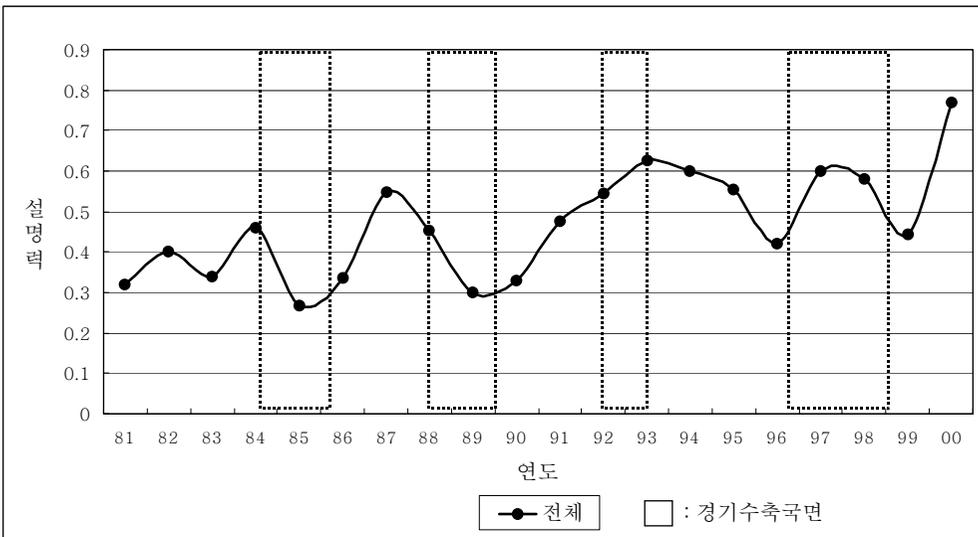
모형 :													
		$(5) P_{it} = d_0 + d_1 E_{it} + d_2 BV_{it} + d_3 CF_{it} + \varepsilon_{it}$ $(6) P_{it} = e_0 + e_1 BV_{it} + e_2 E_{it} + \varepsilon_{it}$ $(7) P_{it} = f_0 + f_1 BV_{it} + f_2 CF_{it} + \varepsilon_{it}$											
연도	구분	d_1	d_2	d_3	(5) R^2	e_1	e_2	(6) R^2	f_1	f_2	(7) R^2	(5)-(7) R^2	(5)-(6) R^2
1981	확장	0.377 (4.672)	0.072 (2.640)	-0.099 (-2.331)	0.318	0.094 (3.603)	0.426 (5.375)	0.296	0.099 (3.458)	-0.150 (-3.416)	0.216	0.102	0.022
1982	확장	0.553 (7.406)	0.052 (2.937)	-0.027 (-1.464)	0.401	0.051 (2.838)	0.508 (7.433)	0.396	0.096 (4.843)	0.029 (1.471)	0.168	0.233	0.005
1983	확장	0.537 (5.712)	0.061 (2.429)	0.023 (0.789)	0.339	0.068 (2.928)	0.542 (5.798)	0.341	0.119 (4.715)	0.035 (1.114)	0.189	0.150	-0.002
1984	수축	0.978 (6.385)	0.140 (4.204)	0.078 (1.915)	0.461	0.158 (4.907)	0.971 (6.280)	0.450	0.236 (7.012)	0.071 (1.553)	0.307	0.154	0.011
1985	확장	0.765 (3.570)	0.117 (3.378)	0.028 (1.086)	0.266	0.124 (3.652)	0.768 (3.581)	0.265	0.178 (5.665)	0.030 (1.084)	0.203	0.063	0.001
1986	확장	1.514 (4.778)	0.037 (0.660)	0.143 (2.643)	0.336	0.071 (1.295)	1.660 (5.211)	0.308	0.189 (3.869)	0.189 (3.284)	0.231	0.105	0.028
1987	확장	0.878 (3.329)	0.319 (6.372)	0.309 (4.038)	0.549	0.328 (6.218)	0.104 (3.804)	0.499	0.422 (10.404)	0.349 (4.455)	0.516	0.033	0.050
1988	수축	0.493 (1.792)	0.308 (6.376)	0.064 (0.874)	0.453	0.321 (7.013)	0.518 (1.892)	0.454	0.358 (8.991)	0.078 (1.052)	0.444	0.009	-0.001

연도	구분	d_1	d_2	d_3	(5) R^2_{T5}	e_1	e_2	(6) R^2_{T6}	f_1	f_2	(7) R^2_{T7}	(5)-(7) R^2_{E1}	(5)-(6) R^2_{CF}
1989	확장	0.537 (1.969)	0.200 (3.980)	0.171 (2.367)	0.301	0.226 (4.519)	0.665 (2.451)	0.277	0.249 (5.614)	0.199 (2.787)	0.296	0.005	0.024
1990	확장	-0.175 (-0.857)	0.276 (6.055)	0.072 (1.380)	0.330	0.294 (6.702)	-0.153 (-0.751)	0.326	0.252 (7.031)	0.069 (1.319)	0.331	-0.001	0.004
1991	확장	1.212 (5.079)	0.170 (3.904)	0.191 (3.092)	0.477	0.215 (5.082)	1.291 (5.281)	0.445	0.272 (6.510)	0.225 (3.368)	0.384	0.093	0.032
1992	수축	1.292 (6.724)	0.211 (5.281)	0.161 (2.697)	0.544	0.254 (6.785)	1.202 (6.214)	0.523	0.341 (8.503)	0.091 (1.357)	0.398	0.146	0.021
1993	확장	0.418 (2.033)	0.601 (10.543)	0.646 (7.610)	0.625	0.647 (9.623)	0.273 (1.135)	0.472	0.652 (12.628)	0.630 (7.374)	0.617	0.008	0.153
1994	확장	1.931 (4.454)	0.390 (5.651)	0.678 (5.098)	0.599	0.449 (6.082)	2.743 (6.263)	0.527	0.518 (7.736)	0.896 (6.795)	0.544	0.055	0.072
1995	확장	0.555 (1.570)	0.456 (8.846)	0.546 (4.012)	0.554	0.416 (7.813)	1.496 (5.378)	0.506	0.490 (10.412)	0.688 (6.724)	0.549	0.005	0.048
1996	수축	-0.367 (-0.895)	0.424 (7.023)	0.445 (3.342)	0.420	0.482 (8.033)	0.254 (0.671)	0.377	0.410 (7.033)	0.391 (3.296)	0.421	-0.001	0.043
1997	수축	0.009 (0.065)	0.342 (9.872)	0.495 (5.883)	0.601	0.382 (10.094)	0.174 (1.115)	0.505	0.343 (10.908)	0.496 (6.034)	0.604	-0.003	0.096
1998	확장	-0.029 (-0.380)	0.159 (6.597)	0.363 (6.323)	0.580	0.218 (8.612)	0.007 (0.078)	0.462	0.154 (7.637)	0.361 (6.332)	0.583	-0.003	0.118
1999	확장	0.179 (1.405)	0.144 (3.354)	0.687 (5.266)	0.444	0.250 (6.039)	0.225 (1.617)	0.337	0.172 (4.514)	0.700 (5.355)	0.440	0.004	0.107
2000	수축	0.398 (4.720)	0.109 (5.020)	0.909 (9.287)	0.768	0.213 (8.988)	0.614 (6.032)	0.622	0.136 (6.045)	0.104 (10.320)	0.732	0.036	0.146
전체		0.267 (6.977)	0.225 (22.513)	0.396 (15.885)	0.393	0.277 (28.195)	0.353 (8.917)	0.339	0.253 (27.458)	0.421 (16.895)	0.383	0.010	0.054

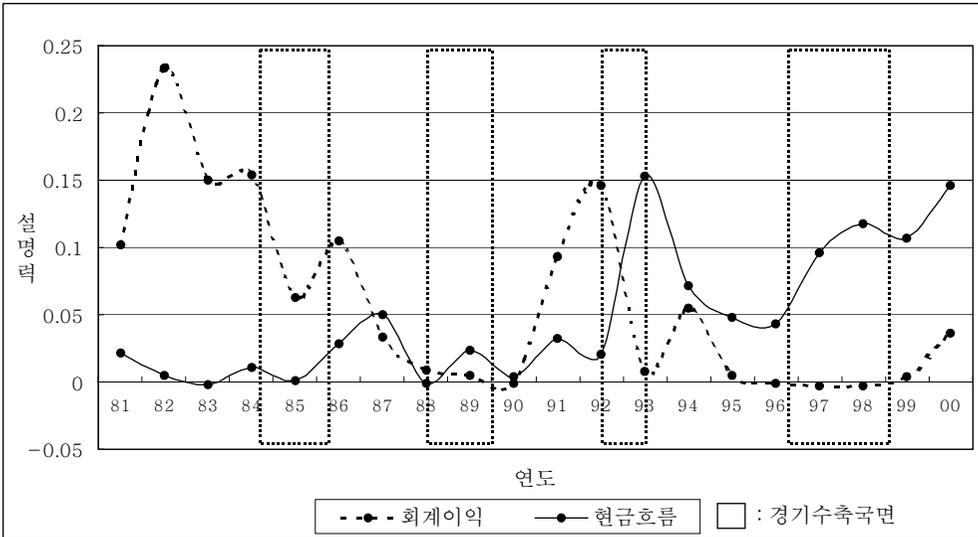
<그림7> 회계이익과 현금흐름 전체의 가치관련성 추이와 경기순환



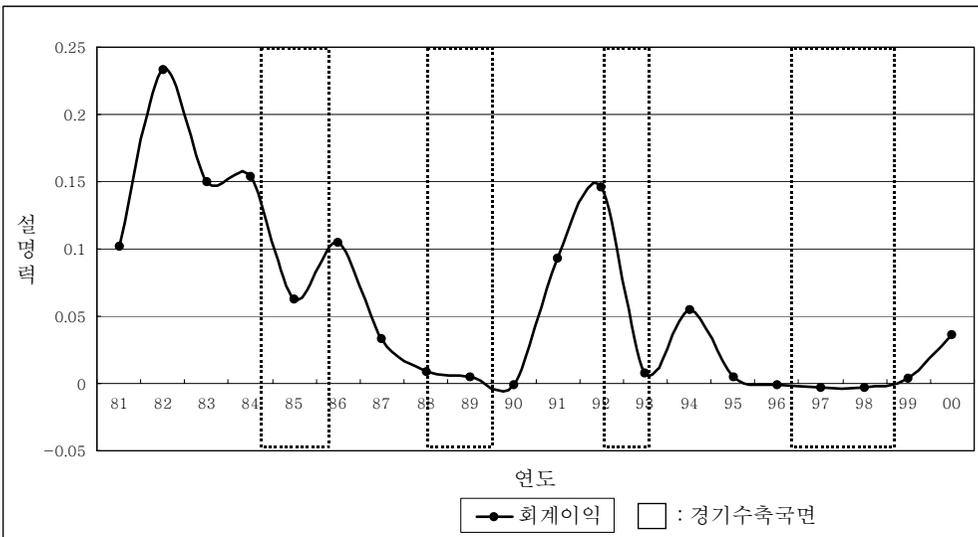
<그림8> 회계이익과 현금흐름 전체의 가치관련성 추이와 경기순환



<그림9> 회계이익과 현금흐름의 가치관련성 추이와 경기순환



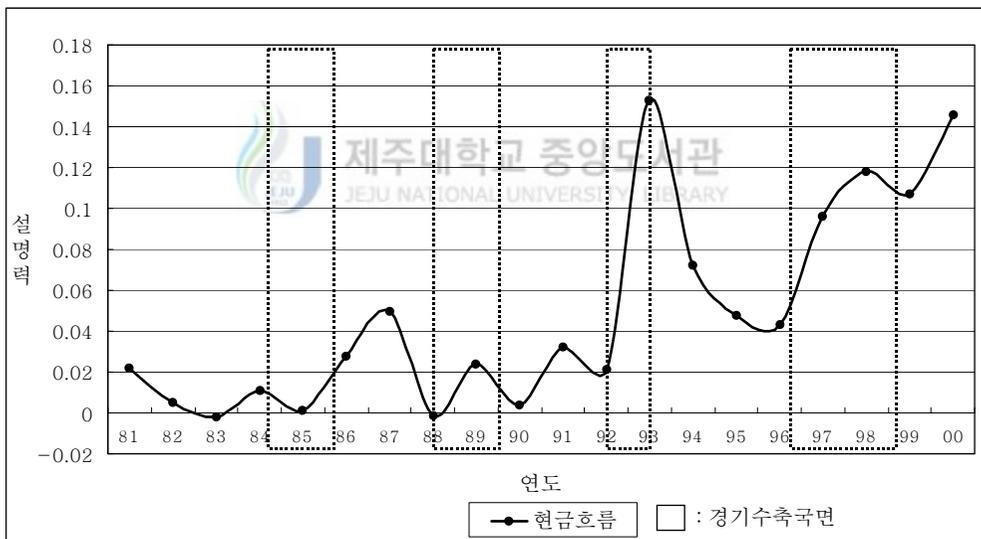
<그림10> 회계이익의 가치관련성 추이와 경기순환



<그림10>은 회계이익의 가치관련성 추이를 나타낸 것으로 전체적으로 보면 회계이익의 가치관련성은 감소하다가 1990년부터 1992년까지 증가하였으며 1992년부터는 급격히 감소하여 최근연도와 가까워질수록 회계이익의 주가에 대한 설명력은 거의 없음을 알 수 있다.

<그림11>은 현금흐름의 가치관련성 추이를 나타낸 것으로 전체적으로 보면 현금흐름의 가치관련성은 전반적으로 증가하고 있음을 알 수 있으며 5순환기와 6순환기에서는 확장국면에 감소하고 수축국면에서 증가하는 현상을 보여주고 있다.

<그림11> 현금흐름의 가치관련성 추이와 경기순환



경기순환에 따라 회계이익과 현금흐름의 유용성에 변화가 있었는지의 여부를 분석하기 위하여 <표13>의 자료를 이용하여 1981년부터 2000년까지의 기간을 확장국면과 수축국면으로 나누어 각 변수의 차이를 t-검정과 Mann-Whitney검정으로 분석하여 비교한 결과가 <표14>에 나타나 있다.

우선 회계이익의 증분설명력은 확장국면일 때 6.1%로 수축국면일 때의 5.7%보다 약간 높게 나타나고 있으며 현금흐름의 증분설명력은 확장국면일 때 4.7%로 수축국면일 때의 5.3%보다 낮게 나타나고 있다. 그리고 회계이익과 현금흐름 전체의 주가에 대한 설명력은 확장국면에서 43.7%로 수축국면일 때의 54.1%보다 낮게 나타나고 있다. 확장국면과 수축국면에서의 전체설명력과 회계이익의 증분설명력, 현금흐름의 증분설명력의 차이는 통계적으로 유의하지 않게 나왔다.



<표14> 경기순환에 따른 회계이익과 현금흐름의 가치관련성

모형 : (5) $P_{it} = d_0 + d_1 E_{it} + d_2 BV_{it} + d_3 CF_{it} + \varepsilon_{it}$ (6) $P_{it} = e_0 + e_1 BV_{it} + e_2 E_{it} + \varepsilon_{it}$ (7) $P_{it} = f_0 + f_1 BV_{it} + f_2 CF_{it} + \varepsilon_{it}$							
변수	구분	확장국면		수축국면		t-값	Wilcoxon z-값
		평균	표준편차	평균	표준편차		
d_1		0.661	0.575	0.467	0.609	0.679	-0.660
d_2		0.218	0.170	0.256	0.123	-0.486	-0.742
d_3		0.267	0.275	0.359	0.327	-0.651	-0.577
(5) R^2_{75}		0.437	0.125	0.541	0.130	-1.686	-1.402
e_1		0.247	0.171	0.302	0.118	-0.715	-0.907
e_2		0.745	0.795	0.622	0.401	0.356	-0.082
(6) R^2_6		0.390	0.093	0.489	0.083	-2.241	-1.815*
f_1		0.276	0.175	0.304	0.010	-0.365	-0.660
f_2		0.304	0.314	0.205	0.188	0.709	-0.154
(7) R^2_7		0.376	0.163	0.484	0.155	-1.377	-1.320
(5)-(7) R^2_{E1}		0.061	0.070	0.057	0.074	0.116	-0.165
(5)-(6) R^2_{CF}		0.047	0.048	0.053	0.057	-0.217	-0.082
N		14		6			

주) 유의수준 : *** : 1%, ** : 5%, * : 10%

V. 결론 및 한계점

본 연구의 목적은 기업이 처한 환경을 경기순환국면별로 구분하여 회계정보의 유용성을 분석하는 것이다. 보다 구체적으로 다음과 같은 이슈들에 대하여 실증분석을 수행하였다. 첫째, 지난 20년간(1981-2000)의 이익반응계수를 측정하여 경기확장국면과 수축국면별로 비교하였다. 둘째, 회계이익과 장부가액 전체의 가치관련성이 증가 또는 감소하고 있는지 뿐만 아니라 이들 간의 상대적 가치관련성의 추이를 분석하고 경기확장국면과 수축국면별로 비교하여 각 경기순환국면에서 회계이익과 장부가액 중 어느 정보가 더 가치관련성이 있는지를 검증하였다. 셋째, 회계이익과 현금흐름 전체의 가치관련성이 증가 또는 감소하고 있는지 뿐만 아니라 이들 간의 상대적 가치관련성의 추이를 분석하고 경기확장국면과 수축국면별로 비교하여 각 경기순환국면에서 회계이익과 현금흐름 중 어느 정보가 더 가치관련성이 있는지를 검증하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 우리나라의 경우 지난 20년(1981-2000) 동안 이익반응계수는 규칙적으로 감소하거나 증가하는 추세를 나타내고 있지 않으며 불규칙적으로 증감을 반복하고 있다. 그러나 5순환기와 6순환기의 경기확장국면에는 이익반응계수가 증가하고 수축국면에는 이익반응계수가 감소하여 가설 1을 부분적으로 지지하는 것처럼 보였으나 통계적으로 유의하지 않아 가설 1은 타당하지 않다고 봐야한다.

둘째, 회계이익과 장부가액 전체의 가치관련성은 약간 증가하였고 그래프를 통해 경기순환국면별로 비교를 하면 6순환기를 제외한 다른 순환기에서는 확장국면에서는 증가, 수축국면에서는 감소하는 현상을 보여 가설

2-1은 부분적으로 지지되었다고 보이지만 t-검정 결과 확장국면보다 수축국면에서 더 높은 수치를 보였다. 이는 6순환기의 추세가 확장국면이나 수축국면이나 별 차이가 없기 때문에 그러한 결과가 나온 것으로 보인다.

셋째, 그래프를 통해 회계이익과 장부가액의 상대적인 추이를 보면 확장국면에서는 회계이익이, 수축국면에서는 장부가액이 더 가치 있는 정보임을 부분적으로 증명하는 것처럼 보인다. t-검정 결과도 확장국면에서는 회계이익의 증분설명력이, 수축국면에서는 장부가액의 증분설명력이 더 높은 수치를 보이고 있어 가설 2-2를 지지하고 있다.

넷째, 회계이익과 현금흐름 전체의 가치관련성은 약간 증가하였고 그래프를 통해 회계이익과 현금흐름의 상대적인 추이를 보면 확장국면에서는 회계이익이, 수축국면에서는 현금흐름이 더 가치 있는 정보임을 부분적으로 증명하는 것처럼 보인다. t-검정 결과도 확장국면에서는 회계이익의 증분설명력이, 수축국면에서는 현금흐름의 증분설명력이 더 높은 수치를 보이고 있어 가설 2-3을 지지하고 있다.

이러한 검증결과는 다음 네 가지로 해석될 수 있다.

첫째, 모든 경제상황에서 회계이익은 최근 연도로 올수록 감소하고 장부가액이나 현금흐름은 증가하여 회계정보로써 장부가액이나 현금흐름이 중시되고 있음을 볼 수 있다. 이는 우리나라에서는 회계이익보다는 장부가액이나 현금흐름의 가치관련성이 크다고 볼 수 있다.

둘째, 경기순환국면을 분류하는 데 있어 분류방법이 적절하지 않을 수도 있다. 확장기간이나 수축기간에 12월이 속한 연도를 기준으로 분류하여 확장국면에서 수축국면으로, 수축국면에서 확장국면으로 지나는 과도기의 영향력을 분석하지 못한 데서 기인된 검증결과일 수도 있다는 한계점이 있다.

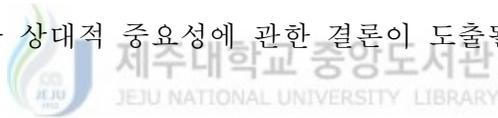
셋째, 경기순환과 동행하는 산업이 있는 반면에 경기순환에 선행 또는

후행하는 산업이 있는데 산업별 반영을 하지 못한 한계점이 있다.

넷째, 경기순환국면별로 회계이익과 장부가액을 비교하고, 회계이익과 현금흐름을 비교하였으나 세 가지 정보를 한꺼번에 비교하지 못한 한계점이 있다.

따라서 본 연구의 결과를 일반화하기 위해서는 다음과 같은 후속연구가 수행되어야 할 것이다. 첫째, 경기순환주기 구분을 보다 정확하게 할 수 있는 이론적 근거와 분류방법을 모색하는 것이다. 이를 위하여 새로운 분류변수를 사용한다거나 기간을 1년 단위가 아닌 4분기 단위로 하는 방법이 사용될 수 있을 것이다. 둘째, 산업별로 경기순환주기를 구분하여 분석하는 방법이 있을 것이다. 셋째, 회계이익과 장부가액, 현금흐름 세 가지 회계정보를 한꺼번에 비교해 볼 수도 있을 것이다.

이상의 후속연구를 통하여 회계이익과 장부가액, 현금흐름 정보의 기업 가치 평가에 대한 상대적 중요성에 관한 결론이 도출될 것으로 기대한다.



참고문헌

<국내 문헌>

- 강효석, 「기업가치평가론」, 홍문사, 2002
- 권수영·이재경, 「중급재무회계」, 박영사, 2004
- 김지홍·손성규, “장부가액과 이익예측을 이용한 회계모형의 주가설명력 검증”, 「회계와감사연구」, 제33호, 1997, pp.1-17
- 남상오·정운오, 「회계이론」, 다산출판사, 2002
- 박상수·강기춘, 「경제학원론」, 제주대학교 출판부, 2000
- 송인만·백원선·이정주, “기업재무상태에 따른 현금흐름정보의 상대적 유용성”, 「경영학연구」, 제28권 제3호, 1999, pp.747-769
- 신승묘, “주식가치평가에 있어 회계정보의 유용성에 관한 연구”, 「회계학연구」, 제21권 제4호, 1996, pp.21-46
- 오만순, “기업의 라이프사이클 단계를 고려한 장부가치와 회계이익의 상대적 유용성”, 석사학위논문, 제주대학교대학원, 2000
- 이경주·정혜정, “인적자본과 회계정보의 유용성”, 「경영경제연구」, 창간호, 1999, pp.181-199
- 장지인·정혜정·이경주, “회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성에 관한 실증연구”, 「대한경영학회」, 제34호, 2002, pp.513-533
- 한봉희, “국내 자본시장에서 회계이익정보의 유용성 향상 여부에 관한 실증적 연구”, 「회계학연구」, 제23권 제1호, 1998, pp.1-24
- 허정아, “기업의 라이프사이클 단계에 따른 현금흐름과 회계이익의 상대적 유용성”, 석사학위논문, 제주대학교대학원, 2001
- “최근 경기변동의 요인 분석과 시사점”, 삼성경제연구소, 2004

<외국 문헌>

- Ball, R. and P. Brown, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”, *Journal of Accounting Research*, 1968, pp.159-178
- Collins, D. W., E. L. Maydew and I. S. Weiss, “Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years”, *Journal of Accounting and Economics*, 1997, pp.36-67
- Ervin, L. Black, “Which is More Value Relevant : Earnings or Cash Flows? A Life Cycle Examination”, Working Paper, Department of Accounting University of Arkansas, 1998
- Feltham, G. and J. Ohlson, “Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities”, *Contemporary Accounting Research*, 1995, pp.689-731
- Lev, B. and P. Zarowin, “The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend them”, *Journal of Accounting Research*, 1999, pp.353-385
- Marilyn, F. Johnson, “Business Cycle and the Relation between Security Returns and Earnings”, *Review of Accounting Studies* vol. 4 no. 2, 1999, pp.93-117
- Ohlson, J. A., “Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, 1995, pp.661-687