

博士學位論文

利益成長戰略이 利益의 質과
價值關聯性에 미치는 影響



濟州大學校 大學院

會計學科

金 暎 祚

2005年 12月

利益成長戰略이 利益의 質과 價値關聯性에 미치는 影響

指導教授 李 京 柱
金 映 祚

이 論文을 經營學 博士學位 論文으로 提出함

2005年 12月



제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

金映祚의 經營學 博士學位 論文을 認准함

審査委員長 _____ (印)

委 員 _____ (印)

委 員 _____ (印)

委 員 _____ (印)

委 員 _____ (印)

濟州大學校 大學院

2005年 12月

사랑과 격려를 항상 보내준 어머니님과 가족,

그리고 사랑하는 아내 志娟과 딸 鍾恩에게



제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Abstract

The Effect of A Firm's Earnings Growth Strategy on the Quality and Value Relevance of Earnings

Young Jo Kim

Department of Accounting
The Graduate School, Cheju National University



This study investigates the basic premise that identical or similar increases in earnings do not necessarily signal identical information across firms because the sources or the drivers of earnings growth can be different.

Thus the objectives of this study are as follows. First, this study examines whether a firm's strategy for earnings growth affects the quality of earnings. A firm can achieve sustained earnings growth either by revenue-growth strategy or cost-reduction strategy. Since the earnings growth supported by revenue growth is expected to be more persistent and less susceptible to earnings management relative to earnings growth from cost-reduction strategy, the firms with revenue-supported sustained earnings growth strategy are likely to have earnings of higher quality.

The quality of earnings is measured by various proxies such as earnings persistence, degree of earnings management, possibility of conversion into cash, variability in earnings and nonoperating items.

The second objective of this study is to examine the effect of the firm's earnings growth strategy on the value relevance of its earnings. Following the same reasoning as for the quality of earnings, we can argue that investors are likely willing to pay a different price per won of earnings(different cost of capital) when sustained growth in earnings is supported by revenue growth rather than cost reduction. It amounts to the prediction that the value relevance of earnings would be higher for firms which show a sustained growth in earnings supported by increases in revenues rather than reduction in expenses.

These arguments lead to the following two research hypotheses.

The first hypothesis is "Accounting earnings for the firms with revenue-supported earnings growth strategy would exhibit higher quality than earnings for the firms with cost-reduction strategy".

The second hypothesis is "Accounting earnings for the firms with revenue-supported earnings growth strategy would exhibit higher value relevance than earnings for the firms with cost-reduction strategy".

To empirically test these hypotheses, it is crucial to classify firms into two groups by earnings growth strategy : revenue-growth strategy and cost-reduction strategy. As a grouping procedure, I start from all firms with at least three years of consecutive earnings increases from the whole sample and select those firms with at least three years of consecutive revenue increases to form Group S(sales), which represents revenue-growth strategy firms. All remaining firms not belong to Group S become Group NS(not sales), which represents cost-reduction strategy firms.

Empirical results lend strong supports to both hypotheses. First, the results show that relative to firms with sustained earnings growth through cost reduction, firms with sustained earnings growth through revenue growth have earnings that are more persistent and higher possibility of conversion into cash and less susceptible to earnings management. This suggests that sustained earnings growth supported by revenue-growth strategy would result in higher quality of earnings. This earnings quality differentials for the two groups of firms with different strategy are both statistically and economically significant.

Second, the results show that earnings response coefficients for those firms with earnings growth sustained through revenue increases are significantly higher than the coefficients for the firms with earnings growth sustained through cost reduction. This result implies that sustained earnings growth supported by revenue increases is valued more than the earnings growth through cost reduction. These results suggest that the earnings response coefficient differentials are at least partially attributable to differences in earnings quality.

목 차

| | |
|-------------------------------------|----|
| I. 서 론 | 1 |
| 1. 연구의 배경 | 1 |
| 2. 연구의 목적 | 4 |
| 3. 연구의 방법 및 구성 | 5 |
| II. 이론적 배경 및 선행연구의 검토 | 7 |
| 1. 이론적 배경 | 7 |
| 1.1 이익의 질 | 7 |
| 1.2 회계정보(이익)의 가치관련성 | 8 |
| 2. 선행연구의 검토 | 10 |
| 2.1 이익의 지속성에 관한 연구 | 10 |
| 2.2 이익조정에 관한 연구 | 15 |
| 2.3 기타 이익의 질에 관한 연구 | 22 |
| 2.4 회계정보의 가치관련성에 관한 연구 | 23 |
| III. 실증연구의 설계 | 30 |
| 1. 가설설정 | 31 |
| 2. 기업들의 그룹화 및 표본의 선정 | 34 |
| 3. 이익의 질적 수준의 측정 | 41 |
| 3.1 이익의 지속성에 대한 측정 | 41 |
| 3.2 이익조정에 대한 측정 | 45 |
| 3.3 현금전환가능성, 이익의 변동성, 비경상적항목에 대한 측정 | 48 |
| 4. 이익의 가치관련성에 대한 측정 | 51 |
| IV. 실증분석의 결과 | 58 |
| 1. 기술통계 | 59 |
| 2. 연구가설의 검증 | 67 |

| | |
|-------------------------------|-----|
| 2.1 이익성장전략에 따른 이익의 질적 수준 차이검증 | 67 |
| 2.1.1 이익지속성 차이검증 | 67 |
| 2.1.2 이익조정 차이검증 | 73 |
| 2.1.3 기타 이익의 질 차이검증 | 75 |
| 2.2 이익성장전략에 따른 가치관련성 차이검증 | 81 |
| V. 결론 | 97 |
| 참고문헌 | 101 |



표 목 차

| | |
|--|----|
| < 표1 > 산업별 표본기업 수 | 40 |
| < 표2 > 이익증가지속기간에 따른 이익성장그룹의 기업분포 | 60 |
| < 표3 > 표본의 이익성장그룹별 연도별분포 | 61 |
| < 표4 > 주요 변수들의 기술통계치 | 64 |
| < 표5 > 주요 변수들의 상관관계 | 66 |
| < 표6 > 이익성장전략그룹 사이의 회계이익의 지속성비교 | 69 |
| < 표7 > 이익증가지속기간에 따른 회계이익의 지속성비교 | 72 |
| < 표8 > 이익성장전략그룹간 재량적발생액 절대값의 차이비교(t검정) | 75 |
| < 표9 > 이익성장전략그룹간 현금전환가능성비교 | 76 |
| < 표10 > 이익증가지속기간에 따른 현금전환가능성비교 | 79 |
| < 표11 > 이익의 변동성과 비경상항목의 차이 비교(t검정) | 80 |
| < 표12 > 이익성장전략그룹간 이익의 가치관련성 비교(Ohlson모형) | 82 |
| < 표13 > 이익증가지속기간에 따른 이익의 가치관련성 비교(Ohlson모형) | 86 |
| < 표14 > 이익성장전략그룹간 이익의 가치관련성 비교(주가수익률모형) | 88 |
| < 표15 > 이익증가지속기간에 따른 이익의 가치관련성 비교 | 91 |
| < 표16 > 이익성장전략그룹간 이익의 가치관련성 비교(전통적인수익률모형) | 93 |

그림 목 차

< 그림1 > 이익증가지속에 대한 기업들의 그룹화37



I. 서 론

1. 연구의 배경

Ball and Brown(1968) 이래로 회계학의 실증연구는 회계정보 특히 당기순이익 정보의 유용성을 검증하는데 주력하였다. 회계정보의 주된 이용자를 투자자라고 볼 때 회계정보의 유용성은 이것이 주식가치평가에 얼마나 유용한가에 의하여 결정될 것이다. 따라서 회계이익(accounting earnings)정보의 유용성은 회계이익과 동시적인 추가변동과의 상관관계로써 측정한다.

회계이익을 추가변동과 연관지어서 그 유용성을 검증하는 것은 미국의 FASB가 발간한 재무회계개념보고서 1호(1978)의 취지와 부합된다. FASB 재무회계개념보고서 1호(1978)는 재무보고의 주요목적이 투자자 등 외부이용자가 기업의 미래현금흐름을 파악 하는데 도움을 주는 것이며, 재무보고 중 회계이익과 회계이익의 구성요소에 가장 초점을 맞춘다고 기술하고 있다¹⁾. 추가변동은 투자자의 기업 미래현금흐름에 대한 기대의 변화에 기인한다. 회계이익과 회계이익의 구성요소는 이러한 기대를 변화시키는 중요한 정보의 하나로 인식되고 있다.

Gordon and Shapiro(1956)와 Gordon(1962)은 현재가치공식을 통해서 수익률(주가 수익률의 역수)을 자기자본비용으로 인식할 수 있다는 것을 보여주었다. 일반적으로 Gordon모형을 배당할인모형으로 나타내고 있으며, 여기서 배당은 주주에게 지불하는 이익의 일부를 의미한다. 따라서 근본적으로 주식가격을 변화하게 만드는 동인은 배당이 아니라 이익이라고 말할 수 있다. 더군다나 Gordon은 배당정책이 이익을 사용하여 가치평가를 하는 기본개념을 바꿀 수 없

1) 재무보고는 회계이익과 회계이익의 구성요소에 관한 정보에 가장 초점을 맞춘다.(FASB 개념 보고서 1호, 43절)

다는 것을 지적하였다²⁾. 즉 기업의 가치는 미래의 배당지급능력으로 결정 지워지며 이러한 배당지급능력을 파악하는데 회계정보가 유용한 정보를 제공한다면 회계이익과 회계이익의 구성요소는 기업의 가치를 나타내는 주가의 변동을 설명할 수 있어야 된다는 논리이다.

이전 많은 연구들이 회계이익의 유용성을 검증하기 위하여 비기대이익과 주식 초과수익률 사이의 관계를 연구하였다. 연구결과는 일관성 있게 비기대이익과 주식 초과수익률 사이에 양(+)의 상관관계를 밝혀내어 회계정보의 유용성을 검증하였다. 그런데 이러한 연구에서 비기대이익과 주식 초과수익률 사이의 관계가 모든 기업들에 있어서 일률적으로 동일한 것이 아니고 어떤 기업은 크고 어떤 기업은 작게 나타났다. 예를 들면 Easton과 Harris(1991)는 회계정보가 기업특성과 기간 및 산업에 따라 상대적으로 가치관련성이 상이하게 되는 회계 및 경제적인 이유들에 대한 연구가 필요함을 언급하였다. 이러한 “주가/이익” 관계를 검증한 연구들은 이익반응계수(Earnings Response Coefficient : ERC)가 이익의 지속성과 위험과 무위험이자율뿐만 아니라 이익의 예측가능성, 기업규모, 산업, 이익의 질 등에 영향을 받는다는 사실을 밝혀내었다. 또한 이익반응계수는 기업의 이익(미래 현금흐름)의 사전적(ex ante) 불확실성과 이익에 포함된 일시적 부분 또는 잡음(noise)에 영향을 받는 것으로 나타났다. 그리고 일부 학자들은 이익의 지속성에 영향을 주는 변수들을 분석하였고 이익의 구성요소별로 이익반응계수가 다른지 여부를 연구하였다.

이익을 구성하는 원천적인 요소는 수익과 비용이며 따라서 이익성장의 원천도 수익(증대)과 비용(절감)이다. 이러한 이익성장원천에 따라 이익의 질에 차이가 발생하는 몇 가지 이유가 존재한다.

그 첫째는 이익의 가치동인(value driver)때문에 수익이 비용보다 더 높은 이익

2) Gorden은 Modigliani and Miller(1958)에서 논의된 배당정책의 원리에 대해 언급하였다.

Modigliani and Miller(1958)는 “... 한 회계기간의 현금배당과 유보이익사이에서 이익흐름의 구분은 단순한 열거에 불과하다.”라고 주장하였다.

지속성(earnings persistence)을 나타낼 것이다. 두 번째는 제품의 차별화와 비용 관리능력인데, 제품의 차별화는 더 높은 수익과 가격프리미엄을 의미한다. 즉, 제품의 차별화로 인해 매출이 지속적으로 증가하는 기업은 제품의 수요가 늘어나 경쟁우위를 유지하고 결국은 이익증가 지속력을 더 오래 유지시킬 것이다. 셋째, 이익조정 수단으로서 수익조정은 비용조정보다 더 어려우며 또한 발견하기도 더 용이할 것이다. 따라서 수익증대를 통하여 지속된 이익증가는 상대적으로 높은 이익의 질을 나타낼 것이다. 넷째, 비용은 조업수준의 변화에 따라 나타나는 수익의 감소보다 더 빨리 증가하는 경향을 보여주는 것이 일반적인 견해이다 (Anderson et al., 2003). 더구나 수익증가는 무한한 잠재력을 가지고 있는 반면 비용절감은 일정한 한계를 가지고 있다. 마지막으로 수익증가전략은 전형적으로 적극적·진취적인 반면 비용절감전략은 소극적·반사적인 반응을 나타낸다. 특히, 불안정한 기업들은 장기적인 해결방안을 모색하기 보다는 오히려 단기적인 구제책으로 자주 원가절감에 의지한다. 이 경우 원가절감 프로그램은 해당 기업의 장기성장에 영향을 주는 여러 요인들을 삭감하는 과정에서 매우 중요한 부분들을 잃어버리는 위험성을 내포하고 있다(Worrell et al. 1991, Cameron 1994).

초과이익(earnings surprises)과 수익률 사이에 양의 상관관계를 가지고 있음을 검증한 Ball and Brown(1968)의 연구 이후 이익의 구성요소에 따른 영향을 밝히려는 다수의 연구가 진행되어 왔다.

예를 들면, 최근 Ertimur et al.(2003)은 초과수익(revenue surprises)으로부터 영향을 받는 초과이익(earnings surprises)이 초과비용(expense surprises)의 결과로 나타난 초과이익보다 수익률에 더 많은 영향을 미친다는 것을 보여주었다. 이 연구는 자본비용과의 상관관계에서부터 이익에 대한 평가연구에 한층 더 일치되는 이익성장의 지속성에 대한 영향분석을 하였다. 그들은 이익증가가 유지됨으로써 더 높은 이익반응계수가 나타나는 이유는 이익성장의 원천을 효과적으로 구분하였기 때문이라고 주장하였다. 즉, 지속적인 수익증가에 의해서 이익증가가 유지될 때 투자자들은 동일한 이익 1원에 대하여 상이한 주식가격(상이한 자본비용)을 기꺼이 지불한다는 것이다. 이러한 연구의 결과들은 이익을 구성하

는 요소들 사이의 관계가 이익의 질의 차이 및 이익의 가치관련성에 영향을 줄 수 있음을 시사하는 것이다.

2. 연구의 목적

본 연구에서는 이익성장의 원천이 다르다면 동일한 이익증가가 시장에서 모든 기업에게 반드시 동일한 정보신호로 작용되지 않을 것이라고 전제하였다. 보다 구체적으로 본 연구의 목적은 다음과 같다.

첫째, 이익의 성장원천이 이익의 질에 어떤 영향을 미치는가를 분석하는 것이다. 이익의 성장을 유지하려는 기업의 전략은 크게 두 가지 전략 즉, 수익증대를 통한 이익성장전략(수익증대전략)과 비용절감을 통한 이익성장전략(비용절감전략)으로 나누어 볼 수 있다. 따라서 전체표본에서 최소한 3년간 연속적으로 이익 증가를 유지한 기업들을 분석대상으로 하여 최소한 3년간 연속적으로 매출증대를 지속시킨 기업들을 수익증대전략 기업들로 구분하여 그룹 S(sales)라 칭하고 나머지 기업들을 그룹NS(not sales)라 분류하였다. 여기서 그룹NS는 비용절감 전략기업군으로 분류되어 있지만 순수한 의미의 비용절감기업들 이외에 부분적인 수익증대기업들도 포함되어 있다. 이익의 구성요소가 이익의 질에 영향을 준다면 수익증대를 통해 지속적인 이익성장을 유지하는 기업들이 상대적으로 그렇지 않은 기업들보다 이익의 질이 더 높게 나타날 것이라 추정할 수 있다. 본 연구에서는 이익의 질 측정치로 선행연구에서 제시된 이익의 질의 대용치들 즉, 이익의 지속성, 이익조정 크기, 현금전환가능성, 이익의 변동성 및 비경상적 항목을 사용하여 수익증대전략기업과 비용절감전략기업의 이익의 질적 수준이 차이가 나타나는지를 검증하였다.

둘째, 이익의 성장원천에 따라 회계이익의 가치관련성이 차이가 있는지를 분석하는 것이다. 기업의 이익성장전략에 따라서 이익의 질이 차이가 있다면 투자자들은 기업의 가치평가에서 이들을 반영할 것이다. 따라서 수익증대전략기업들이 비용절감전략기업에 비해 상대적으로 이익의 질이 더 높게 나타난다면, 이익의

가치관련성 역시 상대적으로 클 것이며 이에 따라 이익반응계수도 더 크게 나타날 것으로 예상된다. 본 연구에서는 Ohlson의 주가수준모형 및 주가수익률모형을 이용하여 이익반응계수를 측정하여 수익증대를 유지하여 이익을 지속시키려는 기업(수익증대전략기업)과 비용을 절감하여 이익을 지속시키려는 기업(비용절감전략기업)들 사이에 회계이익정보의 질 차이가 존재하기 때문에 가치관련성에 차이가 존재한다는 것을 증명하려 하였다.

추가적으로 이익(당기순이익) 대신 영업이익을 사용하여 이상의 두 가지 분석을 동일한 방법으로 수행하였다.

3. 연구의 방법 및 구성

본 연구의 목적을 달성하기 위하여 다음과 같은 연구방법을 사용하였다.

우선, 이익성장전략에 따라 이익의 질이 통계적으로 유의한 차이가 발생하는지를 분석하여 검증하였다. 첫째 이익의 질의 대응치로 이익의 지속성을 측정하기 위하여 Ghosh et al.(2003)의 연구에서 사용되었던 모형으로 회귀분석을 실시하고, 분석의 결과로 나타난 이익지속성계수가 이익성장전략에 따라 체계적인 차이가 있는지 여부를 검증하였다. 둘째 이익조정 크기로 수정된 Jones모형을 이용하여 재량적발생액을 추정하였다. 추정된 재량적발생액의 절대값으로 수익증대전략기업들과 비용절감전략기업들 사이에 이익조정 크기에 차이가 있는지를 분석하였다. 셋째 현금전환가능성은 당기순이익이 차기의 영업활동으로 부터의 현금흐름으로 전환되는 현금전환계수를 이용하여 측정하고 이러한 현금전환계수가 이익성장전략에 따라 차이가 있는지를 검증하였다. 마지막으로 이익의 변동성을 기업별로 과거 주당순이익의 표준편차로 측정하고, 비경상적항목은 당기순이익 중 특별손익이 차지하는 비율로 측정하였다. 이런 방법으로 측정된 이익의 변동성과 비경상적 항목이 이익성장전략기업 사이에서 통계적으로 유의한 차이를 나타낸다면 이것은 이익의 질적 차이를 반영하는 것이라 추정할 수 있을 것이다.

다음은 이익의 성장원천에 따른 회계이익의 가치관련성에 관한 것이다. 검증모형은 선행연구인 Barth et al., (1999), Collins et al., (1997)의 연구에서 사용한 주식가격에 이익과 장부가치의 영향을 반영한 Ohlson모형을 단순화시킨 모형을 사용하였다. Ohlson의 가격수준모형과 가격변화(수익률)모형의 회귀식을 사용하여 이익반응계수를 측정하고 이러한 이익반응계수가 두 전략그룹 사이에서 체계적으로 차이가 발생하는지 여부를 검증하였다.

추가적으로 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 그룹S에서 최소 3년 이상 연속적으로 영업이익이 증가한 기업들을 그룹SI(sale and operating income)라고 구분하고 그 나머지 기업들을 그룹SNI라 분류하였다. 동일한 개념으로 그룹NS에서 최소 3년 이상의 기간에 영업이익의 증가를 가져온 기업들은 그룹NSI이라 구분하고 그 나머지를 그룹NSNI이라 분류하였다. 그룹SNI와 NSNI의 기업들은 영업이익에 영향을 받을 뿐 아니라 그들의 영업활동에서 원가통제에 대한 실패 때문에 시장에서 그룹SI와 NSI의 기업들보다 상대적으로 덜 반응이 나타날 것이라고 기대한다. 또한 전기매출의 영향에 기인하여 그룹SNI와 그룹NSNI의 기업들보다 상대적으로 그룹SI와 NSI의 기업들이 시장의 반응을 더 많이 나타낼 것이라고 예측한다. 이러한 예측에 대해 동일한 방법으로 이러한 그룹사이의 이익의 질 차이와 가치관련성 차이를 검증할 것이다. 또한 이익증가기간을 최소 3년간에 한정시키지 않고 여러 기간동안 이익증가지속에 따른 분석도 실시하였다. 즉 1, 2, 그리고 최소 3년간 계속되는 이익증가에 대해 기간별로 나누어서 동일한 분석을 실시하였다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. II절에서는 이익의 질과 가치관련성의 이론적배경 및 선행연구에 대해 살펴보는 부분으로 구성되었고, III절에서는 본 연구에서 검증하고자 하는 가설의 설정, 검증을 위한 표본의 그룹화, 분석대상표본의 선정방법, 실증분석을 위한 모형의 설계에 대한 내용이 제시되었다. IV절에서는 설계된 모형을 이용하여 실증분석한 결과에 대해 설명하고, V절에서는 분석결과를 토대로 이 연구에 대한 결론을 맺는다.

II. 이론적 배경 및 선행연구의 검토

기업의 경영성과를 측정하는 최종지표로서 회계이익은 매우 중요하며 모든 기업은 이익성장을 추구한다. 그러나 동일한 이익성장을 이룬 기업들이라 하더라도 이익성장의 원천이 다를 수 있기 때문에 동일한 이익증가가 시장에서 모든 기업에게 반드시 동일한 정보신호로 작용되지 않을 것이다. 본 연구에서는 이러한 현상이 발생한다면 이는 이익의 질적 수준의 차이에서 기인한 것이라고 전제한다. 이익의 성장원천이 이익의 질에 영향을 준다면 수익증대를 통해 이익성장을 하는 기업들이 비용절감을 통한 이익성장기업들보다 이익의 질이 더 높게 나타날 것이라 추정할 수 있다. 또한 기업의 이익성장전략에 따라서 이익의 질이 차이가 있다면 투자자들은 기업의 가치평가에서 이들을 반영할 것이다. 따라서 수익증대 전략기업들이 비용절감전략기업에 비해 상대적으로 이익의 질이 더 높게 나타난다면, 이익의 가치관련성 역시 상대적으로 클 것이며 이에 따라 이익반응계수도 더 크게 나타날 것으로 예상된다.

1. 이론적 배경

1.1 이익의 질

이익의 질(earnings quality)이란 기업의 가치를 평가하거나 경영자의 노력을 측정하기 위해 투자자에게 제공하는 이익정보의 유용한 정도를 일컫는 말이다. 그런데 이익의 질이 무엇을 의미하는지가 분명하지 않기 때문에 연구자에 따라서 이익의 질을 서로 다르게 측정하고 서로 다른 대용치(proxy)를 사용하고 있다. 예를 들어 어떤 학자들은 이익의 질을 이익지속성으로 정의하여 이익의 지속성이 높을수록 이익의 질이 높은 것으로 보고 있고, 어떤 학자들은 이익의 예

측 가능성이 높을수록 또는 이익이 현금으로 전환가능한 정도가 높을수록 그 질이 높다고 보고 있다. 또한 회계처리방법이 보수적일수록 이익의 질이 높다고 보는 학자도 있고 높은 품질의 감사서비스를 제공하는 감사인에게 감사받은 기업의 이익의 질이 높다고 주장하기도 한다.

본 연구에서도 이익의 질을 측정할 수 있는 개념으로 다음과 같은 측정치를 사용하였다. 그 첫 번째는 이익의 지속성이다. 이익의 지속성이란 당기의 순이익이 미래기간에도 계속적으로 유지되는 정도를 말한다. 당기이익이 미래에도 지속될 가능성이 높을수록, 즉 이익의 지속성이 클수록 미래이익의 예측가능성이 커지므로 질적으로 우수한 이익이라고 말할 수 있다. 두 번째는 이익조정 크기이다. 이익이 질적으로 우수할수록 그 이익에 포함된 오류의 분산은 작을 것이다. 과도한 이익조정에 의해 회계정보의 신뢰성이 저하될 때 회계이익 혹은 회계이익의 구성요소가 갖는 정보 가치가 낮을 수 있다는 것이다. 세 번째 회계이익이 장래에 현금으로 전환될 가능성이 높을수록 이익에 대한 불확실성이 감소하므로 질적으로 우수한 이익이라 할 수 있다. 그러므로 현금전환가능성을 이익의 질 측정치로 제시하고 있다. 마지막으로 이익의 변동성 및 비정상적 항목을 사용하여 이익의 질을 측정하였다. 이러한 측정치들이 이익 성장전략에 따라 차이가 나타난다면 그 원인을 이익의 성장원천이 이익의 질에 영향을 주기 때문이라 추정할 수 있다.

1.2 회계정보(이익)의 가치관련성

1960년대 이전까지만 해도 회계정보를 이용하여 기업의 내재가치를 구하고 이를 투자의사결정에 활용하는 기법인 기본적 분석(fundamental analysis)이 활발히 연구되었다. 그러나 Ball and Brown(1968)의 연구를 필두로 회계정보의 추가관련성에 대한 많은 연구가 이루어져 왔고 이들 연구들이 회계정보의 유용성이나 특성을 이해하는데 공헌 하였다.

그러나 당시의 연구는 회계정보와 기업가치를 연결시켜주는 이론적 모형이 개

발되어 있지 못하여 기업가치와 회계정보와의 연결고리가 취약했다. 그러나 1980년대 들어서면서 효율적 시장가설에 대한 신념이 흔들리게 되고 회계분야에서는 Ohlson(1995)이 회계정보를 기업가치와 연결시키는 이론적 모형을 개발하기 시작하였다. 이러한 회계정보 평가모형은 회계수치와 기업가치의 직접적인 연결고리를 제시하였다는 점에서 종전의 자본시장연구와 크게 차이가 난다 할 수 있다.

종전의 자본시장연구의 시각은 정보적 시각(information perspective)에 입각하여 주가와 회계수치의 관련성을 해석하였다. 주가는 배당할인모형에 따라 미래 배당액의 현가의 합으로 결정된다고 보았으며, 따라서 가치평가를 위해서는 미래 배당액이 추정되어야 한다. 이러한 시각 하에서 회계정보는 기업가치를 결정하는 직접적인 변수라기보다는 미래 배당을 추정하는데 유용한 정보를 제공하는 변수로 해석하였다.

그러나 기업가치 평가모형의 개발로 회계연구는 가치측정의 시각(measurement perspective)으로 이전되었으며 자본시장연구는 회계정보에 기초한 기업가치 평가를 주된 주제로 삼게 되었다. 이러한 자본시장에 근거를 둔 연구는 회계정보가 유용하게 사용되는가를 조사하여 회계정보의 유용성을 검증하였다.

회계정보 중에서는 회계이익이 주로 연구대상이 되었다. 회계이익이 유용한가는 회계이익 공시시점에서 회계이익정보가 주식가격에 어떠한 영향을 주는가를 측정함으로써 검증하였다. 만약 회계이익이 공시될 때 회계이익에 포함된 기업의 정보를 투자자들이 이용한다면 주식가격이 회계이익정보에 따라서 변화할 것이다.

투자자들이 투자할 주식을 선정할 때 사용하는 정보들 중에서 가장 중요하고도 객관적인 정보는 회계정보일 것이다. 만약 회계이익이 공시될 때 회계이익에 포함된 기업의 정보를 투자자들이 이용한다면 주식가격은 회계이익 정보에 따라서 변화할 것이다. 따라서 회계이익의 변화에 따른 주가의 변화의 관계를 살펴보면 회계정보의 가치관련성을 검증할 수 있다. 그러나 이러한 회계이익에도 동일한 이익증가가 시장에서 모든 기업에게 반드시 동일한 정보신호로 작용되지 않을

것이다. 다시 말하면 동일한 회계이익이라도 이익의 시장반응에 차이가 존재한다는 것이다.

기업의 이익성장전략에 따라서 이익의 질이 차이가 있다면 투자자들은 기업의 가치평가에서 이들을 반영할 것이다. 따라서 수익증대전략기업들이 비용절감전략 기업에 비해 상대적으로 이익의 질이 더 높게 나타난다면, 이익의 가치관련성 역시 상대적으로 클 것이며 이에 따라 이익반응계수도 더 크게 나타날 것으로 예상된다. 본 연구에서는 Ohlson의 주가수준모형 및 주가수익률모형을 이용하여 이익반응계수를 측정하여 수익증대를 유지하여 이익을 지속시키려는 기업(수익증대전략기업)과 비용을 절감하여 이익을 지속시키려는 기업(비용절감전략기업)들 사이에 회계이익정보의 질 차이가 존재하기 때문에 가치관련성에 차이가 존재한다는 것을 증명하려 하였다.

2. 선행연구의 검토

2.1 이익의 지속성(earnings persistence)에 관한 연구

Miller and Rock(1989)은 회계이익의 지속계수가 회계이익 공시일에 관찰되는 주가의 변동 폭과 관계가 있음을 이론적으로 주장하고 있다. 그들은 비기대이익 뿐 만 아니라 회계이익의 지속계수도 회계공시기업의 초과수익률에 영향을 미친다고 주장한다. 지속계수는 t 시점에서의 비기대이익이 $t+1$ 시점의 회계이익의 예상치에 어떤 영향을 미치는가를 나타내는 계수로서 만일 t 시점의 비기대이익이 정(+)일 때 $t+1$ 시점의 회계이익예상치가 하향 조절되는 경우에 지속계수는 부(-)의 값을 가지게 된다. 만일 t 시점 비기대이익이 정(+)일때 $t+1$ 시점의 회계이익예상치가 변하지 않으면 지속계수는 0이 된다. 즉, t 시점의 비기대이익의 방향과 $t+1$ 시점의 회계이익의 예상치의 조절방향이 반대일 때 지속계수는 부(-)의 값을 가지고, t 시점의 비기대이익의 공시가 $t+1$ 시점의 회계이익의 예상치를 변화시키지 않으면 지속계수는 0이 된다. 따라서 기업의 회계이익공시일에 관

찰되는 주가의 변동은 t 시점의 비기대이익이 정(+)인 기업이 t 시점의 비기대이익은 정(+)이지만 지속계수는 부(-)인 기업보다 더 클 것으로 예상된다. 왜냐하면 지속계수가 정(+)인 기업이 정(+)의 회계이익을 공시할 때 관찰되는 주가의 변동은 t 시점에 실현된 정(+)의 비기대이익이 $t+1$ 시점에도 지속되리라고 예상되기 때문에 $t+1$ 시점의 회계이익예상치가 상향조절 되므로 지속계수가 0인 기업에 비하여 주가가 상대적으로 크게 변동할 것이며, 그와 반대로 지속계수가 부(-)인 기업이 정(+)의 회계이익을 공시하면 $t+1$ 시점의 회계이익예상치가 하향 조절되는 효과가 존재하므로 지속계수가 0인 기업에 비하여 주가가 상대적으로 적게 변동할 것이기 때문이다. 그리하여 동일한 회계이익의 공시가 이루어진다 해도 지속계수가 정(+)인 기업의 주가 변동 폭은 지속계수가 부(-)인 기업의 주가 변동 폭보다 더 클 것으로 예상된다.

Lim(1989)은 연속적인 재무정보의 공시가 기업가치에 관한 합리적인 기대(rational expectations)에 미치는 영향을 이론적 측면에서 분석하였는데 회계이익의 지속계수가 회계이익 공시일에 관찰되는 초과수익률과 정(+)의 관계가 있다는 결론과 함께 실증분석에 직접 사용할 수 있는 지속계수의 측정방법을 제시하였다.

확률성등가법(certainty-equivalent valuation approach)에 의한 자본자산가격결정모형(two-parameter asset pricing model)을 여러 기간으로 연장하여 회계이익의 공시가 주주의 부에 어떠한 영향을 미치는가에 대하여 분석한 결과, 회계이익의 지속계수가 회계이익 공시일에 관찰되는 초과수익률과 정(+)의 관계가 있으리라고 주장하였다.

Easton and Zmijewski(1989)는 누적비정상수익률을 비기대이익에 회귀분석한 회귀계수인 이익반응계수가 회계정보 이외의 변수에 의해서 영향을 받기 때문에 이를 통제하지 않고 수익률과 비기대이익의 관련성을 연구하면 누락변수에 의해서 편의(bias)를 띄게 되므로 이 누락변수를 예측하고 이를 이용하여 이익과 주가와 의 상관관계를 설명하는 연구를 수행하였다. 이 편의는 표본수가 증가하여도 사라지지 않으므로 두 변수간의 관련성을 보이는 회귀계수는 편의를 가

지고 있을 뿐만 아니라 일치성(consistency)이 없는 추정치를 보인다. 이러한 맥락에서 연구자들은 누락변수를 포함하여 이익반응계수를 측정하는 회귀식을 추정하였다. 추정결과는 이익반응계수와 이익지속성계수 사이에 유의적인 양(+)
의 관계가, 이익반응계수와 위험사이에는 음(-)의 관계가, 또한 이익반응계수와
기업규모 사이에는 양(+)
의 관계가 존재함을 보여주었다. 그러나 위험과 규모와
의 관계는 유의한 관계를 보이지 않았다.

Paek and Song(1998)은 장부가치의 순전성(clean surplus)³⁾이 장부가치와
회계이익에 대한 추가설명력을 나타내는 추가배수에 미치는 영향을 분석하였다.
매년 대차대조표일에 손익계산서에서 계산된 회계이익은 대차대조표상 장부가치
(이익잉여금)를 수정하게 되는데, 이때 회계이익이 장부가치를 수정하는 비중에
따라 그 비중이 크면 순전한 장부가치로, 그렇지 않으면 순전하지 못한(dirty
surplus) 장부가치로 구분하였다. 회계이익이 장부가치를 수정하는 비중이 클수
록 가치평가에서 차지하는 회계이익에 대한 추가설명력을 나타내는 추가배수는
높은 반면에, 회계이익이 장부가치를 수정하는 비중이 작을수록 가치평가에서 장
부가치에 대한 추가설명력이 회계이익에 대한 추가설명력보다 상대적으로 크게
나타난다는 가설을 검증하였다. 장부가치가 순전한 기업들과 순전하지 못한 기업
들 사이의 비교를 통한 실증분석 결과는, 회계이익에 대한 추가설명력을 나타내
는 추가배수는 장부가치가 순전한 기업이 경우에 크게 나타났고, 장부가치에 대
한 추가설명력을 나타내는 추가배수는 순전하지 못한 기업의 경우에 큰 것으로
나타나 가설을 지지하고 있다.

Subramanyam and Venkatachalam(1998)은 회계이익이 일시적 항목을 가지
면 주가는 현재이익보다는 현재이익을 포함한 일련의 과거이익에 대한 함수가
됨을 증명하였다. 이들은 시계열적 자료를 이용하여 주가에 대한 현행이익, 과거
이익, 장부가치 등의 결합에 의한 모형들 간의 설명력을 비교 분석하였다. 그 결

3) 순전성이란 기말의 장부가치는 기초 장부가치에 회계이익을 가산하고 배당(증자나 감자로 인한
자본증감까지를 고려한 순배당을 말함)을 차감하여 산출된다는 등식관계를 말한다.

과 현행이익의 일시성이 클수록, 주가는 현행이익뿐만 아니라 과거 모든 기간의 이익의 총합과 밀접한 상관관계를 가지기 때문에, 현행이익에 비해 장부가치의 설명력이 증가한다는 사실을 확인하였다. 추가로 그들은 흑자보고기업의 경우에는 현행이익 및 장부가치 그리고 과거 3년간의 이익을 독립변수로 하여 주가에 대한 회귀분석을 실시하였을 때 주가설명력이 가장 높게 나타났으며, 적자보고기업의 경우에는 현행이익 및 장부가치를 설명변수로 하여 주가에 대한 회귀분석을 실시했을 때 주가설명력이 가장 높다는 결과를 제시하였다. 또한 이들은 시계열적 이익자료에 일시적 항목이 많이 포함되어 있으며 상대적으로 일시적 항목의 비율이 높은 기업과 적자보고기업에서 주가에 대한 설명력이 높다는 것을 검증하였다.

백원선과 최관(1999)은 우리나라 기업을 대상으로 1992년부터 1998년까지 초과이익의 1차 자기상관계수로 회계이익의 지속성을 측정한 후 회계이익의 지속성과 회계이익과 장부가치의 상대적인 주가설명력의 관계를 분석하였다. 연구자들은 초과이익의 지속성이 높은 기업의 회계이익에 대한 주가설명력을 나타내는 주가배수는 초과이익의 지속성이 낮은 기업의 회계이익에 대한 주가설명력을 나타내는 주가배수보다 상대적으로 높고, 초과이익의 지속성이 높은 기업의 장부가치에 대한 주가설명력을 나타내는 주가배수는 초과이익의 지속성이 낮은 기업의 회계이익에 대한 주가설명력을 나타내는 주가배수보다 상대적으로 낮다는 가설을 설정하고 회귀모형을 이용하여 검증하였다. 연구결과 초과이익이 지속적인 경우에는 비지속적인 경우에 비해 회계이익에 대한 주가설명력을 나타내는 주가배수는 높은 반면 장부가치에 대한 주가설명력을 나타내는 주가배수는 낮게 나타났으며, 초과이익이 비지속적인 집단에서는 장부가치에 대한 주가설명력이 회계이익에 대한 주가설명력보다 상대적으로 크게 나타났다.

고종권과 윤성수(2005)는 재무보고이익과 세무보고이익간의 일시적 차이가 이익, 현금흐름 그리고 발생액의 지속성을 나타내는지 여부와 이익과 이익구성요소의 지속성에 대한 투자자의 평가에 영향을 미치는지를 분석하였다. 먼저, 재무보고이익과 세무보고이익간의 일시적 차이가 이익, 현금흐름 그리고 발생액의 지

속성을 나타내는지 여부에 대한 분석결과는 보고이익의 차이가 큰 양의 값을 갖는 표본에서는 보고이익의 차이가 작은 집단에 비해 이익지속성과 발생액(특히 비유동발생액)의 지속성이 낮은 것으로 나타났다. 이 결과는 이익의 질을 지속성으로 정의하는 경우 재무보고이익이 세무보고이익에 비해 높은 경우 이익의 질이 낮을 것이라는 일반적인 추측과 일치하는 것이다. 보고이익의 차이가 큰 표본이 이익과 발생액의 지속성이 낮다는 결과는 재량적발생액이 큰 표본이 차기 이후에 반전된다는 사실과 일치하는 것이다. 그러나 보고이익의 차이가 큰 표본은 작은 표본에 비해 발생액의 지속성이 낮으나 현금흐름의 지속성은 다르지 않은 것으로 나타났으므로 이익지속성이 낮은 이유는 주로 발생과정에서의 이익조정에 기인하는 것임을 시사한다. 보고이익의 차이가 음의 값을 갖는 표본에서는 보고이익의 차이가 큰 표본과 달리 보고이익의 차이가 작은 표본에 비해 발생액이나 현금흐름의 지속성이 다르지 않은 것으로 나타났다. 다음으로 투자자들이 보고이익의 차이를 이용하여 이익의 지속성을 평가하는지를 분석하였다. 먼저 전체 표본과 보고이익의 차이가 작은 표본에서 투자자들이 실제이익의 지속성을 과대평가되는 것으로 나타났다. 이익을 현금흐름과 발생액으로 구분하여 분석하는 경우 전체표본과 보고이익의 차이가 작은 표본에서 투자자들이 현금흐름의 지속성은 선행연구와 동일하게 발생액의 지속성은 과대평가하는 것으로 나타났다. 그러나 보고이익의 차이가 양 극단에 위치한 표본에서는 투자자들이 발생액의 지속성을 정확하게 평가하는 것으로 나타났다. 전체적으로 보고이익의 차이는 이익지속성에 대한 투자자의 인식에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 보고이익의 차이가 양 극단에 위치한 표본의 경우 이익구성요소인 현금흐름과 발생액의 지속성을 투자자들이 정확하게 평가하는 것으로 나타나 보고이익의 차이가 투자자들로 하여금 이익구성요소의 지속성을 평가하는데 도움을 주고 있는 것으로 보인다.

2.2 이익조정(earnings management)에 관한 연구

DeAngelo(1986)는 경영자 매수(management buyout)에 앞서 경영자가 이익조정을 하는지 여부를 조사하였다. 경영자 매수란 상장기업의 경영자가 자신이 일하는 기업의 주식을 모두 매입하여 기업을 사(私)기업으로 만드는 것(going private)을 말한다. 경영자는 주식을 매입한 후 기업을 잘 운영하여 비싼 값으로 되팔거나, 기업의 자산이나 공장을 분리하여 매각하고 매각차익을 얻게 된다. 주식매수에 앞서 경영자는 기업의 이익을 하향조정하려는 동기를 가진다. 왜냐하면 기업이익이 기업가치를 평가하는데 사용이 되고, 또한 주가에 간접적으로 영향을 주므로, 이익을 하향조정하면 주가가 하락하여 주식을 좀더 싸게 살 수 있는 가능성이 높아지기 때문이다. 연구자는 1973년부터 1982년까지 경영자 매수가 발생한 64개 기업에 대하여 이익조정 여부를 분석하였다. 이익조정 여부는 총발생액의 차이를 재량적발생액으로 보고 경영자 매수 전 재량적발생액이 하락하는지를 검증하였다. 그러나 연구결과에 의하면 경영자 매수 전에 경영자에 의한 이익조정은 발견하지 못하였다.

Moese(1987)는 이익유연화 현상의 존재와 이익유연화를 행하는 기업들의 특성에 대한 연구를 실시하였다. 이익유연화 정도의 측정은 먼저 회계변경으로 인하여 변화된 보고이익의 변화 분을 뺀 실제이익에서 기대이익을 차감한 절대값을 계산한다. 그리고 보고된 당기순이익에서 기대이익을 차감한 절대치를 구하고 앞에서 계산된 값에서 이 절대치를 차감한 값을 매출액으로 나누어서 측정한다. 분석은 임의적 회계변경을 행한 기업을 대상으로 하고 있으며 분석결과 212개의 기업 중에서 137개 기업이 이익유연화를 행하고 있으며 기업의 규모가 클수록, 보너스 계약이 있는 기업일수록, 또한 보고이익과 기대이익의 차이가 클수록 이익유연화가 더 크게 일어나고 있다고 보고하고 있다.

McNichols and Wilson(1988)은 부실채권에 대한 대손설정액을 이용하여 이익평준화 현상을 연구하였다. 대손설정액(비 재량적 대손설정액)은 기초 대손충당금과 2개 연도의 대손상각비를 이용하여 추정하였고, 이를 실제 대손설정액에

서 차감하여 재량적 대손설정액을 계산하였다. 연구결과에 의하면, 기업의 경영 성과가 아주 높거나 아주 낮은 경우에는 경영자가 이익을 하향조정하는 것으로 밝혀졌다. 이는 이익이 매우 높은 경우에는 이익을 평준화하기 위하여 이익을 하향조정하고, 이익이 매우 낮은 경우에는 다음 회계기간의 이익을 높이기 위하여 이번 기의 이익을 더욱 낮게 보고하는 Big bath 현상으로 볼 수 있다.

Healy and Palepu(1990)는 재무상태나 경영성과가 악화되어 배당제한 규정을 위반할 가능성이 높은 기업이 어떠한 회계 및 배당정책을 선택하는가를 연구하였다. 그들은 배당제한 규정을 위반할 상황에 처한 기업들은 이익을 증가시키는 회계선택을 하여 배당제한 규정에 걸리지 않으려고 할 것이라고 예상하였다. 그러나 연구결과에 의하면 이러한 기업들은 이익을 증가시키는 회계선택을 하기 보다는 오히려 배당을 감소시키거나 중단하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 배당제한에 직면한 기업들은 이익조정이라는 편법보다는 배당 자체를 제한하고 있으므로, 채권자들의 권익옹호를 위하여 제정한 부채계약조항 중에서 배당제한 규정이 원래의 목적대로 기업의 재무정책을 규제하는 역할을 하고 있음을 나타낸다.

Bartov(1993)는 경영자가 고정자산과 투자자산 처분손익의 시기를 조정하여 이익을 조정하는지를 연구하였다. 경영자는 고정자산이나 투자자산의 처분시기를 어느 정도 재량적으로 조정할 수 있으므로 이를 이용하여 기간이익의 증감에 영향을 줄 수 있다. 연구결과에 따르면 경영자는 자산처분손익의 시기를 조절하여 이익을 평준화시키는 노력을 하며, 부채비율이 높을수록 채무이행조항(debt covenants)을 위반하지 않기 위하여 이익을 상향조정하는 것으로 나타났다.

Beneish(1994)는 SEC에 의해서 이익조작으로 감리지적을 받은 48개의 기업과 각종 미디어서치(media search)에서 이익조작기업으로 확인된 26개의 기업에 대하여 이익조작과 재무제표 변수간의 관계를 연구하였다. 이익조작과 재무제표 변수간의 관계를 연구한 이유는 만약 기업이 이익조작을 목적으로 이익을 부당하게 증가시키려면 수익을 과대계상하거나 비용을 과소 계상하는 등의 회계처리를 하여 기업의 재무제표 항목들에 영향을 주게 될 것이므로, 재무제표 항목들

을 주의 깊게 관찰하면 기업의 이익조작 여부를 판단할 수 있는 여지가 있을 것이기 때문이다. 연구방법으로 연구자는 이익조작기업의 재무제표 변수들을 통제기업의 변수들과 비교·분석하여 이익조작기업과 통제기업을 구분하는 분석을 하였다. 연구결과에 의하면 매출채권 증가율, 매출총이익 감소율, 자산의 질(quality)의 감소율, 매출액 성장률, 그리고 발생액(accruals)의 증가율 등이 이익조작기업의 특성을 나타내는 변수들로 나타났다.

Burgstahler and Dichev(1997)는 재량적 이익조정 항목을 측정하지 않고 재무제표에 보고된 순이익과 순이익변화의 횡단면적 분포를 이용하여 이익조정 현상을 연구하였다. 연구결과에 의하면 순이익변화의 분포도상으로 순이익변화가 없는 수치에 근접해서는 순이익의 감소보다 순이익의 증가가 많은 분포(비중)를 차지하고 있고, 순이익 금액의 분포도상으로 순이익변화가 없는 수치에 근접해서 순손실보다 순이익이 차지하는 분포(비중)가 유의하게 크게 나타났다. 이는 근소하게 순이익이 하락하는 경우에는 이익을 조정하여 근소하게라도 순이익이 상승하도록 하며, 근소하게 순손실이 발생하는 경우에는 순이익을 조정하여 근소하게라도 순이익이 발생하도록 하는 이익조정 행태를 나타낸다. 연구자들은 적어도 순이익 감소기업의 8-12%가 이익조정으로 순이익 증가를 나타내고, 근소하게 순손실이 발생하는 기업의 30-44%가 이익조정으로 순이익을 보고한다고 주장하였다.

박춘래와 김성민(1996)은 1980년부터 1994년까지 상장기업의 재무제표 자료를 이용하여 경영자들이 법인세율 인하 직전년도(즉, 1993년)에 발생한 이익이연 여부를 분석하였다. 이를 위해 이익관리가설, 기업규모가설, 부채계약가설, 경영자지분가설, 수익이연가설 등 총 5개의 가설을 설정하여 재량적발생을 이용한 경영자의 이익조정여부를 분석하였다. 분석결과에 대해 대부분의 기업들이 법인세율 인하와 상관없이 당기순이익의 상승폭이 클 경우에만 법인세율 인하에 반응하여 보고이익을 낮추는 방향으로 이익을 조정하고 있으며, 주로 비용항목보다도 수익항목을 많이 이용하고 있는 것으로 보였다. 그러나 실질적인 분석결과를 우리나라 기업의 경우는 법인세율 인하 전·후 연도에 발생을 통해서

는 유의적인 반응을 나타나지 않는 것으로 보인다.

최관과 김문철(1997)은 신규상장기업은 기존상장기업에 비하여 기업의 내용이 알려져 있지 않기 때문에 기업의 가치를 추정함에 있어서 회계정보에 대한 의존도가 높다. 따라서 신규상장기업의 경영자는 발행가를 유리하게 설정할 목적으로 재량적발생액(DA)을 통하여 상장전 기간의 이익을 높이려는 충분한 유인이 있기 때문에 신규상장기업의 이익조정행위를 실증적으로 검증하였다. 재량적발생액(DA)의 추정은 수정된 Jones모형을 이용하여 산업-연도별 횡단면 분석으로 추정하였다. 즉 재량적발생액(DA)은 총발생액에서 비재량적발생액(NDA)을 차감하여 계산하였다. 연구결과 재량적발생액을 통한 신규상장기업의 이익조정행위는 상장전 기간이 아닌 상장당해연도 및 상장직후연도에서 나타났다. 이러한 결과는 재량적발생액(DA)을 추정하는 대체적인 연구방법에 상관없이 일관되게 나타나고 있다. 따라서 발행가격 산정을 유리하게 하기 위해 상장전 기간에 이익조정을 행할 것이라는 예측은 지지되지 않는다.

송인만과 이용호(1997)는 우리나라에서도 이익유연화가 보편적인 현상인지, 만일 그렇다면 투자자가 유연화된 이익에서 미래예측에 대한 정보를 도출하여 그들의 의사결정에 유용한 정보로 이용할 수 있는지를 실증적으로 검증하고자 하였다. 연구결과에 의하면 첫째, 재량적 회계발생과 특별이익 및 전기수정손실이 이익유연화의 수단이 되고 있음이 관측되었다. 이익유연화는 주로 한 수단이 이용되고 있으나 경우에 따라서는 둘 이상의 수단이 동시에 이용되기도 하였다. 둘째, 유연화된 이익이 실제이익보다 유연화 직후연도의 보고이익에 접근하고 있어 이익유연화로 예측가치가 제고 될 수 있는 것으로 관측 되었다. 셋째로 투자자들은 유연화된 이익을 긍정적으로 평가하고 있으며, 이익유연화 수단인 재량적 회계발생과 전기수정손익은 모두 주가에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 관측되었다.

윤순석(1998)은 우리나라 상장 제조업체 전체를 대상으로 1994년과 1995년의 자료를 이용하여 이익관리 현상이 얼마나 일반적으로 이루어지고 있는가를 검증하였다. 영업활동의 성과에 따라 이익관리 정도가 다를 것이라는 가정 하에

영업활동으로 인한 현금흐름 정도에 따라 포트폴리오를 구성하여 포트폴리오별로 이익관리에 있어서 체계적 차이가 발견되는가를 검증한 연구이다. 연구방법으로는 다음과 같은 세 가지 방법론을 사용하였다. 첫째는 각 포트폴리오별로 영업 현금흐름과 당기순이익의 평균에 대한 차이를 살펴보았다. 둘째는 각 포트폴리오별로 영업현금흐름과 당기순이익간의 상관관계를 살펴보았다. 셋째 각 포트폴리오별로 부호변화(영업현금흐름이 음수인데 당기순이익은 양수이거나 그 반대의 경우)정도를 살펴보았다. 추가적으로 영업현금흐름과 금융비용 및 총발생액 간의 상관관계를 살펴보았으며, 또 랜덤워크모형을 이용하여 재량적발생액을 추정하여 이익관리현상을 검증하였다. 실증분석 결과는 영업현금흐름이 음수인 기업들이 이익관리를 통하여 이익을 증가시키는 정책을 구사하고 있다는 가설을 지지하고 있다. 이와 같은 현상은 당기순이익과 영업현금흐름과의 차이를 분석한 경우나, 상관관계를 분석한 경우나 부호의 변화를 분석한 경우 모두 일관성 있게 나타나고 있다. 특히, 영업현금흐름이 음수인 집단이 당기순이익을 양수로 변환시키는 이익관리를 구사할 가능성이 가장 높을 것으로 예상되는 집단인데 실증분석결과도 이 가설을 강하게 지지하는 것으로 나타나고 있다. 한편, 일부 집단의 경우에는 이익관리의 빈도는 다소 떨어지지만 이익관리의 크기는 대단히 큰 것으로 나타나고 있다. 추가적인 분석결과에 의하면 영업현금흐름과 금융비용간의 상관관계는 영업현금흐름이 음수인 집단에서만 통계적으로 유의한 것으로 나타나고 있다. 또한, 총 발생액과 영업현금흐름과의 상관관계를 검증한 결과에 의하더라도 영업현금흐름이 음수인 집단의 경우 이익관리를 많이 하는 것으로 분석되고 있다. 랜덤워크모형 분석에 의한 경우에도 영업현금흐름이 음수인 집단에서 특히 이익관리 정책을 구사하는 것으로 나타나고 있다,

최종서(1998)는 과도한 재량적 발생조정에 의해 회계정보의 신뢰성이 저하될 때 회계이익 혹은 회계이익의 구성요소가 갖는 정보가치가 어떠한 영향을 받을 수 있는지를 분석하는데 초점을 맞추었다. 전통적으로 발생주의는 현금주의가 기간성과를 측정함에 있어서 지니고 있는 인식시기 및 대응에 있어서의 문제점을 극복함으로써 보다 합리적인 기간성과의 측정을 가능케 해주는 것으로 믿고 있

으나 발생주의는 인위적인 배분절차와 대체적 회계절차의 허용으로 말미암아 성과조작의 여지를 허용하고 있음도 사실이다. 이에 따라 발생조정의 과정에는 인식과 대응의 합리화라는 순 기능적 측면과 조정과정에 있어서의 재량의 여지를 활용하여 성과조작에 이용하는 역기능적 측면의 양면성이 개입될 수 있다. 이러한 발생조정의 역기능적 측면이 회계정보의 유용성에 어떠한 영향을 초래하고 있는지를 검토하였다. 재량적발생조정은 먼저 시계열 및 횡단면 Jones모형을 이용하여 회귀계수를 추정하였다. 이 추정된 회귀계수를 사용하여 비 재량적발생조정을 계산하였고, 그리하여 재량적발생조정은 총발생조정에서 비재량적발생조정을 차감하여 계산되었다. 분석결과에 의하면 재량적발생조정이 높은 표본 집단의 현금흐름 및 발생조정에 대한 반응계수는 재량적발생조정이 낮은 그것에 비해 감소하는 현상을 관찰할 수 있었고, 현금흐름변수는 대부분의 분석에 있어서 일관성 있게 주식수익률과 양의 상관관계를 보여 주었다. 발생조정변수의 경우는 현금흐름에 비하여 정보가치가 떨어지나 대체로 주식수익률과 양의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 최종서는 이 결과로 과도한 재량적발생조정은 현금흐름이나 발생조정의 정보력을 훼손시키는 경향이 있다고 평가하고 있다.

최관과 백원선(1999)은 유상증자 기업은 유상신주의 발행가액을 높일수록 기존 주주의 부를 증가시킬 수 있기 때문에 기업은 이를 위해 일반투자자들이 기업의 미래전망을 밝게 볼 수 있도록 이익을 상향조정하려는 동기를 가진다. 그러므로 유상증자기업이 이익조정을 하는가에 대해 연구하였다. 이익조정은 수정된 Jones모형과 Rangan(1998)이 사용한 모형을 각각 시계열적으로, 횡단면적으로 적용하여 추정하였다. 실증분석 결과에 의하면, 유상증자기업들은 산업평균보다도 순이익이 낮은 기업들이었으며 유상증자 1년 전부터 2년 후까지 순이익이 지속적으로 감소하였다. 유상증자기업들의 현금흐름도 산업평균보다 뚜렷하게 작았으며 유상증자를 실시한 연도에 통계적으로 유의하게 하락하였다. 따라서 부진한 경영성과와 특히 불량한 현금흐름 사정으로 인하여 이들 기업들이 유상증자를 실시하게 되지 않았나 하는 추론을 가능하게 하였다. 순이익과 현금흐름의 차이인 발생액은 유동발생액이나 총발생액의 차이 모두 유상증자연도에 통계적으로

유의한 양(+)²의 값을 나타내어 이 시점에서 이익의 상향조정이 있음을 시사하였다.

백원선과 최관(1999)은 법인세최소화 동기와 이익조정³의 관계를 보다 일반화시켜서 연구하였다. 선행연구에 따르면 경영자는 자신의 보상을 극대화하기 위하여 부채계약 위반이나 정치적 표적이 됨에 따른 비용을 줄이기 위하여 이익을 조정하는 것으로 알려져 있다. 하지만 이와 같은 기업의 특성과 관련하여 동기에 따라 이익을 조정할 경우 기업이 부담해야 하는 법인세액이 달라지게 된다. 특히 법인세를 추가로 부담하게 되는 경우에 과연 기업들이 이를 감수하면서 기업특성 또는 계약관련 동기만을 고려하여 이익조정을 할 것인가는 의문의 여지가 있다. 기업들이 합리적인 의사결정자라면 계약관련 동기에 따른 이익조정으로 얻을 수 있는 혜택과 법인세 추가부담이라는 비용을 동시에 평가하여 자신의 부를 극대화하는 방향으로 의사결정을 하게 될 것이다. 만약 기업의 법인세 부담이 높은 경우에는 이익의 상향조정⁴으로 인한 법인세 추가 부담이 경영자 보상증가, 부채계약 위반 가능성 또는 정치적 표적 가능성의 회피 등으로 얻을 수 있는 혜택보다 오히려 클 수도 있을 것이다. 따라서 이러한 기업들은 자신들의 현금흐름에 실질적인 도움이 되도록 법인세 부담을 낮추는 쪽으로 이익을 조정할 것이다. 연구결과에 따르면, 법인세 부담이 클 것으로 예상되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 이익을 낮추는 방향으로 조정하는 것으로 나타났다. 또한 법인세 부담과 기업특성변수, 기타 계약변수들을 동시에 고려한 경우에도 재량적 발생액과 법인세 부담은 음(-)의 관계를 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 법인세 부담이 클 것으로 예상되는 기업이 이익을 낮추어 법인세 부담을 줄이는 쪽으로 이익을 조정하고 있음을 의미한다.

박한순(2001)은 한국 기업들이 부동산처분손익을 이용하여 이익을 조정하는지를 연구하였다. 우리나라는 토지와 건물 등의 부동산 가격이 지속적으로 상승하여 일반적으로 부동산 취득원가나 장부가액이 시가보다 크게 낮아서 부동산을 처분하면 처분이익이 크게 계산되고 기업의 현금흐름이 향상된다. 연구자는 1990년부터 1994년까지 부동산 처분을 공시한 기업을 표본기업으로 하여 이익

유연화 가설과 부채비율 가설을 검증하였다. 구체적으로 말하면, 연구자는 예상 이익이 적거나 부채비율이 높은 기업의 경영자가 부동산 처분이라는 실질거래에서 발생하는 이익을 이용하여 보고이익의 변동성을 줄이고 보고이익을 증가시켰는지를 검증하였다. 연구결과는 연구자의 예측을 지지하였다.

2.3 기타 이익의 질에 관한 연구

Lev and Thiagarajan(1993)은 12개의 재무제표요소들을 사용하여 이익의 질을 정의 하였다. 12개의 재무제표요소들은 외상매출금의 증감, 수주잔고(order backlog)등 인데, 예를 들어 외상매출금이 증가하였다면 이는 기업의 신용매출정책이 완화되었거나 외상매출금의 회수에 문제가 있음을 의미할 수 있으므로 이익의 질이 하락한 것으로 본다. 그들은 12개의 각 요소별로 이익의 질이 하락한 경우에는 0을 이익의 질이 상승한 경우에는 1의 값을 부여하여 이들을 합한 숫자를 이익의 질의 대용치로 정의 하였다. 실증분석결과에 의하면 순이익의 질이 높아질수록 이익반응계수가 증가하였다.

전영순(2003)은 외국인 및 국내기관 투자자들이 그 투자의사결정에 있어 회계이익의 질적 분석을 하고 있는지에 대해 연구하였다. 외국인 및 국내 기관이 회계이익의 질적 분석을 한다면 이들 전문투자자들이 투자하는 기업의 회계이익의 질은 그렇지 않은 기업의 회계이익의 질과 체계적으로 다를 수 있다. 실증분석의 결과는 이익반응계수의 결정요인을 통제한 후 회계이익의 질을 측정하는 일부 변수들과 이익반응계수 사이에는 유의한 관계가 있다고 나타났다. 그리고 외국인지분 및 국내 기관지분 또한 이익반응계수와 정의 관계를 보였다. 이는 외국인 투자자는 투자대상 기업분석에서 회계이익의 질적 분석을 하며 질적으로 우수한 회계이익을 선호하는 것으로 보인다.

2.4 회계정보의 가치관련성에 관한 연구

Easton and Harris(1991)는 가치평가지 회계이익과 장부가치 사이의 관계에 대해 실증분석 하였다. 장부가치에 대한 주가설명력이 높을 때(낮을 때) 상대적으로 회계이익에 대한 주가설명력은 낮게(높게) 나타났다. 즉 기업가치는 음(-)의 상관관계에 있는 회계이익과 장부가치의 가중 합이었다. 또한 회계이익에 대한 주가설명력은 이익의 지속성(earnings persistence)이 높을 때 더 높았지만 이익의 지속성이 낮고 장부가치(book value)가 상대적으로 더 가치 관련적일 때 주가설명력은 낮게 나타나 모형에 부합하는 결과를 얻었다. 그들은 기업, 시간, 산업별 회계이익과 장부가치에 대한 상대적인 주가설명력 차이에 대한 향후 연구를 기대하였으며 이 차이에 대한 잠재적 설명으로 회계측정의 문제, 회계원칙의 선택문제, 기업수명(life cycle)단계를 꼽았다. 그러나 기업가치 평가지 회계이익과 장부가치의 주가설명력에 대한 상호보완성이 완전하지 않을 때 신승묘(1996)는 그러한 차이가 보수주의회계에 기인할 가능성이 있으므로 추가적인 분석이 필요하다고 지적하였다.

Hayn(1995)은 적자기업에서 회계이익 정보의 주가설명력을 검증하였다. 그는 주주는 자산의 청산옵션을 가지고 있기 때문에 적자는 영구히 지속되지 않을 것이며 따라서 흑자기업에 비해 적자기업의 회계이익의 정보효과가 약할 것이라는 가설을 세우고 주가수익률모형을 토대로 적자기업과 흑자기업, 그리고 전체표본기업에 대한 각각의 회계이익의 주가설명력계수와 모형의 설명력(조정된 R^2)을 비교 분석하였다. 분석결과 회계이익의 주가설명력계수는 적자기업에서 0.01, 흑자기업에서 2.62였으며, 모형의 설명력인 조정된 R^2 는 적자기업에서 0.00%, 흑자기업에서 16.9%로 나타났다. 그리고 전체표본기업을 대상으로 분석했을 때 회계이익의 주가설명력계수는 0.95, 조정된 R^2 는 9.3%로 나타났다. 즉 적자기업의 회계이익의 주가설명력계수는 흑자기업의 회계이익의 주가설명력계수에 비해 낮을 뿐만 아니라 모형의 설명력도 거의 없었다.

Penman(1996)은 Ohlson의 초과이익모형(residual income model)을 이용

하여 P/E와 P/B의 경제적 의미를 분석하였으며 또한 두 비율간의 관계도 고찰하였다. 이 연구에서는 P/B비율이 미래 기대되는 수익성을 반영하고 있으며 P/E 비율은 현재 수익성에 대비한 미래 수익성의 증가를 나타냄을 보여주었다. 또한 이 두 비율이 기업의 수익성에 대하여 상이한 정보를 제공하기 때문에 두 비율을 동시에 고려하면 주가에 반영되어 있는 시장의 기대치를 추론할 수 있다고 주장하였다. 이러한 결과에 따라 P/E와 P/B가 모두 높은 경우는 미래기간에 양(+)
 (+)의 초과이익이 기대되며 또한 미래초과이익도 현재의 초과이익에 비해 증가할 것으로 추정하였다. 반면 P/E와 P/B가 모두 낮은 경우는 미래기간에 음(-)
 (-)의 초과이익이 기대되며 또한 미래초과이익도 현재의 초과이익에 비해 더 떨어질 것으로 예상하였다. P/E는 낮으나 P/B가 높은 경우는 미래기간에 양(+)
 (+)의 초과이익이 기대되나 미래초과이익은 현재의 초과이익에 비해 더 떨어질 것으로 예상하고, 반대로 P/E는 높으나 P/B가 낮은 경우는 미래기간에 음(-)
 (-)의 초과이익이 기대되나 미래초과이익은 현재의 초과이익에 비해 증가할 것으로 추정하였다. 마지막으로 P/E 및 P/B와 현재 ROE간의 관계를 분석한 결과 P/E는 현재 ROE와 뚜렷한 상관관계를 보이지 않았으나 P/B는 현재 ROE와 높은 양(+)
 (+)의 상관관계를 보인다는 것을 보여주었다. 이는 P/E의 경우에는 미래 수익성과 현재 수익성의 관계에 따라 결정되지 현재 수익성만을 반영하는 것이 아니기 때문이라 설명하였다.

Collins, Maydew and Weiss(1997)는 미국기업의 회계정보의 주가설명력이 저하되는 추세에 있다는 주장에 대한 검증을 하였다. 검증기간은 1953년부터 1993년까지 31년간으로 하였다. 검증모형은 본 연구에서와 같이 Ohlson의 초과이익모형(residual income model)을 단순화 한 모형을 이용하였다. 분석방법은 독립변수인 회계이익과 장부가치의 회귀계수가 시간적으로 어떻게 변화하는가를 살펴보는 방법을 이용하였다. 검증결과 회계이익의 주가설명력은 감소하는 추세에 있는 반면 장부가치의 주가설명력은 오히려 증가하는 추세에 있는 것이 발견되었다. 회계이익과 장부가치의 회귀계수의 종합적인 주가설명력 측정치라고 볼 수 있는 R^2 는 증가하는 추세에 있는 것으로 나타났다. 이에 연구자들은 과거

기간 동안 회계이익의 주가설명력은 감소하였지만 장부가치의 주가설명력은 그 이상 증가하였기 때문에 회계정보의 총체적인 주가설명력은 오히려 증가하였다고 주장하고 있다. 이들은 그 이유를 하이테크(high-tech)산업의 성장, 당기순손실 발생기업의 증가, 이익의 일회성 항목의 증가, 기업규모가 상대적으로 적은 상장기업의 수가 증가되었기 때문이라고 설명하였다.

Botosan(1997)은 기업의 공시수준(disclosure level)이 자본비용에 미치는 영향을 평가하기 위하여 주시가격에 내재된 자기자본비용(implied cost of equity)을 Ohlson의 초과이익모형(residual income model)을 이용하여 추정하였다. 연구자는 미래 4개 연도에 대해 Value Line의 자료를 사용하여 구체적인 예측치를 추정하였고 잔여가치는 미래 4기간 말에서 기대되는 주가-장부가액 프리미엄을 Value Line⁴⁾의 예측치를 이용하여 추정하였다. 이와 같이 주시가격, 장부가치, 향후 4년간의 미래 예측치들이 구해지면 이를 Ohlson의 초과이익모형(residual income model)에 대입하여 자기자본비용을 산출한다. 1990년의 122개 기업을 대상으로 측정한 결과 표본기업들의 자기자본비용은 평균 20.1%로 산출되었으며, 전통적인 CAPM 방법에 따라 측정된 자기자본비용은 평균 17%이었다. 또한 Ohlson의 초과이익모형(residual income model)을 이용하여 추정된 자기자본비용은 베타와 양의 관계에 있고 기업규모와는 음의 관계에 있는 것으로 나타나고 있다. 기업의 공시수준과 관련하여 분석한 결과, 재무분석가의 주목을 덜 받는 기업의 경우 베타와 기업규모를 통제한 후에도 자기자본비용은 공시수준이 높아짐에 따라 감소하는 것으로 나타나고 있다. 그리고 가장 공시를 많이 하는 기업과 가장 적게 하는 기업을 비교하면 자기자본비용의 크기는 거의 9%의 차이가 있는 것으로 분석되고 있다.

Penman and Sougiannis(1998)는 초과이익모형, 배당할인모형(dividend

4) Value Line은 뉴욕증권거래소, 아메리칸 증권거래소, 지역 증권거래소, 캐나다증권거래소, 장외 시장 등에 상장되어 있는 1,700 종목의 주식을 이용하여 계산된 전반적인 주가변동을 측정하고자 하며, 이것이 산출한 종합지수를 Value Line 종합지수라 한다.

discount model) 및 현금할인모형(discounted cash-flow model)에 의한 주가 추정치를 직접 산정하고 이를 통해 각 모형의 성과를 비교 분석하였다. 모형별로 주가추정치 산정함에 있어서 이들의 연구에서는 예측자료 대신에 실제로 실현된 자료가 이용되었다. 예를 들어 초과이익모형(residual income model)에 의한 주가추정치를 구하기 위해서는 미래의 이익예측치 등이 필요한데, 예측치를 이용하는 대신에 미래기간의 실현된 실제 이익을 사용한 것이다. 이와 같이 사후적으로 실현된 자료(ex post data)를 사용하여 사전적인(ex ante) 추정오차를 측정하기 위해서는 실현된 수치가 평균적으로 사전적인 합리적 기대치와 일치하며 또한 주식가격이 효율적이라는 가정이 필요로 한다. 연구자들은 사후적 수치를 사전적 예측치에 대한 대응치로 사용하는데서 발생하는 오차를 통제하고 기간별 또는 기업별로 존재할 수 있는 시장 비효율성을 고려하기 위해 개별 주식별로 검증하는 대신 포트폴리오를 대상으로 검증하였다. 실증분석결과에 의하면, 주가추정 오차를 통한 비교에서 초과이익모형이 배당할인모형이나 현금할인모형보다 일관되게 우월한 성과를 보이는 것으로 나타나고 있다.

Barth와 다수(1998)는 기업의 재무건전성(financial health)이 좋고 나쁨에 따라서 장부가치와 회계이익에 대한 주가배수에 어떠한 변화가 있는지 살펴보았다. 재무건전성의 대응변수로 채권등급을 사용하고 있다. 기업의 채권등급이 나빠지면 채무불이행 및 도산의 위험이 커지게 되는데 이럴 경우 계속기업의 가정 하에서 계산되는 순익계산서상 회계이익의 유용성은 떨어지는 반면에 대체적인 가치평가지표로서 대차대조표상 장부가치의 유용성이 커진다는 것이다. 실증분석에 따르면, 기업의 채권등급이 떨어져 재무건전성이 악화됨에 따라 장부가치에 대한 주가설명력은 높아진 반면에 회계이익에 대한 주가설명력은 작아지고 있다.

Hand and Landsman(1999)은 Ohlson모형에 제시된 배당과 주가와 관계의 관계를 집중적으로 실증분석하고 있다. Ohlson의 초과이익모형의 도출과정에서 정보 비대칭(information asymmetry) 문제는 고려되지 않으므로 MM이론에서처럼 배당이 증가하면 그만큼 주가가 떨어지는 dividend displacement가 발생한다. 그러나 현실적으로는 정보의 비대칭이 존재하고 있으므로 과연 배당이 Ohlson의

초과이익모형에서처럼 주가치와 일 대 일의 displacement 특성을 갖고 있는지를 검증하였다. 이들은 주가와 배당간의 관계를 검증할 때 기타정보를 0으로 설정한 후 분석하였다. 실증분석결과에 의하면, 배당은 주가와 유의한 양의 관계를 일관되게 보이고 있어서 displacement 특성과는 다르게 나타나고 있다. 연구자들은 그러한 양의 관계에 대한 설명으로 신호가설(signaling hypothesis)과 잉여현금흐름가설(free cash-flow hypothesis)을 제시하고 검증하였다. 실증분석결과에 의하면, 배당에 대한 양의 계수는 흑자기업보다 적자기업의 경우가 3배 정도 큰 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과에 대해 Hand and Landsman은 적자기업의 경우는 신호가설이, 그리고 흑자기업의 경우는 잉여현금흐름가설이 더 적절한 것으로 해석하였다.

송인만과 박철우(1995)는 Ohlson의 초과이익모형을 기초로 하여 신규공모주식의 발행가격의 결정시 자산가치, 수익가치, 그리고 상대가치를 사용하는 논리적 타당성을 검증하고 신규공모주식의 발행가격 결정방법의 개선점을 제시한바 있다. 이들은 유사회사를 이용한 상대가치법의 타당성을 검증하고자 신규공모기업의 유사회사에 대한 상대적 주가수준이 신규공모회사의 유사회사에 대한 상대적 주당경상이익수준 및 상대적 주당순자산비율과 관련을 갖는지를 검증하였다. 연구결과에 따르면 이들 변수 간에는 유의한 관계가 존재하는 것으로 나타났으며, 특히 상대적 주당순자산비율이 상대적 주가수준에 큰 영향을 미치는 것으로 보고 되었다.

신승묘(1996)는 Ohlson의 초과이익모형에 입각하여, 주가에 대한 설명변수로 현재의 장부가액, 당기이익, ROE 증가율, 투자증가율, 그리고 자기자본비용의 대용치로서의 베타를 도출해내고, 이들 설명변수들이 주가를 유의적으로 설명하는지 검증하였다. 연구결과에 따르면 현재의 장부가액, 당기이익, ROE 증가율, 투자증가율은 주가와 유의적인 양(+)의 관련성을 보였고 베타는 유의적인 음(-)의 상관관계를 보였다. 이는 주가치평가에 있어서 회계정보의 유용성을 지지하는 결과로 볼 수 있다. 또한 이 연구에서는 이익의 지속성 및 위험에 따라서 주가평가 시 장부가치와 회계이익에 대한 설명계수가 다르다는 Ohlson의 초과

익모형에 근거하여, 당기 ROE의 크기에 따라 주가평가 시 장부가치와 회계이익에 대한 설명계수가 기업별로 어떻게 차이가 나는지 검증하였다. 연구결과, 당기 ROE가 큰 기업의 경우에는 미래 이익의 지속성(earnings persistence)이 낮아 ROE가 보통수준인 기업의 경우보다 회계이익에 대한 설명계수는 작고 장부가치의 설명계수는 컸으며, 당기 ROE가 음수인 기업의 경우에는 일반적으로 위험이 높게 평가됨에 따라 당기 ROE가 보통수준인 기업에 비하여 장부가치와 회계이익에 대한 설명계수가 모두 작았다. 그리고 최근에 수행된 자산재평가가 장부가치와 회계이익에 대한 설명계수에 미치는 영향을 검증한 결과, 최근에 자산재평가를 한 기업의 경우는 그렇지 않은 기업의 경우보다 주가평가 시 장부가치에 대한 설명계수는 더 작고 회계이익에 대한 설명계수는 크게 나타났다. 이에 대한 해석으로 최근에 자산재평가를 한 기업의 경우에는 그렇지 않은 기업에 비해서 순자산가액이 시가에 근접함으로써 장부가치에 대한 설명계수가 작아지는 동시에, 회계상의 이익이 진실한 이익(true income)에 가까워져서 회계이익에 대한 설명계수는 커지기 때문이라고 주장하였다.

김권중 외 2인(1998)은 상속세법의 비상장주식 평가에 대한 문제점을 고찰하고 상속세법 대 초과이익모형(residual income model)의 유용성을 실증분석하였다. 비상장주식의 경우 주가추정치의 정확성 정도를 평가할 수 없으므로 실증분석은 상장주식을 대상으로 하여 수행되었다. 상속세법은 비상장주식을 평가함에 있어서 주당 순자산가액(자산가치)과 최근 3년간 가중평균 주당순이익을 자본환원율로 나누어 산출된 금액(수익가치)을 1 대 1 비중으로 평균하여 주식가치를 산출한다. 초과이익모형을 이용한 주가추정치는 초과이익의 시계열행태를 반영하는 자기회귀모형(autoregressive model)을 사용하여 미래초과이익을 추정하고 이의 현재가치를 자기자본 장부가치에 더하는 방법으로 산정하였다. 초과이익모형의 주가추정치와 상속세법 주가추정치의 추정오차를 분석한 결과, 상속세법 추정치는 실제 주가보다 현저히 작게 산출되는 반면 초과이익모형(residual income model)의 추정치는 평균적으로 실제주가와 유사하게 나타나고 있다. 이처럼 상속세법 추정치가 평균적으로 실제주가와 현저히 작게 산출되

는 것은 자산가치와 수익가치에 동일한 비중을 적용하고 있기 때문이다. 또한, 초과이익모형의 추정치는 상속세법의 추정치보다 유의하게 낮은 절대예측오차를 보이고 있다. 이러한 결과는 대부분의 표본연도에 있어, 그리고 모든 기업규모 그룹에 대해 일관되게 나타나고 있으며, 따라서 초과이익모형의 추정치는 상속세법의 주가추정치보다 유의하게 높은 예측정확성을 갖는 것으로 나타나고 있다.



Ⅲ. 실증연구의 설계

지속적인 이익의 증가를 유지하려는 기업의 전략은 크게 두 가지 전략 즉, 수익증대를 통한 이익성장전략(수익증대전략)과 비용절감을 통한 이익성장전략(비용절감전략)으로 나누어 볼 수 있다. 기업의 경영자가 기업의 가치를 창출하기 위해 이익증가를 추구할 때 가장 중요한 동인(driver)은 수익이다. 따라서 수익증대를 지속시킴으로써 이익성장을 유지하는 기업(수익증대전략기업)들은 비용절감전략기업에 비해 상대적으로 더 높은 수준의 이익의 질을 나타낼 것이다. 또한 합리적인 투자자들은 기업가치 중심의 투자의사결정을 하며 회계이익은 기업가치 평가에 중요한 정보이다. 국내·외 선행연구는 회계이익의 질이 투자자들의 투자의사결정에 유용하게 이용되고 있음을 보고한다. 투자자들은 시장에서 이러한 이익성장의 원천에 기인한 이익의 질적 차이에 대한 반응을 다르게 보일 것이라는 논지에서 이익의 질과 가치관련성 차이에 관한 연구가설을 본 장의 1절에서 설정하였다.

2절에서는 어떻게 기업들을 그룹화 하고 표본을 선정하였는지를 제시하였다. 먼저 표본 전체에서 최소한 3년간 연속적으로 이익증가를 유지한 기업들 중에서 최소한 3년간 연속적으로 매출액증대를 지속시킨 기업들을 경영자가 행하는 이익성장전략 중 수익증대전략기업군으로 간주하여 그룹S(sales)라 분류하고 나머지 기업들을 그룹NS(not sales)라 구분하였다. 이렇게 분류된 기업들에서 이익성장전략에 따른 이익의 질 차이와 이익의 상대적인 주가설명력 차이를 검증하기 위해서 필요조건에 충족되는 756개 기업-년(수익증대전략기업-년 601개, 비용절감전략기업-년 155개)이 최종표본으로 선정되었다.

3절과 4절에서는 연구가설을 검증하기 위한 실증분석의 모형을 설계하는 내용을 설명하고 있다. 이익지속성이 Ohlson의 회계모형에서와 같이 이익정보의 가치관련 속성을 나타낸다면, 이익지속성계수가 높을수록 이익의 질적 수준이 높다

고 할 수 있겠다. 따라서 기업특성에 따라 변화하는 이익지속성계수를 측정하기 위해 Ghosh et al.(2003)의 연구에서 사용되었던 모형을 이용하였다. 두 번째는 이익조정 측정치로 수정된 Jonse모형으로 재량적발생액을 추정하여 수익증대 전략기업과 비용절감전략기업 사이에 재량적발생액의 추정치의 절대값을 가지고 이익의 질 차이를 검증하였다. 현금전환가능성은 당기순이익이 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름으로 전환되는 현금전환계수를 이용하여 측정한다. 현금전환계수는 이익전략기업별로 회계자료를 이용하여 추정한 회귀식의 회귀계수를 말한다. 선행연구는 이익의 변동성이 낮을수록, 이익에서 비경상적 항목이 차지하는 부분이 작을수록 미래이익의 예측가능성이 높아지므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장한다. 따라서 본 연구에서는 이익의 변동성을 기업별로 과거 주당순이익의 표준편차로 측정하고, 비경상적항목은 당기순이익 중 특별손익이 차지하는 비율로 측정한다.

수익증대전략기업과 비용절감전략기업과의 가치관련성의 차이를 살펴보기위해 본 연구의 실증분석에서는 선행연구인 Barth et al., (1999), Collins et al., (1997)의 연구에서 사용한 주식가격에 이익과 장부가치의 영향을 반영한 Ohson모형을 단순화시킨 모형을 사용하였다. 연구가설을 검증하기 위해 가격수준모형과 가격변화(수익률)모형을 분석의 도구로 사용하였다.

1. 가설설정

투자자들이 회계정보를 필요로 하는 것은 투자할 주식의 적정가치를 평가하기 위한 것이다. 투자자가 투자사결정을 할 때 회계이익의 질이 기업의 적정가치 평가에 중요하다면 이익의 질에 대한 기업특성에 따른 차이를 분석하는 것도 중요할 것이다.

선행 연구결과를 토대로 이익을 구성하는 요소 사이에 이익의 질적 차이가 존재함을 추론할 수 있다. 순이익을 구성하는 요소들의 차이가 이익의 질의 차이를 나타내는 경우 투자자들은 기업의 가치평가에서 이들을 각기 다르게 고려하여야

정확한 기업가치의 평가가 이루어질 것이다. 따라서 기업의 회계공시에 있어서도 이익의 질에 따라서 이익의 구성요소들을 나누어 보고한다면 투자자들이 좀더 합리적으로 의사결정 하는데 도움을 줄 수 있을 것이다⁵⁾. 기업의 경영자가 기업의 가치를 창출하기위해 이익 증가를 추구할 때 이익증가의 가장 중요한 이익동인은 수익이다. 그러므로 이익의 가치동인 때문에 수익증대를 지속시킴에 따라서 이익의 증가가 유지되는 기업들은 상대적으로 더 높은 이익의 질을 나타낼 것이다. 당기 이익이 미래에도 지속될 가능성이 높을수록 즉, 이익의 지속성이 클수록 미래이익의 예측가능성이 커지므로 질적으로 우수한 이익이다.

본 연구자는 이익의 질의 대응치를 이익의 지속성으로 보고 이익의 질이 높을수록 보고이익에 대한 투자자의 반응이 높을 것이라 추측한다. 따라서 이익이 구성요소가 이익의 질적 차이를 나타낼 수 있다는 것을 이익지속성을 통해 주장하려 한다.

그리고 과도한 이익조정에 의해 회계정보의 신뢰성이 저하될 때 이렇게 조정된 보고이익의 질이 상대적으로 하락했다고 추론할 수 있을 것이다. 이에 회계이익의 구성요소인 수익에 대한 조정은 비용조정보다 상대적으로 더 어려울 것이고 발견하기도 더 용이할 것으로 추측하였다. 그러므로 수익증대를 지속시킴에 따라서 이익의 증가가 유지되는 기업들은 비용절감을 통해 이익의 증가가 유지되는 기업들보다 상대적으로 더 높은 이익의 질을 연상시킨다. 따라서 이익전략 기업별 이익조정치의 차이를 통해서 이익의 구성요소가 이익의 질 차이를 나타낼 수 있다는 것을 검증하려한다.

또한 회계이익이 장래에 현금으로 실현될 가능성이 높을수록 이익에 대한 불확실성은 감소하므로 질적으로 우수한 이익이라 할 수 있다. Lev(1989)는 이익의 질을 미래 현금흐름의 예측능력으로 정의하고 질적으로 우수한 이익이란 미래 현금흐름을 보다 잘 예측할 수 있게 해 주는 이익이라고 제시하고 있다. Lev의 이익의 질에 대한 개념은 현금전환가능성이 높은 이익이 질적으로 우수한 이

5) 권수영외 다수, “자본시장에서의 회계정보의 유용성”, 신영사, 2003

익이라는 주장과 일관성이 있다. 이익의 구성요소가 이익의 질 차이를 나타낸다면 이익전략기업간에 현금전환가능성의 차이를 나타낼 것이다.

또한 이익의 질 측정치로 이익의 변동성과 비 경상항목의 크기를 규정하여 이익의 구성요소에 따라 이러한 이익의 질의 차이가 나타난다는 것을 검증하려 한다.

이익을 구성원천은 수익과 비용이다. 이러한 이익의 구성원천이 이익의 질에 어떤 영향을 끼치는가를 본 연구에서는 분석하려한다. 말하자면 이익을 구성하는 요소인 수익과 비용이 이익의 질 차이를 나타내는 대용치로 사용될 수 있다는 것이다. 이익증가를 유지하려는 기업의 전략은 크게 두 가지의 광대한 전략으로 나누어 볼 수 있다. 이 전략은 이익의 구성요소인 수익증대전략과 비용절감전략이다. 이렇게 다른 이익성장전략을 추구하는 기업들 사이에서 보고되는 이익이 질적으로 차이를 나타낼 것으로 생각하여 두 이익전략기업들에서 나타나는 이익의 질 측정치를 가지고 이익 구성요소도 이익의 질을 평가하는 대용치로서 사용될 수 있다는 것을 추정 할 수 있다.

본 연구에서는 이익의 구성요소가 이익의 질에 영향을 주고 이에 대해 투자자들은 기업의 가치평가에서 이익성장전략을 추구하는 기업들 즉 수익증대전략기업과 비용절감전략기업들을 각기 다르게 고려한다면 이렇게 평가를 달리한 의사결정이 좀 더 합리적이지 않을까 생각한다. 그렇기 때문에 이익과 수익증대를 지속하는 기업들이 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 이익의 질이 높을 것이라고 예상할 수 있어 두 기업군 사이에 이익의 구성요소 차이가 이익의 질 차이를 나타낸다 할 수 있다. 이러한 예측에서 연구자는 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

연구가설 1 : 수익증대전략기업의 회계이익은 비용절감전략기업의 회계이익에 비해 질적으로 우수하다.

합리적인 투자자들은 기본적 분석에 의한 기업가치 중심의 투자의사결정을 하며 회계이익은 기업가치 평가에 중요한 정보이다. 국내·외 선행연구는 회계이익의 질이 투자자들의 투자의사결정에 유용하게 이용되고 있음을 보고한다. 최근 들어 기업을 분석하는 경제신문의 칼럼에서도 이익의 질을 언급하고 있으며 투자의사결정에 있어서 이익의 질적 분석의 중요성을 역설하고 있다. 연구가설1은 이익을 구성하는 요소인 수익과 비용이 이익의 질 차이를 나타낸다는 추론이다. 기업의 이익성장전략은 이익의 구성요소인 수익증대전략과 비용절감전략이다. 이렇게 다른 이익성장전략을 추구하는 기업들 사이에서 보고 되는 이익이 질적 차이를 나타낸다면 수익증대전략기업들에서 나타나는 이익반응계수와 비용절감전략기업들의 이익반응계수는 체계적으로 다르게 나타날 것이라고 예측할 수 있다. 이러한 예측의 결과로 수익증대를 통하여 유지된 이익증가는 비용절감을 이루어 유지된 이익증가보다 시장에서 투자자에게 상대적으로 더 가치 있는 이익신호로 나타난다는 것이다. 따라서 투자자들은 시장에서 이러한 이익의 원천에 기인한 이익의 질적 차이에 대한 반응을 다르게 보일 것이라는 논지에서 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

연구가설 2 : 수익증대전략기업의 회계이익은 비용절감전략기업의 회계이익보다 가치관련성이 높다.

2. 기업들의 그룹화 및 표본의 선정

수익에 대한 측정은 오히려 간단하다. 그러나 이익증가가 지속되면서 총비용을 연속해서 절감시키는 기업을 찾아내기란 쉽지 않다. 따라서 원가절감기업의 기준으로 확실한 원가절감을 유지시키는 기업으로 강제하지는 않겠다. 그림1에서는 어떻게 다르게 설정한 범주에 따라 기업들을 그룹화 하는지 설명하고 있다. 표본

전체에서 최소한 3년간 연속적으로 이익증가를 유지한 기업들을 그룹G라고 분류하고, 그룹G에서 최소한 3년간 연속적으로 매출액증대를 지속시킨 기업들을 경영자가 행하는 이익성장전략 중 수익증대전략기업군으로 하여 그룹S(sales)라 분류하고 나머지 기업들을 그룹NS(not sales)라 구분하였다. 여기서 그룹S는 수익증대전략기업군으로 그룹NS는 다소 보수적인 집단으로 비용절감전략기업군으로 간주하였다. 이러한 비용절감전략기업군에 속하는 모든 기업들은 1년 또는 그 이상의 기간에서 매출액의 감소를 경험하였고 이익증가를 유지하기 위해서 매출액이 감소하는 기간에 매출이 감소한 금액보다도 더 많은 비용감소를 이루어야 했던 것이 비용절감전략기업군으로 분류하게 된 이유이다. 따라서 비록 매년 총비용이 감소해야 한다는 조건을 완전하게 충족하지 못했지만 비용절감 기업군으로 분류된 기업들은 확실하게 1년 또는 그 이상 기간에 원가절감을 경험하였다.

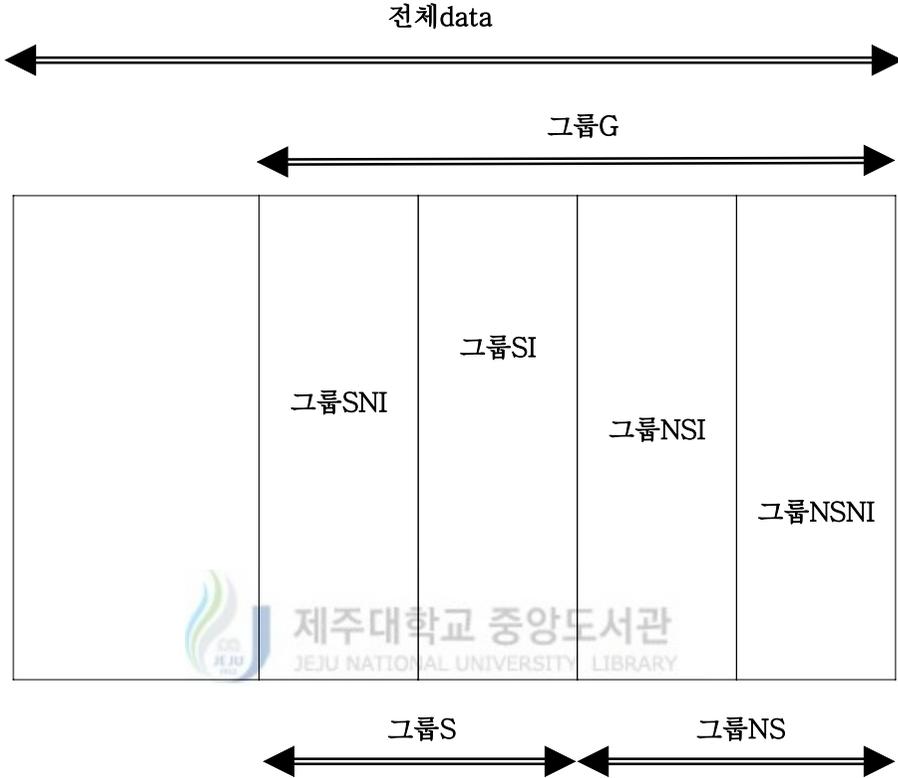
반면에 그룹S는 약간의 잡음(noise)을 담고 있다. 성공적으로 수익증대전략을 따르는 기업들은 S그룹에 해당될 것이다. 그러나 비용절감전략을 따르는 기업들도 경제호황 또는 산업전반에 따르는 성장 때문에 단순하게 이 그룹으로 분류될 수도 있을 것이다. 그래서 이러한 분류기법 때문에 연구결과에 편의가 나타날 경우도 배제할 수 없을 것이다.

또한 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 그룹S에서 최소 3년 이상의 영업이익이 증가한 기업들을 그룹SI(sale and operating income)라고 구분하고 그 나머지 기업들을 그룹SNI라 분류하였다. 비슷한 개념으로 그룹NS에서 최소 3년 이상의 기간에 영업이익의 증가를 가져온 기업들은 그룹NSI라 구분하고 그 나머지를 그룹NSNI라 분류하였다. 영업이익의 증가를 가져온 그룹SI와 NSI의 기업들은 비록 영업외비용의 절감을 이룬 몇몇 기업들이 존재한다고 할지라도 반듯이 영업외비용이 감소해야 된다는 것은 아니다. 그러나 영업이익이 1년 또는 그 이상 감소한 그룹SNI와 NSNI의 기업들은 영업비용이 매출증대보다도 더 증가되어야 하고(그룹SNI), 영업비용이 매출감소보다도 덜 감소되어야 한다(그룹NSNI). 그래서 이익증가를 유지하려고 영업외비용을 감소

시키는 기업들을 재분류하여야 한다. 그룹SNI와 NSNI의 기업들은 영업이익에 영향을 받을 뿐 아니라 그들의 영업활동에서 원가통제에 대한 실패 때문에 시장에서 그룹SI와 NSI의 기업들보다 상대적으로 덜 반응이 나타날 것이라고 기대한다. 또한 전기매출의 영향에 기인하여 그룹SNI와 그룹NSNI의 기업들보다 상대적으로 그룹SI와 NSI의 기업들이 시장의 반응을 더 많이 나타낼 것이라고 예측한다. 본 연구자는 그룹 SNI와 NSI에 대한 확실한 예측을 기대할 수 없다. 만약 수익의 영향이 영업이익의 영향을 지배한다면 그룹SNI의 기업들이 상대적으로 더 높은 이익반응계수가 나타날 수 있기 때문이다.



<그림1> 이익증가지속에 대한 기업들의 그룹화



그룹G : 주당이익의 증가가 최소 3년간 지속하는 모든 기업들

그룹S : 그룹G에 속한 기업들 중에서 매출의 증가가 최소 3년간 지속하는 모든 기업들

그룹NS : 그룹G에 속한 기업들 중에서 그룹S에 속하지 않는 모든 기업들

그룹SI : 그룹S에 속한 기업들 중에서 주당영업이익의 증가가 최소 3년간 지속하는 모든 기업들

그룹SNI : 그룹S에 속한 기업들 중에서 그룹SI에 속하지 않는 모든 기업들

그룹NSI : 그룹NS에 속한 기업들 중에서 주당영업이익의 증가가 최소 3년간 지속하는 모든 기업들

그룹NSNI : 그룹NS에 속한 기업들 중에서 그룹NSI에 속하지 않는 모든 기업들

본 연구에 필요한 회계자료와 주가수익률자료는 2000년도 한국신용평가주식회사의 데이터베이스프로그램인 KIS-FAS와 KIS-SMAT에서 수집하였다. 본 연구에서 사용된 전체표본기간은 1981년부터 2000년까지 20년으로 하고, 전체 표본은 2000년 말 현재 상장되어 있는 기업 중에서 다음의 기준을 충족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

1) 1980년부터 2001년까지의 분석에 필요한 자료를 구할 수 있는 기업⁶⁾

1980년부터 2000년까지 계속하여 상장된 기업으로서 한국신용평가주식회사의 데이터베이스프로그램인 KIS-FAS와 KIS-SMAT에서 분석에 필요한 회계자료 등을 구할 수 있는 기업을 표본으로 선정하였다.

2) 금융업, 서비스업, 보험업 등에 속하지 않는 기업

금융관련 산업 및 서비스업은 다른 산업에 비해 규제가 심하며 영업환경이 다르고 일반기업과는 재무제표의 구성항목도 다를 뿐 아니라, 동일한 계정과목이라고 하더라도 일반기업과 다른 내용으로 사용되는 것이 일반적이므로 일반기업과 비교하는 것이 어렵다. 따라서 표본에서 제외하였다.

3) 결산일이 12월 31일인 기업

12월 말 결산법인만으로 표본을 한정하는 것은 표본의 동질성을 높이기 위한 것이다. 또 우리나라에서 12월 말 결산법인이 아닌 기업은 특정산업에 치중되어 있는 것이 일반적이고, 결산일이 다른 경우에는 비교가능성이 낮아질 수 있기 때문에 12월 말 결산법인만을 표본에 포함시켰다.

먼저 실증분석의 주된 대상인 이익전략그룹의 기업들을 수익증대전략 기업군

6) 표본기간보다 1년 빠르고 늦은 것은 변수의 측정에서 직전연도와 차기연도의 자료가 필요하기 때문이다.

과 비용절감전략기업군으로 분류하기위한 기업그룹화는 연속 3년간 이익증가기업들을 측정하기위해 필요한 기간(1980년부터 1982년 까지)을 제외한 1983년부터 2000년 까지를 그룹화를 위한 기간으로 하였다.

그리고 이익조정치인 재량적발생액을 측정하기 위해 필요한 기간은 1980년부터 2000년까지로 하였다.

극단치가 회귀분석에 미치는 영향을 회피하기 위해 전체표본에서 이상치로 보이는 표본의 변수들은 조정하였다. 극단치의 잠재적 영향을 제거하기 위해 실증분석에 사용되는 변수 중 대차대조표일로부터 3개월 후의 주식가격, 주당이익, 주당장부가치 그리고 초과주가수익률 각 변수 값이 상위와 하위 5%에 해당하는 표본을 조정한 후 실증분석을 위한 자료로 이용하였다.

극단치를 조정한 후 이익성장전략에 따른 이익의 질 차이와 이익의 상대적인 주가설명력 차이를 검증하기 위해서 제시한 요건에 충족되는 756개 기업-년(수익증대전략기업-년 601개, 비용절감전략기업-년 155개)이 이익의 질적 수준 차이와 이익반응계수의 차이여부를 검증에 필요한 최종표본으로 선정되었다.

<표1>에는 표본기업들의 산업별 분포를 제시하고 있다. 표본기업의 산업별 분포를 살펴보면 의료정밀에 속한 기업이 3개(0.4%)로 가장 적었으며 이는 의료정밀산업이 갖는 산업특성 때문에 기인한 것이라 생각된다. 기타제조업이 4개(0.5%)로 기업수가 그 다음으로 나타났다. 가장 많은 기업수를 나타낸 산업은 화학산업으로 126개(16.6%)의 분포를 보였다. 전체적으로 보면 위 산업을 제외하면 특정산업에 편중됨이 없이 비교적 골고루 분포되어 있다고 할 수 있다.

<표1> 산업별 표본기업 수

| 산업 | 표본기업 수 | 비율(%) |
|---------|--------|-------|
| 건설업 | 60개 | 7.9% |
| 기계 | 33 | 4.4 |
| 기타제조업 | 4 | 0.5 |
| 비금속광물제품 | 28 | 3.7 |
| 섬유, 의복 | 50 | 6.6 |
| 운수장비 | 54 | 7.1 |
| 운수창고업 | 21 | 2.8 |
| 유통업 | 69 | 9.1 |
| 음식료품 | 52 | 6.9 |
| 의료정밀 | 3 | 0.4 |
| 의약품 | 66 | 8.7 |
| 전기, 가스업 | 18 | 2.4 |
| 전기, 전자 | 98 | 12.9 |
| 종이, 목재 | 30 | 4.0 |
| 철강, 금속 | 44 | 5.8 |
| 화학 | 126 | 16.6 |
| 계 | 756 | 100 |

3. 이익의 질적 수준의 측정

3.1 이익의 지속성(Earnings Persistence)에 대한 측정

이익의 지속성(Earning Persistence)이란 당기의 순이익이 미래기간에도 계속적으로 유지되는 정도를 말한다. 기업특성에 따라서 이익지속성은 차이가 있다. 예를 들어 기업이 연구개발 활동으로 획기적인 신제품을 시장에 출하하여 순이익이 증가하거나 대폭적인 구조조정으로 원가와 비용을 절감한 경우에는 순이익의 증가가 앞으로도 상당기간 지속될 것이라고 예측할 수 있다. 그러나 기업이 유형자산을 처분하거나 사업라인을 중단함으로써 특별이익이 증가한 경우에는 순이익의 증가가 다음 기간에서도 지속될 것이라고 볼 수 없다.

Ramaakrishnan and Thomas(1998)는 순이익의 구성요소들에 따라서 이익 지속성이 다를 수 있다고 하면서 순이익을 발생시키는 사건(event)을 세 가지로 나누고 있다.



- ① 상당기간 지속 가능한 사건
- ② 당해연도의 순이익에만 영향을 주고 그 이후에는 영향을 주지 않는 사건
- ③ 주가와 관련이 없고 지속성이 없는 사건

상당기간 지속가능한 사건으로는 앞서 예로 든 신제품의 출하라든지 기업의 구조조정으로 순이익이 증가하는 경우를 의미하고, 당해연도 순이익에만 영향을 주는 것으로는 유형자산의 처분과 같은 경우를 말한다. 주가와 관련이 없는 것으로는 만약 기업이 창업비를 자산으로 계상하고 순이익을 증가시켰다면 이미 인식한 창업비가 앞으로의 수익창출에 기여하지 않을 것이므로 순이익에 반응하지 않을 것이고 또한 연구비를 자본화 하지 않고 모두 당기 비용으로 인식하였다면 순이익을 하락하지만 자본시장은 연구개발 활동이 앞으로의 수익창출에 미치는 영향을 고려하여 순이익 하락에 반응하지 않을 것이다⁷⁾.

이익반응계수의 결정요인으로 제시되어온 이익의 지속성은 이익의 질을 측정하는 변수중 하나로 이용된다. 본 연구에서도 이익지속성계수를 이익의 질을 측정하는 대용치로 사용하였다. 기업의 경영자가 추구하는 이익성장전략에 따라 구분한 수익증대전략과 비용절감전략사이에 이익의 질적 수준이 차이가 존재한다면 두 전략사이의 이익지속성계수도 차이가 나타날 것이다. 이러한 결과는 이익의 구성원천인 수익과 비용이 이익의 질을 측정할 수 있는 대용치로 사용될 수 있다는 추론을 할 수 있다.

다음은 기업특성에 따라 변화하는 이익지속성계수의 측정에 대한 것이다. 이익과 매출증대를 지속하는 기업들이 상대적으로 이익지속성계수가 더 높게 나타난다면, 이러한 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 미래에도 이익을 더 지속시킬 것이라고 예상할 수 있다.

아래에 기술하는 모형은 Ghosh et al.(2003)의 연구에서 사용되었던 모형으로 Sloan(1996)의 연구에서 제시된 모형과 비슷한 이익수준모형이다.



$$E_{i,t+1}/P_{it} = b_0 + b_1 E_{it}/P_{i,t-1} + \varepsilon_{t+1} \quad (1-1)$$

$E_{i,t+1}$: i 기업의 $t+1$ 년도의 주당순이익

E_{it} : i 기업의 t 년도의 주당순이익

P_{it} : i 기업의 t 년도 대차대조표일로부터 3개월 후 주가

$P_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 년도 말 주가

모형(1-1)은 이익의 지속성을 측정하는 모형이다. 현재의 이익수준에 대한 통제여부에 따라 미래이익수준의 지속에 영향을 미칠 수 있다면 이익증가의 원천에 따라 이익지속성에 영향을 미칠 것이라 예측할 수 있겠다. 다음은 수익증대전

7) 권수영외 다수, “자본시장에서의 회계정보의 유용성”, 신영사, 2003

락기업과 비용절감전략기업과의 이익지속성계수의 차이를 살펴보기위해 전략별 기업들의 더미변수를 이용한 다음과 같은 모형으로 이익지속성계수의 차이를 측정하였다.

$$E_{i,t+1}/P_{it} = b_0 + b_1 E_{it}/P_{i,t-1} + b_2 (D_{it} \times E_{it}/P_{i,t-1}) + \varepsilon_{t+1} \quad (1-2)$$

$E_{i,t+1}$: i 기업의 $t+1$ 년도의 주당순이익

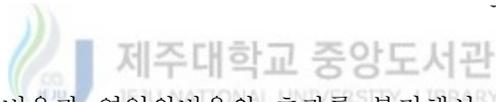
E_{it} : i 기업의 t 년도의 주당순이익

P_{it} : i 기업의 t 년도 대차대조표일로부터 3개월 후 주가

$P_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 년도 말 주가

D_{it} : 이익성장전략기업에 대한 더미변수(S그룹의 기업이면 1,

그렇지 않으면 0)



추가적으로 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 영업이익의 증가여부에 따라 구분한 서브그룹의 이익지속성 차이분석도 아래와 같은 모형으로 실시하였다.

$$E_{i,t+1}/P_{it} = b_0 + b_1 E_{it}/P_{i,t-1} + b_2 (DO_{it} \times E_{it}/P_{i,t-1}) + \varepsilon_{t+1} \quad (1-3)$$

$E_{i,t+1}$: i 기업의 $t+1$ 년도의 주당순이익

E_{it} : i 기업의 t 년도의 주당순이익

P_{it} : i 기업의 t 년도 대차대조표일로부터 3개월 후 주가

$P_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 년도 말 주가

DO_{it} : 영업이익증가에 대한 더미변수(영업이익증가기업이면 1,

그렇지 않으면 0)

FASB는 이익의 예측가치(predictive value)를 가치관련성(value relevance)의 한 요인으로 제시하였다. 정보이용자 측면에서 이익의 예측가치를 측정하는 한 요소로서 많은 선행 연구자는 이익지속성(Earnings Persistence)을 제시하였다. 그리하여 이익지속성이 이익의 질을 나타내는 측정치로 이용되고 있다. 이익의 구성원천에 따른 이익성장전략인 수익증대전략과 비용절감전략 사이에 체계적인 이익지속성 차이가 나타난다면 이익의 구성요소에 따라 이익의 질적 수준의 차이를 추정할 수 있지 않을까 생각한다.

이익지속성이 Ohlson의 회계모형에서와 같이 이익정보의 가치관련 속성을 나타낸다면, 이익지속성계수가 높을수록 이익의 질적 수준이 높다고 할 수 있겠다. 이익성장전략인 이익의 구성요소 즉 기업의 이익성장전략의 차이가 제공하는 이익지속성과 관련한 정보는 투자자들이 기업가치를 평가하여 투자의사결정을 하는데 도움을 줄 수 있을 것이라 생각한다.

본 연구에서는 이익의 구성요소가 이익지속성에 영향을 주고 이에 대해 투자자들은 기업의 가치평가에서 이익성장전략을 추구하는 기업들 즉 수익증대전략 기업과 비용절감전략기업들을 각기 다르게 고려할 것이다. 이렇게 평가를 달리하여야 정확한 기업가치의 평가가 이루어 질 것이다. 그렇기 때문에 이익과 수익증대를 지속하는 기업들이 상대적으로 이익반응계수가 더 높게 나타난다면, 이러한 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 미래에도 이익을 더 지속시킬 것이라고 예상할 수 있어 두 기업군 사이에 이익의 지속성차이가 이익의 질 차이를 나타낸다고 할 수 있다.

이러한 논지에서 설정한 연구가설1을 증명하기 위해서 모형(1-1)에서 이익지속성계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 수익증대전략기업군(S그룹)의 이익지속성계수 b_1 은 비용절감전략기업(NS그룹)의 이익지속성계수 b_1 보다 높게 나타날 것이다. 또한 더미변수를 이용한 모형(1-2)에서도 두 그룹간의 차이를 나타내는 이익지속성계수 b_2 도 0보다 크게 나타날 것으로 예측하고 있다.

추가적으로 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 영업이익의 증가여부에 따라 구분한 서브그룹의 이익지속성 차이분석도 실시하였다. 두

그룹에서 영업이익의 증가여부에 따라 분류된 그룹SNI와 NSNI의 기업들은 영업비용이 매출증대보다도 더 증가되어야 하고(그룹SNI), 영업비용이 매출감소보다도 덜 감소되어야 한다(그룹NSNI). 그룹SNI와 NSNI의 기업들은 영업이익에 영향을 받을 뿐 아니라 그들의 영업활동에서 원가통제에 대한 실패 때문에 시장에서 그룹SI와 NSI의 기업들보다 상대적으로 덜 반응이 나타날 것이라고 기대한다. 이러한 기대의 결과로 모형(1-1)에서 이익지속성계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 영업이익의 증가기업군(SI그룹과 NSI그룹)의 이익지속성계수 b_1 은 영업이익의 감소기업군(SNI그룹과 NSNI그룹)의 이익지속성계수 b_1 보다 높게 나타날 것이다. 또한 더미변수를 이용한 모형(1-3)에서도 두 그룹간의 차이를 나타내는 이익지속성계수 b_2 도 0보다 크게 나타날 것으로 예측할 수 있다.

3.2 이익조정에 대한 측정

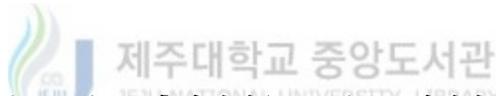
이익조정 대상인 순이익은 수입에서 비용을 차감한 금액이다. 순이익은 영업활동으로 인한 현금흐름에서 발생액(accruals)을 더한 금액으로 정의된다. 순이익은 발생주의 회계원칙으로 산출된 기업의 경영성과이고 영업활동으로 인한 현금흐름은 현금기준 회계원칙으로 산출된 경영성과 이므로 발생액은 현금기준 회계원칙과 다른 발생기준 회계원칙으로부터 산출되는 항목으로 볼 수 있다. 이익조정을 연구하는 대부분의 논문들은 영업활동으로 인한 현금흐름은 경영자가 재량적으로 조정하기 어려운 것으로 가정하고 있다. 실제로 현금의 유입과 유출은 발생기준 회계원칙의 적용으로 생성되는 발생액보다 좀더 객관적이고 확정적인 성질을 가진다. 그러나 경영자가 의도적인 목적으로 발생액을 조정하면 이에 따라서 순이익도 조정된다. 그리고 이익조정 대상인 발생액도 경영자의 의도가 개재된 경우와 그렇지 않은 경우로 구분하여 재량적발생액(discretionary accruals ; 이하 DACC)과 비재량적발생액(nondiscretionary accruals ; 이하 NACC)으로 분류 될 수 있다.

과도한 이익조정에 의해 회계정보의 신뢰성이 저하될 때 회계이익 혹은 회계

이익의 구성요소가 갖는 정보가치가 어떠한 영향을 받을 수 있는지를 분석하는데 초점을 맞추었다. 따라서 회계이익의 구성요소인 수익에 대한 조정은 비용조정보다 더 어려울 것이고 또한 발견하기도 더 용이할 것이다. 그러므로 수익증대를 통하여 지속된 이익증가는 상대적으로 높은 이익의 질을 연상시킨다. 수익증대를 지속시킴에 따라서 이익의 증가가 유지되는 기업들은 그렇지 않고 이익증가를 지속시키는 기업들보다 이익조정이 상대적으로 낮게 나타날 것이다.

본 연구에서는 이익조정 측정치로 수정된 Jones모형으로 재량적 발생액을 추정하여 수익증대전락기업과 비용절감전략기업 사이에 재량적 발생액의 추정치의 절대값에 유의한 차이가 나타난다면 이러한 차이가 이익의 질 차이를 나타낸다고 유추할 수 있을 것이다.

재량적발생액(DACC)은 총발생액(total accruals ; 이하 TACC)에서 비재량적발생액(NACC)을 차감하여 계산한다.



$$\text{재량적발생액(DACC)} = \text{총발생액(TACC)} - \text{비재량적발생액(NACC)}$$

Jones(1991)는 매출액의 변화와 유형자산을 이용하여 비재량적발생액을 추정하는 방법을 개발하였다. 이 방법은 비재량적발생액이 매 기간 일정하다는 가정을 하지 않으면서 개별기업의 경제적 여건변화를 고려할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 이 방법은 매출액과 유형자산과 관련된 이익조정의 가능성을 배제하는 한계점을 가지고 있다. 이에 Dechow와 다수(1995)는 Jones가 개발한 모형에서 매출액이 이익조정의 수단으로 사용되지 않는다는 한계점을 개선하여 수정된 Jones모형을 개발하였다.

먼저 총발생액은 다음과 같이 추정한다.

$$\begin{aligned} TACC_{it}/ASSET_{it-1} = & b_0/ASSET_{it-1} + b_1(\Delta SALES_{it}-\Delta AR_{it})/ASSET_{it-1} \\ & + b_2PPE_{it}/ASSET_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$TACC_{it}$: i 기업의 t 년도 총 발생액⁸⁾

$ASSET_{it-1}$: i 기업의 t 년도 기초총자산

$\Delta SALES_{it}$: i 기업의 t 년도 매출액에서 $t-1$ 년도 매출액을 차감한 금액

ΔAR_{it} : i 기업의 t 년도 매출채권에서 $t-1$ 년도 매출채권을 차감한 금액

PPE_{it} : i 기업의 t 년도 기말유형자산

ε_{it} : 잔여오차항



위의 식에서부터 추정된 회귀계수를 이용하여 다음과 같이 비재량적발생액을 구한다.

$$\begin{aligned} NACC_{it}/ASSET_{it-1} = & b_0 / ASSET_{it-1} + b_1(\Delta SALES_{it}-\Delta AR_{it})/ASSET_{it-1} \\ & + b_2PPE_{it}/ASSET_{it-1} \end{aligned} \quad (3)$$

이렇게 하여 구해진 총발생액에서 비재량적발생액을 차감하여 이익조정의 측

8) 현금을 제외한 유동자산의 t 년도 변동액에서 유동성 고정부채를 제외한 유동부채의 t 년도 변동액을 차감하고 t 년도의 감가상각비를 차감하여 총 발생액을 구한다.

정치로 이용하는 재량적발생액을 계산한다.

$$DACC_{it} = TACC_{it} - NACC_{it} \quad (4)$$

본 연구에서는 식(1)의 b_0 , b_1 , b_2 의 추정을 위하여 횡단면적 정규회귀분석을 상장기업을 대상으로 산업별로 실시하여 재량적발생액을 추정하였다. 연구가설1을 증명하기 위해서 이렇게 추정된 재량적발생액의 절대값을 가지고 수익증대전략기업과 비용절감전략기업사이에 차이를 t검정으로 차이분석을 실시하였다. 통계적으로 유의한 차이가 나타나면 두 전략사이에 이익의 질차이가 존재한다고 추정할 수 있다.

3.3 현금전환가능성, 이익의 변동성 그리고 비경상적 항목에 대한 측정



Comiskey(1982)는 회계이익이 장래에 현금으로 실현될 가능성이 높을수록 이익에 대한 불확실성은 감소하므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장한다. 또한 Lev(1989)는 미래 현금흐름을 보다 잘 예측할 수 있게 해 주는 이익이 질적으로 우수한 이익이라고 주장한다. 따라서 이익의 현금 전환가능성이 높을수록 이익의 질은 높아질 것이다⁹⁾. 현금전환가능성은 당기순이익이 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름으로 전환되는 현금전환계수를 이용하여 측정한다. 현금전환계수는 이익전략기업별로 회계자료를 이용하여 추정한 다음 회귀식의 회귀계수이다.

$$OPCF_{i,t+1}/TA_{i,t-1} = b_0 + b_1NI_{it}/TA_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (5-1)$$

9) 전영순(2003), “외국인투자자 및 국내기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality),” 경영학연구 제32권 제4호, p1009-1010

OPCF_{*i,t+1*} : *i*기업의 *t*+1년도의 영업활동으로부터의 현금흐름

TA_{*i,t-1*} : *i*기업의 *t*-1년도의 자산총계

NI_{*it*} : *i*기업의 *t*년도 당기순이익

수익증대전략기업과 비용절감전략기업과의 이익지속성계수의 차이를 살펴보기 위해 전략별 기업들의 더미변수를 이용한 다음과 같은 모형으로도 이익지속성계수의 차이를 측정하였다.

$$\begin{aligned} \text{OPCF}_{i,t+1} / \text{TA}_{i,t-1} = & b_0 + b_1 \text{NI}_{it} / \text{TA}_{i,t-1} \\ & + b_2 (\text{D}_{it} \times \text{NI}_{it} / \text{TA}_{i,t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5-2) \end{aligned}$$

OPCF_{*i,t+1*} : *i*기업의 *t*+1년도의 영업활동으로부터의 현금흐름

TA_{*i,t-1*} : *i*기업의 *t*-1년도의 자산총계

NI_{*it*} : *i*기업의 *t*년도 당기순이익

D_{*it*} : 이익성장전략기업에 대한 더미변수(S그룹의 기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

추가적으로 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 영업이익의 증가여부에 따라 구분한 서브그룹의 이익지속성 차이분석도 아래와 같은 모형으로 실시하였다.

$$\begin{aligned} \text{OPCF}_{i,t+1} / \text{TA}_{i,t-1} = & b_0 + b_1 \text{NI}_{it} / \text{TA}_{i,t-1} \\ & + b_2 (\text{DO}_{it} \times \text{NI}_{it} / \text{TA}_{i,t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5-3) \end{aligned}$$

OPCF_{*i,t+1*} : *i*기업의 *t*+1년도의 영업활동으로부터의 현금흐름

$TA_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 년도의 자산총계

NI_{it} : i 기업의 t 년도 당기순이익

DO_{it} : 영업이익증가에 대한 더미변수(영업이익증가기업이면 1,
그렇지 않으면 0)

연구가설1을 증명하기 위해서 모형(5-1)에서 현금전환계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 수익증대전략기업군(S그룹)의 현금전환계수 b_1 은 비용절감전략기업(NS그룹)의 현금전환계수 b_1 보다 높게 나타날 것이다. 또한 더미변수를 이용한 모형(5-2)에서도 두 그룹간의 차이를 나타내는 이익지속성계수 b_2 도 0보다 크게 나타날 것으로 예측하고 있다.

추가적으로 영업이익의 증가여부에 따라 구분한 서브그룹의 현금전환계수의 차이분석도 실시하였다. 모형(5-1)에서 이익지속성계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 영업이익의 증가기업군(SI그룹과 NSI그룹)의 이익지속성계수 b_1 은 영업이익의 감소기업군(SNI그룹과 NSNI그룹)의 이익지속성계수 b_1 보다 높게 나타날 것이다.

또한 더미변수를 이용한 모형(1-3)에서도 두 그룹간의 차이를 나타내는 이익지속성계수 b_2 도 0보다 크게 나타날 것으로 예측할 수 있다.

그리고 선행연구는 이익의 변동성이 낮을수록, 이익에서 비경상적 항목이 차지하는 부분이 작을수록 미래이익의 예측가능성이 높아지므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장한다. 따라서 본 연구에서는 이익의 변동성을 기업별로 과거 주당순이익의 표준편차로 측정하고, 비경상적항목은 당기순이익 중 특별손익이 차지하는 비율로 측정한다. 이런 방법으로 측정된 이익의 변동성과 비경상적 항목이 이익전략기업 사이에서 통계적으로 유의한 차이를 나타낸다면 이러한 차이가 이익의 구성요소에 따라 이익의 질 차이를 나타낸다고 추정할 수 있을 것이다.

4. 이익의 가치관련성에 대한 측정

만약 순이익이 공시될 때 순이익에 포함된 기업의 정보를 투자자들이 이용 한다면 주가가 가격은 순이익 정보에 따라서 변화할 것이다. 따라서 순이익의 변화에 따른 주가의 변화의 관계를 살펴보면 회계정보의 유용성을 검증할 수 있다. 그러나 이러한 순이익에도 이익증가의 원천이 다를 수 있기 때문에 동일한 이익증가가 시장에서 모든 기업에게 반드시 동일한 정보신호로 작용되지 않을 것이다. 다시 말하면 동일한 순이익이라도 이익의 질적 수준차이가 존재한다는 것이다.

본 연구에서는 이익의 구성요소가 이익의 질적 수준에 영향을 주고 이에 대해 투자자들은 투자 의사결정에서 기업의 가치평가를 이익성장전략을 추구하는 기업들 즉 수익증대전략기업과 비용절감전략기업들에 대해 각기 다르게 고려할 것이다. 이렇게 평가를 달리하여야 정확한 기업가치의 평가가 이루어 질 것이다. 그렇기 때문에 이익과 수익증대를 지속하는 기업들이 상대적으로 이익반응계수가 더 높게 나타난다. 이익의 변화 때문에 나타나는 주가반응은 특별한 가치평가 모형을 요구한다. 회계학 연구의 새로운 방향을 제시한 Ohlson(1995), Feltham and Ohlson(1995)의 연구는 회계정보와 기업가치의 관계를 이론적으로 고찰하여 새로운 모형을 제시한 연구이다. 이 모형은 실제기업이 산출해 내는 회계이익과 장부가치를 주가설명 변수로 한 것이기 때문에 이에 의할 때 주가평가와 관련하여 회계정보의 유용성을 직접 평가할 수 있는 이론적 근거를 얻을 수 있다.

Ohlson의 회계모형은 전통적인 가치평가모형인 현금흐름할인모형(discounted cash flow model)과 달리 미래현금흐름에 대한 가정이 없고, 자본시장연구와 달리 이익과 현금흐름간의 관계에 대한 암묵적인 가정이 필요치 않은 것이다. Ohlson의 모형에 따르면 기업의 가치는 장부가치, 회계이익 및 기타 정보의 함수로서 표시되며 이 모형의 핵심은 불편적회계(unbiased accounting)하에서는 그리 길지 않은 미래기간의 초과이익이 0으로 수렴함에 따라 그다지 길지 않은 미래기간의 초과이익에 대한 예측에 의하여 현재의 주가를 근사적으로 평가할 수 있다는 것이다. 이모형의 유일한 가정은 이러한 예측이 명백한 잉여관계

(clean surplus relation)와 일치한다는 것인데, 명백한 잉여 관계란 기업의 순자산 장부가액의 변동이 당기순이익과 배당금에 의해서만 설명된다는 개념이다. 이는 재무회계의 기본이 되는 관계로 특히 포괄주의 이익의 개념과 일치하는 관계이다.

Ohlson(1995)은 다음의 식(6)과 같은 주식평가모형을 제시하였다.

$$P_t = BV_t + \sum_{\tau=0}^{\infty} (1+r)^{-\tau} E_t[EX_{t+\tau}] \quad (6)$$

P_t : t 시점에서의 주식의 시장가치

BV_t : t 시점에서의 자기자본의 장부가치

r : 할인율

$EX_{t+\tau}$: $t+\tau$ 시점에서의 비기대이익

본 연구의 실증분석에서는 선행연구인 Barth et al., (1999), Collins et al., (1997)의 연구에서 사용한 주식가격에 이익과 장부가치의 영향을 반영한 Ohlson모형을 단순화시킨 모형을 사용하였다. 연구가설2를 증명하기 위해 가격수준모형과 가격변화(수익률)모형을 분석의 도구로 사용하였다. 먼저, 가격수준모형은 다음과 같이 제시하고 있다.

$$P = b_0 + b_1E_{it} + b_2BV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7-1)$$

P : i 기업의 t 년도 대차대조표일로부터 3개월 후 주가

E_{it} : i 기업의 t 년도 주당순이익

BV_{it} : i 기업의 t 년도 주당장부가치

수익증대전략기업과 비용절감전략기업과의 이익반응계수의 차이를 살펴보기 위해 이익성장전략별 기업들의 더미변수를 이용한 다음과 같은 모형으로도 이익반응계수의 차이를 측정하였다.

$$P = b_0 + b_1E_{it} + b_2BV_{it} + b_3(D_{it}XE_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (7-2)$$

P : i 기업의 t 년도 대차대조표일로부터 3개월 후 주가

E_{it} : i 기업의 t 년도 주당순이익

BV_{it} : i 기업의 t 년도 주당장부가치

D_{it} : 이익성장전략기업에 대한 더미변수(S그룹의 기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

추가적으로 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 영업이익의 증가여부에 따라 구분한 서브그룹의 이익반응계수에 대한 차이분석도 아래와 같은 모형으로 실시하였다.

$$P = b_0 + b_1E_{it} + b_2BV_{it} + b_3(DO_{it}XE_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (7-3)$$

P : i 기업의 t 년도 대차대조표일로부터 3개월 후 주가

E_{it} : i 기업의 t 년도 주당순이익

BV_{it} : i 기업의 t 년도 주당장부가치

DO_{it} : 영업이익증가에 대한 더미변수(영업이익증가기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

주식가격은 회계정보가 시장에서 유용하게 이용될 수 있다는 것을 확신하기 위하여 회계기간 종료 3개월 후의 가격을 사용하였다. 본 논문에서는 이익의 구성요소가 이익의 질적 수준 차이를 나타내고 이에 대해 투자자들은 기업의 가치

평가에서 이익성장전략을 추구하는 기업들 즉 수익증대전략기업과 비용절감전략 기업들을 각기 다르게 반응할 것이라는 예상을 하였다. 그렇기 때문에 이익과 수익증대를 지속하는 기업들이 상대적으로 이익반응계수가 더 높게 나타난다면, 두 기업군 사이에 이익반응계수 차이가 이익의 가치관련성 차이를 나타낸다고 할 수 있다. 이러한 논지에서 설정한 연구가설2를 증명하기 위해서 모형(7-1)에서 이익반응계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 수익증대전략기업군(S그룹)의 이익반응계수 b_1 은 비용절감전략기업(NS그룹)의 이익반응계수 b_1 보다 높게 나타날 것이다. 또한 더미변수를 이용한 모형(7-2)에서도 두 그룹간의 차이를 나타내는 이익지속성계수 b_2 도 0보다 크게 나타날 것으로 예측하고 있다.

추가적으로 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 영업이익의 증가여부에 따라 구분한 서브그룹의 이익반응계수 차이분석에서도 동일한 결과를 예상한다. 두 그룹에서 영업이익의 증가여부에 따라 구분한 그룹SNI와 NSNI의 기업들은 그들의 영업활동에서 원가통제에 대한 실패 때문에 시장에서 그룹SI와 NSI의 기업들보다 상대적으로 덜 반응이 나타날 것이라고 기대한다. 이러한 기대의 결과로 모형(7-2)에서 이익반응계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 영업이익의 증가기업군(SI그룹과 NSI그룹)의 이익반응계수 b_1 은 영업이익의 감소기업군(SNI그룹과 NSNI그룹)의 이익반응계수 b_1 보다 높게 나타날 것이다. 또한 더미변수를 이용한 모형(7-3)에서도 두 그룹간의 차이를 나타내는 이익지속성계수 b_2 도 0보다 크게 나타날 것으로 예측할 수 있다. 이익과 매출 양쪽 모두 증가를 이룬 기업들은 그렇지 못한 기업들과 비교하여 상대적으로 더 높은 이익의 질을 나타내고 이에 대해 시장에서 더 높은 프리미엄을 얻을 것이기 때문이다.

아래에 제시된 가격변화(수익률)모형은 위의 모형(7-1)의 변화된 모형이다.

$$Ret_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it} / P_{i,t-1} + b_2 \Delta BV_{it} / P_{i,t-1} + \epsilon_{it} \quad (8-1)$$

Ret_{it} : i 기업의 t 년도 기업규모조정 초과주가수익률¹⁰⁾

Δ : 변수의 first-order차이표시

E_{it} : i 기업의 t 년도 주당순이익

$P_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 년도 말 주가

BV_{it} : i 기업의 t 년도 주당장부가치

주가수익률모형은 이익에서의 구성요소증가에 대한 평가를 포착하는 반면 주가수준모형은 이익수준에 대한 평가를 포착하는 모형이라는 것을 주의하여야 한다. 수익률모형은 정보의 상관관계로부터 스스로를 움직일 수 있다. 전통적인 이익-수익률 관계에서, 이익정보를 측정함으로써 나타나는 계수들을 가지고 그 뜻을 해석해 왔다. 한편 그것들은 이익의 가치관련성에 대한 판단의 근거로서도 이용되어 왔다(Fan and Wong, 2002). 수익증대전략기업과 비용절감전략기업과의 이익반응계수의 차이를 살펴보기위해 이익성장전략별 기업들의 더미변수를 이용한 다음과 같은 모형으로도 이익지속성계수의 차이를 측정하였다.

$$Ret_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it} / P_{i,t-1} + b_2 \Delta BV_{it} / P_{i,t-1} + b_3 (D_{it} \times \Delta E_{it} / P_{i,t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (8-2)$$

Ret_{it} : i 기업의 t 년도 기업규모조정 초과주가수익률

Δ : 변수의 first-order차이표시

E_{it} : i 기업의 t 년도 주당순이익

$P_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 년도 말 주가

10) Ret_{it} 는 t 년도 4월부터 $t+1$ 년도 3월까지 월별주가수익률을 적률적으로 누적시킨 후 분석대상기업의 $t-1$ 년도 말 자기자본총액의 크기에 따라 5개 기업군으로 나눈 후 각 기업군별로 t 년도누적수익률을 단순평균하여 계산한 기업규모효과를 차감하여 계산한 값이다.

BV_{it} : i 기업의 t 년도 주당장부가치

D_{it} : 이익성장전략기업에 대한 더미변수(S그룹의 기업이면 1,
그렇지 않으면 0)

추가적으로 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 영업이익의 증가여부에 따라 구분한 서브그룹의 이익지속성 차이분석도 아래와 같은 모형으로 실시하였다.

$$\text{Ret}_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it}/P_{i,t-1} + b_2 \Delta BV_{it}/P_{i,t-1} + b_3 (DO_{it} \times \Delta E_{it}/P_{i,t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (8-3)$$

Ret_{it} : i 기업의 t 년도 기업규모조정 초과주가수익률

Δ : 변수의 first-order 차이표시

E_{it} : i 기업의 t 년도 주당순이익

$P_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 년도 말 주가

BV_{it} : i 기업의 t 년도 주당장부가치

DO_{it} : 영업이익증가에 대한 더미변수(영업이익증가기업이면 1,
그렇지 않으면 0)

주가수익률모형에서도 주가수익모형에서와 마찬가지로 모형(8-1)에서 이익반응계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 수익증대전략기업군(S그룹)의 이익반응계수 b_1 은 비용절감전략기업(NS그룹)의 이익지속성계수 b_1 보다 높게 나타날 것이다. 또한 더미변수를 이용한 모형(8-2)에서도 두 그룹간의 차이를 나타내는 이익지속성계수 b_2 도 0보다 크게 나타날 것으로 예측하고 있다. 추가적으로 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 영업이익의 증가여부에 따라 구분한 서브그룹의 이익반응계수 차이분석에서도 두 그룹간의 차이를 나타내는

이익지속성계수 b_2 도 0보다 크게 나타날 것으로 예측할 수 있다.

또한 본 연구에서는 1980년대 이후로 회계이익의 정보내용을 검증하는데 가장 흔히 사용되고 있는 아래의 선형회귀모형을 이용해서도 이익전략기업들 사이에 이익반응계수의 차이를 검증하려한다.

$$\text{Ret}_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it} / P_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Ret_{it} : i 기업의 t 년도 기업규모조정 초과주가수익률

Δ : 변수의 first-order차이표시

E_{it} : i 기업의 t 년도 주당순이익

$P_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 년도 말 주가



IV. 실증분석의 결과

본 연구에서는 표본 전체에서 최소한 3년간 연속적으로 이익증가를 유지한 기업들을 분석대상그룹이라 분류하였다. 이렇게 분류된 분석대상기업의 빈도, 분류 그룹별 연도별 분포, 이익성장전략그룹별로 분류하여 연구가설을 검증하기 위한 모형들에서 사용되는 주요변수들의 기술통계 그리고 실증분석에 사용되는 주요 변수들에 대한 상관관계를 본 장의 1절에서 나타내고 있다.

그리고 2절에서는 실증분석의 결과를 제시하고 있는데 분석결과에 따르면 수익증대전락기업은 비용절감전략기업보다 이익지속성이 상대적으로 더 높게 나타나는 결과를 제시하고 있다. 그리고 회계이익의 구성요소인 수익에 대한 조정은 비용조정보다 더 어려울 것이고 또한 발견하기도 더 용이 할 것이기 때문에 수익증대를 통하여 지속된 이익증가는 상대적으로 높은 이익의 질을 연상시킨다는 논지에서 이익전략그룹별 이익조정치인 재량적발생액의 절대값의 평균차이를 t검정으로 분석한 결과도 통계적으로 유의한 차이를 보여 연구가설1이 지지된다 할 수 있다. 또한 기타의 이익의 질적 수준의 측정치인 이익의 현금전환가능성, 이익의 변동성 그리고 비경상항목의 크기가 수익증대전락기업과 비용절감전략기업 사이에 유의한 차이를 보여주었다. 이러한 결과 역시 이익의 원천이 이익의 질적 차이를 나타낸다는 연구가설1을 지지한다 하겠다.

이익을 구성하는 요소 사이에 이익의 질적 차이가 존재 한다면 수익증대를 통하여 유지된 이익증가는 비용절감을 이루어 유지된 이익증가보다 시장에서 투자자에게 상대적으로 더 가치 있는 이익신호로 나타날 것이라 예측할 수 있다.

Ohlson모형을 단순화 한 주가수준모형 및 주가수익률모형을 가지고 이익반응 계수를 측정하여 수익증대를 유지하여 이익을 지속시키려는 기업과 비용을 절감하여 이익을 지속시키려는 기업들 사이에 가치관련성 차이를 분석하였다. 분석의 결과는 두 전략그룹사이에 이익지속성계수의 차이가 통계적으로 유의하게 나타

나 이익의 구성요소 사이에 가치관련성 차이가 존재함을 증명하였다. 이러한 결과는 이익반응계수의 차이가 이익의 질 차이 때문에 나타난다고 부분적으로나마 추론할 수 있다.

1. 기술통계

이익증가지속기간에 따른 이익성장전략그룹의 기업분포가 <표2>에 제시되고 있다. 분석대상 전체표본의 기업 수는 11,991개 이다. 어떻게 다르게 설정된 범주에 따라 기업들을 그룹화 하는지에 대한 설명은 앞의 <그림1>에서 하고 있다.

본 연구에서는 표본 전체에서 최소한 3년간 연속적으로 이익증가를 유지한 기업들을 분석대상그룹이라 분류하였다. 이렇게 분류된 분석대상기업의 빈도는 756개 이고 전체기업에 대한 백분율은 6.62%이다. 그리고 이익지속기간에 따른 기업의 분포는 1년이상 이익증가를 지속하는 기업은 2,879개이고 전체기업에 대한 백분율은 25.17%를 나타낸다. 그리고 2년 이상 지속기업은 1639개 (14.32%) 기업-년 이다. 지속기간 증가에 따라 나타나는 표본의 수는 상대적으로 줄어들고 있음을 알 수 있다. 본 연구에서는 이렇게 이익증가지속기간이 3년 이상인 기업들이 이익의 질 차이와 가치관련성을 검증하기 위해 주가격에 주당이익과 주당장부가치의 영향을 반영한 Ohson모형을 단순화시킨 주가수준모형을 위한 표본이 된다. 전체표본에서 최소한 3년간 연속적으로 이익증가를 지속시킨 기업들을 경영자가 행하는 이익성장전략 중 수익증대전략 기업군으로 하여 그룹S(sales)라 분류하고 나머지 기업들을 비용절감전략 기업군으로 그룹NS(not sales)라 구분하였다. <표2>에서 보면 S그룹은 601(5.26%)개 이고 NS그룹은 155(1.36%)개 이다.

<표2> 이익증가 지속기간에 따른 이익성장전략그룹의 기업분포
(전체기업(N=11,420)에 대한 비율,%)

| 지속기간 | S | NS | SI | SNI | NSI | NSNI |
|------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| | (%) | | | | | |
| 1년 | 2563 (22.4) | 316 (2.77) | 2157 (18.9) | 406 (3.56) | 174 (1.52) | 142 (1.24) |
| 2년 | 1408 (12.3) | 231 (2.02) | 1045 (9.15) | 363 (3.18) | 101 (0.88) | 130 (1.14) |
| 3년 | 601 (5.26) | 155 (1.36) | 339 (2.97) | 262 (2.29) | 53 (0.46) | 102 (0.89) |



1) 그룹S : 주당이익의 증가기간에 매출액 증가를 동시에 달성한 기업들

그룹NS : 주당이익의 증가기간에 매출액 증가를 동시에 달성하지 못한 기업들

그룹SI : 그룹S 중 주당이익의 증가기간에 주당영업이익 증가를 동시에 달성한 기업들

그룹SNI : 그룹S 중 그룹SI에 속하지 않는 모든 기업들

그룹NSI : 그룹NS중 주당이익의 증가기간에 주당영업이익 증가를 동시에 달성한
기업들

그룹NSNI : 그룹NS 중 그룹NSI에 속하지 않는 모든 기업들

연구가설을 검증하기 위해 선정된 표본기업들의 분류그룹별 연도별 분포는 <표3>에 나타난 바와 같다.

<표3> 표본의 이익성장전략그룹별 연도별분포(비율,%)

| 년 도 | S | NS | SI | SNI | NSI | NSNI |
|------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| | (%) | | | | | |
| 1983 | 21 (2.77) | 2 (0.26) | 13 (1.72) | 8 (1.06) | 1 (0.13) | 1 (0.13) |
| 1984 | 17 (2.24) | 3 (0.4) | 11 (1.45) | 6 (0.79) | 0 (0.0) | 3 (0.4) |
| 1985 | 12 (1.58) | 1 (0.13) | 8 (1.06) | 4 (0.53) | 0 (0.0) | 1 (0.13) |
| 1986 | 26 (3.43) | 11 (1.45) | 14 (1.85) | 12 (1.58) | 3 (0.4) | 8 (1.06) |
| 1987 | 10 (1.32) | 6 (0.79) | 3 (0.4) | 7 (0.92) | 1 (0.13) | 5 (0.66) |
| 1988 | 54 (7.12) | 10 (1.32) | 28 (3.69) | 26 (3.43) | 3 (0.4) | 7 (0.92) |
| 1989 | 52 (6.86) | 6 (0.79) | 24 (3.17) | 28 (3.69) | 1 (0.13) | 5 (0.66) |
| 1990 | 53 (6.99) | 15 (1.98) | 35 (4.62) | 18 (2.37) | 6 (0.79) | 9 (1.19) |
| 1991 | 49 (6.46) | 11 (1.45) | 31 (4.09) | 18 (2.37) | 4 (0.53) | 7 (0.92) |
| 1992 | 43 (5.67) | 4 (0.53) | 29 (3.83) | 14 (1.85) | 1 (0.13) | 3 (0.4) |

| | | | | | | |
|------|----------------|---------------|----------------|----------------|--------------|----------------|
| 1993 | 31 (4.09) | 4 (0.53) | 21 (2.77) | 10 (1.32) | 3 (0.4) | 1 (0.13) |
| 1994 | 34 (4.49) | 6 (0.79) | 18 (2.37) | 16 (2.11) | 4 (0.53) | 2 (0.26) |
| 1995 | 56 (7.39) | 10 (1.32) | 31 (4.09) | 25 (3.3) | 3 (0.4) | 7 (0.92) |
| 1996 | 40 (5.28) | 6 (0.79) | 22 (2.9) | 18 (2.37) | 4 (0.53) | 2 (0.26) |
| 1997 | 27 (3.56) | 5 (0.66) | 15 (1.98) | 12 (1.58) | 1 (0.13) | 4 (0.53) |
| 1998 | 25 (3.3) | 12 (1.58) | 13 (1.72) | 12 (1.58) | 4 (0.53) | 8 (1.06) |
| 1999 | 25 (3.3) | 24 (3.17) | 10 (1.32) | 15 (1.98) | 6 (0.79) | 18 (2.37) |
| 2000 | 26 (3.43) | 19 (2.51) | 13 (1.72) | 13 (1.72) | 8 (1.06) | 11 (1.45) |
| 전체 | 601 (79.29) | 155 (20.5) | 339 (44.72) | 262 (34.56) | 53 (7.01) | 102 (13.46) |

최소 3년간 이익증가지속기업의 연도별 율곽이 <표3>에 나타나 있는데 수익증대전략기업군인 경우 1983년과 1987년을 제외하면 연도별 분포는 전체적으로 편중됨이 없이 비교적 골고루 분포되어 있다고 할 수 있다. 그러나 비용절감기업의 경우는 수익증대전략기업에 비해 연도별 빈도의 편차가 높게 나타나고 있다. 이익성장전략에 따른 그룹별 분포에서는 수익증대전략기업군(그룹S)은 1995년에 가장 많은 분포 7.39%를 나타냈고, 비용절감전략기업군(그룹NS)에서는 1998년부터 2000년까지 다른 연도에 비하여 많은 분포를 나타내고 있는 것이 연도별 분포의 특징이다.

이러한 특징과 우리나라의 경제여건상황과 연결하면 다음과 같은 추론을 이끌어 낼 수 있다. 비용절감전략기업의 경우는 외부 경제환경에 민감하게 반응한다고 추정된다. 특히 1997년 말 외환위기로 우리나라는 IMF의 구제금융을 받게되는 상황이 발생하였다. 이러한 경제여건은 기업들의 경영자가 행하는 이익성장전략에도 변화를 초래하여 수익증대전략보다 비용절감전략이 상대적으로 많은 분포를 나타내지 않았나 생각하게 한다.

<표4>는 3년 연속으로 이익증가를 지속시킨 기업들을 이익성장전략그룹별로 분류하여 연구가설을 검증하기 위한 모형들에서 사용되는 주요변수들의 기술통계를 집계한 것이다. 변수들의 측정치 중 대차대조표일로부터 3개월 후 주식가격은 분석대상 표본의 평균은 20.72, 수익증대전략기업은 22.03이고 비용절감전략기업은 15.67로 나타나고 있다. 그리고 주당이익, 주당장부가치도 동일하게 수익증대전략기업들의 변수의 측정치 평균이 가장 높게 나타나고 있어 연구자의 사전기대치와 유사한 결과라 볼 수 있다. 변수의 표준편차는 비용절감전략기업이 수익증대 전략기업보다 낮게 나타나고 있다.

이익전략기업들의 가치관련성 차이를 검증하기 위한 주식수익률모형의 변수인 기업규모조정 초과주가수익률도 수익증대전략기업의 평균이 0.01로 가장 높게 나타나고 있어 연구가설 설정의 예측내용과 일치되는 변수들의 기술통계치를 나타내고 있다.

이익의 질 차이를 증명하는 변수인 재량적발생액의 절대값도 비용절감전략기업들이 수익증대전략기업들보다 평균이 상대적으로 더 높게 나타나고 있다. 이는 비용절감전략기업들의 경영자들이 이익조정을 더 많이 행하고 있고 이러한 조정의 결과로 나타난 이익의 질은 낮을 것이라는 연구자의 예측을 지지하는 결과라고 추정 할 수 있다.

또 다른 변수인 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름도 동일한 결과를 예상할 수 있는 결과를 제시하고 있다. 변수들의 최대값과 최소값의 크기가 이익성장전략그룹별로 동일한 이유는 앞에서 언급하였듯이 극단치를 상·하 5%에서 조정하는 방법을 사용하였기 때문에 이렇게 나타났다.

<표4> 주요 변수들의 기술통계치

(단위 : P, E, BV=1,000 Ret=% OPCF=1,000,000)

| 변수 | 그룹 | 관측수 | 평균 | 표준편차 | 최소값 | 최대값 |
|------|----|-----|--------|--------|--------|--------|
| P | S | 601 | 22.03 | 12.56 | 2.6 | 44.5 |
| | NS | 155 | 15.67 | 10.76 | 2.6 | 44.5 |
| | 전체 | 756 | 20.72 | 12.47 | 2.6 | 44.5 |
| E | S | 601 | 2.16 | 1.68 | 0.28 | 5.59 |
| | NS | 155 | 1.68 | 1.45 | 0.28 | 5.59 |
| | 전체 | 756 | 2.06 | 1.65 | 0.28 | 5.59 |
| BV | S | 601 | 18.16 | 11.89 | 1.92 | 42.71 |
| | NS | 155 | 16.31 | 12.04 | 1.92 | 42.71 |
| | 전체 | 756 | 17.78 | 11.94 | 1.92 | 42.71 |
| Ret | S | 601 | 0.01 | 0.36 | -0.65 | 0.88 |
| | NS | 155 | -0.06 | 0.54 | -1.46 | 2.58 |
| | 전체 | 756 | -0.01 | 0.41 | -1.46 | 2.58 |
| DACC | S | 601 | 0.08 | 0.06 | 0.00 | 0.19 |
| | NS | 155 | 0.09 | 0.09 | 0.03 | 0.52 |
| | 전체 | 756 | 0.08 | 0.07 | 0.00 | 0.52 |
| OPCF | S | 601 | 17,530 | 22,006 | -1,648 | 69,394 |
| | NS | 155 | 17,710 | 22,983 | -1,648 | 69,394 |
| | 전체 | 756 | 17,567 | 22,194 | -1,648 | 69,394 |

1) P : 대차대조표일로부터 3개월 후 주가

E : 주당순이익(당기순이익/보통주주식수)

BV : 주당장부가치(자본총계/보통주주식수)

Ret : 기업규모조정 초과주가수익률

DACC : 재량적발생액의 절대값

OPCF : 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름

<표5>에서는 실증분석에 사용되는 주요변수들에 대한 상관관계를 나타내고 있다. 주식가격은 주당순이익, 주당장부가치, 기업규모조정 초과주가수익률 및 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름과 매우 높은 양(+)의 상관관계를 나타냈다.

그리고 이익전략그룹별 상관관계를 살펴보면 수익증가전략기업의 상관계수 값이 비용절감기업의 상관계수 값보다 높다. 이러한 결과는 이익을 구성하는 원천 중에 수익이 비용보다 상대적으로 가치관련성이 높게 나타날 것이라는 가설을 지지하는 결과를 개략적으로 의미한다 할 수 있겠다. 특히 이익의 질 측정치 변수의 하나인 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름은 주식가격과 수익증가전략기업에서는 높은 양(+)의 상관관계를 유지하나 비용절감전략기업에서는 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보였다. 이것은 이익성장전략사이에 이익의 질 차이가 존재한다고 유추해 볼 수 있는 결과라 생각한다.

또한 재량적발생액의 절대값의 경우에는 비용절감전략기업에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 나타냈다. 이러한 상관관계분석을 이용한 결과에서는 연구자의 사전기대치와 유사한 결과라 해석할 수 있다.

<표5> 주요 변수들의 상관관계

| <u>그룹</u> | <u>P</u> | <u>E</u> | <u>BV</u> | <u>Ret</u> | <u>DACC</u> | <u>OPCF</u> |
|-----------|-------------|----------|-----------|------------|-------------|-------------|
| S | <u>P</u> | | | | | |
| | <u>E</u> | 0.702** | | | | |
| | <u>BV</u> | 0.650** | 0.788** | | | |
| | <u>Ret</u> | 0.193** | 0.004 | -0.083* | | |
| | <u>DACC</u> | 0.008 | -0.008 | -0.038 | -0.084* | |
| | <u>OPCF</u> | 0.166** | 0.203** | 0.286** | 0.087* | -0.041 |
| NS | <u>P</u> | | | | | |
| | <u>E</u> | 0.573** | | | | |
| | <u>BV</u> | 0.560** | 0.728** | | | |
| | <u>Ret</u> | 0.208** | -0.060 | -0.087 | | |
| | <u>DACC</u> | -0.159* | -0.128 | -0.112 | 0.110 | |
| | <u>OPCF</u> | 0.029 | 0.176* | 0.203* | 0.038 | 0.068 |
| 전체 | <u>P</u> | | | | | |
| | <u>E</u> | 0.686** | | | | |
| | <u>BV</u> | 0.631** | 0.776** | | | |
| | <u>Ret</u> | 0.200** | -0.004 | -0.079* | | |
| | <u>DACC</u> | -0.051 | -0.048 | -0.064 | -0.016 | |
| | <u>OPCF</u> | 0.137** | 0.196** | 0.268** | 0.072* | -0.009 |

1) **, 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의

*, 상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의

2. 연구가설의 검증

2.1 이익성장전략에 따른 이익의 질적 수준 차이검증

2.1.1 이익지속성 차이검증

FASB는 이익의 예측가치(predictive value)를 가치관련성(value relevance)의 한 요인으로 제시하였다. 그리고 정보이용자 측면에서 이익의 예측가치를 측정하는 한 요소로서 많은 선행 연구자들은 이익지속성(Earnings Persistence)을 제시하였다. 본 연구자는 선행연구에서처럼 이익의 질의 대응치를 이익지속성으로 정의하여 이익의 지속성이 높을수록 이익의 질이 높은 것으로 보고 있다.

매출이 지속적으로 증가하는 기업은 제품의 수요가 늘어나 경쟁우위를 유지하고 결국은 이익증가 지속력을 더 오래 유지시킬 것이다. 그러므로 이익의 구성요소가 이익지속성에 영향을 주고 이에 대해 투자자들은 기업의 가치평가에서 이들을 각기 다르게 고려할 것이라는 생각을 앞에서 이야기 하였다. 그래서 이익과 수익증대를 지속하는 기업들이 상대적으로 이익지속성계수가 더 높게 나타난다면, 이러한 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 미래에도 이익을 더 지속시킬 것이라고 예상할 수 있어 두 기업군 사이에 이익의 지속성차이가 이익의 질 차이를 나타낸다 할 수 있다.

이러한 논지에서 설정한 연구가설1을 증명하기 위해서 Ghosh et al.(2003)의 연구에서 사용되었던 모형으로 이익지속성차이 분석을 실시하였다.

<표6>은 이익지속성모형으로 이익성장전략그룹간 이익정보의 지속성을 비교한 결과를 나타내고 있다. 먼저 패널 A에서는 Ghosh et al.(2003)의 연구에서 사용되었던 모형으로 분석대상 표본전체, 수익증대전략기업군, 비용절감전략기업군 및 하위그룹의 이익지속성을 분석한 결과가 제시되어 있다.

모형의 분석결과를 보면 분석대상표본 전체의 이익지속성 계수는 0.150*** (7.327)의 양(+)의 값을 보이고 통계적으로도 유의한 값을 보인다. 연구가설1

의 검증을 위한 이익성장전략기업별 이익지속성 분석에서는 이익지속성계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 수익증대전략기업군(S그룹)의 b_1 이 비용절감전략기업(NS그룹)의 b_1 보다 더 크게 나타날 것이라는 연구자의 예측과 동일한 결과를 보여주고 있다. 즉 수익증대전략기업의 이익지속성에 대한 회귀계수는 0.283^{***} (9.170)으로 비용절감전략기업의 0.045^* (1.800)보다 높게 나타났다.

또한 회귀식의 설명력을 보여주는 조정 R^2 도 수익증대전략기업이 상대적으로 높은 것으로 보여주고 있다.

영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위한 하위그룹에서의 분석결과도 보여주고 있다. 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI와 NSI그룹)의 이익지속성계수 b_1 이 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI와 NSNI그룹)의 b_1 보다 더 크게 나타날 것이라 예측의 결과는 다음과 같이 나타났다.

먼저 수익증대전략기업들 사이에서 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리한 결과는 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI그룹)의 b_1 이 0.314^{***} (8.463)이고, 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI그룹)의 b_1 은 0.254^{***} (4.992) 값을 나타냈다. 이는 그룹SNI의 기업들은 그들의 영업활동에서 원가통제에 대한 실패 때문에 시장에서 그룹SI의 기업들보다 상대적으로 덜 반응이 나타날 것이라는 기대와 일치하는 분석결과를 나타내고 있다. 그리고 비용절감전략기업들 사이에서 영업이익의 증가를 가져온 기업군(NSI그룹)의 b_1 은 0.349^{**} (2.464)이고 영업이익의 감소를 가져온 기업군(NSNI그룹)의 b_1 은 0.035 (1.532)를 표시한다. 이러한 결과는 비용절감전략기업들 사이에서 영업이익의 증가를 가져온 기업군(NSI그룹)의 이익의 지속성이 영업이익의 감소를 가져온 기업군(NSNI그룹)의 이익의 지속성보다 더 크게 나타난다는 예측도 지지하는 결과를 보여주고 있다. 이로써 이익의 질의 대응치를 이익지속성으로 측정된 결과는 이익의 구성원천 사이에 이익의 질 차이가 나타난다고 볼 수 있다.

패널B에서는 수익증대전략기업군(S그룹)과 비용절감전략기업군(NS그룹)의 이익지속성의 차이를 분명하게 보여주기 위해서 이익성장전략그룹기업에 대한 더미변수를 사용한 모형에 대한 분석결과를 제시하고 있다. 더미변수를 이용한 모

형의 결과를 살펴보면 다음과 같다.

<표6> 이익성장전략그룹 사이의 회계이익의 지속성비교

A :

| 모형 : $E_{i,t+1}/P_{it} = b_0 + b_1 E_{it}/P_{i,t-1} + \varepsilon_{t+1}$ | | | | |
|--|-----|----------------------|---------------------|----------|
| 그룹 | N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | 수정 R^2 |
| S | 601 | 0.056*** (8.321) | 0.283*** (9.170) | 0.122 |
| NS | 155 | 0.100*** (10.200) | 0.045* (1.800) | 0.014 |
| 전체 | 756 | 0.078*** (14.322) | 0.150*** (7.327) | 0.065 |
| SI | 339 | 0.050*** (6.225) | 0.314*** (8.463) | 0.173 |
| SNI | 262 | 0.063*** (5.502) | 0.254*** (4.992) | 0.084 |
| NSI | 53 | 0.066** (2.397) | 0.349** (2.464) | 0.089 |
| NSNI | 102 | 0.095*** (9.070) | 0.035 (1.532) | 0.013 |

B :

| | | | | |
|---|----------------------|---------------------|---------------------|----------|
| 모형 : $E_{i,t+1}/P_{it} = b_0 + b_1E_{it}/P_{i,t-1} + b_2(D_{it} \times E_{it}/P_{i,t-1}) + \varepsilon_{t+1}$ | | | | |
| N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | 수정 R^2 |
| 756 | 0.069*** (12.109) | 0.085*** (3.484) | 0.157*** (4.688) | 0.091 |

C :

| | | | | | |
|--|-----|---------------------|---------------------|--------------------|----------|
| 모형 : $E_{i,t+1}/P_{it} = b_0 + b_1E_{it}/P_{i,t-1} + b_2(DO_{it} \times E_{it}/P_{i,t-1}) + \varepsilon_{t+1}$ | | | | | |
| 그룹 | N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | 수정 R^2 |
| S | 601 | 0.056*** (8.264) | 0.274*** (7.211) | 0.018 (0.415) | 0.120 |
| NS | 155 | 0.090*** (8.568) | 0.041* (1.652) | 0.213** (2.572) | 0.049 |

1) $E_{i,t+1}$: i기업의 t+1년도의 주당순이익

E_{it} : i기업의 t년도의 주당순이익

P_{it} : i기업의 t년도 대차대조표일로부터 3개월 후 주가

$P_{i,t-1}$: i기업의 t-1년도 말 주가

D_{it} : 이익성장전략기업에 대한 더미변수(S그룹의 기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

DO_{it} : 영업이익증가에 대한 더미변수(영업이익이 증가기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

2) ***, t통계치가 0.01 수준 에서 통계적으로 유의

** , t통계치가 0.05 수준 에서 통계적으로 유의

* , t통계치가 0.1 수준 에서 통계적으로 유의

수익증대전략기업군과 비용절감전략기업의 이익지속성 차이를 나타내는 이익지속성계수 b_2 는 0.157*** (4.688)로 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 수익증대전략기업의 회계이익은 비용절감기업의 회계이익에 비해 질적으로 우수하다는 연구가설1을 지지하는 결과라고 생각할 수 있다.

그리고 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위한 하위그룹에서의 더미변수를 이용한 차이분석의 결과는 패널C에 제시하고 있다. 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI와 NSI그룹)의 b_2 가 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI와 NSNI그룹)의 b_2 보다 더 크게 나타날 것이란 예측의 결과는 다음과 같이 나타났다. 수익증대전략기업군사이에 결과는 0.018(0.415)의 값으로 양(+)의 값을 나타내지만 통계적으로 유의하지 않았고 비용절감전략기업군 사이에서는 0.213** (2.572)로 나타났다. 이러한 결과는 연구자의 예측을 대체적으로 지지하는 결과로 생각할 수 있다. 또한 본 분석에서는 추가적으로 이익증가기간을 최소 3년간에 한정시키지 않고 여러 기간동안 이익증가지속에 따른 이익지속성 분석을 실시하였다. 즉 1, 2, 그리고 최소 3년간 계속되는 이익증가에 대해 기간별로 나누어서 분석을 실시하였다. 이 분석에 대한 예측은 이익 증가기간이 길면 길수록 일반적으로 수익증대전략과 비용절감전략 사이에 차이가 뚜렷하게 나타날 것으로 예측할 수 있다. 이러한 기간별 분석의 결과가 <표7>에 제시되어 있다.

<표7> 이익증가지속기간에 따른 회계이익의 지속성비교

| 모형 : $E_{t+1}/P_t = b_0 + b_1 E_t/P_{t-1} + \varepsilon_{t+1}$ | | | | | |
|--|----|------|----------------------|----------------------|----------|
| 지속기간 | 그룹 | N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | 수정 R^2 |
| 1년 | S | 2563 | -0.017 (-1.484) | 0.323*** (11.662) | 0.050 |
| | NS | 316 | 0.038 (0.951) | 0.139 (1.301) | 0.002 |
| | 전체 | 2879 | -0.011 (-1.028) | 0.307*** (11.325) | 0.042 |
| 2년 | S | 1408 | -0.019 (-1.337) | 0.342*** (9.211) | 0.056 |
| | NS | 231 | 0.031 (1.406) | 0.289*** (7.090) | 0.176 |
| | 전체 | 1639 | -0.011 (-0.900) | 0.327*** (10.641) | 0.064 |
| 3년 | S | 601 | 0.056*** (8.321) | 0.283*** (9.170) | 0.122 |
| | NS | 155 | 0.100*** (10.200) | 0.045* (1.800) | 0.014 |
| | 전체 | 756 | 0.078*** (14.322) | 0.150*** (7.327) | 0.065 |

<표7>에 나타난 분석결과를 살펴보면 이익증가지속기간이 1,2년과 3년 이상의 이익지속성계수의 이익성장전략그룹별 차이는 더 크게 나타나고 있어 짧은 기간의 결과에 한정된 것보다 연구가설의 지지가 확실하게 이루어져 연구자의 예상이 맞게 나타났다. 회귀식의 설명력 또한 지속기간이 길수록 더 높게 나타났다.

2.1.2 이익조정 차이검증

이익조정은 사적이익(private gain)을 얻을 목적으로 경영자가 외부 재무보고 과정에 의도적으로 개입하는 것으로 정의 된다¹¹⁾. 이 때 경영자가 기업의 경제적성과에 관하여 이해관계자를 오도할 목적이 있거나 또는 보고되는 회계수치에 근거 하고 있는 제반계약의 결과에 영향을 갖고 있느냐의 여부가 중요한 관심사가 될 것이다¹²⁾.

선행연구에 따르면 이익조정의 동기로는 경영자 보상의 극대화, 부채계약 위반 가능성의 회피, 정치적 비용 최소화 등 여러 가지 요인들이 있다. 경영자가 이익을 조정할 때 정보이용자들이 그러한 행위를 효과적으로 포착 할 수 있다면 회계정보의 투명성을 높일 수 있다. 왜냐하면 어떤 기업의 이익조정 정도가 심한 경우 그러한 기업은 외부로부터 자본을 조달할 경우 그렇지 않은 기업에 비해 높은 자본조달비용을 감수해야 하는데 그로 인하여 경영상 부담을 느끼게 되어 결국 이익조정이 경영에 도움이 되지 않을 것으로 판단하게 될 것이기 때문이다.

이익조정은 여러 가지 형태로 이루어질 수 있으나 대표적인 예로는 회계변경

11) Schipper, K 1989. Commentary on Earnings Management. Accounting Horizons 3 (December): 91-102

12) Healy, P., and J. M. Wahlen. 1998. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. Unpublished working paper.

이나 재량적발생액을 통하여 행해지고 있다. 이 중에서 회계변경을 통한 이익조정은 변경시 정보이용자들에게 쉽게 발견된다는 단점을 지니는 반면에 재량적발생액을 통한 이익조정은 여러 항목이 뒤섞여 있어서 쉽게 발견될 가능성이 상대적으로 적기 때문에 많이 사용되는 것으로 알려지고 있다.

본 연구에서는 기업의 경영자가 다양한 회계처리방법을 이용하여 이익조정을 한다고 널리 인식되고 있기 때문에 과도한 이익조정에 의해 회계정보의 신뢰성이 저하될 때 회계이익 혹은 회계이익의 구성요소가 갖는 정보가치가 어떠한 영향을 받을 수 있는지를 분석하는데 초점을 맞추었다. 수익조정은 비용조정보다 더 어려울 것이고 또한 발견하기도 더 용이할 것이다. 따라서 수익증대를 통하여 지속된 이익증가는 상대적으로 높은 이익의 질을 연상시킨다. 그러므로 수익증대 전략기업들은 비용절감전략기업들보다 이익조정이 상대적으로 낮게 나타날 것이다.

이익조정의 측정치로 재량적발생액의 절대값을 측정하여 두 기업군사이에 재량적발생액의 차이가 나타난다면 이러한 차이가 이익의 질 차이를 나타낸다고 유추할 수 있을 것이다.

수익증대전략기업의 회계이익은 비용절감기업의 회계이익에 비해 질적으로 우수하게 나타낼 것이라는 연구가설1을 검증하기 위해 이익조정의 측정치로 재량적발생액의 절대값을 측정하여 두 기업군사이에 재량적 발생액의 차이가 나타남을 t검정을 실시하였다. 이러한 t검정의 결과는 <표8>에 나타나 있다.

<표8>에서 t검정을 이용하여 분석한 수익증대전략기업과 비용절감전략기업 사이에서 이익조정의 크기를 나타내는 재량적발생액의 절대치 값의 평균의 차는 $-0.015^{**}(-2.514)$ 를 나타낸다. 이러한 결과는 수익증대전략기업과 비용절감전략기업 사이에서 이익조정의 크기가 통계적으로 유의한 차이가 나타나 두 이익성장전략기업군 사이에 이익의 질 차이를 나타낼 것이라는 연구가설1을 지지하는 결과라 하겠다.

<표8> 이익성장전략그룹간 재량적발생액 절대값의 차이비교(t검정)

| 그룹 | N | 평균값 | (S-NS)차이 | t값 | 유의수준 |
|--------------|-----|-------|----------|--------|-------|
| 수익증대전략기업(S) | 601 | 0.076 | -0.015 | -2.514 | 0.012 |
| 비용절감전략기업(NS) | 155 | 0.091 | | | |

2.1.3 기타 이익의 질 차이검증

회계이익이 장래에 현금으로 실현될 가능성이 높을수록 이익에 대한 불확실성은 감소하므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장한다. 따라서 이익의 현금전환가능성이 높을수록 이익의 질은 높아질 것이다. 현금전환가능성은 당기순이익이 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름으로 전환되는 현금전환계수를 이용하여 측정한다. 본 연구에서는 수익증대전략기업과 비용절감전략기업 사이에서 회계이익이 장래에 현금으로 실현될 가능성의 크기가 통계적으로 유의한 차이를 나타내 회계이익의 질적 수준 차이를 나타낼 것이라는 연구가설1을 검증하기위해 아래의 모형을 통해 회귀분석을 실시하였다. <표9>에는 현금전환가능성모형으로 이익성장전략그룹간 회계이익이 장래에 현금으로 실현될 가능성을 비교한 결과를 나타내고 있다. 분석결과를 살펴보면 먼저 패널 A에서는 분석대상 표본전체, 수익증대전략기업군, 비용절감전략기업군 및 하위그룹의 현금전환가능성을 분석한 결과가 제시되어 있다. 모형의 분석결과를 보면 분석대상표본 전체의 현금전환계수는 0.815^{***} (12.257)의 양(+)의 값을 보이고 통계적으로도 유의한 값을 보인다.

<표9> 이익성장전략그룹간 현금전환가능성비교

A:

| 모형 ; $OPCF_{i,t+1} / TA_{i,t-1} = b_0 + b_1 NI_{it} / TA_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$ | | | | |
|--|-----|----------------------|----------------------|----------|
| 그룹 | N | b0 (t값) | b1 (t값) | 수정 R^2 |
| S | 601 | 0.064*** (11.869) | 0.825*** (11.446) | 0.178 |
| NS | 155 | 0.062*** (5.955) | 0.516*** (2.705) | 0.039 |
| 전체 | 756 | 0.061*** (12.963) | 0.815*** (12.257) | 0.165 |
| SI | 339 | 0.058*** (7.349) | 0.935*** (9.426) | 0.206 |
| SNI | 262 | 0.072*** (9.918) | 0.661*** (6.265) | 0.128 |
| NSI | 53 | 0.060*** (3.130) | 0.401 (1.373) | 0.017 |
| NSNI | 102 | 0.058*** (4.461) | 0.732*** (2.701) | 0.059 |

B:

| | | | | |
|---|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------|
| 모형 : $OPCF_{i,t+1} / TA_{i,t-1} = b_0 + b_1NI_{it}/TA_{i,t-1} + b_2(D_{it} \times NI_{it}/TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$ | | | | |
| N | b ₀ (t값) | b ₁ (t값) | b ₂ (t값) | 수정 R ² |
| 756 | 0.064*** (13.290) | 0.489*** (3.548) | 0.340*** (2.693) | 0.172 |

C:

| | | | | | |
|--|-----|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------|
| 모형 : $OPCF_{i,t+1} / TA_{i,t-1} = b_0 + b_1NI_{it}/TA_{i,t-1} + b_2(DO_{it} \times NI_{it}/TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$ | | | | | |
| 그룹 | N | b ₀ (t값) | b ₁ (t값) | b ₂ (t값) | 수정 R ² |
| S | 601 | 0.065*** (11.934) | 0.744*** (7.860) | 0.122 (1.330) | 0.179 |
| NS | 155 | 0.058*** (5.464) | 0.716*** (2.990) | -0.292 (-1.375) | 0.045 |

1) $OPCF_{i,t+1}$: i기업의 t+1년도의 영업활동으로부터의 현금흐름

$TA_{i,t-1}$: i기업의 t-1년도의 자산총계

NI_{it} : i기업의 t년도 당기순이익

D_{it} : 이익성장전략기업에 대한 더미변수 (S그룹의 기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

DO_{it} : 영업이익증가에 대한 더미변수 (영업이익증가기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

연구가설1의 검증을 위한 이익성장전략기업별 현금전환가능성 분석에서는 현금전환계수가 0보다 크게 나타나고 수익증대전략기업군(S그룹)이 비용절감전략기업(NS그룹)보다 더 클 것이라는 연구자의 예측과 동일한 결과를 보여주고 있다. 수익증대전략기업의 현금전환가능성에 대한 회귀계수는 0.825^{***}(11.446)으로 비용절감전략기업의 0.516^{***}(2.705)보다 높게 나타났다. 현금전환가능성을 측정하는 회귀식의 설명력을 보여주는 수정 R^2 도 수익증대전략기업은 0.178이고 비용절감전략기업은 0.039로 보여주고 있다. 이러한 결과는 수익증대를 유지함으로써 이익증가를 지속하는 기업들의 이익이 미소한 수익의 감소는 있지만 이익 증가를 지속하는 기업들의 이익보다 질적으로 우수하다는 연구가설1을 지지하는 결과라 하겠다.

또한 영업이익의 증가여부에 따라 분류한 하위그룹에서의 분석결과도 보여주고 있다. 먼저 수익증대전략기업들 사이에서 결과는 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI그룹)의 회귀계수 b_1 은 0.935^{***}(9.426)이고, 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI그룹)의 회귀계수 b_1 은 0.661^{***}(6.265)의 값을 나타냈다. 이는 영업활동에서 원가통제에 대한 실패한 그룹SNI의 기업들은 그렇지 않은 그룹SI의 기업들보다 이익의 현금전환이 상대적으로 더 낮게 나타나 질적 우수성이 떨어진다는 분석결과를 나타내고 있다. 그러나 비용절감전략기업들 사이에서 영업이익의 증가를 가져온 기업군(NSI그룹)의 b_1 이 영업이익의 감소를 가져온 기업군(NSNI그룹)의 b_1 보다 더 크게 나타난다는 예측은 지지되지 않았다.

패널B에서는 수익증대전략기업군(S그룹)과 비용절감전략기업군(NS그룹)의 현금전환가능성의 차이를 확실하게 보여주기 위해서 이익성장전략그룹기업에 대한 더미변수를 사용한 모형에 대한 분석결과를 제시하고 있다. 수익증대전략기업군과 비용절감전략기업군의 현금전환가능성 차이를 나타내는 현금전환계수 b_2 는 0.340^{***}(2.693)로 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 나타내고 있다. 그리고 더미변수를 이용한 회귀모형의 설명력 수정 R^2 는 17.2%로 비교적 높은 설명력을 가지고 있다고 할 수 있겠다. 이로써 수익증대전략기업의 회계이익은 비용절감기업의 회계이익에 비해 질적으로 우수하다는 연구가설1을 지지하는 결과라고

생각할 수 있다.

영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위한 하위그룹에서의 더미변수를 이용한 차이분석의 결과는 패널C에 제시하고 있다. 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI와 NSI그룹)의 b_2 가 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI와 NSNI그룹)의 b_2 보다 더 크게 나타날 것이란 예측에 대해 수익증대전략기업군사이에 결과는 0.122(1.330)의 값으로 양(+)의 값을 나타내지만 통계적으로 유의하지 않았다. 비용절감전략기업군 사이에서는 통계적으로 유의하지는 않았지만 오히려 음(-)의 상관관계를 나타냈다.

추가적으로 이익증가기간을 최소 3년간에 한정시키지 않고 여러 기간동안 이익증가지속에 따른 현금전환가능성 분석을 실시하였다. 이러한 기간별 분석의 결과가 <표10>에 제시되어 있다. 이익증가지속기간에 따라서 분석한 결과를 살펴보면 지속기간이 가장 긴 최소3년 이상에서 수익증대전략기업과 비용절감전략기업 사이의 현금전환가능성차이가 가장 크게 나타나고 있어 지속기간이 길수록 뚜렷한 차이를 보일 것이라는 예상을 지지하였다.

<표10> 이익증가지속기간에 따른 현금전환가능성비교

| 모형 : $OPCF_{i,t+1} / TA_{i,t-1} = b_0 + b_1 NI_{it} / TA_{i,t-1} + \epsilon_{it}$ | | | | | |
|---|----|------|----------------------|----------------------|----------|
| 지속기간 | 그룹 | N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | 수정 R^2 |
| 1년 | S | 2563 | 0.060*** (25.433) | 0.882*** (21.388) | 0.151 |
| | NS | 316 | 0.064*** (6.441) | 0.596*** (3.214) | 0.029 |
| | 전체 | 2879 | 0.061*** (25.544) | 0.855*** (20.536) | 0.128 |

| | | | | | |
|----|----|------|----------------------------------|----------------------------------|-------|
| 2년 | S | 1408 | 0.063 ^{***} (22.088) | 0.839 ^{***} (16.649) | 0.164 |
| | NS | 231 | 0.075 ^{***} (5.652) | 0.614 ^{**} (2.358) | 0.019 |
| | 전체 | 1639 | 0.064 ^{***} (20.874) | 0.809 ^{***} (14.562) | 0.114 |
| 3년 | S | 601 | 0.064 ^{***} (11.869) | 0.825 ^{***} (11.446) | 0.178 |
| | NS | 155 | 0.062 ^{***} (5.955) | 0.516 ^{***} (2.705) | 0.039 |
| | 전체 | 756 | 0.061 ^{***} (12.963) | 0.815 ^{***} (12.257) | 0.165 |



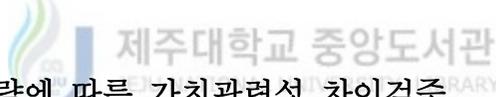
선행연구는 이익의 변동성이 낮을수록, 이익에서 비경상적 항목이 차지하는 부분이 작을수록 미래이익의 예측가능성이 높아지므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장한다. 이러한 이익의 질적 수준의 차이를 보여주는 측정치 이익의 변동성과 비경상적항목에 대한 분석결과는 <표11>에 제시하고 있다.

<표11> 이익의 변동성과 비경상항목의 차이 비교(t검정)

| 측정치 | 평균 | | 차이 | t값 | 유의수준 |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| | S | NS | | | |
| 이익의 변동성 ¹³⁾ | 1.440 | 1.857 | -0.417 | -2.487 | 0.013 |
| 비경상적항목 ¹⁴⁾ | 0.095 | 0.248 | -0.153 | -6.017 | 0.000 |

다른 이익성장전략을 추구하는 기업들 사이에서 보고되는 이익이 질적 차이를 나타낼 것으로 생각하여 두 이익전략기업들에서 나타나는 이익의 변동성과 비경상항목의 크기를 가지고 두 이익전략기업들 사이에서 이익의 질적 차이를 설명하려 하였다. 수익증대전략기업과 비용절감전략기업 사이에서 이익의 질적 수준의 측정치 크기가 통계적으로 유의한 차이를 나타낼 것이라는 연구가설1을 검증하기 위해 이익의 질 측정치로 과거 주당순이익의 표준편차와 당기주당순이익에서 특별손익이 차지하는 비율을 측정하여 두 기업군사이에 차이가 나타남을 t검정을 실시하였다. 이러한 t검정의 결과는 <표11>에 나타나 있다.

<표11>에서 t검정을 이용하여 분석한 수익증대전략기업과 비용절감전략기업 사이에서 이익의 질적 수준의 크기를 나타내는 이익의 변동성과 비경상항목의 평균의 차는 $-0.417(t=-2.487)$ 과 $-0.153(t=-6.017)$ 이 나타났다. 이는 수익증대전략기업과 비용절감전략기업 사이에서 이익의 질적 수준의 크기가 통계적으로 유의한 차이를 나타낼 것이라는 연구가설1을 지지하는 결과라 하겠다.



2.2 이익성장전략에 따른 가치관련성 차이검증

이익정보의 가치관련성이 모든 기업들에 있어서 일률적으로 동일한 것이 아니고 어떤 기업은 크고 어떤 기업은 작게 나타난다. 선행연구에 따르면 기업특성과 기간 및 산업에 따라 상대적으로 가치관련성이 상이하게 나타난다고 주장한다.

이에 본 연구에서는 이익성장전략에 따라 기업특성을 구분하고 이러한 기업특성에 따라 회계정보의 가치관련성이 상대적으로 상이하게 나타나는지를 검증하려 하였다.

분석의 주된 예측은 수익증대를 통하여 유지된 이익증가는 비용절감을 이루어 유지된 이익증가보다 시장에서 투자자에게 상대적으로 더 가치 있는 이익신호로

13) 이익의변동성은 기업별로 과거 주당순이익의 표준편차로 측정한다.

14) 비경상항목은 당기순이익 중 특별손익이 차지하는 비율로 측정한다.

나타날 것이라는 것이다. 왜냐하면 앞 절에서 수익증대전략기업들이 비용절감전략기업들의 보고이익의 질보다 높다는 가설을 지지하는 결과를 제시하였다. 그렇다면 시장에서 합리적인 투자자라면 투자의사결정에 있어서 이익의 질적 분석을 수행할 것이며 이러한 질적 분석의 결과로 수익증대전략기업이 비용절감전략기업보다 주가반응계수가 상대적으로 더 높게 나타날 것이다.

<표12>는 이러한 논지에서 설정한 연구가설2을 검증하기 위한 주가수준모형의 결과를 나타낸 것이다. 즉 수익증대전략기업들과 비용절감전략기업들 사이에 보고이익정보의 상대적인 주가설명력의 차이를 분석한 결과이다.

<표12> 이익성장전략그룹간 이익의 가치관련성 비교(Ohlson모형)

A:



| 모형 : $P = b_0 + b_1E_{it} + b_2BV_{it} + \varepsilon_{it}$ | | | | | |
|--|-----|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|-------------------|
| 그룹 | N | b ₀ (t값) | b ₁ (t값) | b ₂ (t값) | 조정 R ² |
| S | 601 | 9.039 ^{***} (13.848) | 3.733 ^{***} (10.841) | 0.271 ^{***} (5.573) | 0.516 |
| NS | 155 | 6.862 ^{***} (5.833) | 2.604 ^{***} (3.752) | 0.272 ^{***} (3.242) | 0.363 |
| 전체 | 756 | 8.414 ^{***} (14.473) | 3.747 ^{***} (12.063) | 0.258 ^{***} (6.019) | 0.494 |

| | | | | | |
|------|-----|----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-------|
| SI | 339 | 8.048 ^{***} (9.598) | 3.868 ^{***} (9.030) | 0.297 ^{***} (4.598) | 0.568 |
| SNI | 262 | 10.308 ^{***} (9.952) | 3.532 ^{***} (5.744) | 0.241 ^{***} (3.049) | 0.443 |
| NSI | 53 | 4.412 ^{**} (2.109) | 1.117 (0.787) | 0.671 ^{***} (3.446) | 0.523 |
| NSNI | 102 | 7.970 ^{***} (5.794) | 2.289 ^{***} (2.804) | 0.195 ^{**} (2.147) | 0.266 |

B:

| | | | | | |
|---|----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|----------|
| 모형 : $P = b_0 + b_1E_{it} + b_2BV_{it} + b_3(D_{it}XE_{it}) + \varepsilon_{it}$ | | | | | |
| N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | b_3 (t값) | 조정 R^2 |
| 756 | 8.548 ^{***} (14.958) | 2.033 ^{***} (4.605) | 0.271 ^{***} (6.433) | 1.843 ^{***} (5.372) | 0.512 |

C:

| | | | | | | |
|--|-----|----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|----------|
| 모형 : $P = b_0 + b_1E_{it} + b_2BV_{it} + b_3(DO_{it}XE_{it}) + \varepsilon_{it}$ | | | | | | |
| 그룹 | N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | b_3 (t값) | 조정 R^2 |
| S | 601 | 9.028 ^{***} (13.807) | 3.643 ^{***} (8.512) | 0.276 ^{***} (5.492) | 0.099 (0.355) | 0.515 |
| NS | 155 | 6.924 ^{***} (5.954) | 1.841 ^{**} (2.383) | 0.291 ^{***} (3.492) | 1.345 ^{**} (2.150) | 0.378 |

1)P : i기업의 t년도 대차대조표일로부터 3개월 후 증가

E_{it} : i기업의 t년도 주당순이익

BV_{it} : i기업의 t년도 주당장부가치

D_{it} : 이익성장전략기업에 대한 더미변수(S그룹의 기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

DO_{it} : 영업이익증가에 대한 더미변수(영업이익증가기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

패널 A에서는 Ohlson모형으로 분석대상 표본전체, 수익증대전략기업군, 비용절감전략기업군 및 하위그룹의 이익정보의 가치관련성을 분석한 결과가 제시되어 있다. 모형의 분석결과를 보면 분석대상표본 전체의 이익반응계수는 3.747*** (12.063)의 양(+)의 값을 보이고 통계적으로도 유의한 값을 보인다.

연구가설2의 검증을 위한 이익성장전략기업별 가치관련성 분석에서 이익반응계수는 양(+)의 값을 나타내고 또한 수익증대전략기업군(S그룹)의 이익반응계수가 비용절감전략기업(NS그룹)의 이익반응계보다 더 크게 나타날 것이라는 연구자의 예측과 동일한 결과를 보여주고 있다. 분석결과에 따르면 수익증대전략기업의 가치관련성에 대한 이익반응계수는 9.039*** (13.848)으로 비용절감전략기업의 2.604*** (3.752)보다 높게 나타났다. 가치관련성 분석도 마찬가지로 회귀식의 설명력을 보여주는 조정 R^2 도 수익증대전략기업이 상대적으로 높게 나타나고 있다.

영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI와 NSI그룹)과 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI와 NSNI그룹)의 분석결과도 보여주고 있다.

먼저 수익증대전략기업들 사이에서 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리한 결과는 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI그룹)의 b_1 이 3.868*** (9.030) 이고, 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI그룹)의 b_1 은 3.532*** (5.744) 값을 나타냈다. 이는 그룹SNI의 기업들은 그들의 영업활동에서 원가통제에 대한 실패 때문에 시장에서 그룹SI의 기업들보다 상대적으로 덜 반응이 나타날 것이라는 기대와 일치하는 분석결과를 나타내고 있다. 그러나 비용절감전략기업들 사이에서 영업이익의 증가를 가져온 기업군(NSI그룹)의 b_1 이 영업이익의 감소를 가져

온 기업군(NSNI그룹)의 b_1 보다 더 크게 나타난다는 예측은 지지되지 않았다.

패널B에서는 수익증대전략기업군(S그룹)과 비용절감전략기업군(NS그룹)의 가치관련성의 차이를 분명하게 보여주기 위해서 이익성장전략그룹기업에 대한 더미변수를 사용한 모형의 분석결과를 제시하고 있다. 더미변수를 이용한 모형의 결과를 살펴보면 다음과 같다. 수익증대 전략기업군과 비용절감전략기업의 가치관련성 차이를 나타내는 이익반응계수 b_3 는 1.843^{***}(5.372)로 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 수익증대전략기업의 회계이익은 비용절감기업의 회계이익에 비해 가치관련성이 높다는 연구가설2를 지지하는 결과라고 유추할 수 있다.

영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위한 하위그룹에서의 더미변수를 이용한 차이분석의 결과는 패널C에 제시하고 있다. 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI와 NSI그룹)의 b_3 가 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI와 NSNI그룹)의 b_3 보다 더 크게 나타날 것이란 예측의 결과는 다음과 같이 나타났다. 수익증대전략기업군사이에 결과는 0.099(0.355)의 값으로 양(+)의 값을 나타내지만 통계적으로 유의하지 않았고 비용절감전략기업군 사이에서는 1.345^{**}(2.150)로 나타났다. 이러한 결과는 연구자의 예측을 대체적으로 지지하는 결과로 생각할 수 있다. 또한 본 분석에서는 추가적으로 이익증가기간을 최소 3년간에 한정시키지 않고 여러 기간동안 이익증가지속에 따른 이익지속성분석을 실시하였다. 즉 1, 2, 그리고 최소 3년간 계속되는 이익증가에 대해 기간별로 나누어서 분석을 실시하였다. 이분석에 대한 예측은 이익 증가기간이 길면 길수록 이익지속성계수가 더 높게 나타날 것으로 기대하며, 더 나아가 일반적으로 수익증가전략과 비용절감전략 사이에 차이가 뚜렷하게 나타날 것으로 예측할 수 있다.

이러한 기간별 분석의 결과가 <표13>에 제시되어 있다. <표13>에 나타난 분석결과를 살펴보면 이익증가지속기간이 1,2년과 3년 이상의 이익지속성계수의 이익성장전략그룹별 차이는 더 크게 나타나고 있어 짧은 기간의 결과에 한정된 것보다 연구가설의 지지가 확실하게 이루어져 연구자의 예상이 맞게 나타났다. 회귀식의 설명력은 지속기간이 길수록 더 높게 나타나지는 않았다.

<표13> 이익증가지속기간에 따른 이익의 가치관련성 비교(Ohlson모형)

| 모형 : $P = b_0 + b_1E_{it} + b_2BV_{it} + \varepsilon_{it}$ | | | | | | |
|--|----|------|----------------------|----------------------|----------------------|----------|
| 지속기간 | 그룹 | N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | 조정 R^2 |
| 1년 | S | 2563 | 6.929*** (24.127) | 1.992*** (18.041) | 0.456*** (29.658) | 0.473 |
| | NS | 316 | 5.967*** (7.411) | 2.136*** (7.376) | 0.507*** (13.218) | 0.556 |
| | 전체 | 2879 | 6.819*** (25.222) | 2.004*** (19.428) | 0.462*** (32.423) | 0.483 |
| 2년 | S | 1408 | 6.877*** (18.124) | 2.067*** (13.573) | 0.456*** (22.288) | 0.469 |
| | NS | 231 | 6.652*** (7.193) | 1.991*** (5.725) | 0.528*** (11.116) | 0.535 |
| | 전체 | 1639 | 6.837*** (19.469) | 2.049*** (14.682) | 0.468*** (24.861) | 0.479 |
| 3년 | S | 601 | 9.039*** (13.848) | 3.733*** (10.841) | 0.271*** (5.573) | 0.516 |
| | NS | 155 | 6.862*** (5.833) | 2.604*** (3.752) | 0.272*** (3.242) | 0.363 |
| | 전체 | 756 | 8.414*** (14.473) | 3.747*** (12.063) | 0.258*** (6.019) | 0.494 |

<표14>에서는 수익증대전략기업들과 비용절감전략기업들 사이에 보고이익 정보의 상대적인 이익반응계수의 차이를 주가수익률 모형을 이용하여 분석한 결과를 제시하고 있다. 주가수익률모형도 주가수준모형에서처럼

패널 A에서는 Ohlson의 주가수익률모형으로 분석대상 표본전체, 수익증대전략기업군, 비용절감전략기업군 및 하위그룹의 이익정보의 가치관련성을 분석한 결과가 제시되어 있다. 모형의 분석결과를 보면 분석대상표본 전체의 이익반응계수는 $0.201^*(1.952)$ 의 양(+)의 값을 보이고 통계적으로도 유의한 값을 보인다. 연구가설2의 검증을 위한 이익성장전략기업별 가치관련성 분석에서는 이익반응계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 수익증대전략기업군(S그룹)의 b_1 이 비용절감전략기업(NS그룹)의 b_1 보다 더 크게 나타날 것이라는 연구자의 예측과 동일한 결과를 보여주고 있다. 즉 수익증대전략기업의 가치관련성에 대한 회귀계수는 $0.634^{**}(2.567)$ 으로 비용절감전략기업의 $0.123(0.791)$ 보다 높게 나타나고 있으나 비용절감전략기업의 경우는 통계적으로 유의하지는 않았다. 또한 회귀식의 설명력을 보여주는 수정 R^2 도 수익증대전략기업이 상대적으로 높게 나타나고 있다. 그러나 수익률모형의 모형설명력은 전체적으로 아주 낮은 수준을 보여주고 있다. 이는 선행연구에서와 마찬가지로 “주가/이익” 관계를 설명하는 주식수익률 모형에서는 주가수준모형에서와는 달리 이익의 설명력이 매우 낮아서 회계이익의 목적적합성(relevance)을 제대로 나타내지 못하고 있다는 것이다.

또한 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위한 하위그룹에서의 분석결과도 보여주고 있다. 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI와 NSI그룹)의 이익지속성계수 b_1 이 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI와 NSNI그룹)의 b_1 보다 더 크게 나타날 것이란 예측의 결과는 다음과 같이 나타났다.

먼저 수익증대전략기업들 사이에서 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리한 결과는 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI그룹)의 b_1 이 $0.918^{***}(3.104)$ 이고, 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI그룹)의 b_1 은 $0.064(0.143)$ 값을 나타냈다. 이는 그룹SNI의 기업들은 그들의 영업활동에서 원가통제에 대한 실패 때문에 시장에서 그룹SI의 기업들보다 상대적으로 덜 반응이 나타날 것이라는 기대

와 일치하는 분석결과를 나타내고 있다.

<표14> 이익성장전략그룹간 이익의 가치관련성 비교(주가수익률모형)

A:

| 모형 : $Ret_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it}/P_{i,t-1} + b_2 \Delta BV_{it}/P_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$ | | | | | |
|---|-----|---------------------|----------------------|---------------------|----------|
| 그룹 | N | b0 (t값) | b1 (t값) | b2 (t값) | 조정 R^2 |
| S | 601 | -0.022 (-1.255) | 0.634** (2.567) | -0.006 (-0.072) | 0.014 |
| NS | 155 | -0.074 (-1.596) | 0.123 (0.791) | 0.003 (0.216) | 0.000 |
| 전체 | 756 | -0.019 (-1.203) | 0.201* (1.952) | -0.002 (-0.196) | 0.004 |
| SI | 339 | -0.031 (-1.319) | 0.918*** (3.104) | -0.052 (-0.496) | 0.029 |
| SNI | 262 | -0.013 (-0.475) | 0.064 (0.143) | 0.097 (0.758) | 0.000 |
| NSI | 53 | -0.121* (-1.831) | -2.259** (-2.498) | 0.899*** (4.890) | 0.303 |
| NSNI | 102 | -0.074 (-1.236) | 0.128 (0.773) | 0.001 (0.048) | 0.000 |

B:

| | | | | | |
|--|----------------------|------------------|------------------|---------------------|----------|
| 모형: $Ret_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it}/P_{i,t-1} + b_2 \Delta BV_{it}/P_{i,t-1} + b_3 (D_{it} \times \Delta E_{it}/P_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$ | | | | | |
| N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | b_3 (t값) | 조정 R^2 |
| 756 | -0.035** (-2.082) | 0.087 (0.783) | 0.003 (0.300) | 0.601*** (2.639) | 0.011 |

C:

| | | | | | | |
|---|-----|---------------------|------------------|------------------|------------------|----------|
| 모형: $Ret_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it}/P_{i,t-1} + b_2 \Delta BV_{it}/P_{i,t-1} + b_3 (DO_{it} \times \Delta E_{it}/P_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$ | | | | | | |
| 그룹 | N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | b_3 (t값) | 조정 R^2 |
| S | 601 | -0.023 (-1.292) | 0.359 (1.033) | 0.011 (0.897) | 0.392 (1.128) | 0.014 |
| NS | 155 | -0.080* (-1.663) | 0.116 (0.741) | 0.003 (0.242) | 0.399 (0.484) | 0.000 |

1) Ret_{it} : i 기업의 t 년도 기업규모조정 초과주가수익률¹⁵⁾

Δ : 변수의 **first-order** 차이표시

E_{it} : i 기업의 t 년도 주당순이익

15) Ret_{it} 는 t 년도 4월부터 $t+1$ 년도 3월까지 월별주가수익률을 적률적으로 누적시킨 후 분석대상기업들 $t-1$ 년도말 자기자본총액의 크기에 따라 5개 기업군으로 나눈 후 각 기업군별로 t 년도누적 수익률을 단순평균하여 계산한 기업규모효과를 차감하여 계산한 값이다.

$P_{i,t-1}$: i 기업의 $t-1$ 년도 말 주가

BV_{it} : i 기업의 t 년도 주당장부가치

D_{it} : 이익성장전략기업에 대한 더미변수(S그룹의 기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

DO_{it} : 영업이익증가에 대한 더미변수(I그룹의 기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

그러나 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI그룹)의 회귀계수는 통계적으로 유의한 수치는 아니다. 그리고 비용절감전략기업들 사이에서 영업이익의 증가를 가져온 기업군(NSI그룹)의 b_1 이 영업이익의 감소를 가져온 기업군(NSNI그룹)의 b_1 보다 더 크게 나타난다는 예측은 지지되지 않았다.

패널B에서는 수익증대전략기업군(S그룹)과 비용절감전략기업군(NS그룹)의 가치관련성의 차이를 분명하게 보여주기 위해서 이익성장전략그룹기업에 대한 더미변수를 사용한 모형의 분석결과를 제시하고 있다. 더미변수를 이용한 모형의 결과를 살펴보면 다음과 같다. 수익증대 전략기업군과 비용절감전략기업의 가치관련성 차이를 나타내는 이익반응계수 b_3 는 0.601^{***}(2.639)로 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 나타내고 있다. 그러나 더미변수를 이용한 모형에서도 모형의 설명력은 0.011로 낮게 나타나고 있다. 이러한 결과는 모형의 설명력은 낮지만 수익증대전략기업의 회계이익은 비용절감기업의 회계이익에 비해 가치관련성이 높다는 연구가설2를 지지하는 결과라고 추정할 수 있다.

영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위한 하위그룹에서의 더미변수를 이용한 차이분석의 결과는 패널C에 제시하고 있다. 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI와 NSI그룹)의 b_3 가 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI와 NSNI그룹)의 b_3 보다 더 크게 나타날 것이란 예측의 결과는 다음과 같이 나타났다. 수익증대전략기업군사이에 결과는 0.392(1.128)의 값으로 양(+)의 값을 나타내지만 통계적으로 유의하지 않았고 역시 통계적으로 유의하지 않지만 비용절감전략기업군 사이에서도 0.399(0.484)로 나타났다.

<표15>이익증가지속기간에 따른 이익의 가치관련성 비교

| 모형 : $Ret_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it}/P_{i,t-1} + b_2 \Delta BV_{it}/P_{i,t-1} + \epsilon_{it}$ | | | | | | |
|--|----|------|-----------------------|---------------------|-----------------------|----------|
| 지속기간 | 그룹 | N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | 조정 R^2 |
| 1년 | S | 2563 | -0.036*** (-3.563) | 0.030*** (2.747) | -0.010*** (-5.700) | 0.013 |
| | NS | 316 | -0.016 (-0.539) | 0.021 (1.085) | -0.008** (-2.409) | 0.013 |
| | 전체 | 2879 | -0.034*** (-3.568) | 0.027*** (3.013) | -0.010*** (-6.352) | 0.014 |
| 2년 | S | 1408 | -0.039*** (-2.846) | 0.018 (1.058) | -0.010*** (-3.337) | 0.014 |
| | NS | 231 | -0.022 (-0.685) | 0.050 (1.592) | -0.013*** (-3.008) | 0.030 |
| | 전체 | 1639 | -0.036*** (-2.861) | 0.025* (1.739) | -0.011*** (-4.491) | 0.017 |
| 3년 | S | 601 | -0.022 (-1.255) | 0.634** (2.567) | -0.006 (-0.072) | 0.014 |
| | NS | 155 | -0.074 (-1.596) | 0.123 (0.791) | 0.003 (0.216) | 0.000 |
| | 전체 | 756 | -0.019 (-1.203) | 0.201* (1.952) | -0.002 (-0.196) | 0.004 |

또한 본 분석에서는 추가적으로 이익증가기간을 최소 3년간에 한정시키지 않고 여러 기간동안 이익증가지속에 따른 이익지속성분석을 실시하였다. 즉 1, 2, 그리고 최소 3년간 계속되는 이익증가에 대해 기간별로 나누어서 분석을 실시하였다. 이분석에 대한 예측은 이익 증가기간이 길면 길수록 이익지속성계수가 더 높게 나타날 것으로 기대하며, 더 나아가 일반적으로 수익증가전략과 비용절감전략 사이에 차이가 뚜렷하게 나타날 것으로 예측할 수 있다. 이러한 기간별 분석의 결과가 <표15>에 제시되어 있다. <표15>에 나타난 분석결과를 살펴보면 이익증가지속기간이 1,2년과 3년 이상의 이익지속성계수의 이익성장전략그룹별 차이는 더 크게 나타나고 있어 짧은 기간의 결과에 한정된 것보다 연구가설의 지지가 확실하게 이루어져 연구자의 예상이 맞게 나타났다. 그러나 회귀식의 설명력은 지속기간이 길수록 더 높게 나타나지는 않았다.

마지막으로 1980년대 이후로 회계이익의 정보내용을 검증하는데 가장 흔히 사용되고 있는 선형회귀모형을 이용해서도 이익전략기업들 사이에 이익반응계수의 차이를 검증하였다. <표16>은 이러한 선형회귀모형을 통한 분석결과를 제시하고 있다. 전통적인 주가수익률모형에서도 Ohlson의 주가수익률모형과 마찬가지로 패널 A에서는 전통적인 주가수익률모형으로 분석대상 표본전체, 수익증대 전략기업군, 비용절감전략기업군 및 하위그룹의 이익정보의 가치관련성을 분석한 결과가 제시되어 있다. 모형의 분석결과를 보면 분석대상표본 전체의 이익반응계수는 0.190** (2.168)의 양(+)의 값을 보이고 통계적으로도 유의한 값을 보인다. 연구가설2의 검증을 위한 이익성장전략기업별 가치관련성 분석에서는 이익반응계수 b_1 은 0보다 클 것이고 또한 수익증대전략기업군(S그룹)의 b_1 이 비용절감전략기업(NS그룹)의 b_1 보다 더 크게 나타날 것이라는 연구자의 예측과 동일한 결과를 보여주고 있지만 비용절감전략기업의 경우는 통계적으로 유의하지는 않았다.

<표16>이익성장전략그룹간 이익의 가치관련성 비교(전통적인수익률모형)

A:

| 모형 : $Ret_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it}/P_{i,t-1} + \epsilon_{it}$ | | | | |
|---|-----|--------------------|---------------------|----------|
| 그룹 | N | b0 (t값) | b1 (t값) | 조정 R^2 |
| S | 601 | -0.022 (-1.319) | 0.623*** (3.225) | 0.015 |
| NS | 155 | -0.074 (-1.601) | 0.140 (1.074) | 0.001 |
| 전체 | 756 | -0.019 (-1.195) | 0.190** (2.168) | 0.005 |
| SI | 339 | -0.034 (-1.510) | 0.834*** (3.444) | 0.031 |
| SNI | 262 | -0.008 (-0.301) | 0.299 (0.939) | 0.000 |
| NSI | 53 | -0.091 (-1.149) | 0.586 (0.704) | 0.000 |
| NSNI | 102 | -0.074 (-1.241) | 0.132 (0.944) | 0.000 |

B:

| 모형: $Ret_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it}/P_{i,t-1} + b_2 (D_{it} \times \Delta E_{it}/P_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$ | | | | |
|---|----------------------|------------------|---------------------|----------|
| N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | 수정 R^2 |
| 756 | -0.035** (-2.077) | 0.105 (0.260) | 0.588*** (2.630) | 0.013 |

C:

| 모형: $Ret_{it} = b_0 + b_1 \Delta E_{it}/P_{i,t-1} + b_2 (DO_{it} \times \Delta E_{it}/P_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$ | | | | | |
|--|-----|--------------------|------------------|------------------|----------|
| 그룹 | N | b_0 (t값) | b_1 (t값) | b_2 (t값) | 수정 R^2 |
| S | 601 | -0.022 (-1.304) | 0.384 (1.336) | 0.384 (1.124) | 0.016 |
| NS | 155 | -0.079 (-1.664) | 0.136 (1.033) | 0.388 (0.473) | 0.000 |

1) Ret_{it} : i기업의 t년도 기업규모조정 초과주가수익률

Δ : 변수의 **first-order** 차이표시

E_{it} : i기업의 t년도 주당순이익

$P_{i,t-1}$: i기업의 t-1년도 말 주가

D_{it} : 이익성장전략기업에 대한 더미변수(S그룹의 기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

DO_{it} : 영업이익증가에 대한 더미변수(I그룹의 기업이면 1, 그렇지 않으면 0)

즉 수익증대전략기업의 가치관련성에 대한 회귀계수는 0.623^{***} (3.225)으로 비용절감전략기업의 0.140(1.074)보다 높게 나타나고 있다. 또한 회귀식의 설명력을 보여주는 수정 R^2 도 수익증대전략기업이 상대적으로 높게 나타나고 있다. 그러나 전통적인 수익률모형에서도 모형설명력은 전체적으로 낮은 수준을 보여주고 있다.

수익증대전략기업들 사이에서 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리한 결과는 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI그룹)의 b_1 이 0.834^{***} (3.444)이고, 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI그룹)의 b_1 은 0.299(0.939)값을 나타냈다. 이는 그룹SNI의 기업들은 그들의 영업활동에서 원가통제에 대한 실패 때문에 시장에서 그룹SI의 기업들보다 상대적으로 덜 반응이 나타날 것이라는 기대와 일치하는 분석결과를 나타내고 있다. 그러나 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI그룹)의 회귀계수는 통계적으로 유의한 수치는 아니다. 비용절감전략기업들 사이에서 영업이익의 증가를 가져온 기업군(NSI그룹)의 b_1 이 영업이익의 감소를 가져온 기업군(NSNI그룹)의 b_1 보다 더 크게 나타난다는 예측은 지지되었지만 통계적으로 유의한 수치는 나타나지 않았다.

패널B에서는 수익증대전략기업군(S그룹)과 비용절감전략기업군(NS그룹)의 가치관련성의 차이를 분명하게 보여주기 위해서 이익성장전략그룹기업에 대한 더미변수를 사용한 모형의 분석결과를 제시하고 있다. 더미변수를 이용한 모형의 결과를 살펴보면 다음과 같다. 수익증대 전략기업군과 비용절감전략기업의 가치관련성 차이를 나타내는 이익반응계수 b_2 는 0.588^{***} (2.630)로 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 나타내고 있다. 그러나 더미변수를 이용한 모형에서도 모형의 설명력은 0.013로 낮게 나타나고 있다. 이러한 결과는 모형의 설명력은 낮지만 수익증대전략기업의 회계이익은 비용절감기업의 회계이익에 비해 가치관련성이 높다는 연구가설2를 대체적으로 지지하는 결과라고 추정할 수 있다.

영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위한 하위그룹에서의 더미변수를 이용한 차이분석의 결과는 패널C에 제시하고 있다. 영업이익의 증가를 가져온 기업군(SI와 NSI그룹)의 b_3 가 영업이익의 감소를 가져온 기업군(SNI와

NSNI그룹)의 b_2 보다 더 크게 나타날 것이란 예측의 결과는 다음과 같이 나타났다. 수익증대전락기업군사이에 결과는 0.384(1.124)의 값으로 양(+)의 값을 나타냈고, 비용절감전략기업군 사이에서도 0.388(0.473)로 나타났다. 그러나 통계적으로 유의한 수치는 아니다.



v. 결 론

투자자들이 투자할 주식을 선정할 때 사용하는 정보들 중에서 가장 중요하고도 객관적인 정보는 회계정보일 것이다. 이와 같이 투자자들이 회계정보를 필요로 하는 것은 투자할 주식의 적정가치를 평가하기 위한 것이다.

주식시장에서 회계정보의 역할이란 미래주가의 분포형태에 대한 투자자의 믿음을 변화시키는데 있다. 따라서 특정 회계정보의 정보가치가 있는지를 알아보기 위하여 그 정보가 시장에 공시되었을 때 주가의 분포형태에 어떠한 변화를 초래하였는지 검증한다. 즉, 특정 회계정보가 공시되었을 때 주가와 회계정보 사이에 상관관계가 존재하는지를 검증함으로써 회계정보의 유용성을 평가할 수 있다.

Easton과 Harris(1991)는 회계정보가 기업특성과 기간 및 산업에 따라 상대적으로 가치관련성이 상이하게 되는 회계적 및 경제적 이유들에 대한 연구가 필요함을 언급하였다. Penman(2001, p.600)은 이익이 연속적으로 증가한 기업은 미래이익 증가의 가능성을 높게 하는 성공적인 기업전략을 추진함으로써 경쟁우위를 확보할 수 있다는 점에서 시장에서 강력한 우호적인 신호를 보낸다고 주장하였다. 이러한 이익의 증가가 유지되면 경영자에 대한 평가도 높아지기 때문에 기업의 경영자는 이익을 지속적으로 증가시키는 경영전략을 추구할 것이다.

본 연구는 기업특성에 따라 투자자들은 동일한 이익1원에 대하여 상이한 주식가격(상이한 자본비용)을 기꺼이 지불할 것이라는 생각에서 출발하였다. 이익성장의 구성원천에 따라 기업특성을 수익증대전략기업과 비용절감전략기업으로 구분하고 이러한 기업특성이 보고이익의 질적 수준을 결정하고 궁극적으로 회계정보의 가치관련성이 상대적으로 상이하게 나타나는지를 검증하려 하였다. 즉, 이익증가의 원천이 다를 수 있기 때문에 동일한 이익증가가 시장에서 모든 기업에게 반드시 동일한 정보신호로 작용되지 않을 것이라는 생각에 주목하였다.

말하자면 이익을 구성하는 요소인 수익과 비용이 이익의 질 차이를 나타내는

대용치로 사용될 수 있다는 것이다. 이익증가를 지속적으로 유지하려는 기업은 크게 두 가지 전략을 사용할 수 있는데, 이는 이익성장의 구성원천인 수익증대전략과 비용절감전략이다. 본 연구에서는 서로 다른 이익성장전략을 추구하는 기업들 사이에는 회계이익의 질적 수준에 차이를 나타낼 것이며, 또한 이익반응계수도 차이를 나타낼 것이라고 예측하였다. 따라서 수익증대를 지속시킴으로써 이익의 증가를 유지하는 기업들은 비용절감을 통해 이익증가를 지속시키는 기업들보다 회계이익의 질이 상대적으로 더 우수할 것이고, 궁극적으로는 상대적으로 더 높은 이익반응계수를 보일 것이라는 주된 가설을 설정하였다.

연구방법은 첫째로, 분석대상 전체에서 이익을 3년 연속으로 증가 시키면서 매출증대를 지속시킨 기업들을 수익증대전략기업들로 구분하고 그룹 S(sales)라 칭하고 나머지 기업들을 그룹NS(not sales) 즉, 비용절감전략기업들로 구분하였다. 또한 영업비용과 영업외비용의 효과를 분리해서 고려하기 위해 그룹S에서 최소 3년 이상 연속적으로 영업이익이 증가한 기업들을 그룹SI(sale and operating income)라고 구분하고 그 나머지 기업들을 그룹SNI라 분류하였다. 비슷한 개념으로 그룹NS에 최소 3년 이상의 기간에 영업이익의 증가를 가져온 기업들은 그룹NSI이라 구분하고 그 나머지를 그룹NSNI이라 분류하였다.

둘째 기업의 이익성장전략에 따라서 그 기업의 이익은 질적으로 차이가 나타날 수 있으며, 이에 대해 투자자들은 기업의 가치평가에서 이들을 각기 다르게 고려한다면 이익전략에 따른 두 기업군 사이에 이익반응계수의 차이가 나타날 것이다. 선행연구들에서 이익의 질적 수준의 대용치로 이용되는 이익의 지속성, 이익조정 크기, 이익의 현금전환가능성, 이익의 변동성 그리고 비경상적 항목을 측정하여 이 측정치들이 이익성장전략기업들 사이에서 차이를 나타낸다면 이익의 구성원천이 이익의 질적 차이를 나타낸다고 생각할 수 있다.

이익성장전략에 따라 회계이익의 질적 수준이 차이가 있는 것으로 나타난다면 시장에서 투자자들도 이러한 질적 차이에 반응할 것이다. 이러한 반응의 차이를 Ohlson모형을 단순화 한 주가수준모형 및 주가수익률모형을 이용하여 추정된 이익반응계수를 수익증대전략기업들과 비용절감전략기업들 사이에 비교하여 차이

가 있는지 여부를 검증하였다. 이러한 방법에 따라 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 수익증대전략기업은 비용절감전략기업보다 이익지속성이 상대적으로 더 높게 나타나서 연구가설1을 지지하고 있다. 이러한 결과는 이익성장의 원천에 따라 이익의 질적 차이가 존재함을 보여주는 것이다. 또한 회계이익의 구성요소인 수익에 대한 조정은 비용조정보다 더 어려울 것이고 또한 발견하기도 더 용이할 것이기 때문에 수익증대를 통하여 지속된 이익증가는 상대적으로 높은 이익의 질을 연상시킨다고 추정할 수 있다. 이러한 논지에서 이익전략그룹별 이익조정치인 재량적발생액의 절대값의 평균차이를 t검정으로 분석한 결과 통계적으로 유의한 차이를 보여 연구가설1이 지지된다 할 수 있다. 기타의 이익의 질적 수준의 측정치들인 이익의 현금전환가능성, 이익의 변동성 그리고 비경상 항목의 크기를 사용한 경우에도 수익증대전략기업과 비용절감전략기업사이에 유의한 차이를 보여주었다. 이러한 결과는 이익성장의 원천이 이익의 질적차이를 나타낸다는 연구가설1을 지지한다 하겠다. 이러한 결과가 제시하는 의미는 수익증대를 통하여 유지된 이익증가는 비용절감을 이루어 유지된 이익증가보다 시장에서 투자자에게 상대적으로 더 가치 있는 이익신호로 나타날 것이라는 것이다.

둘째 연구가설1에서 입증된 결과처럼 이익성장원천을 구성하는 요소들 사이에 이익의 질적 차이가 존재 한다면 시장에서도 질적 차이에 따른 상이한 반응이 나타날 것이다. Ohlson모형을 단순화 한 주가수준모형 및 주가수익률모형을 이용하여 이익반응계수를 측정하여 수익증대전략기업과 비용절감전략기업은 이익반응계수의 차이가 유의하게 나타나는지 여부를 보여주는 연구가설2를 검증하고, 가설을 지지하는 결과를 얻었다.

본 연구의 한계점은 먼저 이익성장전략에 따른 그룹분류에서 그룹S는 약간의 잡음(noise)을 담고 있다는 것이다. 성공적으로 수익증대전략을 따르는 기업들은 S그룹에 해당될 것이다. 그러나 비용절감전략을 따르는 기업들도 경제호황 또는 산업전반에 따르는 성장 때문에 단순하게 이 그룹으로 분류될 수도 있을 것이다. 그래서 이러한 분류기법 때문에 연구결과에 편의가 나타날 경우도 배제할 수 없

을 것이다. 또한 “주가/이익” 관계를 설명하는 주식수익률모형에서는 주가수준모형에서와는 달리 이익의 설명력이 매우 낮아서 회계이익의 목적적합성(relevance)을 제대로 나타내지 못하고 있다는 것이다.



참고문헌

국내문헌

- 고종권과 윤성수. (2005). 재무보고이익-세부보고이익의 차이와 이익, 현금흐름 및 발생액의 지속성과 주가흐름. Working Paper.
- 권수영외 다수. (2003). 자본시장에서의 회계정보의 유용성. 신영사
- 김권중, 박태승, 이은상. (1998). 상속세법의 비상장주식 평가와 회계변수평가 모형의 유용성. 회계학연구 제3호 : 57-79
- 박춘래와 김성민.(1996). 법인세율 인하와 이익관리. 회계학연구 21권 제4호 : 79-97
- 박한순. (2001). 부동산처분이익을 이용한 이익조절. 회계학연구 제26권 제1호 : 33-62
- 백원선과 최관. (1999). 이익조정과 법인세 최소화 동기. 회계학연구 제 24권 제 1호 : 115-140
- 송인만과 박철우. (1995). 신규공모주의 주가수준과 상대적 가치. 증권학회지 (제18집) : 371-418
- 송인만과 이용호. (1997). 이익유연화 현상과 정보효과 : 투자자가 유용한 정보를 얻을 수 있을까? 회계학연구 제4호 : 193-220
- 신승묘. (1996). 주식가치평가에 있어 회계정보의 유용성에 관한 연구. 회계학연구. 21권 제4호 : 21-45
- 윤순석. (1998). 영업현금흐름에 따른 이익관리 현상에 대한 연구. 회계학연구 제23권 제1호 : 107-126
- 전영순. (2003), "외국인투자자 및 국내기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질 (Quality)," 경영학연구 제32권 제4호, p1001-1032

- 최관과 김문철. (1997). 신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구. 회계학 연구 제2호 : 1-28
- 최관과 백원선. (1999). 이익지속성이 순자산과 회계이익에 대한 주가배수에 미치는 영향. 회계학연구 제4호 : 61-81
- 최관과 백원선. (1999). 유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구. 회계학 연구 제24권 제4호 : 1-28
- 최종서. (1998). 재량적 발생조정이 이익구성요소의 정보효과에 미치는 영향. 회계학연구 제23권 제4호 : 81-113



국외문헌

- Anderson, M., R. Banker and S. Janakiraman. (2003). "Are Selling, General, and Administrative Costs 'Sticky'?" Journal of Accounting Research.41, 47-63
- Ball, R and P. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. Journal of Accounting Research. 159-178
- Barth, M. E., J. A. Elliott, and M. A. Finn. (1999). Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. Journal of Accounting Research 37 : 387-413
- Barth, M., M. Clement, G. Foster and R. Kasznik. (1998). Brand Value and Capital Market Valuation. Review of Accounting Studies. 3 : 41-68
- Bartov, E. (1993). The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. The Accounting Review. 68 : 840-855
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. Journal of Accounting Research 6 : 67-92
- Beneish, M. (1994). The Detection of Earnings Manipulation. Working Paper.
- Botosan, C. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. The Accounting Review : 323-350
- Burgstahler, D. and I. Dichev. (1997). Earnings Management to Avoid earnings Decreases and Losses. Journal of Accounting and Economics. 24 : 99-126

- Cameron, K. (1994). "Strategies for Successful Organizational Downsizing." *Human Resources Management* 3, 189–211
- Collins, D., E. Maydew and I. Weiss. (1997). Changes in the Value–Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics* 24 : 29–61
- Comiskey, E. (1982). Assessing Financial Quality : An Organizing Theme for Credit Analysts. *Journal of Commercial Bank Lending*. 32–47
- DeAngelo, L. (1986). Accounting Number as Market Valuation Substitutes : A study of Management Buyouts of Public Shareholders. *The Accounting Review*. 61 : 400–420
- Dechow, P. M., R. G. Sloan. and A. P. Sweeney. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*. 70 : 193–225
- Easton, P. D., and T. S. Harris. (1991). Empirical Evidence on the Relevance of Earnings and Book Value of Owners' Equity in Security Valuation, Working Paper. Columbia University.
- Easton, P. D., and M. E. Zmijewski. (1989). Cross–Sectional Variation in the Stock–Market Response to Accounting Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics*. 11 : 117–141
- Ertimur, Y., J. Livnat, and M. Martikainen. (2003). Differential Market Reactions to Revenue and Expense Surprises. Forthcoming, *Review of Accounting Studies*.
- Fan, J. P. H. and T. J. Wang. (2002). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*. 33 : 401–425

- Feltham, G. A., and Ohlson, J. A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*. 11 : 689-731
- Ghosh, A., Z. Gu, and P. C. Jain(2003). "Price-earnings Multiples and Sustained Earnings and Revenue Growth. Working Paper, George Town University.
- Gordon, M. J., and E. Shapiro. (1956). Capital equipment analysis : The required rate of profit. *Management Science* 3 : 102-110
- Gordon, M. J. (1962). The saving investment and valuation of a corporation. *Review of Economics and Statistics* 44 : 37-51
- Hand, J. and W. Landsman. (1999). The Pricing of Dividend in Equity Valuation. Working Paper.
- Hayn, C. (1995). The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics* 20 :125-153
- Healy, P. and K. Palepu. (1990). Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants. *Journal of Accounting and Economics*. 12 : 97-124
- Healy, P., and J. M. Wahlen. 1998. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. Unpublished working paper.
- Jones, J, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 : 139-228
- Lev, B. (1989) On the Usefulness of Earnings and Earnings Research : Lessons and Directions from Two Dcades of Empirical Research. 27. : 153-192
- Lev, B. and S. R. Thiagarajan. (1993). Fundamental Information Analysis. *Journal of Accounting Research*. 31 : 190-215

- Lim, C. (1989). Sequential Information Arrival and Security Performance. Working Paper.
- McNichols, M. and G. Wilson. (1988). Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. *Journal of Accounting Research*. 26 : 1-31
- Miller, M. and K. Rock. (1989). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance* 40 : 1031-1051
- Moese, O. D. (1987). Income Smoothing and Incentives : Empirical Test Using Accounting Changes. *The Accounting Review*. 2 : 358-377
- Modigliani, F. and M. H. Miller. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review* 48 : 261-297
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*. 11 : 661-687
- Penman, S. (2001). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York : McGraw-Hill Irwin.
- Porter, M. (1985). *Competitive Advantage : Creating and Sustaining Superior Performance*. New York : The Free Press.
- Porter, M. (1980). *Competitive Strategy Techniques for Analyzing Industry and Competitors*. New York : The Free Press.
- Penman, S. (1996). The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth. *Journal of Accounting Research* : 235-259
- Penman, S and T. Sougiannis. (1998). A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*. : 343-383

- Paek, W. and I. Song. (1998). Does clean/dirty surplus matter in equity pricing? Working Paper.
- Rangan, S. (1998). Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 50 :101-122
- Schipper, K 1989. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons* 3(December): 91-102
- Slon, R. (1996) Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71 : 289-315
- Subramanyam, K. and M. Venkatachalam. (1998). The Role of Book Value on Equity Valuation : Does the stock variable merely proxy for relevant past flow? . Working Paper.
- Worrell, D., N. Wallace and V. Sharma. (1991). "Layoff Announcements and Stockholder Wealth." *Academy of Management Journal* 43 : 662-678.