

세무회계저널
제8권 제2호 2007년 6월 pp.89~112
한국세무학회

KOSDAQ 시장에서 외부금융의존도에 따른 이익지속성과 회계이익, 발생액, 현금흐름에 대한 시장의 반응

유성용* · 육윤복**

<요 약>

Sloan(1996), Xie(2001), Hanlon(2005) 등의 연구에서 회계이익 구성요소가 차별적인 지속성을 가지며, 시장에서 투자자들이 이러한 차별적인 지속성을 합리적으로 평가하지 못한다고 주장하고 있다. 본 연구에서는 재무제표로부터 유추할 수 있는 정보인 외부금융 의존도에 따라 표본을 자본투자 부진기업과 외부금융 의존기업으로 분류하고, 구분된 기업들이 그렇지 않은 기업과 이익 및 이익의 구성요소에 대한 지속성에 있어서 차이가 있는지와 지속성의 차이에 대해 자본시장에서 투자자들이 합리적으로 반응하고 있는지를 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다.

자본투자가 부진한 기업에 있어서 이익의 지속성은 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타났으며, 이러한 이익지속성을 시장에서 과대평가하고 있는 것으로 나타났다. 이익 구성요소에 대한 분석결과에서도 자본투자가 부진한 기업의 현금흐름과 발생액 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타났으며, 투자자들은 현금흐름 및 발생액에 대해 모두 과대평가하고 있는 것으로 나타났다.

반면, 외부금융 의존도가 높은 기업에 있어서 이익지속성은 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타났으며, 이러한 이익지속성을 시장에서 투자자들이 과소평가하고 있는 것으로 나타났다. 또한, 현금흐름의 지속성은 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타났으나, 발생액의 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 높게 나타났으며, 현금흐름 및 발생액에 대해 시장에서 모두 과소평가하고 있는 것으로 나타났다.

전체표본을 대상으로 분석한 결과에서는 이익 및 이익구성요소의 지속성을 전반적으로 과소평가하고 있는 것으로 나타나 투자자들은 전반적으로 회계정보에 담긴 의미를 할인하여 평가하고 있는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과를 볼 때, 우리나라 KOSDAQ 시장에 제공되고 있는 회계정보의 질은 외부자본 의존도에 따라 상이한 것으로 볼 수 있으며, 투자자들은 회계정보에 담긴 의미를 완전히 주가가격에 반영하지 못하는 것으로 보인다.

<주제어> 외부금융의존도, 이익지속성, 발생액, 현금흐름, 가치평가

* 순천향대학교 경영학과 전임강사, jackie@sch.ac.kr, 041-530-1164, 제1저자

** 홍익대학교 상경학부 조교수, yookyb@hanmail.net, 010-8826-8762, 공동저자

I. 서 론

Sloan(1996) 및 Xie(2001) 등의 연구들에 따르면 회계이익의 구성요소에 대한 지속성이 다르며, 이러한 지속성을 시장에서 적절히 평가하지 못하여 회계이익의 구성요소가 과대평가되고 있다는 증거들이 제시되고 있다. 또한, 재무제표에 나타난 기업의 회계특성에 따라 이익지속성이 다를 수 있고, 이러한 특성 요인을 투자자들이 완전히 주식가격에 반영하지 못함을 지적하는 연구도 있다. 이러한 특성의 하나로 Hanlon(2005)은 기업의 회계상 이익과 세무상 이익의 차이를 들었으며, 이러한 차이가 클 때(또는 작을 때) 보고이익의 지속성에 차이가 있고, 이러한 차이를 투자자들이 시장가격에 완전히 반영하지 못하는 것으로 보고하고 있다.

기업회계에서 보고하는 이익과 세무상 이익의 차이도 기업의 이익지속성을 예측할 수 있는 변수가 되지만, 기업이 창출하는 영업활동으로 인한 현금흐름과 자본적 지출액도 기업의 이익지속성을 평가할 수 있는 항목이 될 수 있다. 왜냐하면 자본적 지출에 소요될 현금을 영업활동을 통해 충분히 조달하지 못한다면 외부금융에 의존할 수밖에 없고, 이 경우 차입을 원활히 하기 위해서는 보고이익을 증가시키는 것이 경영자에게 유리하다. 또한, 증권시장을 통하여 자본을 조달하는 경우에도 보고이익을 높이는 것이 자본조달에 유리하다. 반대로 자본투자규모가 영업활동에서 창출된 현금에 비해 지나치게 낮은 경우에는 영업활동에서 창출된 현금을 미래 수익성을 확보하기 위해 재투자하는데 있어서 소홀하다고 볼 수 있다. 기업은 본질적으로 영업활동에서 창출한 현금의 재투자를 통해 미래수익성을 유지하거나 높여나간다. 외부금융에 지나치게 의존하고 있는 기업에서는 보고이익의 조정으로 이익지속성이 낮을 수 있고, 재투자가 원활히 이루어지지 않는 기업에서는 미래수익성의 악화로 이익지속성이 낮을 수 있다.

Hanlon(2005)의 연구에서는 기업의 이익지속성을 유추할 수 있는 재무제표 항목으로 기업회계상 보고이익과 세무상 이익의 차이를 들고 있으나, 세무상 이익은 재무제표를 통해 직접적으로 유추하기 어렵다. 본 연구에서는 보다 직접적으로 재무제표를 통해 확인할 수 있는 기업의 외부금융 의존도와 자본투자정도가 기업의 이익지속성에 영향을 미치는지를 분석하는 것이 목적이다. 또한, 이러한 지속성의 차이를 시장에서 투자자들이 합리적으로 평가하는지도 분석한다.

한국증권거래소에서 거래되는 기업(KOSPI)은 상대적으로 KOSDAQ 시장에서 거래되는 기업들에 비해 우량기업으로 볼 수 있으며, 자본조달 능력에 있어서도 상대적으로 우월하다고 볼 수 있다. 왜냐하면 대체로 KOSPI 종목이 기업의 명성도, 기업의 연령, 기업의 규모 등에 있어서 우월한 지위를 점하고 있을 뿐만 아니라 투자자들이 해당기업에 관한 정보에도 보다 접근 가능성이 높기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 KOSPI 종목보다는 자본조달 능력이 상대적으로 낮을 것으로 예상되고, 자본투자에 상대적으로 어려움을 겪을 것으로 예상되는 KOSDAQ 시장에서 거래되는 기업을 표본으로 분석을 수행한다. 이하 본 연구의 구성은 다음과 같다.

제 II장에서는 회계이익의 지속성의 차이를 투자자들이 시장가격에 합리적으로 반영하고 있는지를 검증한 문헌들을 검토한다. 제 III장에서는 선행연구들을 바탕으로 본 연구에서 검증할 가설을 설

정하고, 이를 실증적으로 검증하기 위한 연구모형 및 변수의 측정, 분석을 위한 표본의 선정에 관해 기술한다. 제 IV장에서는 실증분석결과를 제시하고, 이를 해석한다. 마지막으로 제 V 장에서는 본 연구의 결과를 요약하고, 연구의 시사점과 한계점에 관해 논의한다.

II. 선행연구

효율적 자본시장 가설(efficient market hypothesis)에 반하는 가격이례현상(pricing anomalies) 등의 증거들이 발견되면서 회계정보의 가치 관련성에 대한 관심이 높아졌으며, 재무제표 정보를 통해 기업의 내재가치를 발견하려는 시도가 이루어지고 있다.¹⁾ Ou and Penman(1989), Ou(1990), Abarbanell and Bushee(1997) 및 Fairfield and Yohn(2001)은 재무제표나 재무제표를 통해 계산된 재무비율이 미래수익성에 대한 정보를 제공한다고 하는 증거를 제시하고 있으며, 기업의 규모, 최근의 이익발표, 과거의 매출액 성장 등과 같은 기본적인 재무정보를 자본시장에서 투자자들이 적절하게 평가하지 못한다고 주장하는 연구들도 있다.²⁾

Kormendi and Lipe(1987)에 따르면 회계이익과 주가의 관련성은 이익의 지속성에 따라 달라질 수 있다. 회계이익은 영업현금흐름과 발생액으로 구분할 수 있는데, 이러한 회계이익의 구성요소가 미래기간에도 같은 정도로 실현될 가능성은 다를 수 있다. Sloan(1996)은 이러한 회계이익의 구성요소인 현금흐름과 발생액의 지속성이 다르며, 이들 구성요소가 가진 정보내용이 주식가격에 충분히 반영되는지를 분석하였다. 이익지속성에 대한 검증결과 순이익의 지속성은 발생액의 비중이 클수록 감소하고, 현금흐름의 비중이 클수록 증가하였다. 또한, 순이익에서 발생액 및 현금흐름이 차지하는 비중에 따라서 순이익의 유용성이 달라지는지, 아니면 투자자들이 기능적으로 고착화(functional fixation)되어 있어 발생액과 현금흐름의 비중에 관계없이 순이익의 크기에만 주식가격이 반응하는지를 분석하였다.³⁾ 그 결과 투자자들은 순이익에서 발생액 및 현금흐름이 차지하는 크기에 따른 이익 지속성의 차이를 주식가격에 완전하게 반영하지 못하고 있는 것으로 나타났다. 즉, 투자자들이 발생액의 지속성을 과대평가하고 현금흐름의 지속성을 과소평가하고 있는 것으로 나타났다.⁴⁾

1) 효율적 자본시장 가설이 타당하지 않다고 주장하는 논리와 효율적 자본시장 가설에 반하는 증거들은 Lee(2001) 및 Kothari(2001)에 잘 제시되어 있다.

2) 이러한 연구들 중 기업규모가 시장가격에 적절히 반영되지 않고 있다고 주장하는 연구로는 Fama and French(1992)를 들 수 있으며, 최근의 이익발표가 시장가격에 영향을 미친다는 증거를 제시하는 연구로는 Freeman and Tse(1989) 및 Bernard and Thomas(1989)를 들 수 있다. 또한, 과거의 매출액성장성이 시장가격에 적절히 반영되지 않고 있다는 증거를 제시하는 연구로는 Lakonishok et al.(1994)을 들 수 있다.

3) 이익의 구성요소에 대한 지속성의 차이가 주식가격에 완전히 반영되지 않고 있다는 증거를 제시한 연구로는 Sloan(1996), Collins and Hribar(2000), DeFond and Park(2001) 및 Xie(2001)의 연구를 들 수 있다.

4) 분기별 자료를 사용하여 분석한 Collins and Hribar(2000)의 연구에서도 시장이 총발생액을 과대평가하고 있는 것으로 나타났다. 그러나 Sloan(1996) 및 Collins and Hribar(2000)의 연구에서 이러한 발생액에 대한 과대

Xie(2001)의 연구에서는 Sloan(1996)의 연구 및 Collins and Hribar(2000)의 연구 등에서 회계이익의 구성요소를 현금흐름과 발생액으로 구분한데에서 더 나아가 총발생액(total accruals)을 Jones(1991)모형을 사용하여 재량적 발생액(discretionary accruals)과 비재량적 발생액(non-discretionary accruals)으로 구분하고, 이들 구성요소들의 지속성에 대해 시장에서 주식가격에 합리적으로 반영하고 있는지를 검증하였다. 검증결과 영업활동으로 인한 현금흐름의 지속성이 비재량적 발생액의 지속성보다 명백히 높았으며, 재량적 발생액보다는 비재량적 발생액의 지속성이 높은 것으로 나타났다 또한, 투자자들은 영업현금흐름의 지속성에 대해 과소평가하고 있는 것으로 나타났으며, 재량적 발생액 및 비재량적 발생액은 과대평가하고 있는 것으로 나타나 회계이익의 구성요소가 미래의 이익에 미치는 영향에 대해 시장에서 투자자들이 전반적으로 합리적으로 평가하지 못하는 것으로 보고 있다.

Fairfield et al.(2003)의 연구에서는 Ohlson(1995) 및 Feltham and Ohlson(1995)의 연구에서는 제시하고 있는 것처럼, 미래 수익성과 기업의 가치는 현재의 수익성뿐만 아니라 순영업자산의 성장에 의해서도 좌우된다는 것을 이용하여 수익성을 재구성하였다. 즉, Sloan(1996)의 연구결과인 현금흐름과 발생액의 차별적 지속성과 시장에서 가치평가의 오류를 순영업자산의 성장으로 확장하여 적용하였다. 수익성을 발생액과 영업현금으로 분해할 수 있듯이, 순영업자산의 성장을 발생액과 장기순영업자산의 성장이라는 두 가지 구성요소로 분해하고, 이들 구성요소의 차별적 지속성이 주식가격에 합리적으로 반영되고 있는지를 분석하였다. 분석결과 수익성의 구성요소인 장기순영업자산의 성장 및 발생액은 시장에서 과대평가되고 있는 것으로 나타났다.

Hanlon(2005)의 연구에서는 회계이익과 과세대상소득의 차이가 이익, 발생액, 현금흐름의 지속성에 미치는 영향을 검토하고, 회계이익과 과세대상소득의 차이의 크기가 미래이익지속성에 대한 투자자들의 주식가격 평가에 어떠한 영향을 주는지를 검토하였다. 분석결과 회계이익과 과세대상소득의 차이가 큰 기업이 차이가 작은 기업에 비해서 이익지속성이 낮게 나타났으며, 투자자들은 회계이익과 과세대상소득의 차이의 크기를 위험신호로 받아들여 이러한 기업에 대한 미래 이익지속성에 대해 기대치를 낮추는 것으로 나타났다.⁵⁾

한편, 이익조정(earnings management)에 관한 연구들에서 제시하는 경영자의 이익조정 동기는 다양하다. 경영자는 법인세를 절감하기 위해, 부채계약을 위반하지 않기 위해, 자본시장에서 유리한 지위를 점하기 위해, 정부의 규제를 피하기 위해, 부실을 은폐하기 위해, 경영자가 보상을 많이 받기

평가가 재량적 발생액에 대한 과대평가인지 비재량적 발생액에 대한 과대평가인지는 분석하지 않았다.

- 5) Xie(2001)의 연구에서는 Jones(1991)모형을 사용하여 총발생액을 재량적 발생액과 비재량적 발생액으로 구분하고 이익의 구성요소에 대한 시장의 가치평가를 분석하고 있으며, Fairfield et al.(2003)에서는 순영업자산의 성장을 발생액과 장기순영업자산의 성장으로 구분하여 분석하고 있다. 본 연구에서는 이러한 구분 대신 Sloan(1996)과 유사하게 회계이익을 영업현금흐름과 발생액으로 구분한다. 왜냐하면 Healy(1996) 및 Bernard and Skinner(1996)에서 지적하고 있는 바와 같이, Jones(1991)모형에서 추정된 잔차항은 경영자에 의한 재량적 발생액을 나타낼 뿐만 아니라, 모형에서 잘못 정의된 의도되지 않은 비정상적 비재량적 발생액을 나타내기도 한다. 이러한 측정오차 때문에 Bernard and Skinner(1996) 및 Collins and Hribar(2000)에서는 인수합병이나 주식분할과 같은 급격한 경영환경의 변화를 통제할 것을 주장하고 있다.

위해 등 다양한 동기로 이익을 조정한다고 한다.⁶⁾ 경영자가 어떠한 동기로 발생액을 통해 이익을 조정하든지 이익이 조정된 기업의 이익지속성은 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 될 것이다. DeFond and Jambalvo(1994), Sweeney(1994), Press and Weintrop(1990) 등의 연구결과에 의하면, 기업들은 부채자금조달과정에서 계약사항을 위반하지 않기 위해 보고이익을 증가시키는 것으로 나타났다. 특히, DeAngelo et al.(1994)의 연구에 따르면 재무적 곤경에 처한 기업들이 보고이익을 증가시키는 회계선택을 한다고 한다.

우리나라의 KOSDAQ 시장을 대상으로 회계정보의 구성요소에 대한 가치평가를 분석한 유성용과 육윤복(2006)의 연구에서는 발생액이 과대평가되고 있다는 증거를 발견할 수 없었으며, 현금흐름이 과소평가되고 있는 것으로 나타나고 있다. 또한, 이종천과 오웅락(2004)에서는 KOSDAQ 시장에 등록 된 기업간에도 일반기업과 벤처기업간에 가치관련성이 체계적인 차이를 보이는 것으로 나타나고 있으며, 전규안과 오웅락(2003)의 연구에서는 코스닥기업들이 등록기간에 따라서 회계정보의 가치관련성에 상당한 차이를 나타내는 것으로 보고하고 있다.⁷⁾

III. 가설 및 연구모형

1. 연구가설

부채계약가설에 따르면 경영자들이 채무이행조항(debt covenants)을 위반하지 않기 위하여 보고이익을 높이려는 유인이 있다고 한다.⁸⁾ 예를 들면 Press and Weintrop(1990)의 연구에서는 채무이행조항을 위반할 가능성이 높은 기업에서 보고이익을 증가시키는 회계정책을 채택하는 경향을 발견하였다. Sweeney(1994)도 기업이 부채계약을 위반할 경우 경영자들이 어떠한 회계선택을 하는가를 분석한 결과에서 계약을 위반하지 않기 위하여 현금흐름 및 보고이익을 증가시키는 선택을 하는 것으로 나

6) 법인세최소화를 위한 이익조정을 검토한 연구로는 Maydew(1997), Geunther(1999), 백원선과 최관(1999)을 들 수 있으며, 부채계약을 위반하지 않기 위해 이익을 조정한다는 연구로는 Sweeney(1994), DeFond and Jambalvo(1994)의 연구를 들 수 있다. 또한, 신규상장을 할 때 유리한 가격을 얻기 위해서 이익을 조정하는지를 검증한 연구로는 Teoh et al.(1998) 등을 들 수 있다. 정부의 규제를 회피하기 위해 이익조정을 하는지를 검증한 연구로는 Jones(1991)의 연구가 대표적이며, 기업의 재무상태 악화로 인해 이익조정을 하는지를 분석한 연구로는 Healy and Palepu(1990)가 대표적이다. 경영자의 보상과 관련하여 이익을 조정하는지는 Healy(1985)의 연구를 참조할 수 있다.

7) 본 연구에서는 기업의 특성을 반영한 회계정보의 가치평가를 다루지는 않는다. 시장에서 전반적으로 투자자들이 회계정보의 구성요소가 가지는 의미를 과대 또는 과소평가하고 있는지에 초점을 둔다.

8) 부채계약가설에 대한 초기의 실증연구로는 Dhaliwal(1980)을 들 수 있으며, 이 연구에서 부채계약에는 제한적인 채무이행조항이 존재하므로 부채와 회계방법 간에는 상관관계가 있다고 주장하였다. 특히, 자기자본에 비해 부채가 높은 기업들은 부채계약을 위반할 가능성이 높으므로 보고이익을 높이려는 유인이 존재한다고 보았다.

타났다. DeFond and Jambalvo(1994)의 연구에 의하면 부채계약을 위반할 가능성이 높은 기업들이 이익을 증가시키는 회계방법을 선택할 것이라는 부채계약가설을 검증하기 위해 부채계약을 위반한 기업에 초점을 두었다. 그들은 이 기업들이 직전 연도와 해당연도에 비정상 발생액이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는다는 것을 발견하였다. 이는 재무상태와 경영성고가 나빠서 부채계약을 위반하게 되는 기업들이 계약을 위반하지 않기 위해 이익을 상향조정하는 것으로 볼 수 있다. 또한, DeAngelo et al.(1994)은 경영자의 회계선택에 있어서 부채계약이 정말로 중요한 부분인지를 검증하여 회계선택이 부채계약 위반을 하지 않기 위해 이루어지기보다는 재무적 곤경을 반영하는 것으로 결론짓고 있으며, Bhojraj and Libby(2005)의 연구에 의하면 자본시장에서 압력이 있는 경우 경영자들은 단기적인 이익을 극대화하는 선택을 하는 것으로 나타났다.

DeAngelo et al.(1994)의 주장대로 경영자들이 재무적으로 곤경에 처할 때 보고이익을 증가시키려는 유인이 있고, Bhojraj and Libby(2005)의 연구에서처럼 자본시장에서 압력이 클 때 경영자들이 단기적 이익을 극대화하는 선택을 한다면 외부금융에 의존하는 기업에서 보고이익을 증가시키려는 유인이 그렇지 않은 기업에 비해 강하게 나타날 것이며, 그 결과로 보고하는 회계이익의 지속성은 낮을 것으로 생각된다. 반대로 영업활동에서 창출하는 현금흐름은 충분한데 자본투자를 하지 않는 기업에서는 미래 수익성의 악화로 미래의 이익이 줄어들 것으로 예상 할 수 있다.⁹⁾ 이러한 기업의 경우에도 이익지속성은 그렇지 않은 기업에 비해 낮을 것이다.

가설 1 : 외부금융에 크게 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업은 그렇지 않은 기업보다는 이익의 지속성이 더 낮을 것이다.

또한, Sweeney(1994)의 연구에서처럼 경영자들이 보고이익뿐만 아니라 현금흐름도 증가시켜 보고한다면, 보고이익을 분해하여 영업현금흐름 및 발생액으로 구분하였을 때 회계이익의 구성요소에 대한 지속성도 외부금융 의존도 및 자본투자 정도에 따라 달라질 수 있다. 따라서 다음과 같은 <가설 2>를 설정하여 검증할 수 있다.

가설 2 : 외부금융에 크게 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업은 그렇지 않은 기업보다 이익의 구성요소인 현금흐름 및 발생액에 대한 지속성이 더 낮을 것이다.

선행연구들에 따르면 자본시장에서 투자자들이 회계이익의 구성요소에 대한 지속성의 차이를 합리적으로 평가하지 못하여 시장가격이 합리적으로 결정되지 않는다고 주장한다(Sloan 1996; Collins and Hribar 2000; DeFond and Park 2001; Xie 2001; Fairfield et al. 2003 등). 특히, Sloan(1996)의 연구에서

9) Black et al.(2000)의 연구에서처럼 자본투자를 유형자산 및 무형자산의 증가로 본다면 자본투자에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감한 금액이 음(-)이 되는 기업은 영업활동으로 창출되는 현금을 재투자하는데 부진하다고 볼 수 있다.

는 현재수익성의 발생액 구성요소가 현금흐름 요소보다는 덜 지속적임을 발견하였고, 투자자들이 한기 이후의 수익성에 대해 발생액과 현금흐름이 가지고 있는 현재수익성의 차별적 의미를 주가가 적에 완전히 반영하지 못한다고 보고하고 있다. 또한, Hanlon(2005)의 연구에 따르면 회계이익과 과세대상소득간의 차이가 큰 기업들은 이익지속성이 다르며, 시장에서 이를 합리적으로 평가하지 못하는 것으로 보고하고 있다. 마찬가지로 외부금융에 크게 의존하는 기업들과 자본투자가 부진한 기업의 이익지속성은 그렇지 않은 기업과 다를 것으로 예상되며, 투자자들이 외부금융에 크게 의존하고 있는 기업들과 자본투자가 부진한 기업의 이익지속성 및 이익의 구성요소에 대한 지속성을 합리적으로 가계에 반영하지 못할 수 있다. 투자자들이 외부금융에 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업의 이익 및 이익 구성요소의 지속성을 합리적으로 주가가에 반영하고 있는지를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 3 : 외부금융에 크게 의존하는 기업 및 자본투자가 부진한 기업(영업현금에서 보다 자본투자가 낮은 기업)에서 이익 및 이익의 구성요소인 영업현금흐름과 발생액의 지속성은 주가가에 합리적으로 반영된다.

기업의 구분은 외부금융의존도를 5분위수로 하여 가장 높은 집단을 외부금융에 크게 의존하는 기업으로 가장 낮은 집단을 자본투자가 부진한 기업으로 분류하였다. <가설 1>과 <가설 2>에 따라 외부금융에 높게 의존하는 기업 및 자본투자가 부진한 기업들과 그렇지 않은 기업들 간에 이익지속성이 차이가 있다면, 그러한 지속성의 차이를 투자자들이 합리적으로 가계에 반영하는지를 검증해 볼 필요가 있다. 합리적인 가격결정이 이루어지고 있는지를 분석하기 위한 검증방법으로는 각 집단 별로 Mishkin(1983)검증을 실시한다. 만약 외부금융에 높게 의존하는 기업 및 자본투자가 부진한 기업과 그렇지 않은 기업 간에 이익지속성에 차이가 있고, 이익 및 이익구성요소에 대해 시장에서 합리적으로 가계에 반영되지 않는다면 투자자들이 이러한 지속성의 차이를 파악할 수 있는 능력에 있어서 한계가 있음을 의미한다.

2. 연구모형 및 변수의 측정

가. 이익지속성 추정과 측정

본 연구에서는 먼저 보고이익에 대한 지속성을 추정하기 위해 전체표본에 대해 다음과 같은 회귀식을 추정한다.

$$BTI_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 BTI_t + \nu_{t+1} \quad \text{식 1}$$

여기에서 BTI_t 는 세전이익

BTI_t 변수는 Sloan(1996)에서와 같이 세전이익을 평균총자산으로 나누어서 측정하여 횡단면적 비교가 가능하도록 하였다. 외부금융에 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업에서 이익지속성에 차이가 있는지를 검증하기 위해 다음의 (식 2)와 같이 회귀식을 추정한다.

$$BTI_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 LDEP_t + \gamma_2 HDEP_t + \gamma_3 BTI_t + \gamma_4 BTI_t * LDEP_t + \gamma_5 BTI_t * HDEP_t + \epsilon_{t+1} \quad \text{식 2}$$

여기에서 $LDEP_t$ 는 자본투자가 부진한 기업¹⁰⁾
 $HDEP_t$ 는 외부금융 의존도가 높은 기업

외부금융의존도는 Rajan and Zingales(1998) 및 Francis et al.(2005)에서 사용된 측정치를 이용하였다. 외부금융의존도는 당기의 자본적 지출에서 영업현금흐름을 차감하고, 이를 당기의 자본적 지출로 나누어서 측정하였다.¹¹⁾ 외부금융 의존도에 따라 5분위수로 하여 5개의 집단을 형성하였다. 이 중에서 가장 높은 외부금융 의존도를 나타내는 기업집단을 외부금융 의존도가 높은 기업($HDEP_t$)으로 하고, 가장 낮은 외부금융 의존도를 나타내는 기업집단을 자본투자가 부진한 기업($LDEP_t$)으로 분류하여 각각 1을 부여하고, 그렇지 않은 경우에는 0을 부여하였다. 나머지 변수의 경우에는 앞과 동일한 방법으로 측정하였다. 만약 자본투자가 부진한 기업의 이익지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮다면, (식 2)의 $BTI_t * LDEP_t$ 변수의 회귀계수인 γ_4 는 음(-)으로 나타날 것이다. 또한, 높은 외부금융 의존도를 가지는 기업의 이익지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮다면 (식 2)의 $BTI_t * HDEP_t$ 변수의 회귀계수인 γ_5 역시 음(-)으로 나타날 것이다.

외부금융의존도가 높은 기업 및 자본투자가 부진한 기업에서 이익 구성요소의 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮은지를 분석하기 위해 회계이익을 영업현금흐름과 발생액으로 구분하고, 다음의 (식 3)과 (식 4)를 추정하였다.

$$BTI_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 ACC_t + \delta_{t+1} \quad \text{식 3}$$

여기에서 CFO_t 는 영업현금흐름
 ACC_t 는 총발생액

10) 영업활동에서 현금흐름이 충분히 창출되는데도 불구하고, 자본적 지출액이 낮은 기업은 현금흐름의 재투자가 부진한 기업이라고 볼 수 있다. 기업은 이러한 잉여현금흐름을 재투자하여야 미래 수익성을 향상시킬 수 있고 이익지속성을 높일 수 있다.

11) Rajan and Zingales(1998) 및 Francis et al.(2005)은 개별기업을 대상으로 하지 않고 산업전체에 대한 외부금융의존도를 측정하였으며, 일정기간 동안의 자본적 지출액과 현금흐름을 누적하여 측정하였다. 그러나 본 연구에서는 개별기업 및 개별 연도를 대상으로 하므로 당기의 자본적 지출액과 영업현금흐름을 사용하여 외부금융 의존도를 측정하였다.

$$\begin{aligned}
BTI_{t+1} = & \gamma_0 + \gamma_1 LDEP_t + \gamma_2 HDEP_t + \gamma_3 CFO_t + \gamma_4 ACC_t \\
& + \gamma_5 CFO_t * LDEP_t + \gamma_6 CFO_t * HDEP_t + \gamma_7 ACC_t * LDEP_t \\
& + \gamma_8 ACC_t * HDEP_t + \xi_{t+1}
\end{aligned}
\quad \text{식 4}$$

본 연구에서 관심변수 중의 하나인 발생액은 간접법을 사용하여 다음의 (식 5)와 같이 측정하였으며,¹²⁾ 영업현금흐름은 세전이익에서 발생액을 차감하여 측정하였다.¹³⁾ (식 4) 및 (식 5)에 사용된 영업현금흐름 및 발생액 변수도 평균총자산으로 표준화 하였다.

$$ACC_t = GrWC_t - DEPAMORT_t \quad \text{식 5}$$

여기에서

$$GrWC_t = \Delta AR_t + \Delta INV_t + \Delta OTHERCA_t - (\Delta AP_t + \Delta OTHERCL_t)$$

ΔAR 은 매출채권의 변화액

ΔINV 는 재고자산의 변화액

$\Delta OTHERCA$ 는 기타유동자산의 변화액

ΔAP 는 매입채무의 변화액

$\Delta OTHERCL$ 는 기타유동부채의 변화액

$DEPAMORT$ 는 유형자산 및 무형자산상각비

외부금융 의존도가 높은 기업 및 자본투자가 부진한 기업에서 회계이익의 구성요소로서 영업현금흐름의 지속성이 그렇지 않는 기업과 차이가 있는지는 (식 4)의 γ_5 및 γ_6 을 통해 알 수 있다. 자본투자가 부진한 기업의 현금흐름에 대한 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮다면 γ_5 는 음(-)이 될 것이며, 외부금융 의존도가 높은 기업에서 현금흐름에 대한 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮다면 γ_6 도 음(-)으로 나타날 것이다. 마찬가지로 외부금융 의존도가 높은 기업 및 자본투자가 부진한 기업에서 회계이익의 구성요소로서 발생액의 지속성이 그렇지 않는 기업과 차이가 있는지는 (식 4)의 γ_7 및 γ_8 을 통해 알 수 있다. 자본투자가 부진한 기업의 발생액에 대한 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮다면 γ_7 은 음(-)이 될 것이며, 외부금융 의존도가 높은 기업에서 발생액에 대한 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮다면 γ_8 도 음(-)으로 나타날 것이다.

나. 이익지속성에 대한 시장의 가치평가추정

외부금융 의존도가 높은 기업과 자본투자가 부진한 기업의 이익지속성 차이를 시장에서 합리적

12) 본 연구에서 사용한 변수의 발생액의 측정방법은 Fairfield et al.(2003)의 연구에서와 같으며, 영업현금흐름의 측정은 Fairfield et al.(2003)에서는 영업이익에서 발생액을 차감하여 측정한 반면 본 연구에서는 세전이익에서 발생액을 차감하여 측정하였다.

13) Sloan(1996) 및 Fairfield et al.(2003)의 연구에서와 같이 모든 변수를 평균총자산으로 표준화 하였다.

으로 평가하는지를 분석하기 위해 Mishkin(1983)의 분석방법을 사용한다. 먼저 이익지속성을 시장에서 합리적으로 평가하는지를 분석하기 위해 외부금융에 크게 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업집단에 대해 각각 (식 6)과 같은 예측방정식을 추정하고, 추정된 예측계수가 시장에서 합리적으로 평가되고 있는지를 분석하기 위해 (식 7)의 가치평가방정식을 추정한다.

$$BTI_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 BTI_t + \nu_{t+1} \quad \text{식 6}$$

$$SAR_{t+1} = \alpha + \beta_1 (BTI_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* BTI_t) + \epsilon_{t+1} \quad \text{식 7}$$

여기에서 SAR_{t+1} 은 규모조정수익률

시장에서 이익지속성을 적절히 평가하고 있다면 (식 6)에서 추정계수인 γ_1 과 (식 7)의 추정계수인 γ_1^* 가 같아야 한다. 이익의 구성요소인 영업현금흐름과 발생액의 지속성에 대해 시장에서 투자자들이 합리적으로 평가하고 있는지를 분석하기 위해서는 다음의 (식 8)과 (식 9)를 추정하여 Mishkin(1983)의 분석방법을 통해 검증한다.

$$BTI_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 ACC_t + \delta_{t+1} \quad \text{식 8}$$

$$SAR_{t+1} = \alpha + \beta_1 (BTI_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* CFO_t - \gamma_2^* ACC_t) + \epsilon_{t+1} \quad \text{식 9}$$

외부금융 의존도가 높은 기업과 자본투자가 부진한 기업에서 영업현금흐름의 지속성에 대해 시장에서 투자자들이 합리적으로 평가하고 있는지는 (식 8)과 (식 9)에서 추정계수인 γ_1 과 γ_1^* 를 비교함으로써 검증할 수 있다. 또한, 발생액의 지속성에 대해 시장에서 투자자들이 합리적으로 반응하고 있는지는 γ_2 와 γ_2^* 를 비교함으로써 검증할 수 있다.

3. 표본의 선정

본 연구에서는 1998년부터 2006년 사이에 KOSDAQ 시장에서 거래된 기업을 대상으로 표본을 추출하였다. 본 연구에서 분석에 사용된 표본을 추출하기 위한 구체적인 기준은 다음과 같다.

- ① 1998년부터 2006년 기간에 KOSDAQ 시장에서 거래된 기업
- ② 12월말 결산법인
- ③ 금융, 보험, 증권업을 제외한 기업
- ④ FnGuide의 데이터베이스에서 재무제표자료를 추출할 수 있는 기업
- ⑤ FnGuide의 데이터베이스에서 주가자료를 추출할 수 있는 기업

본 연구에서 실제의 분석기간은 1999년부터이나 1998년의 자료를 포함하고 있어야 분석이 가능

하다. 따라서 표본의 추출은 1998년 기간까지 확대하여 추출하였다. 표본을 12월말 결산법인으로 제한한 이유는 재무제표의 공시시점이 유사한 기업들만을 대상으로 분석을 수행해야 분석결과와의 비교가 편리하기 때문이다. 금융, 보험, 증권업의 경우에는 재무제표의 구성요소가 다른 업종과는 상당한 차이가 있어 재무제표자료의 동질성을 확보하기 위하여 표본에서 제외하였다. 이러한 표본추출 기준을 모두 충족하는 최종적인 분석 표본은 2,989개 기업이었다.

IV. 실증분석결과

1. 변수의 기술통계와 상관관계분석

본 연구에서는 외부금융에 크게 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업은 그렇지 않은 기업과 이익지속성이 차이가 있는지와 시장에서 투자자들이 이러한 지속성의 차이를 적절하게 반영하는지에 관심을 두고 있다. 이러한 분석을 위한 주요 변수에 대한 기술통계는 <표 1>에 제시하였다.

<표 1> 주요 변수에 대한 기술통계

변수명	평균	표준편차	최대값	최소값
SAR_t	-0.0765	1.6684	32.4122	-11.8666
SAR_{t+1}	-0.0041	1.4541	33.2541	-4.4745
BTI_t	-0.0121	0.2483	2.1960	-2.6705
BTI_{t+1}	-0.0398	0.2851	2.1960	-4.0251
ACC_t	-0.0431	0.1540	0.7975	-2.0481
CFO_t	0.0319	0.1560	1.8728	-1.3483
DEP_t	0.0099	0.1990	1.9634	-2.1553
$LDEP_t$	0.1800	0.3900	1.0000	0.0000
$HDEP_t$	0.1800	0.3800	1.0000	0.0000

주1) 표본 수는 연도-기업을 통합하여 2,989개임.

주2) 각 변수의 정의는 다음과 같다. SAR_t 는 규모조정수익률, BTI_t 는 세전이익, ACC_t 는 발생액, CFO_t 는 영업활동으로 인한 현금흐름, DEP_t 는 외부금융의존도, $HDEP_t$ 는 외부금융에 높게 의존하는 기업, $LDEP_t$ 는 자본투자가 부진한 기업을 나타냄.

<표 1>에서 볼 수 있는 바와 같이, 규모조정수익률(SAR_t) 및 세전이익(BTI_t)에 대한 평균이 음(-)으로 나타나며, 최대값과 최소값의 차이도 크게 나타나 표본에 포함된 기업들의 수익률과 이익수준

은 다양하게 분포하고 있음을 알 수 있다. 이익의 구성요소로서 영업현금흐름(CFO_t)은 평균적으로 양(+)으로 나타나고 있으며, 발생액(ACC_t)은 음(-)으로 나타나고 있어 평균적으로 회계이익을 현금흐름에 비해 낮게 보고하고 있음을 알 수 있다. 또한, 외부금융에 대한 의존도(DEP_t)¹⁴⁾의 평균이 양(+)으로 나타나고 있어 표본에 포함된 상당수 기업들이 투자안에 대한 자금을 영업활동에서 충분히 조달하지 못하고 있음을 시사하고 있으며, 최소값이 음(-)으로 나타나고 있는 것으로 보아 영업활동에서 창출된 현금이 자본투자에 활용하지 못하는 기업도 상당수 존재할 것으로 생각된다. 분석에 포함된 주요 변수간의 상관관계를 분석한 결과는 <표 2>에 제시하였다.

<표 2> 주요변수간의 상관관계분석결과

변수명	SAR _t	SAR _{t+1}	BTI _t	BTI _{t+1}	ACC _t	CFO _t	DEP _t	LDEP _t	HDEP _t
SAR _t		0.063***	0.007	0.002	-0.033*	0.037**	0.072***	-0.053***	-0.021
SAR _{t+1}	0.069***		0.085***	0.052***	0.023	0.039**	0.017	-0.015	0.029
BTI _t	0.080***	0.200***		0.505***	0.515***	0.202***	0.030*	-0.137***	-0.002
BTI _{t+1}	0.100***	0.137***	0.641***		0.243***	0.212***	0.083***	-0.171***	0.056***
ACC _t	-0.025	0.024	0.331***	0.145***		-0.567***	-0.506***	0.242***	-0.351***
CFO _t	0.068**	0.118***	0.435***	0.435***	-0.482***		0.756**	-0.460***	0.496**
DEP _t	0.049***	0.053***	0.231***	0.231***	-0.468***	0.759***		-0.623***	0.556***
LDEP _t	-0.010	-0.045**	-0.185***	-0.210***	0.254***	-0.464***	-0.653***		-0.220**
HDEP _t	-0.009	0.021	0.139***	0.152***	-0.359***	0.526***	0.650***	-0.220***	

주1) 표본 수는 연도-기업을 통합하여 2,989개임.

주2) 대각선의 상단의 Pearson상관계수를 나타내고, 하단은 Spearman상관계수를 나타냄.

주3) 각 변수의 정의는 다음과 같다. SAR_t는 규모조정수익률, BTI_t는 세전이익, ACC_t는 발생액, CFO_t는 영업활동으로 인한 현금흐름, DEP_t는 외부금융의존도, HDEP_t는 외부금융에 높게 의존하는 기업, LDEP_t는 자본투자가 부진한 기업을 나타냄.

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의적임.

<표 2>에서 규모조정수익률(SAR_t)은 1년 이후의 수익률과 양(+)의 상관관계를 보이고 있어 규모조정수익률 간에 시계열 상관관계가 존재하는 것으로 볼 수 있다. 규모조정수익률과 영업현금흐름(CFO_t)과는 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 발생액(ACC_t)과는 음(-)의 상관관계를 나타내 현금흐름이 주식의 가치변동에 주요한 요인임을 확인 할 수 있다. 또한 규모조정수익률과 외부금융의존도(DEP_t)와는 양(+)의 상관관계를 나타내고 있으며, 외부금융에 높게 의존하는 집단(HDEP_t)과는 음(-)의 상관관계를 나타내 외부금융에 의존하는 기업이 대체로 주식수익률이 높아 레버리지 효과를

14) 외부금융의존도를 나타내는 DEP_t 변수는 자본적 지출액에서 영업현금흐름을 차감하고 자본적 지출액으로 나누어 측정하였다. 따라서 이 변수의 값이 클수록 높은 외부금융의존도를 나타내며, 반대로 이 값이 작을수록 더 낮은 외부금융의존도를 나타낸다.

얻고 있는 것으로 보이나, 외부금융에 지나치게 의존하는 기업에서는 오히려 수익률이 낮은 것을 알 수 있다.

세전이익(BTI_t)과 발생액 및 영업현금흐름과의 높은 양(+)의 상관관계는 이들 변수간의 회계적 관계에 기인한 것으로 볼 수 있으며, 특히 발생액이 영업현금에 비해 세전이익과 상관관계가 높게 나타나는 것으로 보아 보고이익의 크기는 발생액에 의해 좌우되고 있음을 알 수 있다. 외부금융 의존도가 높은 기업과 세전이익과의 음(-)의 상관관계는 이익수준이 낮은 기업이 외부금융에 많이 의존하는 것으로 볼 수 있다. 발생액과 영업현금흐름 간의 음(-)의 상관관계도 이들 변수간의 회계적 관계에 기초하는 것으로 볼 수 있으며, 발생액과 외부금융 의존도 간의 음(-)의 상관관계 및 발생액과 외부금융 의존도가 높은 기업과의 상관관계가 음(-)으로 나타나는 것은 외부금융을 많이 하는 기업이 자본시장에서 회계정보에 대한 질적 요구를 더 잘 반영할 가능성을 나타낸다.

외부금융에 높게 의존하고 있는 기업과 현금흐름 간의 상관관계가 양(+)으로 나타나고 있으며, 반대로 자본투자가 부진한 기업과 현금흐름 간의 상관관계는 음(-)으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 자본투자가 부진한 기업에서는 미래 수익성이 악화되어 영업활동에서 현금흐름이 충분히 창출되지 않을 수 있음을 시사한다.

2. 외부금융 의존도와 이익지속성

본 연구에서 첫 번째 관심사항은 외부금융 의존도가 높은 기업 및 자본투자가 부진한 기업들에 대한 이익지속성이 그렇지 않은 기업보다 낮게 되는지에 있다. 이를 검증하기 위해 앞서 분석에 포함된 전체 표본에 대해 이익지속성을 추정하였다. 이에 대한 결과는 <표 3>에 제시하였다.

<표 3> 회계이익에 대한 지속성 추정결과

모형식 : $BTI_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 BTI_t + V_{t+1}$			
	γ_0	γ_1	Adj. R^2
회귀계수	-0.026	0.505	0.254
t-값	-5.835***	31.935***	

주1) 표본 수는 연도-기업을 통합하여 2,989개임.

주2) BTI_t 는 세전이익을 나타냄.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임.

<표 3>에서 볼 수 있는 바와 같이, 당기의 회계이익이 한기 이후의 회계이익에 대해 대략 50% 정도의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이러한 이익지속성이 외부금융에 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업들에서는 다르게 나타나는지를 분석하기 위해 외부금융에 높게 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업으로 전체 표본을 분할하고,¹⁵⁾ 분류된 기업들이 그렇지 않은 기업과 이

이익지속성에 있어서 차이를 나타내는지를 보다 직접적으로 검증한 결과는 <표 4>에 제시하였다.

<표 4> 외부금융 의존도에 따른 회계이익에 대한 지속성 차이 검증결과

모형식 : $BTIt_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 LDEP_t + \gamma_2 HDEP_t + \gamma_3 BTIt_t + \gamma_4 BTIt_t * LDEP_t$ $+ \gamma_5 BTIt_t * HDEP_t + \epsilon_{t+1}$							
	γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	γ_5	Adj. R^2
회귀계수	-0.018	-0.114	0.036	0.577	-0.111	-0.044	0.272
t-값	-3.294***	-6.854***	2.232**	21.036***	-5.002***	-1.933*	
F-test($\gamma_4=\gamma_5$)	F-값		16.408***				

주1) 표본 수는 연도-기업을 통합하여 2,989개임.

주2) $BTIt$ 는 세전이익, $HDEPt$ 는 외부금융에 높게 의존하는 기업, $LDEPt$ 는 자본투자가 부진한 기업을 나타냄.

주2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임.

<표 4>에서 자본투자가 부진한 기업의 이익지속성이 그렇지 않은 기업의 이익지속성에 비해 낮다면 $BTIt * LDEPt$ 의 회귀계수인 γ_4 가 음(-)이 되어야 할 것이다. 또한, 외부금융에 크게 의존하는 기업의 지속성도 그렇지 않은 기업에 비해 낮다면 $BTIt * HDEPt$ 의 회귀계수인 γ_5 도 음(-)으로 나타나야 할 것이다.

분석결과에서 볼 수 있듯이, 자본투자가 부진한 기업의 이익지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 더 낮은 것으로 나타났다($\gamma_4 = -0.111$, $p < 0.01$). 이는 창출된 현금흐름을 수익성 있는 투자안에 재투자함으로써 현재의 수익성을 유지하거나 높여가야 하나, 이를 달성하지 못한 기업들은 미래 이익실현에 대해 불확실성이 높아져 이익지속성이 낮게 나타나는 것으로 볼 수 있다. 또한, 외부금융에 높게 의존하는 기업의 이익지속성도 그렇지 않은 기업에 비해서는 낮게 나타났다($\gamma_5 = -0.044$, $p < 0.10$). 이는 이익조정에 관한 연구들에서 제시하고 있는 것처럼 외부금융에 크게 의존하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 보고이익을 높이려는 동기가 있어 현재의 보고이익이 미래에도 같은 정도로 실현될 가능성이 그렇지 않은 기업들에 있어서 보다 낮음을 시사한다.¹⁶⁾ 따라서 <표 4>의 분석 결과로 볼 때, 본 연구의 <가설 1>을 지지하는 결과로 받아들일 수 있다.

15) 외부금융에 높게 의존하는 기업은 해당연도의 외부금융 의존도를 5개 집단으로 분류하고, 가장 높은 집단을 외부금융에 높게 의존하는 집단으로 반대로 가장 낮은 집단을 자본투자가 부진한 기업집단으로 구분하였다.

16) Sweeney(1994), DeFond and Jambalvo(1994)의 연구에서처럼 부채계약을 위반하지 않기 위해 보고이익을 높인다면 보고된 이익수준은 다음 기에 그대로 실현될 가능성이 낮아진다. 뿐만 아니라 다른 동기를 때문에 이익을 높여 보고하거나 낮추어 보고한다고 하더라도 그렇지 않은 기업에 비해서는 이익지속성이 낮아질 것이다.

3. 외부금융 의존도와 이익 구성요소의 지속성

Sloan(1996), Collins and Hribar(2000), DeFond and Park(2001), Xie(2001), Fairfield et al.(2003) 및 Hanlon(2005) 등에서 제시하고 있는 증거들과 같이, 이익의 구성요소에 따라 지속성에 차이가 있고, 이러한 이익 구성요소의 지속성이 자본투자가 부진한 기업 및 외부금융에 크게 의존하는 기업들과 그렇지 않은 기업간에 차이가 있는지를 검증하기 위해 회계이익을 영업현금흐름과 발생액으로 분해하고, 분석에 포함된 모든 기업을 대상으로 이익구성 요소에 대해 지속성을 추정하였다. 이에 대한 분석결과는 <표 5>에 제시하였다.

<표 5> 이익의 구성요소에 대한 지속성 추정결과

모형식 : $BTI_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 ACC_t + \varepsilon_{t+1}$				
	γ_0	γ_1	γ_2	Adj. R^2
회귀계수	-0.027	0.516	0.536	0.239
t-값	-5.718***	26.642***	27.661***	
F-test($\gamma_1 = \gamma_2$)		F-값	132.072***	

주1) 표본 수는 연도-기업을 통합하여 2,989개임.

주2) BTI_t 는 세전이익, ACC_t 는 발생액, CFO_t 는 영업활동으로 인한 현금흐름을 나타냄.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임.

<표 5>에서 볼 수 있듯이, 영업현금흐름의 지속성은 0.516으로 나타나고 있으며, 발생액의 지속성은 0.536으로 나타나고 있다. Sloan(1996) 및 Xie(2001)의 연구에 따르면 발생액의 지속성이 영업현금흐름에 비해 낮게 나타날 것으로 예측된다. 그러나 분석결과에서 볼 수 있듯이, 우리나라의 KOSDAQ시장을 대상으로 추정한 결과에서는 오히려 발생액의 지속성이 유의하게 높은 것으로 나타났다. 발생액의 지속성이 현금흐름 지속성에 비해 높게 나타나는 것은 Bernard and Stober(1989)의 주장처럼 발생액은 현금흐름이 가지는 기간귀속의 문제로 인해 추가적인 정보내용을 담고 있기 때문일 수 있다.

영업현금흐름과 발생액의 지속성이 외부금융에 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업에서 그렇지 않은 기업과의 차이를 보이는지를 검증하기 위해 전체표본을 외부금융에 높게 의존하는 기업과 자본투자가 부진한 기업으로 분할하고, 분할된 기업들에서 이익 구성요소에 대한 지속성이 그렇지 않은 기업과 차이가 있는지를 검증한 결과는 <표 6>에 제시하였다.

〈표 6〉 외부금융의존도에 따른 회계이익 구성요소에 대한 지속성 차이 검증결과

모형 : $\text{BIT}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{HDEP}_t + \gamma_2 \text{LDEP}_t + \gamma_3 \text{CFO}_t + \gamma_4 \text{ACC}_t + \gamma_5 \text{CFO}_t * \text{LDEP}_t$ $+ \gamma_6 \text{CFO}_t * \text{HDEP}_t + \gamma_7 \text{ACC}_t * \text{LDEP}_t + \gamma_8 \text{ACC}_t * \text{HDEP}_t + \text{V}_{t+1}$										
	γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	γ_5	γ_6	γ_7	γ_8	Adj. R ²
회귀계수	-0.018	-0.076	0.044	0.619	0.555	-0.129	-0.086	-0.136	0.083	0.266
t-값	-3.027***	-4.001***	1.911*	16.107***	17.804***	-4.363***	-2.150**	-5.993***	2.456**	
F-test($\gamma_5=\gamma_6$)	F값		12.273***		F-test($\gamma_7=\gamma_8$)		F값		48.194***	

주1) 표본 수는 연도-기업을 통합하여 2,989개임.

주2) BIT_t는 세전이익, ACC_t는 발생액, CFO_t는 영업활동으로 인한 현금흐름, DEP_t는 외부금융의존도, HDEP_t는 외부금융에 높게 의존하는 기업, LDEP_t는 자본투자가 부진한 기업을 나타냄.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임.

자본투자가 부진한 기업에서 현금흐름 지속성이 그렇지 않은 기업의 현금흐름 지속성보다 낮다면 γ_5 가 음(-)으로 나타나야 하며, 외부금융에 의존하는 기업의 현금흐름 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮다면 γ_6 도 음(-)으로 나타나야 한다. 또한, 자본투자가 부진한 기업의 발생액 지속성이 그렇지 않은 기업보다 낮다면 γ_7 이 음(-)으로 나타날 것이며, 외부금융에 의존하는 기업의 발생액 지속성이 그렇지 않은 기업보다 낮다면 γ_8 도 음(-)으로 나타날 것이다.

<표 6>에서 자본투자가 부진한 기업 및 외부금융에 높게 의존하는 기업에 대한 영업현금흐름의 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 통계적으로 유의하게 낮은 것으로 나타나고 있다($\gamma_5 < 0$, $\gamma_6 < 0$). 또한, 영업현금흐름의 지속성은 외부금융에 의존하는 기업보다는 자본투자가 부진한 기업에서 더 낮게 나타났다($F=12.273$, $P<0.01$). 이러한 결과는 기업의 본질적인 측면인 영업활동에 대한 수익성을 얻기 위해서는 적절한 자본투자를 통해 현재의 수익성을 향상하려는 노력이 보다 중요할 수 있음을 시사한다.

자본투자가 부진한 기업 및 외부금융에 의존하는 기업에 대한 발생액의 지속성이 그렇지 않은 기업과 차이가 있는지를 검증한 결과에서는 자본투자가 부진한 기업의 발생액의 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타났으며($\gamma_7 < 0$), 외부금융에 높게 의존하는 기업의 발생액 지속성은 그렇지 않은 기업에 비해 높게 나타났으며($\gamma_8 > 0$). 이러한 결과는 자본투자가 부진한 기업에서는 적절한 투자를 하지 못하여 미래의 수익성을 달성할 수 없고 이로 인해 미래의 이익실현에 대한 불확실성이 커질 수 있음을 시사하며, 외부금융에 의존하는 기업에서 발생액의 지속성이 다른 기업보다 크게 나타나는 것은 이러한 기업들이 지속적으로 발생액을 조정함으로써 보고이익을 높이려 하기 때문일 것으로 생각된다.¹⁷⁾

17) 외부금융에 의존하는 기업들의 발생액 지속성이 높은 것에 대한 대안적인 설명으로 외부금융에 높게 의존하는 기업은 자본시장을 통해 자금을 조달하는 과정에서 재무제표의 질적인 요소도 평가되므로 발생액을 통해 보고이익의 크기를 높이는 것이 상대적으로 어려운 것일 수도 있다. 그러나 김정호와 박종일

4. 외부금융의존도와 이익에 대한 시장의 가치평가

본 연구의 분석결과에 의하면 외부금융 의존도가 높은 기업과 자본투자가 부진한 기업에서는 그렇지 않은 기업에 비해 이익 및 이익의 구성요소에 대한 지속성의 차이가 있었다. 투자자들이 이러한 지속성의 차이를 시장가격에 적절하게 반영하는지를 분석하기 위해 전체표본을 자본투자가 부진한 기업 및 외부금융 의존도가 높은 기업으로 분할하고, Mishkin(1983)의 분석방법을 적용하여 투자자들이 이익지속성을 합리적 가치평가를 하는지 분석하였다. 이에 대한 분석결과는 <표 7>에 제시하였다.

<표 7> 외부금융의존도에 따른 이익지속성의 가치평가

Panel A : 이익의 가치평가						
예측방정식 : $BTIt+1 = \gamma_0 + \gamma_1 BTIt + v_{t+1}$						
가치평가방정식 : $SAR_{t+1} = \alpha + \beta_1(BTIt+1 - \gamma_0 - \gamma_1 * BTIt) + \varepsilon_{t+1}$						
모 수	자본투자 부진기업 (n=542)		외부금융 의존기업 (n=542)		전체표본 (n=2,989)	
	계수추정치	Asymptotic Std. Error	계수추정치	Asymptotic Std. Error	계수추정치	Asymptotic Std. Error
β_1	-0.0398	0.1631	-0.0274	0.2999	0.0597	0.1080
$\gamma_1^*(BTI)$	8.4225	32.6066	-21.0581	223.8244	-7.7966	15.2558
$\gamma_1(BTI)$	0.4309	0.0440	0.5793	0.0330	0.5794	0.0181
γ_1^*/γ_1 의 비율	19.5463		-36.3509		-13.4563	
Panel B : 이익의 합리적 가격결정 검증						
귀무가설	LR Statistic	유의수준	LR Statistic	유의수준	LR Statistic	유의수준
$\gamma_1^* = \gamma_1$	7.5125	p<0.010	12.2293	p<0.001	43.7132	p<0.001

주1) 전체표본 수는 연도-기업을 통합하여 2,989개임.

주2) SAR_t 는 규모조정수익률, $BTIt$ 는 세전이익을 나타냄.

주3) 우도비 통계는 $2N \ln(SSR^c/SSR^*)$ 에 분석에 사용된 표본 개수를 대입하고, 비제약상태의 회귀식에 대한 잔차제곱의 합과 제약조건 하의 회귀식에 대한 잔차제곱의 합을 대입하여 산출함.

<표 7>에서 자본투자 부진기업에 대한 이익의 예측계수는 0.4309로 나타나고 있으며, 가치평가계수는 8.4225로 나타나고 있다. 또한, 계수의 차이에 대한 통계적 유의성 검증에서도 1%수준에서 유의적인 것으로 나타나 보고이익에 대한 지속성을 시장에서 투자자들이 과대평가하고 있는 것으로 나타났다. 반면, 외부금융 의존도가 높은 기업에서 이익의 예측계수는 0.5793으로 나타나고 있으며, 가치평가계수가 -21.0581로 나타나 가치평가계수가 현저히 낮았다. 또한 계수의 차이에 대한 통계

(1999)의 연구에서 주장하듯이 재무적으로 어려움을 겪는 기업들이 지속적으로 발생액을 통해 보고이익을 증가시킨다면 발생액의 지속성은 높게 나타날 수 있다.

적 유의성도 0.1%수준에서 유의한 것으로 나타나 이익의 지속성이 시장에서 과소평가되고 있는 것으로 나타났다. 전체표본에 대한 분석결과에서도 이익이 전반적으로 과소평가 되고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 우리나라 KOSDAQ 시장에서 투자자들이 회계정보를 전반적으로 할인하여 평가하고 있다는 것을 의미한다. 또한, 자본투자가 부진한 기업의 이익지속성에 대해 과잉반응을 하며, 외부금융에 높게 의존하는 기업의 이익지속성을 크게 할인하여 평가하는 것으로 보아 투자자들이 기업의 자본투자나 외부금융이 이익지속성에 미치는 차별적 영향을 충분히 반영하여 주식가격 평가를 하지 못하는 것으로 해석할 수 있다.

자본투자가 부진한 기업과 외부금융 의존도가 높은 기업에 있어서 이익 구성요소의 지속성을 투자자들이 합리적으로 평가하는지를 분석하기 위해 이익을 현금흐름과 발생액으로 분해하여 각각의 기업집단에 대해 Mishkin(1983)의 분석방법을 적용한 결과는 <표 8>에 제시하였다.

<표 8> 외부금융의존도에 따른 이익 구성요소에 대한 지속성의 가치평가

Panel A : 이익구성요소의 가치평가						
예측방정식 : $BTIt_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 ACC_t + v_{t+1}$						
가치평가방정식 : $SAR_{t+1} = \alpha + \beta_1(BTIt_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* CFO_t - \gamma_2^* ACC_t) + \varepsilon_{t+1}$						
모 수	자본투자 부진기업 (n=542)		외부금융 의존기업 (n=542)		전체 표본 (n=2,989)	
	계수추정치	Asymptotic Std. Error	계수추정치	Asymptotic Std. Error	계수추정치	Asymptotic Std. Error
β_1	-0.0277	0.1588	0.1930	0.2952	0.1293	0.1078
$\gamma_1^*(CFO)$	21.7924	121.5552	-3.2669	7.2043	-4.5913	4.8446
$\gamma_1(CFO)$	0.7140	0.0851	0.8959	0.0954	0.9426	0.0354
γ_1^*/γ_1 의 비율	30.5216		-3.6465		-4.8709	
$\gamma_2^*(ACC)$	16.4808	92.4583	-2.8147	6.7271	-3.8785	4.3386
$\gamma_2(ACC)$	0.4886	0.0904	1.2396	0.0739	0.9912	0.0358
γ_1^*/γ_1 의 비율	33.7307		-2.2707		-3.9129	
Panel B : 이익구성요소의 합리적 가격결정 검증						
귀무가설	LR Statistic	유의수준	LR Statistic	유의수준	LR Statistic	유의수준
$\gamma_1^* = \gamma_1$	6.9771	p<0.010	3.0690	p<0.100	23.9884	p<0.001
$\gamma_2^* = \gamma_2$	3.5639	p<0.100	4.8537	p<0.050	18.1173	p<0.001
모든 $\gamma^* = \gamma$	7.7871	p<0.050	4.9848	p<0.100	27.2093	p<0.001

주1) 전체표본 수는 연도-기업을 통합하여 2,989개임.

주2) SARt는 규모조정수익률, BTIt는 세전이익, ACCt는 발생액, CFOt는 영업활동으로 인한 현금흐름을 나타냄.

주3) 우도비 통계는 $2N \ln(SSR^e/SSR^u)$ 에 표본 수를 대입하고, 비제약상태의 회귀식에 대한 잔차제곱의 합과 제약조건 하의 회귀식에 대한 잔차제곱의 합을 대입하여 산출함.

<표 8>에서 자본투자가 부진한 기업에 있어서 현금흐름 지속성에 대한 예측계수는 0.7140으로 나타나고 있으며, 가치평가계수는 21.7924로 나타나 시장에서 투자자들이 자본투자 부진기업에 대한 현금흐름의 지속성을 통계적으로 매우 유의하게 과대평가하고 있는 것으로 나타났다. 또한, 자본투자 부진기업의 발생액에 대한 지속성의 경우에도 예측계수에 비해 가치평가계수가 약 33배 높게 나타나고 있고, 이러한 차이가 통계적으로 유의하여 발생액 역시 과대평가되고 있는 것으로 나타났다.

외부금융 의존도가 높은 기업에서는 현금흐름 지속성에 대한 예측계수는 0.8959인데 반해 가치평가계수는 오히려 음(-)으로 나타나 시장에서 투자자들이 현금흐름 지속성을 과소평가하고 있는 것으로 나타났다. 외부금융 의존도가 높은 기업의 발생액에 대한 지속성에 있어서도 예측계수에 비해 가치평가계수가 현저히 낮아 투자자들이 발생액의 지속성을 할인하여 평가하는 것으로 나타났다. 전체표본에 대한 분석결과도 외부금융 의존도가 높은 기업에서의 분석결과와 크게 차이가 없었다.

이러한 결과는 시장에서 투자자들이 기업의 외부금융 의존도나 자본투자 정도에 따른 이익지속성 및 이익 구성요소의 지속성에 미치는 영향을 파악하고 있지 못하여 이러한 지속성의 차이를 주식가격에 합리적으로 반영하고 있지 못함을 의미한다. 또한, 전체표본에 대한 분석결과에서 알 수 있듯이, 우리나라 KOSDAQ 시장에서 투자자들이 회계정보를 전반적으로 할인하여 평가하고 있는 것으로 나타나, 유성용·육윤복(2006)의 연구결과에서 제시하고 있는 것처럼 투자자들이 전반적으로 회계정보에 대한 불확실성을 가격에 반영하는 것으로 보인다.

V. 요약 및 결론

Sloan(1996), Collins and Hribar(2000), DeFond and Park(2001), Xie(2001), Fairfield et al.(2003) 및 Hanlon(2005) 등은 회계이익 및 회계이익의 구성요소에 대한 지속성이 다르고, 이러한 지속성의 차이를 시장에서 투자자들이 적절히 평가하지 못하여 회계이익 및 그 구성요소가 과대평가되고 있다는 증거들을 제시하고 있다. 또한, 재무제표에서 파악할 수 있는 기업의 회계특성에 따라 이익지속성이 다를 수 있고, 이러한 특성 요인을 투자자들이 완전히 주식가격에 반영하지 못한다는 지적을 하는 연구(Hanlon 2005)도 있다.

본 연구에서는 기업이 공표하는 재무제표로부터 유추할 수 있는 정보인 기업의 외부금융 의존도에 따라 자본투자 부진기업과 외부금융 의존기업으로 분류하고, 구분된 기업들이 그렇지 않은 기업과 이익 및 이익의 구성요소에 대한 지속성에 있어서 차이를 나타내는지를 검증하였다. 또한, 이러한 지속성의 차이를 자본시장에서 투자자들이 합리적으로 가치평가하고 있는지를 Mishkin(1983) 검증을 통해 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다.

자본투자가 부진한 기업에 있어서 이익의 지속성은 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타났으며, 이러한 이익지속성을 시장에서 과대평가하고 있는 것으로 나타났다. 이익 구성요소에 대한 분석결과에서도 자본투자가 부진한 기업에서는 현금흐름과 발생액의 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해

낮게 나타났으며, 자본시장에서 투자자들은 현금흐름 및 발생액에 대해 모두 과대평가하고 있는 것으로 나타났다.

외부금융 의존도가 높은 기업에 있어서 이익의 지속성은 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타났으며, 이러한 이익지속성을 시장에서 투자자들이 과소평가하고 있는 것으로 나타났다. 이익 구성요소에 대한 분석결과에서는 외부금융 의존도가 높은 기업에서는 현금흐름의 지속성은 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타났으나, 발생액의 지속성이 그렇지 않은 기업에 비해 높게 나타났다. 또한, 자본시장에서 투자자들은 현금흐름 및 발생액에 대해 모두 과소평가하고 있는 것으로 나타났다.

전체표본을 대상으로 이익지속성 및 이익 구성요소의 지속성에 대한 투자자들의 가치평가를 분석한 결과에서 투자자들은 이익 및 이익 구성요소인 현금흐름과 발생액 모두를 과소평가하고 있는 것으로 나타나 전반적으로 투자자들은 회계정보를 확인하여 평가하고 있는 것으로 나타났다.

본 연구에서는 Sloan(1996), Xie(2001)의 연구에서 회계이익 정보의 구성요소가 각기 다른 지속성을 가지고 있고, 이러한 지속성의 차이를 시장에서 인식하지 못하여 시장가격에 합리적으로 반영되고 있지 않다는 지적을 이익 및 이익의 구성요소에 대한 지속성이 달라질 수 있는 재무제표 상의 특성요인을 통해 확장하여 검증하였다는데 의의가 있다. 이러한 연구의 시사점에도 불구하고 본 연구는 몇 가지 한계점을 가지고 있다.

첫째, 본 연구에서는 외부금융 의존도에 따른 특성을 보다 명확히 구분하기 위해 KOSDAQ 시장을 대상으로 하였다. 따라서 본 연구의 결과를 모든 기업에 일반화하는데 있어서 한계가 있다. 둘째, 재무제표에 표시되는 항목 중에서 외부금융 의존도만으로 평가하여 이익 및 이익 구성요소에 대한 지속성이 다를 수 있음을 가정하고 있으나 재무제표 상의 다양한 수치로 이익지속성을 식별할 수 있을 것이다. 셋째, 본 연구에서는 기업의 다양한 특성인 산업별, 연령별 특성은 고려되지 않았다.

참고문헌

- 김경호 · 박종일. 1999. “기업부실화 이전의 이익조정에 대한 연구”, 회계저널 제1호 : 259-284.
- 백원선 · 최 관. 1999. “이익조정과 법인세 최소화 동기”, 회계학연구 제1호 : 115-140.
- 유성용 · 육윤복. 2006. “KOSDAQ 시장에서 회계이익정보의 구성요소에 대한 가치평가”, 세무와 회계저널 제7권 제3호 : 9-28.
- 이중천 · 오웅락. 2004. “기업특성에 따른 기업가치평가모형의 적합성 차이에 관한 연구 : 코스닥 일반기업과 벤처기업을 중심으로”, 회계학연구 제29권 제4호 : 157-185.
- 전규안 · 오웅락. 2003. “등록기간이 코스닥기업의 주식가치에 미치는 영향”, 중소기업연구 제25권 제1호 : 177-198.
- Abarbanell, J., and B. Bushee. 1997. Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices, *Journal of Accounting Research* 35(Spring) : 1-24.
- Bernard, V. L., and D. J. Skinner. 1996. What Motivates Manager's Choice of Discretionary Accruals?, *Journal of Accounting and Economics* 22(August-December) : 313-325.
- Bernard, V., and J. Thomas. 1989. Post-Earnings Announcement Drift : Delayed Price Response or Risk Premium?, *Journal of Accounting Research* 27(Supplement) : 1-36.
- Bernard, V., and T. Stober. 1989. The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals, *The Accounting Review* (December) : 624-652.
- Bhojraj, S., and R. Libby. 2005. Capital Market Pressure, Disclosure Frequency-Induced Earnings/Cash Flow Conflict, and Managerial Myopia, *The Accounting Review* 80(January) : 1-20.
- Black, E. L., J. Legoria, and K. F. Sellers. 2000. Capital Investment Effects of Dividend Imputation, *Journal of American Taxation Association* 22 : 40-59.
- Collins, D., and P. Hribar. 2000. Earnings-Based and Accrual-Based Market Anomalies : One Effect or Two?, *Journal of Accounting and Economics* 29(October) : 101-123.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner. 1994. Accounting Choice in Troubled Companies, *Journal of Accounting and Economics* (January) : 113-143.
- DeFond, M., and J. Jiambalvo. 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals, *Journal of Accounting and Economics* (January) : 145-176.
- DeFond, M., and C. Park. 2001. The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises, *The Accounting Review* 76(July) : 375-404.
- Dhaliwal, D. 1980. The Effect of the Firm's Capital Structure on the Choice of Accounting methods, *The Accounting Review* 55(July) : 78-84.
- Fairfield, P., and T. Yohn. 2001. Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability, *Review of Accounting Studies* 6(December) : 371-385.

- Fairfield, P., J. Whisenant, and T. Yohn. 2003. Accrued Earnings and Growth : Implications for Future Profitability and Market Mispricing, *The Accounting Review* 78(January) : 353—371.
- Fama, E., and K. French. 1992. The Cross—Section of Expected Stock Return, *Journal of Finance* 47(June) : 427—465.
- Feltham, G., and J. Ohlson. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities, *Contemporary Accounting Research* 11(Spring) : 689—731.
- Francis, J. R., I. K. Khurana, and R. Pereira. 2005. Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World, *The Accounting Review* 80(October) : 1125—1162.
- Freeman, R., and S. Tse. 1989. The Multiperiod Information Content of Accounting Earnings : Confirmations and Contradictions of Previous Earning Reports, *Journal of Accounting Research* 27(Supplement) : 49—79.
- Geunther, D. 1999. Measuring Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes : Evidence from the 1986 Tax Reform Act, *The Accounting Review* 69(January) : 230—243.
- Hanlon, M. 2005. The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When Firms have Large Book—Tax Differences, *The Accounting Review* 80(January) : 137—166.
- Healy, P., and K. Palepu. 1990. Effectiveness of Accounting—Based Dividend Covenants, *Journal of Accounting and Economics* 12 (January) : 97—124.
- Healy, P. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions, *Journal of Accounting and Economics* 7 (April) : 85—107.
- Healy, P. 1996. Discussion of a Market—based Evaluation of Discretionary Accrual Models, *Journal of Accounting Research* 34(Supplement) : 107—115.
- Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research* 29(Autumn) : 193—228.
- Kormendi, R., and R. Lipe. 1987. Earnings Innovation, Earnings Persistence, and Stock Returns, *Journal of Business* : 323—345.
- Kothari, S. 2001. Capital Market Research in Accounting, *Journal of Accounting and Economics* 31 : 105—231.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. Vishny. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *Journal of Finance* 49(December) : 1541—1578.
- Lee, C. 2001. Market Efficiency and Accounting Research: A Discussion of Capital Market Research in Accounting by S. P. Kothari, *Journal of Accounting and Economics* 31 : 233—253.
- Maydew, E. 1997. Tax—Induced Earnings Management by Firms with Net Operating Losses, *Journal of Accounting Research* 35(Spring) : 83—96.
- Mishkin, F. 1983. *A Rational Expectations Approach to Macroeconomics : Testing Policy Effectiveness and Efficient—Markets Models*, Chicago, IL : University of Chicago Press.
- Ohlson, J. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research* 11(November) : 661—687.

- Ou, J. 1990. The Information Content of Nonearnings Accounting Numbers as Earnings Predictors, *Journal of Accounting Research* 28(Spring) : 144—163.
- Ou, J., and S. Penman. 1989. Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns, *Journal of Accounting and Economics* 11(November) : 295—329.
- Press, E., and J. Weintrop. 1990. Accounting—Based Constraints in Public and Private Debt Agreements. Their Association with Leverage and Impact on Accounting Choice, *Journal of Accounting and Economics* (January) : 65—95.
- Rajan, R., and L. Zingales. 1998. Financial Dependence and Growth, *American Economic Review* 88 : 559—586.
- Sloan, R. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?, Equity Valuation, *The Accounting Review* 71(July) : 289—315.
- Sweeney, A. 1994. Debt Covenant Violation and Managers Accounting Responses, *Journal of Accounting and Economics* (May) : 281—308.
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong. 1998. Earnings Management and the Long—Term Market Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 53(December) : 1935—1974.
- Xie, H. 2001. The Mispricing of Abnormal Accruals, *The Accounting Review* 76(July) : 357—373.

The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When Firms rely on Large External Financing in the KOSDAQ Market

Ryu, Sung-Yong* · Yook, Yoon-Bok**

— <Abstract> —

Prior research reveals that the accrual component of profitability is less persistent than the cash flow component, and that investors fail to fully appreciate their differing implications for future profitability(Sloan 1996). We investigate the roles of the external financing and the capital investments in indicating the persistence of earnings, accruals, and cash flows for the one-year ahead earnings. This paper also examines whether the levels of the external financing and the capital investments influence investors' assessments of future earnings persistence.

Using the multiple regression and the Mishkin(1983)-test that Sloan(1996), Xie(2001), and Hanlon(2005) employ, we find that firm-years with small capital investments have earnings that are less persistent than firm-years with large capital investments. we also find that the market irrationally estimates the persistence, or one-year ahead earnings implications of earnings, cash flows, and accruals and consequently overprices these earnings and components of earnings.

We find that firm-years with large external financing have earnings that are less persistent than firm-years with small external financing. we also find that the investors irrationally estimate the one-year ahead earnings implications of earnings, cash flows, and accruals and consequently underprice these earnings, cash flows, and accruals.

Our results suggest that generally the market irrationally estimates the persistence, or one-year ahead earnings implications of the earnings, cash flows, and accruals and consequently under or over reacts the persistences of earnings and the components of earnings in KOSDAQ market.

<Key words> external financing, earnings persistence, accruals, cash flows, pricing

* Full Time Lecturer, Dept. of Business Administration, SOONCHUNHYANG University.

** Assistant Professor, School of Business Management, Hong-Ik University.