

세무와회계저널
제7권 제1호 2006년 3월 pp.51~70
한국세무학회

재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구

이원흠* · 최수미**

〈요 약〉

본 연구는 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향을 검증할 수 있는 이익조정 하의 기업가치 평가모형을 개발하고, 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향에 관한 세 가지 가설을 검증하였다. 현금흐름표가 작성되기 시작한 1994년 이후 2004년까지 11년간의 분석기간 중, 제조업을 위주로 검증해 본 결과는 다음과 같다.

첫째, 양(+)의 재량적 발생액은 기업가치에 부정적 (-) 효과를 미칠 것이라는 가설에 대한 검증결과는 총 표본기간 1994~2004년 중에 기각되었다.

둘째, 적자를 간신히 면한 낮은 자기자본이익률을 갖는 기업의 경우, 소액의 양(+)의 재량적 발생액은 당기 이익에 가산되고 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 결과가 나타났다. 한편, 적자를 간신히 면한 낮은 자기자본이익률을 갖는 기업의 지나치게 큰 재량적 발생액은 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

셋째, 회계이익률이 높고 이익조정액이 작아서 이익의 질이 좋다고 판단되는, 영업현금흐름이 충실한 기업은 재량적 발생액이 기업가치를 증대시키는 영향력이 있는 것으로 나타난 반면, 이익의 질이 나쁜 기업의 재량적 발생액은 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

결론적으로, 본 연구에서 시도한 이익조정 하의 기업가치 평가모형에 기초한 이익조정계수의 추정을 통해 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향을 분석해 본 결과를 종합해 보면, 1994~2004년 기간 중 제조업 기업들은 이익조정의 의심을 받는 재량적 발생액을 통해 기업가치를 훼손하였다는 증거를 발견하지 못하였다. 소액 이익을 보고하면서 재량적 발생액이 적은 기업의 경우, 재량적 발생액이 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 보인다. 이익의 질이 좋은 기업의 경우, 재량적 발생액이 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

<주제어> 재량적 발생액, 기업가치, 울슨모형

* 홍익대학교 경영대학 조교수, whlee@hongik.ac.kr, 02-320-1746, 공동저자(교신저자)

** 충남대학교 경영학부 전임강사, sumi@cnu.ac.kr, 042-821-5549, 제1저자

I. 서 론

회계정보를 이용하여 기업가치를 측정하는데 자산과 이익은 가장 중요한 요소이다. 특히 이익은 기업의 수익성과 미래성장성을 내포하는 중요한 가치평가요소로 증권분석가, 경영자, 투자자 등의 관심이 집중된다. 특히 실적보고시점에는 투자자들이 전년 혹은 전기와 비교하여 이익을 평가하게 되는데 전기보다 하락한 경우 주가는 하락하게 된다. 또한 경영자보상과 관련해서 많은 기업들이 이익과 연동되어 있기 때문에 경영자는 이익을 높이려는 동기를 갖게 된다. 아울러, 90년대 외환위기 이전 부실투자와 차입경영의 이면에는 회계정보의 부실화에 대한 비판도 높았기 때문에 전체 연구 기간을 외환위기 이후 회계제도 개혁이 진행된 기간이라고 할 수 있는 2000년 이후 기간을 구분하여 분석하고자 한다.

분식회계는 대체로 이익을 조정하는 형태로 나타나고 있으며 이를 포착하는 실증적 방법이 필요하다. 이익조정¹⁾을 측정하는 방법으로 회계발생액을 사용해 왔다. 이익의 예측력은 지속성이 높을 때 가능하지만 이익조정을 통해 회계발생액이 커지게 되면 이익의 지속성이 떨어져 예측능력이 감소하게 된다.

그렇다면 실제로 투자자들이 이익조정치로서 발생액을 기업가치에 어떻게 반영하는지에 대해 분석하고자 한다. 만일 투자자가 보고된 이익을 그대로 받아들여 가치평가에 적용한다면 이익조정여부에 따라 이익의 가치평가설명력에 차이가 없을 것이다. 본 연구는 발생액을 평가할 수 있는 기업가치 평가모형 개발하고, 이익조정 행위를 반영하는 회계발생액 중 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향을 실증 분석하고자 한다.²⁾

II. 선행연구와 가설

회계이익조정이 기업가치에 어떻게 작용하는지에 대해서는 투자자들이 기업가치를 평가하는데 회계이익조정액을 어떻게 고려하는지를 평가할 수 있다면 분석해 낼 수 있을 것이다.

선행연구를 조사해 보면, 이익조정이 주가설명력에 미치는 영향, 이익조정이 언제, 얼마나 있었는가를 규명하는 연구와 이를 뒷받침해 주기 위한 발생액 추정모형의 개발에 초점이 맞추어져 있다는 것을 알 수 있다.

우선, 이익조정이 주가설명력에 미치는 영향에 대한 연구로 DeFond 등(2001)이 재량적 발생액이 포함된 이익변화가 이익반응계수(ERC)에 다른 영향을 줄 것이라는 예상 하에 재량적 발생액이 이익변화량보다 작은 경우 ERC가 크고 반대로 재량적 발생액이 이익변화량보다 큰 경우 ERC가 작게 나타났다

1) 이익조정은 이익조작을 포함하는 개념으로 회계원칙에서 허용하는 방법이나 그렇지 않은 회계분식을 가리키는 포괄적인 개념임.

2) 비정상 발생액이라고도 하는데 이후 본문에서는 재량적 발생액으로 표현함.

다. 일시적으로 이익조정을 위해 재량적 발생액을 늘리는 것은 전체기간 이익에는 아무런 영향을 주지 않기 때문에 단일기간 재량적 발생액은 주식수익률과 음(-)의 관계를 갖는다는 것이다. 또한 Feltham 등(2000)은 재량적 발생액이 노이즈를 갖는다면 조정 전 이익보다 주가 설명력이 낮을 것이고 재량적 발생액이 경영자의 사적 정보를 제공한다면 조정 전 이익보다 주가설명력이 높을 것이라고 주장했다. 이익조정이 현재이익변화의 일시적 요인을 줄인다면 비기대이익의 분산이 줄지만 이익조정이 미래 영구적인 이익에 대한 정보를 제공한다면 비기대이익의 분산이 줄지 않는다고 하였다.

언제 이익조정이 일어나는지에 대한 연구는 경영자가 어떠한 상황에서 이익을 조정하려는 지에 관한 것이다.

첫째, 이익유연화는 이익의 분산을 줄이는 회계정책을 채택하여 법인세를 절감시키거나 주주, 채권자, 종업원 등과의 관계를 유지하기 위하여 일어난다.

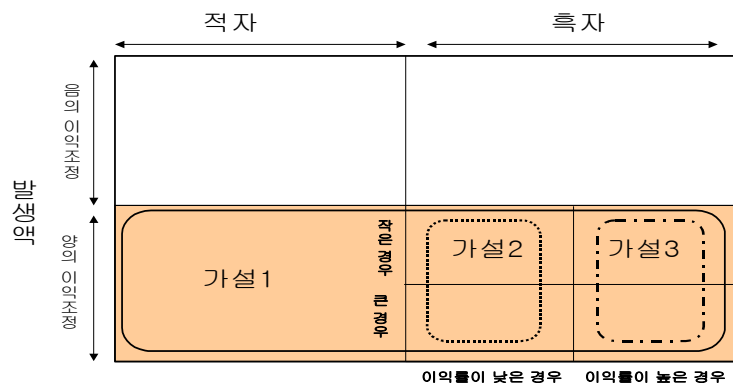
둘째, 이익증가는 경영자가 보고이익을 미래기간에서 당기로 이전하는 회계처리를 함으로써 경영자보상이나 부채조달을 유리하게 하기 위해 발생한다.

셋째, 이익감소는 보고이익을 당기로부터 미래기간으로 이전하여 이익을 감소시키는 회계처리를 하여 정치비용을 줄이거나 Big-Bath를 하는데 사용된다.

이러한 목적으로 이익이 조정되는데 회계이익조작이나 이익관리를 측정하는 방법으로 발생액을 사용해 왔다. 발생액은 조작이 용이한 이익과 상대적으로 조작이 어려운 현금흐름의 차이로 정의할 수 있다. 회계이익은 현금흐름이 갖는 시의성과 대응성의 문제를 완화시키기 때문에 기업성파에 보다 유용할 것으로 생각되지만 현금흐름과 비교하여 보다 불확실하고 신뢰성이 낮다는 한계점이 있다. 회계이익에는 현금흐름과 발생액이 포함되는데 발생액은 미래의 경제적 사건에 대한 경영자의 재량적인 추정과 판단이 관련되어 있으며 이에 따라 경영자의 기회주의적인 목적으로 악용될 수 있다.

본 연구에서 검증할 가설은 이익조정 하의 기업가치 평가모형과 기존 연구결과를 바탕으로 다음과 같이 정리된다.

〈그림 1〉 가설검증표본



[가설 1] 양(+)의 재량적 발생액은 기업가치에 부정적인 (-) 효과를 미친다.

발생액은 회계이익조정액으로 이익의 질적 속성인 신뢰성을 측정하는 지표로 사용되는데 기업가치 평가에서 어떤 작용하는지에 관해서는 두 가지로 나누어 볼 수 있으나 아직까지 명확하게 기업가치 평가식에 대한 검증결과는 보고되고 있지 않다. 국내 실증연구에서도 재량적 발생액의 기업가치 관련성을 검증한 결과도 일관성 있게 나타나지 않았다(김동헌 등(2002)).

첫째, 발생액이 기업가치를 설명하는 요소로 작용한다는 것은 투자자들이 기업가치를 평가하는데 발생액을 고려한다는 것이다. 즉 기업가치를 평가하는 요소로 발생액이 역할을 한다는 의미이다.

둘째, 회계시스템이 발생액에 대한 재량권을 부여하고 있지만 발생액이 기업가치에 영향을 주지 않는 경우가 있을 수 있다. 이는 투자자들이 발생액을 고려하지 않고 기업가치를 평가하는 경우이다(Feltham 등(2000)).

이익은 발생액과 영업활동으로 인한 현금흐름으로 구성되는 것으로 구분하여 볼 수 있는데 이익조정액인 발생액이 큰 경우 기업가치를 구성하는 이익에 영향을 주고 자산의 크기에도 영향을 준다. 현실에서 경영자가 재량권을 가지고 회계이익을 조정할 유인이 존재하고 투자자들도 이러한 사실을 기업가치 평가하는 과정에 반영한다고 가정할 때 이익조정액이 양이고 금액이 클수록 기업가치에는 부정적으로 영향을 미칠 수 있다는 점을 실증 분석한다.

[가설 2] 회계적 이익률이 낮은 기업(적자회피 유인이 있는 기업) 중에서 작은 양(+)의 재량적 발생액이 큰 재량적 발생액보다 기업가치에 미치는 부정적인 (-) 효과가 작을 것이다.

적자를 보고하게 되면 자본시장의 평가가 부정적이 되고, 기업의 신용상태에 대해서도 부정적으로 평가받게 되기 때문에 기업은 되도록 가급적 적자 보고를 회피하려고 한다. 그러므로 소액의 적자가 예상되는 기업의 경우 이익조정을 통해 흑자로 보고하려는 유인이 있다. 소액 적자를 보고한 기업들이 이익을 상향조정하여 흑자로 보고하고 있음이 보고되고 있다(Hayn(1995) Burgstahler-Dichev (1997)). 국내에서도 송인만·백원선·박현섭(2004)의 연구에서 상당한 적자기업이 이익조정을 통해 흑자로 보고하고 있으며 유동자산과 유동부채가 많은 기업에서 빈번하게 발생하고 발생액을 이용하여 이익조정을 한 것으로 나타났다.

따라서 이익조정을 통해 소액의 이익을 보고했지만 실제로 적자인 기업들이 큰 발생액을 이용한 경우와 실제이익이 작아 발생액이 작은 경우 기업가치에 미치는 영향은 다르게 나타날 것으로 예상된다. 즉 이익이 작은 기업 중 발생액이 큰 경우 이익조정계수가 기업가치에 미치는 부정적인 효과가 발생액이 작은 경우보다 클 것으로 예상되고, 또한 재량적 발생액이 작은 경우에는 이익조정액이 작다는 경영자의 의도를 신호한다고 볼 수 있기 때문에 기업가치에 부정적인 효과가 작을 것으로 예상된다.

[가설 3] 회계적이익률이 높은 기업 중, 재량적 양(+)의 발생액이 작은, 즉 이익조정 규모가 작은 기업(이하 이익의 질이 좋은 기업)은 이익조정 규모가 큰 기업(이하 이익의 질이 나쁜 기업)에 비해 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 부정적인 (-)효과가 상대적으로 작을 것이다.

이 가설은 [가설 2]에서 예견할 수 있다. 이익의 질적 속성 중 신뢰성 측정치로 이익조정액을 사용한다고 가정하면 당기 이익은 발생액과 영업활동으로 인한 현금흐름으로 구성되므로 당기 이익률이 높지만 재량적 발생액이 작은 기업은 영업현금흐름이 충실하고 “이익의 질이 좋은 기업”이라고 할 수 있고, 반면에 재량적 발생액이 크고 당기 이익률이 높은 기업은 이익조정을 통해 이익이 크다는 것을 의미하므로 “이익의 질이 나쁜 기업”이라고 정의할 수 있다. 따라서 시장에서는 현금흐름이 충실한 이익의 질이 좋은 기업의 가치를 더 높게 평가할 것이므로 회계적이익률이 높고 이익조정 규모가 작은 기업의 재량적 발생액을 통한 이익조정이 기업가치에 미치는 영향의 부정적 영향력이 상대적으로 더 작을 것으로 예상할 수 있다.

[가설 1]에 대한 검증은 전체 표본에 대해 횡단면적으로 분석할 것이지만, [가설 2] 및 [가설 3]의 검증표본은 <그림 1>과 같이 검증표본을 제한하여 분석하고자 한다. [가설 2]와 [가설 3]의 경우, 흑자기업(자기자본총계 및 당기순이익이 모두 양인 기업) 및 재량적 발생액이 양(+)인 표본에 국한하여 가설을 검증한다.

III. 이익조정 하의 기업가치 평가모형과 재량적 발생액 추정모형

1. 이익조정 하의 기업가치 평가모형

본 절에서는 영업이익의 질(earnings quality)이 기업가치에 미치는 영향을 검토하는데 활용할 수 있는 기업가치의 가중평균 가치평가모형을 개발하였다. 이익의 질은 발생액으로 대변된다고 가정하였다.³⁾

비정상적인 이익조정이 있는 경우, 손익계산서와 대차대조표를 연결시켜주는 관계인 현금보존식(CCR)을 다시 쓰면 다음의 [식 III-1]과 같이 정리된다.⁴⁾

[식 III-1].

매년 재량적 발생액 중 κ 만큼 이익이 조정되었다고 가정한 경우의 CCR

$$A_t - \kappa XAC_t = (A_{t-1} - \kappa XAC_{t-1}) + (E_t - \kappa XAC_t + \kappa XAC_{t-1})$$

$$A_{t-1} = (A_t - \kappa XAC_t) - (E_t - \kappa XAC_t)$$

여기서, XAC : 재량적 발생액을 의미함.⁵⁾

$$XAC = \text{실제발생액} - \text{기대발생액} = AC_t - AC_t^*$$

3) Zhang(2000), Dechow-Dichev(2002) 참조.

4) 현금흐름보존식(Cashflow Conservation Relation; CCR)은 주식가치 접근법(equity approach)의 경우에 상정하는 순증관계(Clean Surplus Relation)와 성격이 같음. 김권중·김문철(2004), 이원홍·최수미(2002) 참조.

5) 재량적 발생액은 기대발생액을 초과하는 발생액 증가분으로서 매출채권, 재고자산, 매입채무 등 운전자금 투자에 있어서 이익조정에 악용되는 등 발생주의 회계원칙을 악용하여서 발생하였다고 가정함.

재량적 발생액은 기업가치에 다음 두 가지 측면에서 영향이 있을 것으로 예상된다.

첫째, 양(+)의 재량적 발생액, 즉 과도한 재량적 발생액은 손익계산서 상 당기비용 과소계상, 당기 이익 과대계상으로 나타나고, 이는 당기 기업의 수익가치에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만 분식회계가 아닌 이상, 전기 이익조정액은 당기에 환원된다고 가정한다. 즉 전기이익 과대계상액은 당기이익을 감소시킬 것이다.

둘째, 음(-)의 재량적 발생액, 즉 과소한 재량적 발생액은 손익계산서 상 당기비용 과대계상, 당기이익 과소계상으로 나타나고, 이는 당기 기업의 수익가치에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러나 전기 이익조정액은 당기에 환원되어 당기이익을 증가시키는 것으로 가정한다.

상기와 같이 매년 이익조정이 있다고 가정한 경우의 CCR [식 III-1]을 이용하여 이익조정 하의 EVA를 다시 쓰면 다음의 [식 III-2]와 같다.⁶⁾

[식 III-2].

$$\begin{aligned} EVA_t &= (E_t - \kappa \times XAC_t) - R(A_{t-1}) \\ &= (1+R)(E_t - \kappa XAC_t) - R(A_t - \kappa XAC_t) \end{aligned}$$

상기 이익조정 하의 EVA 식을 기업가치의 가중평균 평가모형에 대입하면, Entity Approach에 의한 기업가치는 당기 재량적 발생액의 κ 만큼 차감한 자산가치와 당기 재량적 발생액의 κ 만큼 차감한 수익가치의 가중평균으로 구성되는 것을 보일 수 있다. 이익조정 하의 기업가치 가중평균 평가모형식은 다음과 같은 [식 III-3]이 도출된다.

[식 III-3].

$$\begin{aligned} V_t &= (A_t - \kappa XAC_t) + \frac{h}{R}(EVA_t) + (1-h)\frac{\alpha}{\delta}Z_t \\ &= (A_t - \kappa XAC_t) + \frac{h}{R}(1+R)(E_t - \kappa XAC_t) - h(A_t - \kappa XAC_t) + (1-h)\frac{\alpha}{\delta}Z_t \\ &= (1-h)[A_t + \frac{\alpha}{\delta}Z_t - \kappa XAC_t] + h\frac{1+R}{R}[E_t - \kappa XAC_t] \end{aligned}$$

여기서, h : 수익가치 비중, $(1-h)$: 자산가치 비중

R : 자본비용(세전 총자본비용)

$\frac{\alpha}{\delta}$: 지식자산전환계수⁷⁾

κ : 이익조정계수⁸⁾

6) 앞 절 [식 III-1]을 보면, 기업가치의 가중평균 평가모형에서 초과이익은 EVA로 표현됨. CCR과 EVA를 이용한 가치평가 모형 도출에 관한 상세한 과정은 이원흠·최수미(2002), 강효석·이원흠·조장연(2005) 참조.

7) 지식자산형성에 기여하는 비용지출액이 지식자산액으로 전환되는 정도를 추정함. 상세한 도출과정은 이원흠·최수미(2002) 참조.

8) 비정상적 발생액 중 기업가치에 미치는 긍정적 혹은 부정적 영향을 미치는 정도를 추정함. 추정결과는 다음 장 내용 참조.

A : 자산총액
 Z : 지식자산 형성에 기여하는 지출비용(판매비와관리비로 가정)⁹⁾
 E : 영업이익
 XAC : 비정상적 발생액(재량적 발생액)¹⁰⁾
 V_t : 시가총액+부채액

2. 재량적 발생액의 추정방법

한편, 발생액 추정모형의 개발에 관한 선행연구에서는 발생액을 재량적 발생액(비정상발생액)과 비재량적 발생액(정상발생액)으로 구분하였다. 정상발생액은 기업이 처한 경제적 환경에 따라 변화하는 사업과정에서 정상적으로 발생하는 운전자금액을 의미하며 총발생액에서 정상발생액을 차감한 금액이 재량적 발생액이다. 재량적 발생액은 이익조정의 측정치로 볼 수 있다. 재량적 발생액을 측정하는 방법 중 기존문헌에서 가장 많이 이용되는 방법은 Jones모형(1991), 수정 Jones모형(1995), Dechow-Dichev 모형(2002), Performance matched Discretionary Accrual 모형(2005) 등이 있다.

가. Jones 모형(1991)

$$AC_t = \beta_0 / TA_{t-1} + \beta_1 \Delta REV_t / TA_{t-1} + \beta_2 PPE_t / TA_{t-1}$$

여기서, TA_{t-1} : 전기 총자산

ΔREV_t : 매출액변화 ($REV_t - REV_{t-1}$)

PPE_t : 유형자산

Jones모형은 총발생액 중 매출액 변화와 직접 관련되는 부분을 모두 정상발생액으로 간주하고 있다.

나. 수정Jones모형 : Dechow 등(1995)

$$AC_t = \beta_0 / TA_{t-1} + \beta_1 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) / TA_{t-1} + \beta_2 PPE_t / TA_{t-1}$$

여기서, ΔREC_t : 매출채권변화 ($REC_t - REC_{t-1}$)

하지만 실무에서는 회계기말에 외상매출의 인식을 통한 이익조정이 널리 행해지고 있기 때문에 Dechow 등(1995)은 매출액변화분 중 외상매출 변화분을 제외한 현금매출 변화분만을 포함하여야 한다고 주장하면서 수정 Jones모형을 제안하였다.

9) 2004년도말 재무제표에서부터 판매비와관리비의 세목인 사무직인건비용, 연구개발비용, 광고선전비용 등이 공시되지 않으므로, 지식자산가치 평가를 위한 기초자료인 지식경영비용으로서 판매비와관리비 전액을 상정함. 동 비목에 대한 과거의 실증분석 결과는 이원흠·최수미(2002) 참조.

10) 발생액으로부터 비재량적 발생액과 재량적 발생액을 구분하여 측정하는 모형과 방법은 뒷 절 참조.

다. Dechow-Dichev 모형(2002)

$$CAC_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t$$

CFO_t : t 기 영업활동으로 인한 현금흐름

여기서, 유동발생액 CAC_t = 현금예금, 유가증권, 단기대여금 및 미수금을 제외한 유동자산의 증가
- 단기차입금, 미지급금 및 유동성장기부채를 제외한 유동부채의 증가로 측정함.

Jones모형과 수정 Jones모형을 이용한 재량적 발생액의 정확성에 대해 경영자의 이익조정 뿐 아니라 기업의 사적정보도 포함되어 있기 때문에 이익조정만을 나타내기 위해 현금흐름으로 실현되지 못하는 발생액으로서 Dechow 등(2002)은 재량적 발생액을 추정하였다. 위 모형에서 잔차는 연속된 세 기간동안 영업현금흐름과 관련 없는 발생액으로 간주되고, 잔차의 표준편차를 재량적 발생액으로 측정하였다.¹¹⁾

라. Performance matched Discretionary Accrual : Kothari 등(2005)

$$AC_t = \beta_0 / TA_{t-1} + \beta_1 \Delta REV_t / TA_{t-1} + \beta_2 PPE_t / TA_{t-1} + \beta_3 ROA_t$$

ROA_t = 당기순이익 / 자산

동일산업 내 전기 자산이익률 (ROA_{t-1})이 유사한 기업을 대응한 후 표본기업의 재량적 발생액에서 대응표본기업의 재량적 발생액을 차감하는 방법으로 재량적 발생액을 측정한다. 과거와 현재 기업성과가 발생액에 영향을 줄 수 있다는 연구(Barth 등 (2001))가 제시되어 자산이익률(ROA)을 통제 한 재량적 발생액을 측정하는 모형이다.¹²⁾

한편, 이와 같은 발생액 추정모형을 이용한 실증연구의 결과를 정리해 보면, 재량적 발생액은 감사품질과 발생액 간의 관계 등에 대한 연구에서 사용되어왔다. 대다수 실증연구에서 재량적 발생액은 주로 수정 Jones모형을 이용하여 추정되었다. 특히 나종길 등(2001)은 현금흐름수준과 재량적 발생액간 음(-)의 관계가 있다는 연구에 근거하여 수정Jones모형에 현금흐름수준을 독립변수로 추가하여 재량적 발생액을 구한 후 적정감사의견을 받은 기업은 재량적 발생액과 감사의견 간의 관계에서 음의 상관관계가 나타나는 경향이 있고, 재량적 발생액이 큰 것으로 보고했다.

본 연구에서 발생액은 순이익에서 영업활동 현금흐름을 차감하여 측정하며 현금흐름표를 사용하여 영업활동으로 인한 현금흐름으로 측정하였다.¹³⁾ 우리나라에서는 1994년부터 현금흐름표를 작성하여

11) Dechow-Dichev모형을 통해 비정상적 발생액을 추정하려면 차기 CFO를 예측하여야 하는 현실적 한계가 있기 때문에 재량적 발생액의 추정모형으로서 활용하는데 문제가 있음. 본 연구에서는 검증에 활용하지 않음.

12) 매출액이 random walk과정을 따른다면 다음기 기대발생액이 0이 되는데 매출액이 random walk 과정을 따르지 않을 경우 매출액, 이익 등이 발생액이 0이 아닌 값을 가질 수 있음.

13) Hribar and Collins(2002)

공시하고 있기 때문에 1994년부터 공표된 현금흐름표를 사용하였다. 회계자료의 시계열이 짧아 시계열분석의 어려움이 있기 때문에 횡단면자료를 이용하여 추정하였으며 산업별 추정계수가 상이하기 때문에 표본기간동안 제조업을 위주로 재량적 발생액 추정모형을 분석하였다.

본 연구에서 재량적 발생액을 이익조정 측정치로 사용하였다. 재량적 발생액 추정모형으로는 기존연구에서 가장 많이 사용된 수정Jones모형을 아래와 같이 당기 및 전기 영업활동현금흐름을 포함한 추정식으로 재수정하여 사용하였다.

[재수정Jones모형 : 본 논문의 추정모형]

$$AC_t = \beta_0 / TA_{t-1} + \beta_1 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) / TA_{t-1} + \beta_2 PPE_t / TA_{t-1} \\ + \beta_3 CFO_{t-1} / TA_{t-1} + \beta_4 CFO_t / TA_{t-1}$$

이 모형에 따라 회귀분석 할 때, 총발생액, 매출액변화, 매출채권변화와 유형자산 등 모든 변수들은 전기 총자산액으로 나눈 수치를 사용하였고, 회귀분석의 잔차에 전기 총자산액을 곱하여 재량적 발생액을 구하였다. 비재량적 발생액을 추정하는 모형은 기업-연도별 자료를 이용하여 추정하였다. 이렇게 산출된 재량적 발생액을 이익조정 하의 기업가치 평가모형의 입력변수로 사용하여 이익조정 여부를 판단하는데 사용할 이익조정계수를 추정한다.¹⁴⁾

IV. 실증연구결과

1. 분석대상

분석기간 1994년부터 2004년까지 각 연도에 증권거래소(KOSPI)에 상장된 12월 결산 상장기업 중 제조업을 영위하는 기업을 대상으로 분석하였다. 1994년부터 분석한 이유는 현금흐름표를 1994년부터 공표했기 때문이며, 금융기업을 제외한 이유는 재무비율의 성격이 상이하며 금융업이라는 특정 산업의 관행과 규제에 의해 영향을 받기 때문이다. 분석기간 중 총표본기업수는 3,067개사이다. 실증분석을 위한 자료는 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 추출하였다. 분석기간 중의 기업특성 변수에 대한 기술적인 통계량은 <표 1>에 정리하였다.

14) 비정상적 발생액의 추정결과, Jones모형과 수정 Jones모형의 결과가 대동소이하였음. 또한 Jetter 등(1999)의 연구결과 현금흐름수준에 따라 발생액 추정계수를 다르게 적용한 것을 적용하여 수정 Jones모형에 Dechow-Dichev(2002)모형에서 제안한 전기 CFO 및 당기 CFO 변수를 추가한 발생액 추정모형(이하 재수정 Jones모형)의 추정계수와 설명력이 가장 우수하므로 본문에서는 재수정 Jones모형의 결과만을 보고함.

< 표 1 > 기술통계량

기업특성변수	1994~2004	1994~1999	2000~2004
기업규모(억원)	6800 (19.09)	5800 (14.76)	7800 (13.02)
ROA(%)	4.43 (28.70)	4.72 (25.76)	4.13 (16.46)
ROE(%)	3.52 (5.30)	2.13 (2.12)	4.85 (5.38)
배당성향(%)	24.69 (15.30)	25.96 (9.90)	23.27 (13.22)
DER(%)	280 (5.95)	375 (4.34)	180 (5.43)
관관비 비중(%)	12.24 (68.11)	11.32 (51.80)	13.20 (46.09)
재량적 발생액 비중(%)	-2.27 (-6.90)	-1.52 (-4.32)	-2.59 (-4.22)
주식보유 수익률(%)	-9.02 (-8.82)	-19.32 (-14.47)	2.44 (1.60)

1) 기업규모 = 총자산액

$$ROA(\text{자산이익률}) = \text{영업이익} \times 100 / \text{자산}$$

$$ROE(\text{자기자본이익률}) = \text{당기순이익} \times 100 / \text{자기자본}$$

$$\text{배당성향} = \text{배당금} \times 100 / \text{당기순이익}$$

$$DER(\text{부채비율}) = \text{부채} \times 100 / \text{자기자본}$$

$$\text{관관비 비중} = \text{판매비와관리비} \times 100 / \text{매출액}$$

$$\text{재량적 발생액 비중} = \text{재량적 발생액} \times 100 / \text{매출액}$$

$$\text{배당수익률} = \text{배당금} \times 100 / \text{전기말주가}$$

$$\text{주식보유수익률} = \text{배당수익률} + \text{주가상승률}$$

$$\text{주가상승률} = (\text{당기말주가} - \text{전기말주가}) \times 100 / \text{전기말주가}$$

2) 1% 범위에서 상하 극단치를 제거함.

2. 이익조정계수의 추정값

이익조정계수는 채수정Jones모형을 이용하여 추정한 재량적 발생액을 기초로 추정한 내용을 보고 하였다. 이익조정계수가 주가에 대한 설명력이 있는가를 검증하는 기업가치 평가모형은 수익가치비중과 가중평균자본비용이 곱셈 형식으로 나타나는 비선형모형이다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 평가모형을 비선형 회귀분석에 의해 독립변수의 추정계수 값을 추정하였다.¹⁵⁾

15) 가치관련성에 관한 기존연구에서는 본질적으로 비선형모형인 기업가치평가모형을 선형모형으로 간주하고 선형회귀분석으로 실증 분석하는 것이 관행화되었음.

양(+)의 재량적 발생액은 기업가치에 부정적 (-) 효과를 미칠 것이라는 [가설 1]에 대한 검증결과는 총 표본기간 1994~2004년 중에는 기각되었다.

<표 2>에서 살펴보면, IMF 금융위기 기간을 염두에 두고 구분 분석한 1994~1999년도 중 전체샘플의 경우, 이익조정계수가 유일하게 [가설 1]을 지지하는 결과를 보였고, 나머지 총표본기간, IMF 금융위기 이후 회계제도 개선시기인 2000~2004 년도 중에는 이익조정계수가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 전체 표본에 대해서 이익조정치인 재량적 발생액이 기업가치에 부정적인 영향을 미치지 않았다고 볼 수 있다. 기업가치 평가과정에 기업의 재량적 발생액이 부정적이거나 긍정적인 영향을 주지 않고 있다는 것을 의미한다. 한편, 재량적 발생액 추정모형을 연도-산업 더미변수를 추가하여 추정한 결과를 이용한 이익조정계수 또한 외환위기전인 1994년부터 1999년 전체 자료에 대해서만 통계적인 의미가 있을 뿐 다른 기간에 부정적인 영향은 나타나지 않았다.¹⁶⁾

<표 2> 이익조정계수의 추정결과

기간	구분	이익조정 하의 기업가치 평가모형 추정계수 제조업					
		수익가치 비중(h)	자본비용(R)	지식자산 전환계수 ($\frac{\alpha}{\delta}$)	이익조정 계수 (κ)	설명계수 (R^2)	샘플개수
1994 ~ 2004	전체	0.4327 (8.39)***	0.1521 (5.02)***	3.3919 (2.92)***	0.0777 (0.90)	0.956	3607
	재량적 발생액>0	0.4765 (9.64)***	0.1618 (2.58)***	2.6629 (2.06)**	-0.0857 (-0.29)	0.961	1866
1994 ~ 1999	전체	0.2700 (3.52)***	0.1789 (3.53)***	1.5065 (1.15)	0.2604 (2.07)**	0.961	1691
	재량적 발생액>0	0.1884 (7.94)***	0.2172 (3.10)***	0.5106 (0.94)	0.1995 (1.22)	0.987	942
2000 ~ 2004	전체	0.4972 (7.31)***	0.1452 (4.32)***	4.0510 (2.16)**	0.0834 (1.13)	0.960	1916
	재량적 발생액>0	0.5195 (6.79)***	0.1400 (2.44)***	4.1159 (2.01)**	0.0954 (0.64)	0.961	998

$$1) V_t = (1-h) [A_t + \frac{\alpha}{\delta} Z_t - \kappa XAC_t] + h \frac{1+R}{R} [E_t - \kappa XAC_t]$$

2) *, **, *** 유의수준 10%, 5%, 1%에서 의미 있음.

본 연구에서는 비선형모형인 기업가치 평가모형을 비선형회귀분석 방법으로 추정하였다는 점이 실증방법론 상 기존연구와 차별되는 점임. 본 연구의 비선형회귀분석 추정방법은 RATS의 NLLS 프로그램을 이용함.

16) 재량적 발생액은 시계열 분석방식이 아니고, 연도별-산업별 횡단면 분석방식에 의거하여 추정하였음. 연도별-산업별 더미변수를 추가하여 수정된 Jones모형을 추정하여 재량적 발생액을 추정하고, 동 재량적 발생액을 사용하여 기업가치 평가모형에서 이익조정계수를 추정한 결과를 <표 2 부록>으로 추가하여 보고함. 분석결과, 이익조정계수의 부호 및 통계적 유의도가 거의 변화가 없었음. 따라서 가설 2,3에 대한 분석에서는 더미변수를 사용하지 않은 분석결과를 보고함.

<표 2 부록> 이익조정계수의 추정결과; 재량적 발생액 추정 상 연도별, 산업별더미 변수를 포함한 경우

기간	구분	이익조정 하의 기업가치 평가모형 추정계수 제조업					
		수익가치 비중(h)	자본비용(R)	지식자산 전환계수 $\left(\frac{\alpha}{\delta}\right)$	이익조정 계수 (κ)	설명계수 (R^2)	샘플개수
1994 ~ 2004	전체	0.4384 (8.35)***	0.1435 (5.10)***	3.3206 (2.91)***	0.1200 (1.43)	0.957	3607
	재량적 발생액 > 0	0.4641 (8.79)***	0.1406 (2.53)***	2.8457 (2.25)**	0.0593 (0.22)	0.962	1934
1994 ~ 1999	전체	0.2699 (3.13)***	0.1642 (4.15)***	1.2480 (1.10)	0.3686 (3.78)**	0.962	1691
	재량적 발생액 > 0	0.1260 (3.12)***	0.4725 (0.61)	0.3500 (1.59)	0.6986 (1.19)	0.957	888
2000 ~ 2004	전체	0.5060 (7.28)***	0.1399 (4.37)***	4.1243 (2.16)**	0.1061 (1.49)	0.961	1916
	재량적 발생액 > 0	0.5391 (6.51)***	0.1286 (2.48)***	4.2362 (1.94)**	0.1406 (1.04)	0.963	996

1) 기업가치평가모형; $V_t = (1-h)[A_t + \frac{\alpha}{\delta} Z_t - \kappa XAC_t] + h \frac{1+R}{R} [E_t - \kappa XAC_t]$

2) 재량적 발생액 추정모형

$$AC_t = \beta_0 / TA_{t-1} + \beta_1 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) / TA_{t-1} + \beta_2 PPE_t / TA_{t-1} + \beta_3 CFO_{t-1} / TA_{t-1} + \beta_4 CFO_t / TA_{t-1} + \text{Year, Industry Dummy} + e_t$$

위의 회귀식에서 도출된 e 값을 기업가치 평가모형 상의 재량적 발생액(XAC)로 간주함.

3) *, **, *** 유의수준 10%, 5%, 1%에서 의미 있음.

3. 양의 회계적이익률이 작은 적자회피 샘플의 이익조정계수

적자를 간신히 면한 작은 양의 회계적 이익률(자기자본이익률)을 갖는 기업의 경우 이익조정 가능성 높고, 이런 적자회피의 경우, 양의 재량적 발생액은 당기 이익을 과대 계상할 이익조정의 가능성이나 유인이 있는 기업을 의미하기 때문에 재량적 발생액은 기업가치에 부정적 영향을 미칠 것이라고 예상된다. 그러나 적자회피 규모가 작아서 이익조정에 사용된 재량적 발생액이 작은 기업은 부정적인 영향이 재량적 발생액이 큰 기업보다 상대적으로 작을 것으로 예상된다. 이와 같은 적자회피기업에 관한 가설을 지지하는 결과가 나타났다. <표 3>을 살펴보면, 자기자본이익률이 10%tile보다 작은 샘플 중, 재량적 발생액이 중간값보다 작은 샘플 및 25%tile보다 작은 샘플에서 이익조정계수의 추정값이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이는 낮은 양의 회계적이익률을 보이는 적자회피 유인이 있는 기업의 경우, 적자를 면하기 위해 소액의 재량적 발생액을 이용하면 기업가치에 부정적인 영향이 적을 것이라는 귀무가설을 지지하는 결과이다.

그러나, 대조적으로 이익률이 낮지만 재량적 발생액이 큰 경우에는 통계적으로 유의한 이익조정

계수 추정값이 나타나지 않았다.

적자를 회피할 가능성이 있는 이익률이 낮은 기업들에 대해 재량적 발생액이 작은 경우는 재량적 발생액이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는데 반해 재량적 발생액이 큰 경우 통계적으로 의미 없는 계수값이 추정되어 재량적 발생액에 대해 주식투자자들이 고려하지 않는다고 할 수 있다. 이익조정액으로 측정되는 재량적 발생액이 기업가치를 설명하는데 긍정적일 수 있다는 점을 알 수 있다.

한편, <표 3-1>에서 양의 회계적이익률이 낮아서 재량적 발생액을 통해 적자회피를 시도할 유인이 있는 기업의 특성을 살펴보면, 회계적이익률이나 기업규모에는 차이가 없으나, 재량적 발생액이 작은 기업은 부채비율이 높은 것으로 나타났다. 그리고 배당성향이 높고, 주식투자수익률이 낮은 것으로 나타난 점도 두 샘플이 유사한 점이다.

<표 3> 자기자본이익률이 낮은 표본의 이익조정계수 추정결과

구분1	구분2	이익조정 하의 기업가치 평가모형 추정계수 제조업					
		수익가치 비중(h)	자본비용 (R)	지식자산 전환계수 ($\frac{a}{b}$)	이익조정 계수 (κ)	설명계수 (R^2)	샘플개수
자기자본 이익률 < 10%tile	재량적발생액 중간값보다 작은 경우	0.3542 (7.95)***	0.3460 (18.71)***	1.6590 (2.74)***	-0.4581 (-2.82)***	0.997	92
	재량적발생액 중간값보다 큰 경우	0.3145 (6.99)***	0.1500 (5.23)***	-0.6316 (-0.80)	-0.0568 (-0.32)	0.987	75
자기자본 이익률 < 10%tile	재량적 발생액 25%tile보다 작은 경우	0.3734 (4.97)***	0.4860 (7.83)***	1.6631 (1.77)**	-3.1208 (-2.43)***	0.997	46
	재량적 발생액 75%tile보다 큰 경우	0.2229 (1.27)	0.1797 (1.02)	-0.8407 (-0.79)	0.0445 (0.10)	0.971	38

- 1) 회계적이익률이 양(+)인 표본 중 자기자본이익률이 10%tile인 표본을 이익률이 작은 기업으로 상정함.
- 2) 재량적 발생액이 작다, 크다는 구분기준은 중간값 전후 혹은 25%tile보다 작은 경우 및 75%tile보다 큰 경우를 구분함.
- 3) $V_t = (1-h)[A_t + \frac{a}{b} Z_t - \kappa XAC_t] + h \frac{1+R}{R} [E_t - \kappa XAC_t]$
- 4) *, **, *** 유의수준 10%, 5%, 1%에서 의미 있음.

〈표 3-1〉 자기자본이익률을 기준으로 구분한 기업특성

기업특성변수	양의 재량적발생액이 중간값보다 작은 샘플	양의 재량적발생액이 중간값보다 큰 샘플	평균차이분석 t값
기업규모(억원)	11000	8000	1.11
ROA(%)	4.66	3.90	1.52
ROE(%)	1.14	1.12	0.17
배당성향(%)	108.72	110.17	-0.04
DER(%)	200	160	1.72
관관비 비중(%)	8.65	6.61	2.44
재량적 발생액 비중(%)	3.50	27.29	-3.46
주식보유수익률(%)	-16.74	-13.73	-0.37

4. 이익의 질과 이익조정계수

[가설 3]의 검증은 회계적 이익률이 높은 기업 중에서 이익의 질이 좋고, 현금흐름이 충실한 것으로 판단되는 샘플(이하 이익의 질이 좋은 기업)과 이익의 질이 나쁘고, 현금흐름이 부실한 것으로 판단되는 샘플(이하 이익의 질이 나쁜 기업)을 비교분석하는 것이다.

이와 같은 두 집단의 샘플 간의 이익조정계수 추정값을 <표 4>에서 비교해 보면, 이익의 질이 좋은 기업(회계적이익률이 75%tile 이상, 재량적 발생액이 중간값 이하)의 경우, 이익조정계수는 통계적으로 유의한 (-) 값을 나타냈다. 이는 재량적 발생액이 기업가치에 긍정적 (+) 효과를 보이는 것이다.

한편, 이익의 질이 나쁜 기업은 이익조정계수가 통계적으로 유의하지 않았다.

이 결과를 종합해 보면, 재량적 발생액이 작고, 회계적이익률이 높은 이익의 질이 좋은 기업은 소규모의 이익조정을 통해 기업가치에 미치는 부정적 영향이 작을 것이라고 예상한 [가설 3]을 지지하는 결과로 해석된다.

[가설 2]의 검증결과와 마찬가지로 재량적 발생액이 작은 경우 재량적 발생액이 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 점에서 주식투자자들이 재량적 발생액을 차별적으로 인식한다는 점을 알 수 있다.

<표 4-1>에서 이익의 질이 좋은 기업과 나쁜 기업의 기업특성변수를 비교해 보면, 이익의 질이 좋은 기업은 상대적으로 기업규모가 작고, 부채비율이 낮은 기업으로 나타났다. 또한 회계적이익률이 높을 뿐만 아니라 주식투자수익률도 더 우수한 기업으로 보인다.

〈표 4〉 이익의 질과 이익조정계수 비교분석

구분1	구분2	이익조정 하의 기업가치 평가모형 추정계수 제조업					
		수익가치 비중(h)	자본비용(R)	지식자산 전환계수 ($\frac{a}{b}$)	이익조정 계수 (κ)	설명계수 (R^2)	샘플 개수
자기자본이익률 > 50%tile 경우	이익의 질이 좋은 기업	0.9077 (3.73)***	0.1137 (6.04)***	-3.3878 (-0.45)	-0.3006 (-0.73)	0.983	367
	이익의 질이 나쁜 기업	0.4470 (5.94)***	0.4975 (1.21)	5.6209 (4.21)***	-0.5349 (-0.96)	0.985	466
자기자본이익률 > 75%tile 경우	이익의 질이 좋은 기업	0.8840 (10.63)***	0.1189 (15.68)***	-14.5987 (-1.72)**	-0.9172 (-8.87)***	0.998	136
	이익의 질이 나쁜 기업	0.4211 (2.80)***	0.7475 (0.69)	6.0202 (3.23)***	-0.6511 (-0.85)	0.985	281

- 1) 이익의 질이 좋은 기업은 회계적이익률이 높고, 재량적 발생액이 작은 경우로 정의함.
이익의 질이 나쁜 기업은 회계적이익률이 낮고, 재량적 발생액이 작은 경우로 정의함.
- 2) 회계적이익률이 높다, 낮다는 구분은 각각 자기자본이익률이 중간값(median) 혹은 75%tile 보다 높고, 낮은 것을 기준으로 함.
- 3) 재량적 발생액이 양(+)인 샘플의 재량적 발생액이 크다, 작다는 구분은 각각 재량적 발생액 비중이 중간 값 이상, 이하를 기준으로 함.
- 4) $V_t = (1-h)[A_t + \frac{a}{b}Z_t - \kappa XAC_t] + h\frac{1+R}{R}[E_t - \kappa XAC_t]$
- 5) *, **, *** 유의수준 10%, 5%, 1%에서 의미 있음.

〈표 4-1〉 이익의 질을 기준으로 구분한 기업특성 비교

기업특성변수	이익의 질이 좋은 기업; 회계적이익률 75%tile 보다 높고, 재량적 발생액 중간값 보다 작은 샘플	이익의 질이 나쁜 기업; 회계적이익률 75%tile 보다 높고, 재량적 발생액 중간값 보다 큰 샘플	평균차이분석 t값
기업규모(억원)	9500	14000	-1.03
ROA(%)	12.61	10.50	2.84
ROE(%)	22.10	151.36	-1.87
배당성향(%)	16.47	9.98	5.39
DER(%)	210	250	-0.65
관관비 비중(%)	20.25	12.87	4.53
재량적 발생액 비중(%)	3.88	95.48	-1.64
주식보유 수익률(%)	15.20	1.84	1.89

V. 결론 및 시사점

본 연구는 두 가지 면에서 기여하고자 수행되었다. 첫째, 비정상적, 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향을 검증할 수 있는 이익조정 하의 기업가치 평가모형을 개발하는 것이다. 기업가치가 자산가치와 수익가치의 가중평균으로 구성되는 것을 보인 이원흠·최수미(2004)의 가중평균 기업가치 평가모형에 재량적 발생액 변수를 추가하여 이익조정 하의 기업가치 평가모형을 개발하고, 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향의 방향을 가설로 제시하였다. 이익조정 하의 기업가치 평가모형에 의하면 당기의 재량적 발생액은 자산가치 및 수익가치 모두를 훼손시키는 변수로 밝혀졌다. 둘째, 본 연구는 새로 개발된 이익조정 하의 기업가치 평가모형을 사용하여 모형이 예상하는 귀무가설과 기존 연구에서 제기된 가설들을 현실 자료를 바탕으로 실증 분석하였다. 이익조정 하의 기업가치 평가모형과 기존의 발생액에 관한 선행연구가 제시하는 귀무가설은 세 가지로 정리된다.

첫째, 양(+의) 재량적 발생액은 기업가치에 부정적인 (-) 효과를 미친다는 가설은 이익조정 하의 기업가치 평가모형이 예상하는 바이다.

둘째, 회계적 이익률이 낮아서 적자회피 유인이 있는 기업에 있어서 작은 재량적 발생액을 통한 이익조정은 큰 재량적 발생액보다 기업가치에 부정적인(-) 효과가 작을 것으로 예상된다. 그러나 이익률이 낮은 기업 중에서 재량적 발생액이 지나치게 큰 샘플의 경우에 이익조정은 기업가치에 부정적인 (-) 효과를 미칠 것으로 예상하고 재량적 발생액의 영향력 차이를 검증한다.

셋째, 회계적이익률이 높고 재량적 발생액이 작은 기업은 영업현금흐름이 충실한 이익의 질이 좋은 기업이라고 할 수 있고, 회계적이익률이 높지만 재량적 발생액이 큰, 즉 현금흐름이 부실한 이익의 질이 나쁜 기업이라고 할 수 있다. 그러므로 이익조정에 악용될 것으로 의심되는 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향은 이익의 질이 좋은 기업에서 상대적으로 더 작게 나타날 것으로 예상된다. 이와 같은 귀무가설을 현금흐름표가 작성되기 시작한 1994년 이후 2004년까지 11년간의 분석 기간 중, 제조업을 위주로 검증해 본 결과, 다음과 같은 결과가 나타났다.

첫째, 양(+의) 재량적 발생액은 기업가치에 부정적 (-) 효과를 미칠 것이라는 가설에 대한 검증 결과는 총표본기간 1994~2004년 중에 기각되었다.

둘째, 적자를 간신히 면한 낮은 자기자본이익률을 갖는 기업의 경우, 소액의 양의 재량적 발생액은 당기 이익을 과대계상하게 되고 심지어 기업가치에 긍정적 영향을 미친 것으로 나타났다. 한편, 적자를 간신히 면한 자기자본이익률이 낮은 기업의 지나치게 큰 재량적 발생액은 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

셋째, 회계적이익률이 높고 이익조정액이 작아서 이익의 질이 좋다고 판단되는, 영업현금흐름이 충실한 기업은 재량적 발생액이 기업가치를 증대시키는 영향력이 있는 것으로 나타난 반면, 이익의 질이 나쁜 기업의 재량적 발생액은 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

결론적으로, 본 연구에서 시도한 이익조정 하의 기업가치 평가모형에 기초한 이익조정계수의 추정을 통해 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향을 분석해 본 결과를 종합해 보면, 1994~2004년 기간 중 제조업 기업들은 이익조정의 의심을 받는 재량적 발생액을 통해 기업가치를 훼손하였다는 증거를 발견하지 못하였다. 한편, 소액의 후자를 보고하면서 재량적 발생액이 적은 기업의 경우, 재량적 발생액이 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 보인다. 이익률이 높고 이익의 질이 좋은 기업의 경우, 재량적 발생액이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

이익과 재량적 발생액의 크기에 따라 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향이 기업의 특성에 따라 차별적이라는 점을 밝혔다는데 의의가 있다고 할 수 있으며 그 원인에 대해서 밝히지 못했다는 한계점이 존재한다. 이는 향후 연구과제로 남겨둔다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재 신청되지 않았음을 확인함.”

참고문헌

- 강효석, 이원흠, 조장연, 『기업가치평가론』, 홍문사, 제4판, 2005.3
- 김동현, 류성용, “재량적 발생액의 기업가치평가요소에 대한 노이즈효과”, 『동북아연구』 6집, 2002.12 pp.41-70
- 김권중, 김문철, “경상이익의 구성요소와 특별손익의 지속성과 주가관련성”, 『회계학연구』 제28권 제3호, 2003.9 pp.55-83.
- 나종길, 최기호, “이익조정에 대한 비적정의견 성향과 감사품질”, 『회계학연구』 제26권 제3호, 2001.9 pp.51-89
- 백원선, “이익조정수단으로서의 재량적 발생액 추정치의 성과비교: 재수정 Jones모형”, 『회계학연구』 제25권 제3호, 2000.9 pp.29-55
- 송인만, 백원선, 박현섭, “적자보고 회피를 위한 이익조정”, 『회계저널』 제13권 제2호, 2004.6, pp.29-51
- 오현택, “기업의 성과와 회계발생액의 관련성”, 『산업경영연구』 제 25권 1호, 2002.2. pp.107-129
- 이원흠, 최수미, “가중평균 가치평가모형과 본질가치 산정에 있어서 수익가치와 자산가치의 가중치 추정에 관한 연구”, 『재무연구』 제17권 2호, 2004.11, pp.135-162
- 이원흠, 최수미, “주가배수 평가모형과 저PER, 저PBR 효과에 관한 실증연구”, 『증권학회지』 제31집, 2002, pp.109-149.
- 이원흠, 최수미, “지식자산가치 평가모형과 지식자산가치의 기여도에 관한 실증연구”, 『증권학회지』 제30집, 2002, pp.327-361.
- 이원흠, 최수미, 『지식자산가치 평가모형에 관한 연구』, LG경제연구원 연구보고서 No. 01-02, (2001. 9)
- 최 관, 백원선, “유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”, 『회계학연구』 제24권 제4호, 1999.12, pp.1-27.
- Ballester, M., J. Livnat, and N. Sinha, “Labor costs and Investments in Human Capital”, *SSRN Working paper*, (1999)
- Barth, M., and G. Clinch, “Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non Market-Based Value Estimates”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, (1998) pp.199-233.
- Barth, M., D. Cram, and D. Nelson, “Accruals and the Prediction of Future Cashflows”, *The Accounting Review*, 76 (2001) pp.27-58
- Burgstahler, D., and I. Dichev, “Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses”, *Journal of Accounting and Economics* 24 (1997) pp.99-126
- Chan K., L. K. C. Varasimhan, and J. Lakonishok, “Earnings Quality and Stock Returns”, *Working Paper* (2002.4)
- Dechow, P., A. Hutton, and R. Sloan, “An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation

- Model", *Journal of Accounting and Economics* 26, (1999) pp.1-34.
- Dechow, P., I.D. Dichev, "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*, 77, Supplement (2002), pp.35-59
- Dechow, P.M., R. Sloan, and A. Sweeney, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review* 70-2, (1995) pp.193-225
- DeFond, M. L., C. W. Park, "The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises", *The Accounting Review*, 76-3, (2001) pp.375-404
- Feltham, G.A., and J.A. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, Spring 11, 2, (1995) pp.689-731.
- Feltham, G.A., and J. Pae, "Analysis of Impact of Accounting Accruals on Earnings Uncertainty and Response Coefficients", *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 15, (2000) pp.199-220
- Hayn, C. "The Information Content of Losses", *Journal of Accounting and Economics* 20 (1995) pp.125-153
- Hribar, P., and D. Collins, "Errors in Estimating Accruals; Implications for Empirical Research", *Journal of Accounting Research* 34 (2002) pp.105-134
- Jetter, D. C., and L. Shivakumar, "Cross-sectional Estimation of Abnormal Accruals Using Quarterly and Annual Data: Effectiveness in Detecting Event-specific Earnings Management", *Accounting and Business Research* 29 (1999) pp. 299-320
- Jones, J. J., "Earnings Management During Import Relief Investigation", *Journal of Accounting Research* 29 (1999) pp.193-228
- Kothari, S.P., A.J. Leon, and C.E. Wasley, "Performance Matched Discretionary Accrual measures", *Journal of Accounting and Economics* 39, (2005) pp.163-197
- Lo, K., and T.Lys, "The Ohlson Model; Contribution to Valuation theory, Limitations and Empirical Applications", *SSRN Working paper* (1999)
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong, "Earnings Management and the Long-term Market Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 53, (1998) pp.1935-1974
- Zhang, X., "Conservative Accounting and Equity Valuation", *Journal of Accounting and Economics*, Feb. (2000), pp.125-149

An Empirical Study on the Influence of the Discretionary Accruals on Firm Values

Lee, Won Heum* · Choi, Sumi**

—<Abstract>—

In this study, we develop a firm valuation model under earnings' manipulation, and three hypotheses related with the influence of discretionary accruals on the firm values are tested. The tests are performed based upon the firm-level data between 1994 and 2004 focusing on the manufacturing companies of the Korea Stock Exchange.

Results are summarized as follows:

First, the hypothesis that the positive(+) discretionary accruals will have a negative(-) effects on the firm values is rejected during the test period. Second, in case of the low-ROE firms which seem to barely avoid reporting losses, small positive(+) accruals added to the current earnings are turned out to have a positive(+) effect on the firm values. Meanwhile, the large amount of discretionary accruals in firms with same conditions don't make a significant effect on the firm values. Third, however, the high-ROE and low-discretionary accruals samples show that the discretionary accruals have a positive effect on the firm values. In conclusion, these findings using the firm valuation model under earnings' manipulation reveal that the discretionary accruals do not generally damage the firm values. On the contrary, the discretionary accruals have a positive explanatory power in firm valuation in case of companies with the small earnings / low-discretionary accruals, and also have a positive influence on the firm value for the high - earnings / low - discretionary accruals companies.

<Key words> discretionary accruals, firm valuation, Ohlson's model

* Assistant Professor of Hongik University

** Full-time lecturer of Chungnam National University