

세무회계저널
제15권 제1호 2014년 2월 pp.251~277
한국세무학회

발생액의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향*

이세용**

<요 약>

본 연구는 발생액의 질에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 어떻게 달라지는지를 분석하였다. 우리나라의 선행연구들은 계속감사기간, 감사인의 규모, 감사인 품질관리에 대한 공적규제 여부, 소유구조, 그리고 K-IFRS의 적용 여부 등에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 달라진다는 것을 실증하고 있다. 본 연구는 이러한 선행연구에 더하여 발생액의 질을 사용하여 이익의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하였다.

이의 분석을 위하여 1999년부터 2010년까지의 기간에 대해 유가증권시장에 매년도말 기준으로 상장되어 있는 기업(금융업 등 제외) 중에서 3,325개 기업-년을 최종 표본으로 추출하였다. 이들 표본에 대해 주가-회계정보 모형을 적용하여 발생액의 질에 따라 회계이익과 순자산의 회귀계수와 회계이익과 순자산의 증분설명력이 어떻게 달라지는지, 그리고 회계이익 및 순자산과 발생액의 질 사이의 상호작용 변수, 즉, (회계이익*발생액의 질)과 (순자산*발생액의 질)의 계수가 어떻게 달라지는지를 분석하였다.

분석결과, 예상대로 발생액의 질이 좋아지면 주가-회계정보 모형에서 회계이익의 계수는 유의하게 증가하지만 순자산의 계수는 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 그리고 발생액의 질에 따라 회계이익의 증분설명력은 증가하지만 순자산의 증분설명력은 감소하는 것으로 나타났다. 또한, (회계이익*발생액의 질)과 (순자산*발생액의 질)의 계수는 유의하게 양(+)의 값과 음(-)의 값으로 나타나 역시 발생액의 질에 따라 회계이익의 가치관련성은 증가하고 순자산의 가치관련성은 감소하는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 발생액의 질이 미래현금흐름을 잘 반영할수록 그 발생액을 포함하는 회계이익이 기업가치를 설명하는 능력이 증가하고, 상대적으로 순자산의 기업가치 설명능력은 감소한다는 것을 의미하는 것으로 이익의 질에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 달라진다는 것을 보여주는 것이다.

<주제어> 발생액의 질, 회계이익, 순자산, 가치관련성

* 본 연구는 2012년 가톨릭대학교 교비연구비 지원에 의하여 수행되었음.
(과제번호 : M-2012-B0002-00085)

** 가톨릭대학교 경영학부 교수, yoseli@catholic.ac.kr, 02-2164-4295

논문접수일 2014년 2월 3일 1차수정일 2014년 2월 11일 게재확정일 2014년 2월 12일

I. 서 론

Burgstahler and Dichev(1997)에 따르면, 회계이익과 순자산은 기업가치를 결정하는 중요한 두 가지 요소이지만 이들이 기업가치에 미치는 영향은 그 크기에서 차이가 있으며, 이는 회계이익과 순자산의 상대적인 가치에 달려 있다. 이러한 관점에서 많은 선행연구들은 회계이익과 순자산의 가치관련성(value-relevance)이 여러 가지 요인에 따라 그 크기가 서로 달라지는지를 분석하였다.

우선, 우리나라와 미국의 선행연구에 따르면 시간의 경과를 회계이익과 순자산의 상대적인 가치관련성을 결정하는 중요한 요인으로 나타나고 있다.¹⁾ 이 때, 시간이 경과한다는 것은 사실상 기업을 둘러싼 경제 환경이나 기업특성이 변화한다는 것을 의미하므로, 이들 연구는 결국 경제 환경이나 기업특성에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 달라진다는 것을 의미한다고 볼 수 있다.

특히 우리나라의 선행연구에 따르면 계속감사기간(김정옥, 2013), 감사인의 규모(김정옥과 배길수, 2013), 감사인 품질관리에 대한 공적규제 여부(최정호와 이재은, 2012)에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성에 차이가 나타나고 있으며, 경영자지분율(김종대와 조문기, 2007)과 K-IFRS 적용 여부(최정호, 2013 ; 최성호 등, 2013)에 따라서도 회계이익과 순자산의 가치관련성이 다르게 나타나고 있다.

이상에서 보듯이 회계이익과 순자산의 가치관련성은 다양한 요인에 의하여 영향을 받는 것으로 보인다. 이러한 선행연구들의 결과에 더하여 본 연구에서는 발생액의 질(accruals quality)을 이익의 질(earnings quality)에 대한 측정치로 하여, 이 발생액의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 어떠한 영향을 미치는지를 주가-회계정보 모형을 이용하여 분석하고자 하였다.

Dechow and Dichev(2002)에 따르면 발생액의 질은 기업성과의 측정 과정에서 나타나는 현금흐름의 기간귀속 문제를 발생액이 얼마나 잘 해소하는지에 따라 결정된다. 즉, 발생주의에 의한 기업성과 측정치는 현금흐름과 차이가 있으므로 그 차이를 발생액이 잘 반영할수록 발생액의 질은 높은 것으로 평가된다. 이렇게 발생액의 질을 현금흐름의 기간귀속 문제와 결부시켜 정의할 경우, 발생액의 질이 좋다는 것은 미래에 실제로 실현될 현금흐름을 발생액이 적절하게 반영하고 있다는 것을 의미하게 된다. 이 때, 발생액은 현금흐름과 더불어 회계이익의 중요한 구성요소이므로, 발생액이 미래현금흐름을 잘 반영할수록(즉, 발생액의 질이 좋을수록) 그 발생액을 포함하는 회계이익 역시 기업에 귀속되는 미래의 현금흐름을 잘 반영하게 된다(이세용, 2012).

이렇게 발생액의 질에 따라 회계이익의 미래현금흐름 예측능력이 증가한다면, 이에 따라 회계이익의 가치관련성 역시 증가할 것으로 기대된다. 이론적으로 기업가치는 기업에 귀속되는 미

1) 이와 관련된 연구로는 Collins et al.(1997), Francis and Schipper(1999), Lev and Zarowin(1999), Ho et al.(2001), 박종성과 이은철(2003), 윤재원과 최현돌(2005), 그리고 이세용(2009) 등이 있다.

래현금흐름의 현재가치로 측정되는데, 이 미래현금흐름은 현실적으로 회계이익을 기준으로 예측하게 된다. 따라서 발생액의 질이 좋을수록, 그 발생액을 포함하는 회계이익은 실제 미래에 나타날 현금흐름을 더 정확하게 예측하게 되고, 그 현금흐름 예측치의 현재가치는 실제의 기업가치에 점점 가까워지게 된다. 따라서 발생액의 질이 좋을수록 기업가치 중에서 회계이익에 의하여 설명될 수 있는 부분이 증가하므로 회계이익의 가치관련성은 증가할 것으로 기대된다.

이에 반하여 순자산의 경우에는 발생액의 질이 좋을수록 그 가치관련성은 감소할 것으로 기대된다. Burgstahler and Dichev(1997)에 따르면 회계이익과 순자산이 기업가치에 미치는 영향은 그들의 상대적인 가치에 달려 있으므로, 발생액의 질에 따라 회계이익의 가치관련성이 증가하면 순자산에 의하여 설명되는 기업가치의 크기는 상대적으로 감소할 것이기 때문이다.²⁾

이상에서 보듯이 본 연구의 목적은 발생액의 질에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 어떻게 달라지는지 분석하는 것이다. 이를 위하여 본 연구에서는 1999년부터 2010년까지의 기간에 대해 유가증권시장에 매년도말 기준으로 상장되어 있는 기업(금융업 등 제외) 중에서 3,325개 기업-년을 표본으로 하여 분석을 수행하였다.

분석 결과, 발생액의 질이 좋을수록 주가-회계정보 모형에서 나타나는 회계이익의 회귀계수는 유의하게 증가하고, 반대로 순자산의 회귀계수는 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 또한, 발생액의 질이 좋을수록 회계이익의 증분설명력(R^2)은 증가하고, 반대로 순자산의 증분설명력은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 발생액의 질에 따라 회계이익의 가치관련성은 증가하고 순자산의 가치관련성은 감소한다는 실증결과로서 회계정보의 가치관련성에 발생액의 질이 중요한 역할을 하고 있다는 것을 의미하는 것이다.

이상의 결과와 관련하여 본 연구는 이익의 질에 대한 측정치로 발생액의 질을 직접 사용하였다는 측면에서 선행연구에 대하여 다음과 같은 차별성을 갖는다.

첫째, 선행연구에서 회계이익과 순자산의 가치관련성에 영향을 미치는 것으로 분석된 요인들은 사실상 회계이익의 질(Earnings quality)에 대한 간접적인 측정치인 것으로 이해된다. 감사기간이나 감사인의 규모, 그리고 감사인에 대한 품질관리 규제는 모두 회계이익의 질과 관련이 있으며, 경영자지분을 역시 회계이익의 질을 어느 수준으로 유지할 것인지에 대한 경영자의 판단과 관련이 있다. 또한, K-IFRS의 도입은 회계정보의 중요성이 손익계산서에 기반한 회계정보에서 재무상태표에 기반한 회계정보로 이전한다는 측면에서 회계이익의 질에 중요한 영향을 미친다고 판단된다. 따라서 선행연구들은 회계이익의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하였다는 측면에서 공통점을 갖는다. 다만, 회계이익의 질을 어떻게 측정할 것

2) 발생액의 질에 따라 순자산의 가치관련성이 어떻게 변화할 것인가에 대해서는 상반된 의견이 있을 수 있다. 순자산은 회계이익을 그 구성요소로 포함하므로 그 회계이익의 질이 좋으면 이를 포함하는 순자산의 질도 증가할 것이라는 예상이 가능하다. 그러나 본 연구에서는 기업가치를 설명하는 변수로서 회계이익과 순자산의 역할이 상대적이라는 Burgstahler and Dichev(1997)의 관점을 반영하여 발생액의 질에 따라 회계이익의 가치관련성이 증가하면 순자산의 가치관련성은 상대적으로 감소할 것이라고 예상하였다.

인가와 관련하여 서로 다른 측정방법을 사용하였다는 점에서 차이가 나타나게 된다. 그러나 본 연구는 발생액의 질을 이용하여 이익의 질을 측정함으로써, 선행연구와는 달리 이익의 질에 따라 나타나는 회계이익과 순자산의 가치관련성 변화를 직접적으로 분석하였다.

둘째, 회계이익과 순자산의 가치관련성과 관련하여 선행연구에서 고려된 요인들은 기업가치와 직접적인 관련성을 갖지는 않는다. 예를 들어, 감사인의 규모(김정옥과 배길수, 2013)나 경영자지분율(김종대와 조문기, 2007)은 주어진 회계정보의 신뢰성에 영향을 미침으로써 회계이익과 순자산이라는 회계정보의 역할에 관여하지만, 직접적으로 미래현금흐름에 대한 정보를 반영하지는 않는다. 그러나 발생액의 질은 기업의 미래현금흐름에 대한 정보를 직접적으로 반영하는 만큼, 이익의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향을 분석할 때에 가장 적합한 이익의 질에 대한 측정치가 될 것으로 판단된다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구를 검토하고, 그에 기초하여 연구가설을 수립한다. 제Ⅲ장에서는 표본 및 연구모형 등과 관련하여 전체적인 연구의 설계에 대한 내용을 제시한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 설명하고, 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구의 결론과 한계에 대해 서술한다.

Ⅱ. 선행연구 검토와 가설설정

1. 선행연구의 검토

미국의 경우, 회계이익과 순자산의 가치관련성에 대한 연구는 주로 시간의 흐름에 따라 그 가치관련성이 어떻게 달라지는지를 분석하였다. 우선, Collins et al.(1997)은 지난 40여 년간 회계정보의 가치관련성은 전체적으로 증가했음을 보이고, 이는 회계이익의 가치관련성 감소에도 불구하고 순자산의 가치관련성이 더 크게 증가했기 때문이라고 설명하고 있다.

이와 유사하게 Francis and Schipper(1999)는 회계이익만을 고려할 경우 시간의 흐름에 따라 그 가치관련성은 감소하지만, 순자산까지 고려하게 되면 전체적인 회계정보의 가치관련성이 증가한다는 것을 보이고 있다. 이와는 달리 Lev and Zarowin(1999)은 주가를 주당순이익과 주당순자산에 대하여 회귀했을 때, 수정 R^2 는 시간의 흐름에 따라 감소한다는 것을 보임으로써 Collins et al.(1997)과 Francis and Schipper(1999)와는 반대의 결과를 보고하였다.

우리나라에서도 많은 선행연구들이 시간의 흐름에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성에 어떠한 변화가 나타났는지를 분석하였다. 우선, Ho et al.(2001)은 1997년 금융위기 이후, 순자산의 가치관련성은 증가하지만 회계이익의 가치관련성이 더 크게 감소하여 전체적으로 회계정보의 가치관련성이 감소하였다는 것을 실증하였다.

박종성과 이은철(2003) 역시 1997년을 기준으로 과거 3년과 그 이후 3년의 기간 동안, 회계이익과 순자산의 회귀계수와 그 수정 R^2 는 1997년 이후에 유의하게 감소하였다는 것을 보임으로써 Ho et al.(2001)과 마찬가지로 시간의 흐름에 따라 회계이익과 순자산의 상대적인 가치관련성이 감소하였다는 것을 보여 주었다.

이에 반하여 윤재원과 최현돌(2005)은 1990년부터 2002년까지 은행업을 대상으로 하여, 순자산의 가치관련성이 회계이익의 가치관련성보다 작지만, 그 상대적인 가치관련성의 증가가 순이익의 경우보다 더 크게 나타나서 금융위기 이후에는 전체적으로 회계정보의 가치관련성이 증가함을 보이고 있다.

이상의 연구에 더하여 우리나라의 경우에는 특히 회계이익과 순자산의 가치관련성에 영향을 미치는 요인들이 무엇인가에 대한 연구가 활발하게 진행되어 오고 있다.

회계감사와 관련하여 김정옥(2013)은 계속감사기간을 감사품질에 대한 대용치로 보고, 계속감사기간에 따라 투자자들이 자신들의 의사결정에 회계정보를 차별적으로 반영하는지 분석하였다. 분석 결과, 계속감사기간이 증가할수록 회계이익과 순자산의 상대적인 가치관련성이 증가하는 것으로 나타났다. 김정옥과 배길수(2013)는 감사인의 규모를 감사품질에 대한 대용치로 보고 김정옥(2013)과 유사한 분석을 수행하였다. 분석 결과, Big4 감사인이 감사하는 경우에는 회계이익의 상대적인 가치관련성이, Non-Big4 감사인이 감사하는 경우에는 순자산의 상대적인 가치관련성이 더 큰 것으로 나타났다. 또한, 최정호와 이재은(2012)은 감사인 품질관리에 대한 공적규제 여부에 따라 회계이익과 순자산의 상대적인 가치관련성에 차이가 있는지를 분석한 결과, 순자산의 가치관련성은 변화가 없지만 회계이익의 가치관련성은 품질관리에 대한 규제에 따라 증가한다는 것을 실증하였다.

다음으로 최정호(2013)와 최성호 등(2013)은 K-IFRS 채택과 관련하여 회계정보의 가치관련성이 어떻게 달라지는지를 분석하였다. K-GAAP에 비하여 K-IFRS가 적용될 때 나타나는 순자산의 차이금액은 최정호(2013)와 최성호 등(2013)에서 모두 그 가치관련성이 저하되는 것으로 나타났다. 그러나 회계이익의 경우, 최성호 등(2013)에서는 그 차이가 유의한 가치관련성을 갖는 것으로 나타나지만 최정호(2013)에서는 그 차이가 유의하지 않은 것으로 나타났다.

추가적으로 소유구조와 관련하여 김중대와 조문기(2007)는 경영자지분율이 10%에서 24% 사이인 경우, 회계이익과 순자산의 가치관련성이 그 이외의 구간에 비하여 작다는 것을 실증하였다.

2. 가설의 설정

앞부분에 제시된 것처럼, 우리나라의 선행연구들은 특히 회계이익과 순자산의 가치관련성에 차이를 가져 오는 요인들에 대하여 많은 분석을 수행하였다. 회계감사와 관련하여 김정옥(2013)

및 김정옥과 배길수(2013)는 계속감사기간과 감사인의 규모를, 최정호와 이재은(2012)은 감사인 품질관리에 대한 공적규제 여부를 분석하였으며, 김중대와 조문기(2007)는 소유구조를, 최정호(2013) 및 최성호 등(2013)은 K-IFRS 적용 여부에 의한 효과를 분석하였다.

그런데, 회계이익과 순자산의 가치관련성에 대한 이들 요인들은 기업특성의 상이한 측면을 나타내기 보다는 실질적으로 이익의 질이라는 회계정보의 특성을 다양한 측면에서 측정된 것으로 이해된다.

김정교 등(2011)은 Big4 감사인에게 감사를 받는 기업의 경우 재량적 발생액이 유의하게 낮다는 것을 보이고 있으며, 황성현과 장지영(2008) 역시 계속감사기간이 증가할수록 발생액이 감소한다는 것을 실증함으로써 감사인의 규모나 계속감사기간에 따라 이익의 질이 달라진다는 것을 보이고 있다.

또한, 강창수(2013)에 따르면 K-IFRS의 채택 이후 회계이익의 보수성은 유의하게 감소하지만, 강민정 등(2012)은 K-IFRS 조기도입 기업의 경우, 강창수(2013)과는 반대로 보수주의가 증가함을 보여 주었다. 비록 강창수(2013)와 강민정 등(2012)의 연구는 상반된 결과를 보여 주지만 K-IFRS에 따라 회계이익의 보수성으로 측정되는 이익의 질이 달라질 수 있음을 보여 주고 있다.

이상에서 보듯이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 영향을 주는 요인들은 궁극적으로 이익의 질과 깊은 관련성을 갖는다는 것을 알 수 있다. 따라서 선행연구들은 이익의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향을 분석할 때, 이익의 질을 다양한 측면에서 측정하여 분석을 수행한 것으로 볼 수 있다.

이에 따라 본 연구에서는 Dechow and Dichev(2002) 이후, 이익의 질에 대한 측정치로 많은 연구에서 사용되고 있는 발생액의 질을 이용하여, 이익의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하고자 하였다.

발생액의 질이 좋다는 것은 발생액이 현금흐름의 기간귀속 문제를 통제함으로써 미래에 나타날 현금흐름을 적절하게 반영하고 있다는 것을 의미한다. 따라서 발생액의 질이 좋으면, 그 발생액을 포함하는 회계이익의 미래현금흐름 예측능력이 증가하게 되고, 결과적으로 전체 기업가치 중에서 회계이익에 의하여 설명되는 부분이 증가할 것이라는 예상이 가능하다. 이렇게 기업가치를 설명하는 회계이익의 역할이 증가하게 되면 기업가치를 설명하는 또 하나의 회계정보로서 순자산이 갖는 역할은 감소할 것으로 예상된다. 왜냐하면 지금 현재 시점에서의 기업가치는 고정된 값이므로 이 값이 회계이익에 의하여 많은 부분이 설명된다면 상대적으로 순자산에 의하여 설명되는 기업가치 부분은 작아지게 될 것이기 때문이다(Burgstahler and Dichev, 1997).

이러한 논리에 따라 본 연구에서는 발생액의 질이 좋을수록 회계이익의 가치관련성은 증가하지만 순자산의 가치관련성은 감소할 것으로 예상하고 다음과 같은 대립가설을 수립하였다.

H1 : 발생액의 질이 좋으면 회계이익(순자산)의 가치관련성은 증가(감소)할 것이다.

III. 연구설계

1. 발생액의 질

Dechow and Dichev(2002)는 발생액을 1차년도 전과 당해년도, 그리고 1차년도 후의 현금흐름에 회귀분석하고, 이 때 나타나는 잔차의 표준편차(혹은 그 절대값)를 이용하여 발생액의 질을 측정하였다. 그런데 Dechow · Dichev(2002)의 방법에서 나타나는 잔차는 그것이 의도적으로 나타나는 것인지 비의도적으로 나타나는 것인지 구분하기 어렵고, 또한 회계이익의 변동성이 크면 그 잔차 역시 자동적으로 증가하여 결과적으로 발생액의 질 측정치에 편의가 나타난다는 문제점이 있다(McNichols, 2002).

Dechow · Dichev(2002) 모형이 갖는 이러한 한계를 통제하기 위하여 McNichols(2002)와 Francis et al.(2005)은 아래의 모형 (1)과 같이 발생액의 질 측정 과정에 매출수익 변동액과 유형자산을 추가적으로 이용하였다.

$$ACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it-1} + \alpha_2 CF_{it} + \alpha_3 CF_{it+1} + \alpha_4 \Delta REV_{it} + \alpha_5 PPE_{it} + \nu_{it} \quad (1)$$

모형 (1)에서 CF_{it} 는 i 기업의 t 년도 현금흐름표에 표시된 영업활동현금흐름이고, ACC_{it} 는 i 기업의 t 년도말 발생액으로 특별손익 반영 전 이익³⁾에서 CF_{it} 를 차감하여 계산하였다.⁴⁾ ΔREV_{it} 는 i 기업의 t 년도 매출수익 변동액으로 t 기의 매출액에서 $t-1$ 기의 매출액을 차감하여 계산하고, PPE_{it} 는 i 기업의 t 년도말 유형자산으로 토지는 제외하였다. 이 때, CF_{it} , ACC_{it} , ΔREV_{it} , 그리고 PPE_{it} 는 모두 이분산성을 통제하기 위하여 평균총자산으로 나눈 값을 사용하였다.

본 연구에서 발생액의 질은 Francis et al.(2005)에 따라 측정하였다. 즉, 모형 (1)을 연도별-산업별로 회귀분석하고, 이 때 나타나는 잔차를 구한 후, 당해년도를 포함하여 과거 4개년도까지 총 5개의 잔차에 대한 표준편차를 계산하여 이를 발생액의 질에 대한 측정치로 하였다.

발생액이 현금흐름의 기간귀속 문제를 제대로 반영하지 못할 경우, 모형 (1)에서의 잔차는 기간별로 큰 차이를 보일 것이므로 잔차의 표준편차는 큰 값을 갖게 될 것이고 이는 발생액의 질이 나쁘다는 것을 의미하게 된다. 그런데 잔차의 표준편차가 클(작을)수록 발생액의 질은 나빠(좋아)지는 것이므로 발생액의 질 측정치인 잔차의 표준편차와 실제의 발생액의 질 사이에는 음(-)의 관계가 나타나게 된다. 따라서 해석의 편의를 위하여 이하에서는 모형 (1)에서 나타나는

3) K-IFRS가 적용되는 현재에는 특별손익 반영 전 이익은 재무제표에 표시되지 않는다. 그러나 본 연구의 연구기간은 K-IFRS가 적용되기 전인 2010년까지이므로 K-GAAP에 의한 표현방식을 그대로 사용하였다.

4) 발생액 대신 총유동발생액(유동자산 변동액에서 유동부채 변동액과 현금 변동액을 차감한 뒤 유동성장기부채 변동액을 가산)을 이용하여 분석을 하여도 그 결과는 크게 달라지지 않았다.

잔차의 표준편차에 음(-)의 부호를 붙여 발생액의 질에 대한 측정치(AQ_{it})로 사용하기로 한다. 즉, $AQ_{it} = (-1) * (\text{잔차의 표준편차})$ 로 표시되며, 이렇게 하면 AQ_{it} 가 수학적으로 증가(감소)할수록 발생액의 질은 좋아(나빠)지는 것을 의미하게 된다.

2. 연구모형

회계이익과 순자산의 가치관련성이 발생액의 질에 따라 어떻게 달라지는지 분석하기 위하여 본 연구에서는 다음과 같은 기본적인 주가-회계정보 모형 (2)를 사용하였다.

$$\text{기본모형 : } P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

여기에서 P_{it} 는 i 기업의 t 년도말 주가이고 E_{it} 와 BV_{it} 는 각각 i 기업의 t 년도말 주당 회계이익⁵⁾과 주당 순자산 장부금액이다. 이 때, 수준(level) 변수를 사용함에 따라 나타날 수 있는 규모 효과(scale effect)를 통제하기 위하여(Brown et al., 1999) P_{it} , E_{it} , 그리고 BV_{it} 는 모두 기초의 주가(P_{it-1})로 나눈 값을 사용하여 분석을 수행하였다.

많은 선행연구들은 회계이익과 순자산의 가치관련성을 분석하는 연구모형으로 1주당 금액을 기준으로 하고 있다. 그러나 1주당 금액을 기준으로 분석하게 되면, 실질적으로는 회계정보의 의미에 아무런 변화가 없음에도 불구하고, 규모효과로 인하여 회계정보의 가치관련성이 변화된 것과 같은 잘못된 결과가 나타날 수 있다(Brown · Lo · Lys, 1999). 이러한 규모효과에 의한 편의를 통제하기 위하여 본 연구에서는 P_{it} , E_{it} , 그리고 BV_{it} 를 모두 기초의 기업가치(P_{it-1})로 나누어 분석을 수행하였다.⁶⁾

본 연구에서는 발생액의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하기 위하여 모형 (2)와 관련하여 기본적으로 다음의 세 가지 방법을 사용하였다.

첫째, 모형 (2)에서 나타나는 회계이익과 순자산의 회귀계수의 크기가 발생액의 질에 따라 어떻게 달라지는지를 분석하였다. 이를 위하여 전체 표본을 AQ_{it} 의 값이 가장 큰 것에서부터 가장 작은 것까지 나열한 후, 전체 표본의 20%씩 포함되도록 5개의 그룹으로 구분하였다. 따라서 AQ_{it} 의 값이 가장 큰 첫 번째 그룹(Highest AQ)은 발생액의 질이 가장 좋은 20%의 표본으로 구성되며, AQ_{it} 의 값이 가장 작은 다섯 번째(마지막) 그룹(Lowest AQ)은 발생액의 질이 가장 나쁜 20%의 표본으로 구성된다. 이와 동일하게 Highest AQ에서 Lowest AQ로 가면서 발생액의 질이

5) 주당 회계이익을 구할 때의 회계이익은 주석 3)에서와 같이 특별손익 반영 전 이익이다. 회계이익으로 특별손익 반영전 이익 대신 당기순이익이나 영업이익을 사용하는 경우에도 그 결과는 크게 달라지지 않았다.

6) 그러나 많은 연구들이 1주당 금액을 기준으로 하는 분석을 수행하고 있으므로 본 연구에서도 추가적으로 주가를 주당이익과 주당순자산에 회귀분석하여 본문의 분석을 다시 수행하여 보았는데 그 결과는 크게 달라지지 않았다.

나빠지는 순서로 각각 2nd AQ, 3rd AQ, 4th AQ의 그룹이 생성된다. 본 연구의 예상대로 발생액의 질이 좋아질수록 회계이익(순자산)의 가치관련성이 증가(감소)한다면 Highest AQ에서 Lowest AQ로 갈수록 모형 (2)에서 $E_{it}(BV_{it})$ 의 계수 $\beta_1(\beta_2)$ 는 점점 증가(감소)하는 양상을 보일 것이다.

둘째, 발생액의 질에 따라 나타나는 회계이익과 순자산의 가치관련성 변화를 회계이익과 순자산의 증분설명력(incremental R^2)을 이용하여 분석하였다. 아래의 모형 (3)(이하, 회계이익 모형)과 모형 (4)(이하, 순자산 모형)는 주가에 대해 회계이익(E_{it})과 순자산(BV_{it})을 각각 관련지은 것이다.

$$\text{회계이익 모형 : } P_{it} = \delta_0 + \delta_1 E_{it} + \varepsilon'_{it} \quad (3)$$

$$\text{순자산 모형 : } P_{it} = \lambda_0 + \lambda_2 BV_{it} + \varepsilon''_{it} \quad (4)$$

이 때, 기본모형 (2)와 순자산 모형의 설명력(R^2) 차이는 순자산(BV_{it})에 대한 회계이익(E_{it})의 증분설명력을 나타내며, 마찬가지로 기본모형 (2)와 회계이익 모형의 설명력(R^2) 차이는 회계이익(E_{it})에 대한 순자산(BV_{it})의 증분설명력을 나타낸다.

본 연구의 예상대로 발생액의 질이 좋아질수록 회계이익(순자산)의 가치관련성이 증가(감소)한다면, Highest AQ에서는 회계이익(E_{it})의 증분설명력이 순자산(BV_{it})의 증분설명력보다 클 것이고, Lowest AQ에서는 순자산(BV_{it})의 증분설명력이 회계이익(E_{it})의 증분설명력보다 크게 나타날 것이다.

셋째, 추가적으로 전체 표본을 대상으로 다음의 모형 (5)를 이용하여 직접적으로 발생액의 질에 따라 회계이익(순자산)의 가치관련성이 증가(감소)하는지를 분석한다.

$$P_{it} = \theta_0 + \theta_1 E_{it} + \theta_2 BV_{it} + \theta_3 AQ_{it} + \theta_4 (E_{it} * AQ_{it}) + \theta_5 (BV_{it} * AQ_{it}) + \mu_{it} \quad (5)$$

본 연구의 예상대로 발생액의 질이 좋아질수록 회계이익(순자산)의 가치관련성이 증가(감소)한다면, $E_{it} * AQ_{it}(BV_{it} * AQ_{it})$ 의 계수 $\theta_4(\theta_5)$ 는 유의한 양(음)의 값을 가질 것이다.

3. 표 본

본 연구는 1999년부터 2010년까지의 기간에 대하여⁷⁾ 유가증권시장에 상장되어 있는 12월 결산법인 중 금융업 등을 제외한 3,325개 기업-년을 최종 표본으로 하여 연구를 진행하였다. 이

7) 2010년까지를 연구기간으로 한 것은 2011년도부터 K-IFRS가 의무적용 되므로 2010년까지와 그 이후 기간은 회계정보의 질적 속성이 다르게 된다. 이러한 부분을 통제하기 위하여 많은 자료의 확보가 가능한 2010년까지를 분석대상으로 하였다. 2014년 1월 현재 K-IFRS가 적용된 회계정보는 2011년과 2012년 밖에 없으므로 본 연구의 모형을 적용하기에는 무리가 따른다.

최종 표본은 다음의 과정을 거쳐 도출되었다.

우선, 1994년부터 2011년까지의 기간에 매년 12월말 기준으로, 유가증권시장에 상장되어 있는 기업을 추출한 결과, 결측값을 제외하고 모두 11,813개 기업-년이 확보되었다.

모형 (1)에 따라 발생액의 질을 측정하기 위해서는 당해연도 현금흐름 외에 1차년도 전과 1차년도 후의 현금흐름이 필요하므로 1994년과 2011년은 각각 1995년과 2010년도에 대한 발생액의 질을 측정하는데 사용되고 실질적인 분석에서는 제외된다. 그 결과 표본은 1995년부터 2010년까지의 기간에 대해 10,888개 기업-년으로 감소하였다.

여기에서 기업특성이 상이한 금융회사 등을 제외하면 표본은 9,612개 기업-년으로 감소하고, 자본이 잠식되어 회계정보의 의미가 왜곡될 수 있는 기업을 추가로 제외하면 표본은 다시 9,167개 기업-년으로 감소한다.

발생액의 질을 측정하기 위해서는 모형 (1)을 연도별-산업별로 회귀분석하여야 하는데, 회귀분석에 필요한 연도별-산업별 표본을 최소 20개 이상으로 제한하면 표본은 6,281개 기업-년으로 감소한다.⁸⁾ 본 연구에서는 이렇게 회귀분석하여 얻게 되는 잔차에 대해 과거 5개년도의 표준편차를 구하여 발생액의 질에 대한 측정치로 사용하게 되는데, 이 과정에서 과거 5개년도에 대한 잔차의 개수가 부족하거나 또는 다른 필요한 변수의 값이 없는 기업을 마지막으로 제외하면 최종 표본은 1999년부터 2010년까지의 기간에 대하여 총 3,325개 기업-년인 것으로 나타났다.⁹⁾

이 때, 이상값(outlier)이 미치는 영향을 통제하기 위하여 연구에 사용된 모든 변수들의 상하 1% 값을 winsorizing하여 분석을 수행하였다.¹⁰⁾

IV. 연구 결과

1. 기술통계량

<표 1>은 본 연구에 사용된 주요 변수에 대한 기술통계량을 보여 준다.

8) 연도별-산업별 표본을 최소 10개 이상으로 제한하는 경우에도 그 결과는 20개로 제한하는 경우와 크게 달라지지 않았다.

9) 1994년부터 1998년까지는 1999년도의 발생액의 질 측정치에 사용되고 그들 자신은 과거 5개년도에 대한 자료가 없으므로 발생액의 질에 대한 측정치를 구할 수 없어 분석에서 제외된다.

10) Winsorizing을 각각 2%, 3%, 5%로 하거나, 동일 비율에 대해 truncation을 하는 경우에도 분석 결과는 크게 달라지지 않았다.

〈표 1〉 기술통계량

	평균	표준편차	25% 값	중위수	75% 값
AQ_{it}	0.059	0.052	0.026	0.043	0.073
P_{it}	1.323	0.859	0.813	1.101	1.552
E_{it}	0.050	0.470	0.022	0.101	0.212
BV_{it}	2.258	1.824	1.015	1.741	2.906

주) 변수의 정의는 다음과 같다. AQ_{it} 는 발생액의 질에 대한 측정치로서, 아래의 (모형 1)을 연도별-산업별로 회귀분석할 때에 나타나는 잔차(ν_{it})를 과거 5개년도(당해년도 포함)에 대해 계산한 표준편차에 음(-)의 부호를 붙인 값이다. 따라서 그 값이 클수록 발생액의 질은 좋은 것으로 해석된다. 다만, 본 표에서는 원래의 모습을 보여 주기 위해 음(-)의 부호를 붙이지 않은 값을 그대로 사용하였다.

$$(\text{모형 1}) \quad ACC_{it}' = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it-1} + \alpha_2 CF_{it} + \alpha_3 CF_{it+1} + \alpha_4 \Delta REV_{it} + \alpha_5 PPE_{it} + \nu_{it}$$

여기에서 ACC_{it} 는 회계이익(E_{it})에서 영업현금흐름(CF_{it})을 차감하여 계산되는 발생액으로서 E_{it} 는 i 기업의 t 년도 특별손익 반영 전 이익이고 CF_{it} 는 i 기업의 t 년도 현금흐름표에 공시된 영업활동현금흐름이다. 이 때, 특별손익 반영 전 이익은 K-IFRS가 적용되는 현재에는 재무제표에 표시되지 않지만 본 연구의 연구기간이 K-IFRS가 적용되기 전인 2010년까지이므로 K-GAAP에 의한 표현방식을 그대로 사용하였다. ΔREV_{it} 는 i 기업의 t 년도 매출수익 변동액으로 t 기의 매출액에서 $t-1$ 기의 매출액을 차감하여 계산하고, PPE_{it} 는 i 기업의 t 년도말 유형자산으로 토지는 제외하였다. 이 때, CF_{it} , ACC_{it} , ΔREV_{it} , 그리고 PPE_{it} 는 모두 이분산성을 통제하기 위하여 평균총자산으로 나눈 값을 사용하였다. P_{it} 는 i 기업의 t 년도말 주가이고 E_{it} 와 BV_{it} 는 각각 i 기업의 t 년도말 주당 회계이익과 주당 순자산 장부금액이다. 이 때, 수준(level) 변수를 사용함에 따라 나타날 수 있는 규모효과(scale effect)를 통제하기 위하여(Brown et al., 1999) P_{it} , E_{it} , 그리고 BV_{it} 는 모두 기초의 주가(P_{it-1})로 나눈 값을 사용하여 분석을 수행하였다.

AQ_{it} 는 발생액에 대한 측정치로서 (모형 1)을 연도별-산업별로 회귀분석할 때에 나타나는 잔차(ν_{it})를 과거 5개년도(당해년도 포함)에 대해 계산한 표준편차에 음(-)의 부호를 붙인 값이다. 다만, 본 표에서는 원래의 모습을 보여 주기 위해 음(-)의 부호를 붙이지 않은 값을 그대로 사용하였다. <표 1>에서 볼 수 있듯이 AQ_{it} 는 평균이 0.059이지만 중위수가 0.043이므로 일부 표본에서 AQ_{it} 의 값이 크게 나타난다는 것을 알 수 있다. P_{it} 역시 평균은 1.323이고 중위수는 1.101로서 AQ_{it} 와 마찬가지로 일부 표본에서의 P_{it} 값이 상대적으로 크게 나타나고 있다.

E_{it} 와 BV_{it} 의 평균(중위수)은(는) 각각 0.050(0.101)과 2.258(1.741)로 나타나고 있다. 특히 BV_{it} 의 경우, 기말 순자산을 기초의 주가로 나눈 값인데 그 평균과 중위수가 1보다 크다는 것은 본 연구에 사용된 대부분의 표본에서 기업의 시장가치가 순자산의 장부금액보다도 작다는 것을 의미한다.¹¹⁾

11) 2014년 1월 18일 매일경제 신문을 보면 우리나라 상장사의 60% 이상에서 시가총액이 장부가를 밑돈다는 기사가 보인다. 이는 기본적으로 우리나라 기업들이 여전히 코리아 디스카운트에 매몰되어 있다는

〈표 2〉 상관관계 분석

	AQ_{it}	P_{it}	E_{it}	BV_{it}
AQ_{it}	—	-0.070 (<0.001)***	0.204 (<0.001)***	0.031 (0.070)*
P_{it}	-0.003 (0.864)	—	0.151 (<0.001)***	0.286 (<0.001)***
E_{it}	0.113 (<0.001)***	0.364 (<0.001)***	—	0.138 (<0.001)***
BV_{it}	0.038 (0.029)**	0.319 (<0.001)***	0.393 (<0.001)***	—

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) 대각선 위쪽은 피어슨 상관관계수이고 아래쪽은 스피어만 상관관계수이다. 각 상관관계수 아래의 ()값은 상관관계수가 0이라는 귀무가설에 대한 p값이다.

주3) 변수의 정의는 <표 1> 참조

다음으로 <표 2>는 주요 변수들 사이의 상관관계를 보여 준다. 기본적으로 E_{it} 와 BV_{it} 는 P_{it} 와 유의한 양(+)의 상관관계를 보여 주고 있으며, E_{it} 와 BV_{it} 사이에서도 유의한 양(+)의 관계를 보여 주고 있다.

그리고 AQ_{it} 는 E_{it} 와 BV_{it} 사이에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 발생액의 질이 좋을수록 회계이익의 가치관련성은 증가하고 순자산의 가치관련성은 감소한다는 가설을 고려하면 AQ_{it} 는 BV_{it} 사이에는 유의한 음(-)의 관계가 기대된다. 그럼에도 불구하고 <표 2>의 결과는 이러한 기대와는 다른 결과를 보여 주고 있다. 또한, AQ_{it} 는 P_{it} 와의 관계에서 (-)0.070으로 유의한 음(-)의 피어슨 상관관계수를 보이고 있다. Hwang and Lim(2012)에 의하면 발생액의 질은 정보위험과 관련되어 발생액의 질이 좋을수록 정보위험이 감소하고, 이에 따라 자본비용도 감소하여 궁극적으로 기업가치는 증가하게 된다. 그런데 <표 2>의 결과는 발생액의 질과 기업가치 사이에 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있으므로 Hwang and Lim(2012)와는 다른 결과를 보여 준다.

그러나 <표 2>에 제시된 상관관계는 다른 변수들의 영향을 고려하지 않은 것이므로 이들 요인까지 고려하는 회귀분석에서는 AQ_{it} 와 BV_{it} , 그리고 AQ_{it} 와 P_{it} 사이의 관계가 보다 정확하게 나타날 것으로 기대된다.

것을 의미하며 본 연구에서 나타나는 BV_{it} 의 값이 그렇게 왜곡된 값은 아니라는 것을 의미한다. 더욱이 본 연구의 표본은 2008년도 전후를 포함하는 경제 불황기를 포함하고 있으므로 평균적으로 BV_{it} 가 1보다 크게 나타나는 것은 본 연구에 사용된 표본의 선택이 잘못되었기 때문은 아니라고 할 수 있다.

2. 실증분석 결과

가. 회귀계수의 변화

다음의 <표 3>은 발생액의 질에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 변화하는지를 회계이익과 순자산의 회귀계수를 이용하여 분석한 결과이다. Lowest AQ에서 Highest AQ로 갈수록 발생액의 질이 좋아지므로 본 연구의 가설이 타당하다면 Lowest AQ에서 Highest AQ로 갈수록 회계이익(순자산)의 회귀계수는 증가(감소)하는 모습을 보일 것이다.

<표 3> 회계이익과 순자산의 가치관련성 : 회귀계수의 비교

모형(2) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

	Lowest AQ	2nd AQ	3rd AQ	4th AQ	Highest AQ
<i>intercept</i>	1.134 (19.03) ^{***}	0.938 (18.65) ^{***}	1.000 (20.24) ^{***}	1.005 (20.48) ^{***}	0.942 (22.39) ^{***}
E_{it}	0.104 (1.92) [*]	0.250 (3.75) ^{***}	0.361 (4.65) ^{***}	0.396 (4.42) ^{***}	1.213 (8.52) ^{***}
BV_{it}	0.145 (7.08) ^{***}	0.154 (9.18) ^{***}	0.113 (7.15) ^{***}	0.115 (6.45) ^{***}	0.080 (5.09) ^{***}
<i>adj. R²</i>	8.13%	14.24%	10.34%	8.22%	16.76%
<i>F-value</i>	30.37	56.11	39.28	30.73	67.85

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) Lowest AQ부터 Highest AQ까지는 전체 표본을 AQ_{it} 의 값이 가장 큰 것에서부터 가장 작은 것까지 나열한 후, 전체 표본의 20%씩 포함되도록 5개의 그룹으로 구분한 것이다. 따라서 AQ_{it} 의 값이 가장 큰 첫 번째 그룹(Highest AQ)은 발생액의 질이 가장 좋은 20%의 표본으로 구성되며, AQ_{it} 의 값이 가장 작은 다섯 번째(마지막) 그룹(Lowest AQ)은 발생액의 질이 가장 나쁜 20%의 표본으로 구성된다. 이와 동일하게 Highest AQ에서 Lowest AQ로 가면서 발생액의 질이 나빠지는 순서로 각각 2nd AQ, 3rd AQ, 4th AQ의 그룹이 생성된다.

주3) 변수의 정의는 <표 1> 참조

이러한 예상대로 <표 3>에서 회계이익(E_{it})의 계수는 Lowest AQ에서 Highest AQ까지 0.104($t=1.92$)에서 1.213($t=8.52$)로 일관되게 증가하는 양상을 보이고 있으며, 어느 경우에도 그 값은 유의한 양(+)의 값으로 나타나고 있다. 이와 반대로 순자산(BV_{it})의 회귀계수는 2nd AQ에서 약간 오르는 것을 제외하고는 Lowest AQ에서 Highest AQ까지 0.145($t=7.08$)에서 0.080($t=5.09$)로 유의한 양(+)의 값으로 꾸준히 감소하는 양상을 보이고 있다.

이상의 결과는 발생액의 질이 좋으면 회계이익(순자산)의 가치관련성은 증가(감소)한다는 본 연구의 가설이 타당하다는 것을 실증해 준다. 또한, 2nd AQ, 3rd AQ, 그리고 4th AQ에서는 일

관되지 않지만 Lowest AQ와 Highest AQ의 수정 R^2 를 비교해 보면 각각 8.13%와 16.76%로 Highest AQ에서 월등하게 높다. 이는 발생액의 질에 따라 회계이익과 순자산의 전체적인 가치 관련성이 증가한다는 것을 나타내 준다.

그러나 모형 (2)에 대한 수정 R^2 은 회계이익과 순자산 중에서 어느 것에 의하여 회계정보의 가치관련성이 증가했는지를 알려 주지 못한다. 이에 대한 대답은 다음의 <표 4>에서 제시된다.

나. 증분설명력의 변화

다음의 <표 4>는 주가에 회계이익과 순자산을 회귀하는 기본모형 (2)를 기준으로, 주가에 회계이익(E_{it})만을 회귀하는 회계이익 모형 (3)과 순자산(BV_{it})만을 회귀하는 순자산 모형 (4)을 비교하여 발생액의 질에 따라 회계이익과 순자산의 증분설명력이 어떠한 차이를 보이는지 분석한 결과이다.

<표 4> 회계이익과 순자산의 가치관련성 : Lowest AQ와 Highest AQ 사이의 수정 R^2 비교

기 본 모 형 : 모형 (2) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

회계이익 모형 : 모형 (3) $P_{it} = \delta_0 + \delta_1 E_{it} + \varepsilon'_{it}$

순 자 산 모형 : 모형 (4) $P_{it} = \lambda_0 + \lambda_2 BV_{it} + \varepsilon''_{it}$

Panel A : Lowest AQ						
	회계이익 모형 (E)		기본모형 (E+BV)		순자산 모형 (BV)	
	<i>coeff.</i>	<i>(t-value)</i>	<i>coeff.</i>	<i>(t-value)</i>	<i>coeff.</i>	<i>(t-value)</i>
<i>intercept</i>	1.448	(35.11)***	1.134	(19.03)***	1.106	(19.10)***
<i>E_{it}</i>	0.174	(3.15)***	0.104	(1.92)*	—	
<i>BV_{it}</i>	—		0.145	(7.08)***	0.153	(7.54)***
<i>adj. R²</i>	1.33%		8.13%		7.75%	
	증분 <i>adj. R²</i> of BV				증분 <i>adj. R²</i> of E	
	6.80%		>		0.38%	
Panel B : Highest AQ						
	E		(E+BV)		BV	
	<i>coeff.</i>	<i>(t-value)</i>	<i>coeff.</i>	<i>(t-value)</i>	<i>coeff.</i>	<i>(t-value)</i>
<i>intercept</i>	1.092	(35.51)***	0.942	(22.39)***	1.003	(21.44)***
<i>E_{it}</i>	1.426	(10.28)***	1.213	(8.52)***	—	
<i>BV_{it}</i>	—		0.080	(5.09)***	0.120	(7.55)***
<i>adj. R²</i>	13.63%		16.76%		7.78%	
	증분 <i>adj. R²</i> of BV				증분 <i>adj. R²</i> of E	
	3.13%		<		8.98%	

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) Lowest AQ와 Highest AQ의 구분은 <표 3> 참조. 단, Lowest AQ는 발생액의 질이 가장 나쁜 표본으로 구성된 그룹이고, Highest AQ는 발생액의 질이 가장 표본으로 구성된 그룹이다.

주3) 변수의 정의는 <표 1> 참조

비교의 명확화를 위하여 <표 4>에서 Panel A에는 Lowest AQ, Panel B에는 Highest AQ에 대한 결과만을 표시하였으며, (E+BV)로 표시된 열(column)은 <표 3>에서 Lowest AQ와 Highest AQ의 결과를 그대로 옮겨 적은 것이다.

우선, Lowest AQ에서 회계이익 모형의 수정 R^2 은 1.33%인데 회계이익과 순자산이 함께 포함된 기본모형의 수정 R^2 은 8.13%로 증가한다. 이는 회계이익 모형에 순자산을 추가할 경우, 수정 R^2 이 6.80%로 증가한다는 것으로 이것이 곧 순자산의 증분설명력이 된다. 이에 비하여 순자산 모형의 수정 R^2 은 7.75%로서 여기에 회계이익을 추가하여도 회계이익의 증분설명력은 0.38%에 지나지 않는다. 즉, 발생액의 질이 낮은 경우, 회계이익보다는 순자산의 증분설명력이 더 크게 나타난다.

이에 비하여 Highest AQ에서는 회계이익 모형의 수정 R^2 은 13.63%이고, 기본모형의 수정 R^2 은 16.76%로서 순자산의 증분설명력은 3.13%에 불과하다. 이에 비하여 순자산 모형의 수정 R^2 은 7.78%로서 회계이익이 추가될 경우, 수정 R^2 은 8.98%만큼 증가하게 된다.

따라서, Lowest AQ에서는 순자산이, Highest AQ에서는 회계이익의 증분설명력이 더 높게 나타나는 것을 볼 수 있다. 이러한 결과가 나타나는 것은 Highest AQ의 경우, 발생액의 질이 높아서 회계이익의 미래현금흐름 예측능력이 증가함에 따라 회계이익의 가치관련성이 증가하고, 상대적으로 순자산의 가치관련성은 감소하기 때문이다. Lowest AQ에서는 반대의 논리가 성립하게 된다.¹²⁾

다. 전체 표본

마지막으로 <표 5>는 AQ_{it} 의 크기에 따라 표본을 구분하지 않고 전체 표본을 대상으로 발생액의 질에 따른 회계이익과 순자산의 가치관련성 변화를 분석한 것이다.

기본모형 (2)와 모형 (5)에서 회계이익(E_{it})의 계수는 순자산(BV_{it})의 계수보다 항상 크게 나타나고 있다. 또한, ($E_{it} * AQ_{it}$)와 ($BV_{it} * AQ_{it}$)의 계수는 각각 1.875($t=4.39$)와 (-)0.550 ($t=-3.87$)로 가설에서의 예상대로 유의한 양(+)의 값과 음(-)의 값을 보이고 있다. 이러한 결과는 <표

12) 또한, 주가에 회계이익(E_{it})만을 회귀하는 경우, 회계이익의 회귀계수는 Lowest AQ에서는 0.174($t=3.15$)임에 비하여 Highest AQ에서는 1.426($t=10.28$)로 크게 증가하고 있다. 또한, 주가에 순자산(BV_{it})만을 회귀하는 경우에는 그 회귀계수가 Lowest AQ에서는 0.153($t=7.54$)임에 비하여 Highest AQ에서는 0.120($t=7.55$)로 감소하고 있다. 이러한 결과는 발생액의 질이 좋으면 회계이익(순자산)의 가치관련성은 증가(감소)한다는 <표 3>의 결과와 동일하다.

3>과 <표 4>의 결과와 마찬가지로 발생액의 질이 좋을수록 회계이익(순자산)의 가치관련성이 증가(감소)한다는 것을 보여 준다.

<표 5> 회계이익과 순자산의 가치관련성 : 전체 표본

기본모형(2) : $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

모형(5) : $P_{it} = \theta_0 + \theta_1 E_{it} + \theta_2 BV_{it} + \theta_3 AQ_{it} + \theta_4 (E_{it} * AQ_{it}) + \theta_5 (BV_{it} * AQ_{it}) + \mu_{it}$

	기본모형 (2)			모형 (5)	
		(t-value)		coeff.	(t-value)
<i>intercept</i>	1.025	(45.38)***	<i>intercept</i>	0.989	(29.20)***
<i>E_{it}</i>	0.207	(6.79)***	<i>E_{it}</i>	0.429	(8.03)***
<i>BV_{it}</i>	0.127	(16.21)***	<i>BV_{it}</i>	0.093	(7.75)***
			<i>AQ_{it}</i>	-0.482	(-1.17)
			<i>E_{it} * AQ_{it}</i>	1.875	(4.39)***
			<i>BV_{it} * AQ_{it}</i>	-0.550	(-3.87)***
<i>adj. R²</i>	9.37%			11.09%	
<i>F-value</i>	172.87			83.93	

1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

2) 변수의 정의는 <표 1> 참조

3. 추가분석

가. 다른 방법에 의한 발생액의 질 측정

본 연구는 기본적으로 Francis et al.(2005)에 따라 모형 (1)을 연도별-산업별로 회귀분석할 때 나타나는 잔차의 표준편차(음의 부호를 붙임)를 이용하여 발생액의 질을 측정하고 있다. 그러나 많은 선행연구들은 잔차의 표준편차 이외에도 잔차의 절대값을 발생액의 질에 대한 측정치로 사용하고 있으며(Francis et al., 2005 ; 고재민 등, 2009 ; 손성규 등, 2009), Hwang and Lim(2012)는 Francis et al.(2005) 모형에 더하여 회계정보의 보수성까지를 고려하여 발생액의 질을 측정하고 있다.

이에 따라 본 연구에서도 잔차의 표준편차 대신 그 절대값(|AQ|)으로, 원래의 Dechow and Dichev(2002) 모형(이하, DD 모형)과 Hwang and Lim(2012)의 방법(이하, HL 모형)¹³⁾을 이용하

13) HL 모형은 다음에서 보듯이 기존의 Francis et al.(2005) 모형에 회계정보의 보수성을 고려하였다.

$$ACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it-1} + \alpha_2 CF_{it} + \alpha_3 CF_{it+1} + \alpha_4 \Delta REV_{it} + \alpha_5 PPE_{it} + \alpha_6 DCF_{it} + \alpha_7 (DCF_{it} * CF_{it}) + \nu_{it}$$

여기에서, DCF_{it} 는 CF_{it} 가 음수이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수로서 $DCF_{it} * CF_{it}$ 변수에 의

여 발생액의 질을 다르게 측정하고 본문의 분석을 다시 수행하여 보았다.¹⁴⁾

<표 6> 회계이익과 순자산의 가치관련성 : 회귀계수의 비교

— 다른 방법에 의한 발생액의 질 측정 —

모형(2) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

		Lowest AQ		Highest AQ	
		coeff.	(t-value)	coeff.	(t-value)
DD 모형	E_{it}	0.125	(2.40)**	1.028	(7.15)***
	BV_{it}	0.170	(7.91)***	0.105	(6.41)***
HL 모형	E_{it}	0.108	(2.00)**	0.530	(5.07)***
	BV_{it}	0.137	(6.96)***	0.132	(8.07)***
AQ ¹⁵⁾	E_{it}	0.062	(1.46)	0.547	(4.76)***
	BV_{it}	0.124	(6.94)***	0.117	(7.58)***

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) Lowest AQ부터 Highest AQ까지는 구분은 <표 3> 참조

주3) 변수의 정의는 <표 1> 참조. 단, DD 모형은 Dechow and Dichev(2002) 모형에 따라, HL 모형은 Hwang and Lim(2012) 모형에 따라 발생액의 질을 측정 한 것이며, |AQ|는 모형 (1)에 따라 산출된 잔차의 절대값으로 발생액의 질을 측정한다.

주4) 편의상 절편은 생략.

<표 6>은 회계이익과 순자산의 회귀계수 변화를 분석한 것으로, 편의상 Lowest AQ와 Highest AQ인 경우만을 표시하였다.

<표 6>을 보면, DD 모형이나 HL 모형으로 발생액의 질을 측정하든지, 아니면 기본모형 (1)에서 측정된 잔차의 절대값(|AQ|)으로 발생액의 질을 측정하든지에 관계없이 회계이익(E_{it})의 계수는 항상 Lowest AQ보다는 Highest AQ에서 더 크게 나타나고 있으며, 순자산(BV_{it})의 계수는 반대로 Lowest AQ에서 Highest AQ보다 더 크게 나타나고 있다. 이러한 <표 6>의 결과는 <표 3>의 결과가 발생액의 질을 측정하는 방법에 따라 왜곡되지 않는다는 것을 시사한다.

다음의 <표 7>은 Lowest AQ와 Highest AQ에서 회계이익(E_{it})과 순자산(BV_{it})의 증분설명력을 보여 준다.

해 회계정보의 보수성이 측정된다. HL 모형을 이용하여 발생액의 질을 측정하는 방법은 본문에 설명된 절차와 동일하다.

14) 추가로 Jones(1991) 모형이나 수정된 Jones 모형에서 나타나는 잔차(재량적 발생액)의 표준편차나 절대값을 발생액의 질에 대한 측정치로 하는 경우에도 본문의 결과는 크게 달라지지 않았다.

15) DD 모형, HL 모형에서 나타나는 잔차의 절대값을 사용하는 경우의 결과도 아주 유사하므로 |AQ|를 대표적인 결과로 제시하였다.

〈표 7〉 회계이익과 순자산의 가치관련성 : Lowest AQ와 Highest AQ 사이의 수정 R^2 비교

- 다른 방법에 의한 발생액의 질 측정 -

기 본 모 형 : 모형 (2) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$ 회계이익 모형 : 모형 (3) $P_{it} = \delta_0 + \delta_1 E_{it} + \varepsilon_{it}$ 순 자 산 모형 : 모형 (4) $P_{it} = \lambda_0 + \lambda_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

			회계이익 모형 (E)	기본모형 (E+BV)	순자산 모형 (BV)
DD 모형	Lowest AQ	$adj. R^2$	1.81%	10.16%	9.51%
		증분 $adj. R^2$ of	BV : 8.35%	>	E : 0.65%
	Highest AQ	$adj. R^2$	12.60%	17.58%	11.35%
		증분 $adj. R^2$ of	BV : 4.98%	<	E : 6.23%
HL 모형	Lowest AQ	$adj. R^2$	1.60%	8.16%	7.75%
		증분 $adj. R^2$ of	BV : 6.56%	>	E : 0.41%
	Highest AQ	$adj. R^2$	3.93%	12.41%	9.14%
		증분 $adj. R^2$ of	BV : 8.48%	>	E : 2.96%
AQ	Lowest AQ	$adj. R^2$	0.61%	7.21%	7.06%
		증분 $adj. R^2$ of	BV : 6.60%	>	E : 0.15%
	Highest AQ	$adj. R^2$	6.09%	13.45%	10.63%
		증분 $adj. R^2$ of	BV : 7.36%	>	E : 2.82%

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) Lowest AQ부터 Highest AQ까지는 구분은 <표 3> 참조

주3) 변수의 정의는 <표 1> 참조. 단, DD 모형은 Dechow and Dichev(2002) 모형에 따라, HL 모형은 Hwang and Lim(2012) 모형에 따라 발생액의 질을 측정하는 것이며, |AQ|는 모형 (1)에 따라 산출된 잔차의 절대값으로 발생액의 질을 측정한다.

주4) 편의상 절편은 생략.

DD 모형으로 발생액의 질을 측정할 경우, <표 4>에서 처럼 Lowest AQ에서는 순자산이, Highest AQ에서는 회계이익의 증분설명력이 크게 나타난다. 그러나 발생액의 질을 HL 모형으로 측정하거나, 아니면 |AQ|로 사용하는 경우에는 Lowest AQ와 Highest AQ 모두에서 순자산의 증분 설명력이 회계이익보다 크게 나타나 <표 4>와는 다른 결과를 보이고 있다.

다음으로 <표 8>은 전체 표본에 대한 결과이다. 발생액의 질에 대한 측정 방법에 관계없이 모든 경우에 $E_{it} * AQ_{it}$ 의 계수는 유의한 양(+)의 값을, $BV_{it} * AQ_{it}$ 의 계수는 유의한 음(-)의 값을 보이고 있어 <표 5>에서와 마찬가지로 발생액의 질이 좋을수록 회계이익(순자산)의 가치관련성은 증가(감소)하는 것을 보이고 있다.

이상에서 보듯이 발생액의 질을 다양한 방법으로 측정하는 경우에도 그 결과는 <표 3>, <표 4> 및 <표 5>와 크게 달라지지 않았다. Highest AQ의 경우, 회계이익의 증분설명력이 순자산보다 작게 나타나는 경우가 있기는 하지만 전체적으로 발생액의 질이 좋을수록 회계이익(순자산)

의 가치관련성은 증가(감소)하는 것으로 나타나고 있다.

〈표 8〉 회계이익과 순자산의 가치관련성 : 전체 표본

— 다른 방법에 의한 발생액의 질 측정 —

모형 (5) : $P_{it} = \theta_0 + \theta_1 E_{it} + \theta_2 BV_{it} + \theta_3 AQ_{it} + \theta_4 (E_{it} * AQ_{it}) + \theta_5 (BV_{it} * AQ_{it}) + \mu_{it}$

	E_{it}	BV_{it}	AQ_{it}	$E_{it} * AQ_{it}$	$BV_{it} * AQ_{it}$	adj. R^2
DD	0.437 (8.33)***	0.092 (8.02)***	-0.407 (-1.02)	1.859 (4.62)***	-0.596 (-4.43)***	11.31%
HL	0.394 (7.79)***	0.104 (8.86)***	-0.619 (-1.51)	1.634 (4.00)***	-0.389 (-2.73)***	10.68%
AQ	0.448 (8.95)***	0.114 (11.04)***	0.634 (1.68)*	1.838 (6.07)***	-0.226 (-1.75)*	10.31%

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) 변수의 정의는 <표 1> 참조

나. 발생액의 크기를 통제

Dechow and Dichev(2002)에 따르면 발생액의 질(AQ_{it})은 발생액의 절대적인 크기($|ACC|$)와 음(-)의 관계를 갖는다. 따라서 본 연구에서 제시된 AQ_{it} 의 역할은 단지 발생액의 절대값이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향을 기계적으로 반영하여 나타난 결과일 가능성이 있다.¹⁶⁾

이러한 가능성을 통제하기 위하여 전체 표본을 $|ACC|$ 의 크기가 증가하는 순서로 나열하고 이를 ACC1부터 ACC5까지 5개의 그룹으로 구분하였다. 따라서 5개의 각 그룹은 전체 표본의 20%에 해당하는 표본을 갖게 되며 ACC1에서 ACC5로 갈수록 $|ACC|$ 의 크기는 커지게 된다.

그리고 그룹 ACCj(j=1, ..., 5)에 대하여 그 그룹에 포함된 표본을 AQ_{it} 의 값이 작아지는 순서로 나열한 후 이를 AQ1부터 AQ5까지 다시 5개의 그룹으로 구분하였다. 따라서 ACCj(j=1, ..., 5)에 속하는 AQ1부터 AQ5까지의 각 그룹은 ACCj(j=1, ..., 5) 표본의 20%에 해당하는 표본을 갖게 되며 AQ1에서 AQ5로 갈수록 AQ_{it} 의 값은 작아지게(즉, 발생액의 질이 나빠지게) 된다.

이제 각각의 ACCj(j=1, ..., 5)에서 AQ1을 모두 추출한 후, 이들을 모두 더하여 새로운 그룹 AQ1_ACC을 만든다. 이러한 방식으로 AQ2부터 AQ5까지를 각각 추출하여 AQ2_ACC부터 AQ5_ACC까지의 그룹을 만든다. 이렇게 생성된 AQ1_ACC부터 AQ5_ACC까지의 그룹은

16) 본 연구에서도 Lowest AQ에서 Highest AQ로 가면서 $|ACC|$ 는 0.103에서 0.051로 일관되게 감소하지만 AQ_{it} 는 (-)0.140에서 (-)0.016으로 증가하고 있어 발생액의 질과 발생액의 절대값 사이에 음(-)의 관계가 나타나고 있다.

|ACC|의 크기는 유사하면서 AQ_{it} 의 값은 작아지는(즉, 발생액의 질이 나빠지는) 모습을 갖게 된다.¹⁷⁾ 따라서, AQ1_ACC와 AQ5_ACC에서 나타나는 회계이익과 순자산의 가치관련성 차이는 |ACC|의 영향이 배제된 상태에서 순수하게 발생액의 질(AQ_{it})에 의하여 나타나는 결과가 된다.

다음의 <표 9>와 <표 10>은 그 결과이다. <표 9>에는 |ACC|의 크기는 비슷하지만(주석 17 참조) 발생액의 질(AQ_{it})이 가장 좋은 표본(AQ1_ACC, 즉 Highest AQ)과 가장 나쁜 표본(AQ5_ACC, 즉 Lowest AQ)에 대하여 회계이익과 순자산의 회귀계수가 표시되어 있다.

<표 9>에서 보듯이 Lowest AQ에서 Highest AQ로 가면서 회계이익의 계수는 유의하게 증가하지만 순자산의 계수는 감소하는 것으로 나타나고 있다.

<표 9> 회계이익과 순자산의 가치관련성 : 회귀계수의 비교
—|ACC|의 크기를 통제—

모형 (2) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

(N=3,325)	AQ5_ACC (Lowest AQ)		AQ1_ACC (Highest AQ)	
	<i>coeff.</i>	(<i>t-value</i>)	<i>coeff.</i>	(<i>t-value</i>)
<i>intercept</i>	1.135	(19.33)***	0.973	(22.58)***
E_{it}	0.044	(0.70)	0.681	(7.04)***
BV_{it}	0.144	(7.13)**	0.109	(6.93)**
<i>adj. R²</i>	7.20%		14.26%	
<i>F-value</i>	26.95		56.62	

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) 전체 표본을 |ACC|의 크기에 따라 5개의 그룹(ACC1부터 ACC5)으로 구분하고, 그 각각의 그룹을 다시 AQ_{it} 의 값에 따라 5개의 소그룹(AQ1부터 AQ5)으로 구분한 뒤, 각 ACCj(j=1,...,5)로부터의 AQk(k=1,...,5)를 모두 더하여 AQk_ACC(k=1,...,5) 그룹이 생성된다. 따라서 AQ5_ACC(Lowest AQ)와 AQ1_ACC(Highest AQ)는 |ACC|의 크기는 유사하면서 AQ_{it} 의 값이 가장 작은 그룹과 가장 큰 그룹에 해당된다. 자세한 설명은 본문 참조.

주3) 변수의 정의는 <표 1> 참조

17) AQ1_ACC에서 AQ5_ACC까지에 대해서 |ACC|와 AQ_{it} 의 평균값은 다음과 같다.

그룹	AQ1_ACC (Highest AQ)	AQ2_ACC	AQ3_ACC	AQ4_ACC	AQ5_ACC (Lowest AQ)
ACC 의 평균	0.064	0.064	0.065	0.069	0.077
AQ_{it} 의 평균	-0.017	-0.030	-0.044	-0.065	-0.136

위 표에서 보듯이 |ACC|의 평균은 AQ5_ACC에서 약간 높은 값을 보이고 있지만 대개 0.064를 약간 넘는 수준에서 비슷한 값을 갖고 있다. 그러나 AQ_{it} 의 평균은 AQ1_ACC에서 AQ5_ACC로 가면서 그 값이 점점 작아지고(즉, 발생액의 질이 나빠지고) 있다.

다음의 <표 10>은 AQ1_ACC(Highest AQ)와 AQ5_ACC(Lowest AQ) 사이에서 회계이익과 순자산의 증분설명력을 표시하고 있다. <표 10>에서 보듯이 |ACC|의 크기를 통제하는 경우에도 Lowest AQ에서는 순자산의 증분설명력이, Highest AQ에서는 회계이익의 증분설명력이 높게 나타나고 있다.

따라서 <표 9>와 <표 10>의 결과는 발생액의 질에 따라 나타나는 회계이익과 순자산의 가치관련성 변화가 |ACC|의 크기에 따라 나타난 것은 아니라는 것을 보여준다.

<표 10> 회계이익과 순자산의 가치관련성 : Lowest vs. Highest AQ 사이의 수정 R^2 비교
—|ACC|의 크기를 통제—

기 본 모 형 : 모형 (2) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

회계이익 모형 : 모형 (3) $P_{it} = \delta_0 + \delta_1 E_{it} + \varepsilon'_{it}$

순 자 산 모형 : 모형 (4) $P_{it} = \lambda_0 + \lambda_2 BV_{it} + \varepsilon''_{it}$

Panel A : Lowest AQ			
	E	(E+BV)	BV
<i>adj. R²</i>	0.27%	7.20%	7.27%
	<u>증분 <i>adj. R²</i> of BV</u>		<u>증분 <i>adj. R²</i> of E</u>
	6.93%	>	−0.07%
Panel B : Highest AQ			
	E	(E+BV)	BV
<i>adj. R²</i>	8.22%	14.26%	8.03%
	<u>증분 <i>adj. R²</i> of BV</u>		<u>증분 <i>adj. R²</i> of E</u>
	6.04%	<	6.23%

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) Lowest AQ부터 Highest AQ까지는 구분은 <표 3> 참조

주3) 변수의 정의는 <표 1> 참조. 단, DD 모형은 Dechow and Dichev(2002) 모형에 따라, HL 모형은 Hwang and Lim(2012) 모형에 따라 발생액의 질을 측정 한 것이며, |AQ|는 모형 (1)에 따라 산출된 잔차의 절대값으로 발생액의 질을 측정한다.

주4) 편의상 절편은 생략

다. 회계이익이 양(+)인 표본

현재 분석에 사용된 3,325개 기업-년 중에서 회계이익이 음(-)의 값을 갖는 표본은 655개 기업-년으로 전체 표본의 20% 정도에 해당하는 상당히 큰 규모이다.¹⁸⁾ 이러한 음(-)의 회계

18) <표 1>에서 회계이익(E_{it})의 평균(0.050)이 그 중위수(0.101)보다 작은 것은 전체 표본 중 거의 20%에 달하는 표본의 회계이익이 음(-)의 값을 갖기 때문인 것으로 보인다.

이익은 양(+)의 회계이익에 비하여 가치관련성에 차이가 있으므로(Hayn, 1995) 이러한 음(-)의 회계이익에 의한 편의를 통제하기 위하여 양(+)의 회계이익을 갖는 표본만을 이용하여 본문의 분석을 다시 수행하여 보았다.

<표 11>은 회계이익과 순자산의 가치관련성 변화를 회귀계수로 분석한 결과이다. <표 11>에서 보듯이 Lowest AQ에서 Highest AQ로 가면서 회계이익의 계수는 유의하게 증가하지만 순자산의 계수는 감소하는 것으로 나타나고 있다.

〈표 11〉 회계이익과 순자산의 가치관련성 : 회귀계수의 비교

— 양(+)의 회계이익인 표본 —

모형 (2) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

	Lowest AQ (N=534)		Highest AQ (N=534)	
	coeff.	(t-value)	coeff.	(t-value)
<i>intercept</i>	1.040	(15.82)***	0.889	(18.58)***
E_{it}	0.661	(4.14)**	2.193	(9.05)**
BV_{it}	0.114	(4.67)***	0.036	(1.84)*
<i>adj. R²</i>	13.18%		19.92%	
<i>F-value</i>	41.44		67.29	

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) Lowest AQ부터 Highest AQ까지는 구분은 <표 3> 참조

주3) 변수의 정의는 <표 1> 참조

다음으로 <표 12>는 회계이익과 순자산의 증분설명력을 표시하고 있다. <표 12>에서 보듯이 양(+)의 회계이익을 갖는 표본에 대해서 분석을 하는 경우에도 Lowest AQ에서는 순자산의 증분설명력이, Highest AQ에서는 회계이익의 증분설명력이 높게 나타나고 있다.

〈표 12〉 회계이익과 순자산의 가치관련성 : Lowest vs. Highest AQ 사이의 수정 R^2 비교

— 양(+)의 회계이익인 표본 —

기 본 모 형 : 모형 (2) $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

회계이익 모형 : 모형 (3) $P_{it} = \delta_0 + \delta_1 E_{it} + \varepsilon'_{it}$

순 자 산 모형 : 모형 (4) $P_{it} = \lambda_0 + \lambda_2 BV_{it} + \varepsilon''_{it}$

Panel A : Lowest AQ			
	E	(E+BV)	BV
<i>adj. R²</i>	9.77%	13.18%	10.55%
	증분 <i>adj. R²</i> of BV		증분 <i>adj. R²</i> of E
	3.41%	>	2.63%

〈표 12〉 회계이익과 순자산의 가치관련성 : Lowest vs. Highest AQ 사이의 수정 R^2 비교 (계속)

Panel B : Highest AQ			
	E	(E+BV)	BV
$adj. R^2$	19.56%	19.92%	7.75%
	증분 $adj. R^2$ of BV		증분 $adj. R^2$ of E
	0.36%	<	12.17%

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) Lowest AQ부터 Highest AQ까지는 구분은 <표 3> 참조

주3) 변수의 정의는 <표 1> 참조.

다음의 <표 13>은 양(+)의 회계이익을 갖는 전체 표본에 대한 결과이다. 본문의 결과와 마찬가지로 $E_{it} * AQ_{it}$ 의 계수는 유의한 양(+)의 값을, $BV_{it} * AQ_{it}$ 의 계수는 유의한 음(-)의 값을 보이고 있어 <표 5>에서와 마찬가지로 발생액의 질이 좋을수록 회계이익(순자산)의 가치관련성은 증가(감소)하는 것을 보이고 있다.

본문에 표시하지는 않았지만 음(-)의 회계이익인 표본에 대하여 동일한 분석을 수행한 결과 회계이익은 그 계수가 대부분의 경우에 유의하지 않으며 증분설명력 또한 거의 없는 것으로 나타났다. 그 대신 순자산이 기업가치와 관련성을 갖지만 이 또한 발생액의 질에 따라 큰 차이를 보이지는 않는 것으로 나타났다. 따라서, <표 11>부터 <표 13>까지의 결과와 음(-)의 회계이익인 표본의 결과를 종합하면 발생액의 질에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 변화하는 것은 주로 양(+)의 회계이익인 표본에 의한 결과임을 알 수 있다.

〈표 13〉 회계이익과 순자산의 가치관련성 : 전체 표본

— 양(+)의 회계이익인 표본 —

모형 (5) : $P_{it} = \theta_0 + \theta_1 E_{it} + \theta_2 BV_{it} + \theta_3 AQ_{it} + \theta_4 (E_{it} * AQ_{it}) + \theta_5 (BV_{it} * AQ_{it}) + \mu_{it}$

	coeff.	(t-value)
$E_{it} * AQ_{it}$	6.688	(4.75)***
$BV_{it} * AQ_{it}$	-0.682	(-3.41)***

주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.(양측검정)

주2) 변수의 정의는 <표 1> 참조

V. 결 론

본 연구는 발생액의 질에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 어떻게 달라지는지를 분석하였다. 우리나라의 선행연구들은 계속감사기간, 감사인의 규모, 감사인 품질관리에 대한 공적 규제 여부, 소유구조, 그리고 K-IFRS의 적용 여부 등에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 달라진다는 것을 실증하고 있다. 본 연구는 이러한 선행연구에 더하여 발생액의 질을 사용하여 이익의 질이 회계이익과 순자산의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하였다.

이의 분석을 위하여 주가-회계정보 모형을 이용하여 회계이익과 순자산의 회귀계수, 회계이익과 순자산의 증분설명력, 그리고 회계이익 및 순자산과 발생액의 질 사이의 상호작용 변수(즉, $E_{it} * AQ_{it}$ 와 $BV_{it} * AQ_{it}$)를 이용하여 분석을 수행하였다.

분석결과, 예상대로 발생액의 질에 따라 주가-회계정보 모형에서 회계이익의 계수는 유의하게 증가하지만 순자산의 계수는 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 또한, $E_{it} * AQ_{it}$ 와 $BV_{it} * AQ_{it}$ 의 계수는 유의하게 양(+)의 값과 음(-)의 값으로 나타나 역시 발생액의 질에 따라 회계이익의 가치관련성은 증가하고 순자산의 가치관련성은 감소하는 것으로 나타났다. 이상의 결과는 발생액의 질이 미래현금흐름을 잘 반영할수록 그 발생액을 포함하는 회계이익이 기업가치를 설명하는 능력이 증가하고, 상대적으로 순자산의 기업가치 설명능력은 감소한다는 것을 의미하는 것으로 이익의 질에 따라 회계이익과 순자산의 가치관련성이 달라진다는 것을 보여 준다.

그러나 본 연구의 결과는 2010년까지의 자료에 대한 결과로서 현재 우리나라에서 적용되는 K-IFRS에 의한 회계정보를 이용한 결과는 아니다. 따라서 본 연구의 결과가 K-IFRS에 의한 회계이익과 순자산에 대해서도 그대로 나타날 것인지, 아니면 다른 결과가 나타날 것인지에 대한 의문은 앞으로의 연구과제가 될 것이다.

참고문헌

- 강민정 · 이호영 · 이경화. 2012. 국제회계기준이 보수주의 회계에 미친 영향에 대한 연구 : 조기 도입기업을 대상으로. 회계학연구 37(2) : 237-278.
- 강창수. 2013. IFRS 도입을 전후한 회계정보의 질적 특성 및 가치관련성 변화. 국제회계연구 50 : 263-282.
- 고재민 · 김상일 · 이호영. 2009. 감사품질의 대응치와 발생액의 질의 상관관계. 회계학연구 제34권 제2호 : 1-42.
- 김정교 · 유순미 · 김경옥. 2011. 감사품질이 기업의 이익조정에 미치는 영향. 국제회계연구 38 : 43-74.
- 김정옥. 2013. 계속감사기간에 따른 회계정보유용성의 차이 : 회계정보의 가치관련성을 중심으로. 회계학연구 38(2) : 145-178.
- 김정옥 · 배길수. 2013. 감사인의 규모가 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향. 회계학연구 38(3) : 81-111.
- 김종대 · 조문기. 2007. 경영자지분율과 회계정보의 가치관련성 간의 상관관계분석. 회계학연구 32(4) : 1-27.
- 박종성 · 이은철. 2003. 회계제도의 개선과 회계정보의 유용성. 회계학연구 28(제2호) : 105-134.
- 박혜식 · 이우창. 2013. 외국인투자자와 사외이사의 상호작용효과가 기업가치에 미치는 영향. 국제회계연구 51 : 151-172.
- 손성규 · 고재민 · 백혜원. 2009. 발생액의 질의 회계정보 유용성. 회계정보연구 제27권(2) : 273-304.
- 윤재원 · 최현돌. 2005. 외환위기와 은행회계정보의 주가관련성 변화에 관한 연구. 회계학연구 30(제1호) : 35-63.
- 이세용. 2009. 1997년 금융위기 전후의 회계정보의 가치관련성 변화에 대한 연구. 세무와회계저널 10(1) : 35-75.
- 이세용. 2012. 발생액과 현금흐름의 미래현금흐름 예측능력과 발생액 질. 국제회계연구 50 : 399-426.
- 최성호 · 김인숙 · 최 관. 2013. K-IFRS 의무도입에 따른 회계정보의 가치관련성 변화와 투자자의 반응. 회계학연구 38(4) : 333-367.
- 최정호. 2013. IFRS 채택과 회계정보의 가치관련성. 회계학연구 38(1) : 391-424.
- 최정호 · 이재은. 2012. 감사인 품질관리에 대한 공적규제와 회계정보의 가치관련성. 회계학연구 37(3) : 1-39.
- 황성현 · 장지영. 2008. 계속감사기간이 감사품질에 미치는 영향. 국제회계연구 21 : 109-128.
- Burgstahler, D. C., and I. D. Dichev. 1997. Earnings, Adaptation and Equity Value. *The Accounting Review* 72 (2) : 187-215.

- Collins, D. W., E. L. Maydew, and I. S. Weiss. 1997. Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting & Economics* 24 : 39-67.
- Dechow, P. M., and I. Dichev, 2002. The Quality of Accruals and Earnings : The Role of accrual estimation errors, *The Accounting Review* 77 (Supplement) : 35-59.
- Francis, J. and K. Schipper. 1999. Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research* 37 (Autumn) : 319-352.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 : 295-327.
- Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics* 20 (2) : 125-153.
- Ho, L. J., C. Liu, and P. S. Sohn. 2001. The Value Relevance of Accounting Information around the 1997 Asian Financial Crisis-The Case of South Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* 8 (Dec.) : 83-107.
- Hwang, L. and Lim, S. 2012. Do Investors Price Accruals Quality? A Reexamination in the Implied Cost of Equity Capital. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 41 : 458-490.
- Lev, B. and P. Zarowin. 1999. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research* 37 (Autumn) : 353-385.
- McNichols, M. 2002. Discussion of The Quality of Accruals and Earnings : the Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement) : 61-69.

The Effects of Accruals Quality on the Value Relevance of Earnings and Equity Value

Se Yong Lee*

—〈Abstract〉—

This paper examined whether the value relevance of earnings and equity value is changed with accruals quality. Prior studies in Korea have showed that the value relevance of earnings and equity value have changed with many factors such as continuing audit time, auditor size, public regulation on audit quality, ownership structure, and the adoption of K-IFRS. In addition to these factors, this paper used accruals quality as earnings quality in examining the effects of earnings quality on the value relevance of earnings and equity value.

The sample is 3,325 firm-years selected from the firms(excluding financial institutions) listed on Korean Securities Market on the end of every year during 1999 to 2010.

To examine the effects of earnings quality on the value relevance of earnings and equity value, this paper used price-accounting numbers model and analyzed whether the regression coefficients of earnings and equity value are changed, whether the incremental explanation power(namely, R^2) of earnings and equity value is changed, and whether the coefficients of (earnings*accruals quality) and (equity value*accruals quality) are changed as accruals quality is improved.

The results are follows as expected. First, in the price-accounting number model, the coefficient of earnings is increased as accruals quality is improved, whereas the coefficient of equity value is decreased. Second, the incremental explanation power of earnings is increased with accruals quality, but that of equity value is decreased. Third, the coefficient of (earnings*accruals quality) is significantly positive with accruals quality, whereas the coefficient of (equity value*accruals quality) is decreased.

The results mentioned in the above shows that the value relevance of earnings and equity value is increased with earnings quality, of which quality is improved with accruals quality that reflects properly the flow of cash flows.

〈Key words〉 accruals quality, earnings, book value, value relevance

* Professor, Department of Business Administration, The Catholic University of Korea