

세무와회계저널
제16권 제1호 2015년 2월 pp.155~176
한국세무학회

수익비용 대응정도와 주가의 미래이익 반영정도간의 관계 연구*

고영우**

<요 약>

본 논문은 수익비용의 대응정도와 주가의 미래이익 반영정도 사이의 관계에 대해 분석하였다. 선행 연구들은 수익비용의 대응의 수준이 높을수록 이익의 유연성과 지속성이 높음을 보여주었다. 이익의 유연성과 지속성이 높은 경우 자본시장의 회계정보이용자들은 보다 정확히 미래의 이익을 예측할 수 있을 것이다. 이 경우 해당 기업의 주가는 상대적으로 미래의 이익을 보다 더 잘 반영할 것으로 기대된다. 따라서 본 연구는 수익비용의 대응정도가 높은 기업의 경우 주가가 미래의 이익을 더 잘 반영할 것이라는 가설을 세우고 이를 검증하였다.

본 연구는 가설을 검증하기 위해 1992년부터 2008년까지 분석에 필요한 자료들을 얻을 수 있는 거래소 상장 4,241기업-연도의 표본을 대상으로 회귀분석을 실시하였다. 연구결과 수익비용의 대응정도가 높은 경우 주가가 미래의 이익을 보다 더 잘 반영하고 있음을 발견하였다. 이러한 현상은 비용을 조기에 인식하는 보수주의를 채택하는 경우에도 유효하여 수익비용의 대응을 유지하는 것이 보다 주가의 미래이익반영정도를 높게 함을 발견하였다. 이러한 결과는 민감도 분석에서도 강건한 것으로 나타났다.

본 논문의 연구결과는 다음과 같은 두 가지 측면에서 의미가 있을 것으로 기대된다. 첫째, 수익비용의 대응 문제를 자본시장에서 주가의 미래 이익에 대한 정보성과 연결시켜 분석함으로써 해당 분야 연구의 영역을 확장시켰다. 둘째, 수익비용의 대응이 정보이용자에게 주는 가치에 대해 실증적 결과를 제시함으로써 회계원칙의 제정이나 회계정보를 작성하는 실무자들에게 시사점을 제공하였다.

<주제어> 수익비용 대응원칙, 주가 정보성, 미래이익반응계수(FERC)

* 본 연구는 2013학년도 경기대학교 학술연구비 지원에 의해 수행되었습니다. 본 논문을 심사하신 익명의 심사위원님들께 감사드립니다.

** 경기대학교 회계세무학과 조교수, gongi@kgu.ac.kr, 031-249-9449

논문접수일 2014년 12월 31일 1차수정일 2015년 1월 26일 게재확정일 2015년 2월 9일

I. 서 론

본 연구는 수익비용의 대응(matching principle) 정도와 주가의 미래이익 반영정도의 관계에 대해 연구하였다. 수익비용의 대응이란 비용을 관련 수익과 대응하여 인식하는 것을 의미한다.¹⁾ (Paton and Littleton, 1940) 이는 수익의 실현주의와 더불어 발생주의 회계의 근간을 구성한다.

최근의 국내·외 연구들은 수익비용 대응의 수준이 과거에 비해 점차 낮아지고 있음을 보고하고 있다(Dichev and Tang, 2008 ; 백원선 2011a). 이러한 현상과 관련하여 Dichev and Tang (2008)은 점차 회계원칙을 제정하는 데 있어서 손익계산서보다는 재무상태표의 적정성 확보를 중요시 하는데 그 원인이 있다고 주장했다. 실제 미국의 FASB(Financial Accounting Standards Board)나 유럽의 IASB(International Accounting Standards Board)는 재무상태표의 적정성을 확보하는 방향으로 회계원칙 변화를 가져가고 있다. 이들은 자산과 부채를 공정가치(fair value)를 적용하여 측정해 재무상태표의 적정성을 증대시키고, 공정가치로 평가된 자산 및 부채의 증·감을 통해 이익을 측정하는 것이 경제적 관점에서 더 타당하다고 판단하는 것으로 보여진다.

그러나 이러한 변화가 정보이용자에게 더 유용한 정보를 제공할 수 있는가에 대해서는 여러 방면에서 보다 많은 검토가 필요할 것으로 생각된다. 이러한 관점에서 본 연구는 수익비용 대응 수준과 주가의 미래 이익 반영정도 사이에는 어떠한 관련성이 있는가를 분석해 보기로 한다.

수익과 비용의 대응과 관련된 선행연구들은 수익비용 대응수준이 높을수록 이익유연화(earnings smoothing)정도와 이익지속성(earnings persistence)이라는 관점에서 이익의 질(earnings quality)이 높아짐을 이론적·실증적으로 보여주었다(Gibbins and Willett, 1997 ; Su, 2005 ; 백원선, 2011b).

이익유연화는 경영자가 현재와 미래의 성과를 보고함에 있어서 현재 성과는 나쁘지만 미래 성과가 좋을 것으로 예상되면 미래 이익의 일부를 현재로 가져오고, 현재 성과는 좋지만 미래 성과가 나쁠 것으로 예상되면 현재의 이익을 미래로 조정하는 것을 의미한다(Defond and Park 1997). 이러한 이익유연화는 대리인 이론(agency theory)의 관점에서 보자면 정보우위에 있는 경영자가 회계이익을 혼동시켜 보고함으로써 자신의 사적 이익을 극대화하려는 행위로 간주될 수도 있다. 그러나 다른 한 편의 관점에서는 이익유연화가 기업의 미래 이익수준에 대한 경영자의 정보를 시장에 제공함으로써 투자자들의 미래 이익 추정에 대한 불확실성을 줄여주는 것으로 해석될 수도 있다(Ronen and Sadan, 1981 ; Kirschenheiter and Melumad, 2002). Tucker and Zarowin(2006)의 연구는 이익유연화 정도가 높을수록 주가가 미래의 이익을 더 잘 반영함을 보여주었다.

한편 이익지속성은 현재의 이익이 상당기간 지속되는 성질을 의미한다(Sloan, 1996). Barth et

1) 수익비용의 대응은 직접대응(direct matching), 간접대응(indirect matching) 또는 기간대응(period matching), 원가의 체계적이고 합리적인 배분(allocation) 등의 형태로 구체화된다.

al.(1999)의 연구는 이익지속성이 높을 경우 주가의 이익에 대한 반응계수(Earnings Response Coefficient)가 유의하게 증가함을 보여주었다. 백원선과 최관(1999)의 연구도 이익지속성이 높을 경우 이익의 가치관련성이 상승함을 보여주었다. 이처럼 선행연구들은 이익지속성이 높은 이익에 대해 주가가 더 의미 있게 반응함을 검증하였다.

이상의 논의를 바탕으로 본 연구는 수익비용 대응정도가 높을수록 주가가 미래이익을 더 잘 반영할 것이라는 가설1을 설정하고 이를 분석하였다. 한편, 백원선(2012)의 연구는 비용의 조기 인식이 큰 경우 이익의 지속성이 증가함을 보여주었다. 이 경우 주가의 미래이익에 대한 반영정도는 증가할 것으로 예상되나 수익비용 대응정도는 감소해 상충되는 효과가 존재할 것으로 보인다. 이와 관련하여 가설2를 설정하고 분석하였다.

본 연구는 1992년부터 2008년까지 거래소에 상장된 4,241기업-연도의 자료를 대상으로 실증 분석을 수행하였다. Collins et al.(1994)이나 Tucker and Zarowin(2006), 권수영 등(2012)이 제시한 모형에 기반하여 실증분석을 실시한 결과 수익비용의 대응수준이 높을수록 주가가 미래의 이익을 더 잘 반영함을 발견하였다. 더불어 비용을 조기 인식하는 보수적인 회계처리도 수익비용의 대응을 저해함으로써 주가의 미래 이익에 대한 반영정도를 증가시키지 못함을 알아냈다. 이러한 결과는 통제변수를 통제하거나 순위변수 등을 이용해 분석하여도 강건하였다.

이러한 본 연구의 연구결과는 다음과 같은 두 가지 측면에서 학술적·실무적 의미가 있을 것으로 기대된다. 첫째, 본 연구는 최근에 많은 연구가 진행되고 있는 수익과 비용의 대응과 관련된 연구의 주제를 확대했다는 측면에서 학술적 의미가 있을 것으로 보인다. 즉, 수익비용 대응정도가 높은 기업의 특성에 착안하여 주가의 미래이익 반영정도를 분석함으로써 기존의 연구들이 보여주지 못했던 수익비용 대응원칙이 주가와 관련된 정보유용성에 미치는 효과를 보여주었다. 둘째, 회계정보의 작성자나 회계원칙의 제정자들에게 수익비용 대응의 원칙이 갖는 의미를 보여줌으로써 이들이 지향해야 할 방향에 대해 다시 한 번 생각할 기회를 제공한 것으로 보인다. 즉, 재무상태표의 적정성 향상을 위한 수익비용 대응원칙의 희생이 가져올 수 있는 문제점에 대해 주의를 환기 시킬 수 있을 것으로 보인다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제 I 장의 서론에 이어 제 II 장에서는 선행연구와 가설을 제시한다. 제 III 장에서는 본 연구의 표본과 연구방법을 기술하고, 제 IV 장에서는 실증분석의 결과를 제시하며, 제 V 장에서는 추가분석을, 제 VI 장에서는 결론을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설

본 연구의 주제는 수익비용의 대응수준이 주가의 미래 이익 반영 정도에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하는 것이다. 따라서 본 장에서는 수익비용 대응원칙과 관련된 연구 및 주가의 미래 이익 반영과 관련된 선행 연구들을 살펴보고, 이를 통해 두 요소의 영향 관계에 대해 가설을 설정하기로 한다.

Paton and Littleton(1940)에 의하면 수익비용의 대응원칙(matching principle)은 비용(expense)을 관련 수익(revenue)을 인식하는 기간에 대응하여 인식하는 것을 의미한다. 즉, 비용을 현금 지출 기간에 인식하는 것이 아니라 수익을 창출했다고 인정되는 기간에 인식하는 방법이다. 이러한 수익비용 대응원칙은 수익의 실현주의와 함께 발생주의 회계의 중요한 근간을 구성한다.²⁾

수익비용의 대응원칙과 관련된 연구는 크게 수익비용 대응정도가 시계열적으로 어떻게 변화하여 왔는가에 대한 연구와 대응 수준의 차이가 가져오는 효과에 대한 연구들로 구분할 수 있다. Dichev and Tang(2008)의 연구는 40년간의 미국 기업의 시계열 분석을 통해 미국 기업들의 수익비용 대응정도가 점차 감소하고 있음을 발견하였다. 이들은 이러한 현상이 미국의 회계원칙이 지속적으로 대차대조표 중심으로 변화되어 왔음에 기인한다고 주장했다. 동시에 이러한 수익비용 대응 정도의 하락이 이익의 지속성은 감소시키고 이익의 변동성을 증가시키고 있다고 주장했다. 이들은 1970년대 이후 자산의 가치관련성은 증가하고 있음에 반해 이익의 가치관련성은 저하되고 있다는 Collins et al.(1997)의 연구 결과의 원인으로 수익비용의 대응정도 약화를 들고 있다. 국내에서도 백원선(2011a)의 연구는 1983년부터 2008년까지의 자료 분석을 통해 국내에서도 수익비용의 대응정도가 점차 감소하는 현상이 나타나고 있음을 보여주었다.

한편 선행연구들은 이와 같은 수익과 비용의 대응정도가 약화가 가지는 의미에 대해 분석하였다. 이들은 수익비용의 대응정도의 변화가 이익의 질(earnings quality)에 영향을 미칠 것으로 보고 이에 대해 분석하였다. Gibbins and Willett(1997)은 수익비용의 대응이 잘되는 기업이 장기적 관점에서 기간별 이익의 편차가 낮으며 이로 인해 이익의 지속성이 높다고 주장했다.

Su(2005)의 연구는 수익비용의 대응이 잘 지켜질수록 이익유연화의 정도가 높아짐을 이론적으로 증명하였다. Su(2005)가 제시한 간단한 상황을 통해 수익비용의 대응원칙이 잘 지켜지는 경우 구조적으로 이익의 변동성 정도가 작아짐을 관찰할 수 있다. 예를 들어, 2기에 ₩50을 주고 상품을 사와 4기에 ₩100에 파는 경우를 생각해 보자. 이 경우 수익과 관련 비용을 대응시켜 회계 처리한 경우는 사례1과 같이 이익이 보고될 것이다. 이 때 기업은 4기까지의 기간 중 평균이익 ₩12.5을 보고할 것이며 이 때 기간 중 이익의 표준편차는 21.65이 될 것이다. 그러나 사례2와 같이 상품을 구입기간에 비용으로 인식하고 판매시점에 수익을 인식한다면 기간 중 평균이

2) 발생주의 회계는 일반적으로 현금주의 회계에 비해 성과 측정과 재무 상태의 보고 및 미래에 대한 예측 면에서 더 우수한 것으로 받아들여지고 있다(Dechow 1994).

익은 ₩12.5로 동일하나 해당 기간 이익의 표준편차는 54.49가 될 것이다. 이처럼 Su(2005)는 수익비용의 대응이 기간 보고이익의 변동성을 감소시킴을 이론적으로 보여주었다.

〈표 1〉 수익비용의 대응과 이익변동성의 관계

	1기	2기	3기	4기	기간별 평균이익	이익의 변동성(표준편차)
사례1				50	12.5	21.65
사례2		-50		100	12.5	54.49

이와 같은 원리에 기반하여 백원선(2011b)의 연구는 국내 기업을 대상으로 수익과 비용의 대응 수준과 이익의 질(earnings quality)에 대해 분석하였다. 이 연구는 수익비용의 대응정도가 높을수록 이익유연화 정도나 이익의 지속성 등이 높아짐을 발견하였다. 노باط은·이세용(2012)의 연구는 수익비용의 대응수준에 따라 수익과 비용에 대한 시장반응이 다른가를 검증하였다. 연구 결과 수익비용의 대응수준이 낮은 기업의 경우 비기대 수익과 비기대 비용에 대한 시장의 반응이 유의하게 다름을 발견하였다. 반면 이러한 현상은 수익비용의 대응수준이 높은 기업에서는 발견되지 않았다. 미래 회계이익에 대한 정보의 불확실성과 관련하여 노باط은(2013)의 연구는 수익비용의 대응정도가 높을수록 재무분석가의 예측 오류가 감소함을 발견하였다. 김종일(2013)의 연구는 이익조정이 수익비용의 적절한 대응을 방해하는 요소임을 주장하였다. 정현욱·이강일(2014)의 연구는 수익비용의 대응정도가 높을수록 감사시간이 유의하게 감소함을 발견하였다.

주가의 미래이익 반영과 관련해서는 Collins et al.(1994)의 연구가 그 단초를 제공했다. 이들은 현금흐름 할인모형(discounted cash flows valuation model)을 활용하여 주가와 이익간의 관계를 설명했다. Lundholm and Myers(2002)는 과거, 현재, 미래의 이익을 반영하여 모형을 변형하였다. 이들은 모형의 설명력(power of test)을 높이기 위해 3년간의 미래이익과 3년간의 미래 수익률을 모형에 포함시켰다.

Gelb and Zarowin(2002)은 기업의 공시정책이 주가의 미래 이익반영정도에 미치는 영향을 분석하였다. 이들에 따르면 공시점수(AIMR-FAF)가 높을수록 주가가 미래의 이익을 더 잘 반영하고 있음을 보여주었다. Tucker and Zarowin(2006)은 Lundholm and Myers(2002)을 이용해 이익유연화가 주가의 미래이익 반영정도를 높이는가를 분석했다. 1993년부터 2000년까지 미국의 기업을 대상으로 분석한 결과 이들은 이익유연화 정도가 높을수록 주가가 미래의 이익을 더 잘 반영함을 보여주었다. 국내에서도 권수영 등(2012)의 연구는 발생액의 질이 주가의 정보성에 미치는 영향을 분석했다. 1997년부터 2007년까지 거래소 기업을 대상으로 분석한 결과 발생액의 질이 높을수록 주가가 미래의 이익을 더 잘 반영한다는 결과를 발견했다.

그렇다면 앞서 살펴본 수익비용의 대응정도와 주가의 미래이익 반영정도는 어떠한 관계를 가질까? 이와 관련하여 수익비용 대응정도가 높은 경우 이익의 유연성과 지속성이 높다는 점을 상

기할 필요가 있다.

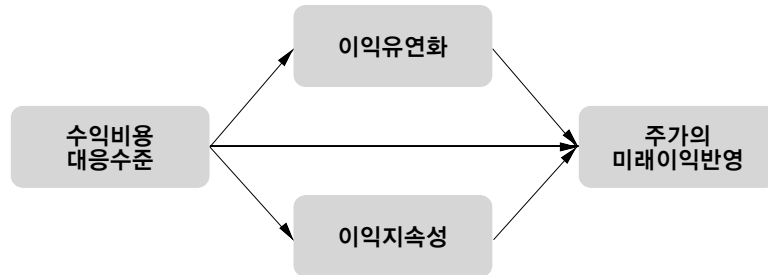
이익유연화(income smoothing)는 소위 “cookie jar”라는 별명이 말해 주듯이 전체 이익을 기간 별로 비슷하게 인식하는 행위를 말한다. Defond and Park(1997)은 기업의 현재 성과는 나쁘지만 미래 성과가 좋을 것으로 예상되면 미래 회계이익의 일부를 현재로 가져오고, 현재의 성과는 좋으나 미래의 성과가 나쁠 것으로 예상되면 현재의 이익을 줄여 미래로 이연하는 조정을 할 것이라고 했다.³⁾ 이러한 이익의 유연화와 관련하여 Gorden(1964)은 경영자들이 회계적 선택이 가능한 경우 기간별 이익을 유사하게 만드는 선택을 할 것이라고 예측한 바 있다. 실제 Graham et al.(2005)은 약 78%의 경영자들은 경제적 이익을 포기하더라도 이익을 유연화하는 회계처리를 선택한다는 연구결과를 발표했다.

이러한 이익유연화의 회계 정보적 관점에서의 효과와 관련해서는 상반된 두 가지의 시각이 존재한다. 하나는 대리인 이론(agency theory)의 관점에서 이익유연화를 해석하는 것인데, 이 경우 경영자는 정보우위를 바탕으로 자신의 이익을 극대화하기 위해 혼재된(garbled) 이익을 제공하며 이 경우 회계정보의 정보성이 낮을 것으로 기대된다. 반면 이익유연화를 경영자의 미래 이익에 대한 정보를 투자자들에게 제공하는 방법의 하나로 보는 시각도 존재한다. Ronen과 Sadan(1981)은 경영자의 이익유연화가 회계정보의 이용자들로 하여금 미래의 이익 추정에 대한 불확실성을 줄여준다고 하였다. Kirschenheiter and Melumad(2002)는 보고 이익은 투자자들로 하여금 항구적인 미래 현금 흐름의 수준을 예측하는 역할을 하며 보고 이익의 변동성이 높을 경우 투자자들은 이러한 예측에 확신이 낮아진다고 주장하였다. 이 경우 이익유연화는 보다 정보 이용자에게 보다 유익한 정보가 될 것이다. 이와 같이 이익유연화는 두 가지 상반된 성질을 갖는다. 이 중에 어떠한 성질이 현실에서 더 크게 작용하는가에 따라 주가의 미래 이익 반영 정도에 상반된 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상된다. 이와 관련하여 Tucker and Zarowin(2006)은 이익유연화를 할 경우 주가가 미래의 이익을 보다 잘 반영함을 직접적으로 검증하였다.

한편, Sloan(1996)에 의하면 이익지속성은 현재의 이익이 상당기간 지속되는 성질을 의미한다. Barth et al.(1999)은 과거 5년간 이익이 꾸준히 증가한 경우 그렇지 않은 경우에 비해 주가가 이익에 대해 보다 크게 반응함을 보여주었다. 백원선과 최관(1999)의 연구는 과거 12년간의 자료로부터 각 기업의 이익지속성을 측정하고 이를 Olhson(1995)모형에 대입하여 이익지속성이 높을 경우 이익의 가치관련성이 상승함을 보여주었다. Francis et al.(2005)의 연구는 이익의 질적 속성과 자기자본비용(cost of equity)의 관계를 분석하여 이익의 지속성이 높은 경우 자기자본비용이 감소함을 보여주었다. 이와 같은 관점에서는 이익의 지속성이 높을 경우 주가가 미래를 보다 쉽게 예측하도록 하여 미래 이익을 보다 잘 반영하도록 할 것이라는 기대를 갖게 한다.

3) 이와 같은 이익유연화의 동기는 크게 세 가지로 나누어 설명되어 왔다. (1) 투자자들의 기업에 대한 위험 인식을 낮추는 효과. (2) 고객이나 공급자들 등 기업의 이해관계자와의 보다 유리한 협상을 가능하게 하는 효과. (3) 투자자들에게 미래의 성장과 관련된 정보를 제공하는 효과 등이다.

〈그림 1〉 수익비용 대응수준과 주가의 미래이익 반영정도 사이의 관계



이상의 논리를 요약하자면 수익비용 대응의 수준이 높을수록 이익유연화나 이익의 지속성으로 표현되는 이익의 질이 높아질 것으로 기대된다. 높은 이익유연화는 대리인 이론의 관점에서 주가가 보다 덜 미래 이익에 대한 정보성을 가질 것으로 기대되나, 경영자의 사적 정보를 시장에 제공한다는 면에서는 보다 정보성을 가질 것으로 예상된다. 이익의 지속성은 주가의 미래이익 반영정도를 높게 하는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

이와 같이 수익비용의 대응정도와 주가의 미래 이익 반영정도 간에는 일부 상반된 영향관계가 존재하므로 이는 기본적으로 실증의 문제일 것으로 판단된다. 그러나 Tucker and Zarowin (2006) 등의 연구결과를 고려해 본 연구에서는 다음과 같이 대립가설을 설정하여 이의 성립 여부를 관찰하기로 한다.

가설1 : 수익비용 대응 수준이 높아지면 주가가 미래의 이익 반영정도는 증가할 것이다.

만약에 본 가설이 실증적으로 지지된다면 이익유연화의 긍정적이 면이 시장에서 더 강한 영향을 발휘하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 반면 성립되지 않는다면 이익유연화의 부정적인 면이 다른 요소들의 영향이 더 큰 것으로 평가할 수 있을 것이다.

한편 백원선(2012)의 연구는 비용의 가속인식이나 지연인식이 이익의 변동성과 지속성에 미치는 영향을 분석하였다. 연구 결과에 의하면 비용을 가속 인식 정도가 비용의 지연 인식에 비해 큰 경우 이익의 변동성은 영향이 없으나 이익의 지속성은 증가하는 것으로 보고했다. 이 경우 이익의 지속성이 증가하기 때문에 주가의 미래이익에 대한 반영정도가 커질 수 있다. 반면 수익 비용의 대응 정도가 낮아지기 때문에 주가의 미래이익에 대한 반영정도는 낮아질 수 있다. 이와 관련하여 본 연구는 비용의 조기 인식이 큰 경우 주가의 이익에 대한 정보성이 더 증가할 것인가에 대해 검증하기로 한다. 이 문제 역시 어떠한 방향의 힘이 더 크게 작용하는가에 따라 다른 결과가 나올 것이므로 기본적으로 실증의 문제일 것으로 기대된다.

가설2 : 비용을 조기 인식하는 경우 주가의 미래의 이익 반영정도는 감소할 것이다.

Ⅲ. 표본 및 연구방법

1. 연구표본

본 연구는 1992년부터 2008년까지의 연도를 대상으로 거래소에 계속 상장된 기업들 중에서 다음 요건에 해당되는 기업을 표본으로 선정하였다. 수익비용의 대응 정도를 측정하기 위해서는 과거 10년간의 수익과 비용에 관한 자료가 필요하기 때문에 이에 사용된 자료는 1982년부터이다. 산업간 이질성을 배제하기 위해 금융업 등을 제외한 제조업에 속하는 기업들을 대상으로 하였으며 경제적 환경의 변화를 통일하기 위해 12월 결산법인을 대상으로 분석했다. 연구 모형(1)에서 볼 수 있듯이 모형이 당기 이후 3기간의 수익률 자료를 필요로 하기 때문에 2011년 자료까지가 사용되었다. 본 연구에 사용된 회계자료 및 관련 데이터는 Fn-Guide를 이용하여 수집하였다.

- ① 표본기간(1982년부터 2008년까지) 동안 한국의 유가증권시장에 계속 상장된 기업
- ② 1992년부터 2011년까지 수익률 자료가 있는 기업
- ③ 금융·증권·보험업종에 속하지 않는 기업
- ④ 12월 결산법인
- ⑤ 표준산업분류(SIC)에 의해 산업별로 기업수가 2개 이상인 산업의 업체⁴⁾

위와 같은 조건에 의해 총 4,241개의 기업-연도 자료가 선정되었다. 최종적으로 추출된 표본의 특성과 관련하여 업종별로는 화학물질 및 화학제품 제조업이나 1차 금속 제조업 등에 많은 기업이 분포하였다. 반면 어업 등에는 매우 표본이 작아 산업별 분포가 이질적이었다. 한편, 표본의 연도별 분포는 매년 비슷한 수준으로 연도별로 큰 차이가 관찰되지 않았다.

2. 연구방법

가. 수익과 비용의 대응 정도를 측정하는 변수

본 연구에서 수익과 비용의 대응정도를 측정하는 변수는 Dichev and Tang(2008), 백원선(2011a, 2011b) 등 다수의 선행 연구에서 사용된 방법을 준용하였다.⁵⁾ 기업별로 이전 10년 간의

4) 본 연구에서는 산업-연도별로 기업 수가 2개 이하인 표본은 제외하였다. 이는 수익비용 대응정도와 관련하여 산업-연도 내의 백분율 변수를 사용하기 위함이며, 추가 분석 등에서는 그 수를 다양화하여 분석하였다. 산업분류는 표준산업분류의 중분류를 사용하였다.

5) 총비용의 계산과 관련하여 본 연구는 국내 백원선(2011a, 2011b)의 연구처럼 매출원가, 판매비와 관리비, 영업외 비용 등을 합산하는 방법도 사용하였으나, 결과는 본문에 제시된 결과와 거의 유사하여 생략

자료를 이용해 종속변수를 수익으로 하고 비용을 독립변수로 하는 회귀모형을 통해 수정결정계수(adjusted R-square)를 측정하고 이를 수익비용의 대응정도를 측정하는 변수로 사용하였다. 수정결정계수의 값이 클수록 수익과 비용간의 대응정도가 높다고 해석한다.

$$REV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EXP_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{식(1)}$$

여기에서, REV_{it} = 기업 i의 t기 매출액

EXP_{it} = 기업 i의 t기 총비용. 매출원가, 판매관리비, 영업외비용 등 포함

다음으로 본 연구는 가설2의 검증을 위하여 수익비용의 대응과 관련하여 비용의 가속인식에 대해 측정한다. 백원선(2012)의 연구는 Dichev and Tong(2008)의 모형을 당기 수익과 전기비용, 당기비용, 차기비용을 반영하는 회귀식으로 확장하고 이로부터 각 변수에 대한 표준화 회귀계수를 산출했다. β_1 은 전기의 비용과 당기의 수익간의 관계를 나타내는 표준화 회귀계수로 비용의 가속인식 정도를 나타낸다. 따라서 식(2)의 β_1 의 계수가 클수록 비용의 조기인식 정도가 높은 것으로 해석할 수 있다.⁶⁾

$$REV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EXP_{it-1} + \beta_2 EXP_{it} + \beta_3 EXP_{it+1} + \varepsilon_{it} \quad \text{식(2)}$$

여기에서, EXP_{it-1} = 기업 i의 전기 총비용

EXP_{it+1} = 기업 i의 차기 총비용

식(2)에서 EXP_{it-1} 는 기업 i의 전기 총비용, EXP_{it+1} 는 기업 i의 차기 총비용을 나타낸다. 각 비용은 해당연도의 평균자산으로 나누어 변수를 측정하였다.

나. 주가의 미래이익 정보 반영 정도 측정

본 연구의 가설인 수익비용의 대응정도가 주가의 미래이익 반영정도에 영향을 미치는가를 검증하기 위한 식은 아래 모형(1)과 같다. 이 모형의 기반은 Collins et al(1994)나 Tucker and Zarowin(2006) 등 다수의 선행연구들이 사용한 것이다. 아래에서 종속변수는 R_{it} 으로 i 기업의 t 기간 주식수익률을 의미한다. 이는 X_{t-1} (전기의 이익)과 X_t (당기의 이익) 및 X_{t+3} (차기 이후 3기간의 이익의 합)에 반영될 것으로 기대된다. 또한 이를 통제하기 위해 R_{it+3} (차기 이후 3기간의 주식수익률)로 통제를 하였다.

일반적으로 주가가 미래의 이익과 관련된 정보를 얼마나 반영하는가에 관해서는 X_{it+3} 의 계수인 β_3 을 통해 관찰한다. 이 값이 유의한 양의 값을 갖는다면 주가는 미래의 이익을 반영함을

하였다.

- 6) 표준화 회귀계수는 회귀식의 모든 변수를 표준화하여 추정된 것으로 회귀계수간에 직접비교가 가능한 것으로 알려져 있다(Pindyck and Rubinfeld 1991 ; 백원선, 2012).

의미한다.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it+3} + \beta_4 R_{it+3} + \varepsilon_{it} \quad \text{모형(1)}$$

여기에서, R_{it} = 기업 i의 t기 연간 추가수익률
 X_{it} = 기업 i의 t기 영업이익
 X_{it+3} = 기업 i의 t+1기부터 t+3기까지 영업이익의 합
 R_{it+3} = 기업 i의 t+1기부터 t+3기까지 주식 수익률

모형(2)는 모형(1)을 수익비용 대응정도의 효과를 관찰할 수 있도록 확장시킨 모형이다. 수익비용 대응정도를 나타내는 MAT_{it} 를 포함시켜 이의 방향성을 관찰하여 가설을 검증하기로 한다. MAT_{it} 의 계수인 β_8 이 유의한 양의 값을 갖는다면 본 연구의 가설1이 지지되는 것으로 해석할 수 있다.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it+3} + \beta_4 R_{it+3} + \beta_5 MAT_{it} + \beta_6 MAT_{it} \times X_{it-1} + \beta_7 MAT_{it} \times X_{it} + \beta_8 MAT_{it} \times X_{it+3} + \beta_9 MAT_{it} \times R_{it+3} + \varepsilon_{it} \quad \text{모형(2)}$$

여기에서, MAT_{it} = 기업 I의 t기 수익비용 대응정도. 과거 10년간의 수익과 비용의 수정결정계수

한편 가설2는 비용의 가속인식이 주가의 미래이익 반영여부를 검증하는 것이다. 이는 수익비용의 대응정도를 비용의 가속인식 정도로만 바꾸어 검증 가능할 것으로 보인다. 따라서 모형(2)의 MAT_{it} 를 식(2)에서 측정된 β_1 으로 대체하여 모형(3)을 만들기로 한다. 본 모형에서 AGG는 비용의 가속인식정도를 나타내는 표준화 회귀계수이다.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it+3} + \beta_4 R_{it+3} + \beta_5 AGG_{it} + \beta_6 AGG_{it} \times X_{it-1} + \beta_7 AGG_{it} \times X_{it} + \beta_8 AGG_{it} \times X_{it+3} + \beta_9 AGG_{it} \times R_{it+3} + \varepsilon_{it} \quad \text{모형(3)}$$

여기에서, AGG_{it} = 기업 I의 t기 비용의 가속인식 정도를 나타내는 표준화 회귀계수

IV. 실증결과

1. 기술통계량

<표 2>는 본 연구에 사용된 주요 변수들의 기술통계를 보여준다.⁷⁾ 먼저 연구모형의 종속변수인 RET_{it} 은 주식의 1년간의 수익률을 의미하는데, 평균이 18%이며 중위수는 6.2%로 나타났다.

7) 본 연구에 사용된 모든 변수들은 회귀분석에서 극단치의 영향을 배제하기 위해 1%수준에서 winsorized 된 값을 사용하였다.

전기(X_{t-1})와 당기의 이익(X_t)은 약 0.012나 0.013으로 나타나 두 수치가 비슷한 것을 관찰할 수 있다. 그러나 차기 이후 3기간의 이익을 나타내는 X_{t+3} 은 두 수치보다 매우 큰 것을 관찰할 수 있다. 이는 이 변수의 분모가 여전히 $t+1$ 기의 자산이기 때문에 나타나는 현상으로 보인다. 이들 변수들의 통계량은 선행연구들과 큰 차이가 없는 것으로 보인다.

〈표 2〉 주요 변수의 기술통계량

변 수	N	평균	표준편차	25%	50%	75%
RET_1	4,241	0.180	0.621	-0.242	0.062	0.443
X_{t-1}	4,241	0.012	0.105	0.004	0.021	0.052
X_t	4,241	0.013	0.104	0.004	0.022	0.053
X_{t+3}	4,241	0.064	0.229	0.006	0.078	0.176
RET_3	4,241	0.442	1.275	-0.377	0.060	0.816
MAT_t	4,241	0.839	0.241	0.815	0.942	0.984
AGG_t	4,241	0.087	0.216	-0.017	0.058	0.173

주) RET_1 : 기업 1의 1년간 주식수익률

X_{t-1} : 기업 1의 $t-1$ 기 당기순이익을 $t-1$ 기 기초 총자산으로 나눈 금액

X_t : 기업 1의 t 기 당기순이익을 t 기 기초 총자산으로 나눈 금액

X_{t+3} : 기업 1의 $t+1$ 기부터 $t+3$ 기까지 3년간의 당기순이익을 $t+1$ 기 기초 총자산으로 나눈 금액

RET_3 : 기업 1의 $t+1$ 년부터 $t+3$ 년까지의 주식수익률

MAT_t : 해당 기업 수익을 종속변수로 비용을 실험변수로 하고 과거 10년간 자료를 이용하여 구한 회귀식의 수정결정계수

AGG_t : 기업 1의 t 기 비용의 가속인식 정도를 나타내는 표준화 회귀계수

2. 상관관계분석 결과

〈표 3〉은 주요 변수들간의 피어슨(pearson) 상관관계를 나타내고 있다. 당기의 수익률은 예상과 같이 과거 현재 미래의 이익과 각각 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 반면 미래의 수익률과는 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내 선행연구들과 유사한 결과를 보여주고 있다.

〈표 3〉 주요 변수의 피어슨 상관계수

	RET_1	X_{t-1}	X_t	X_{t+3}	RET_3	MAT_t
X_{t-1}	0.072 (0.001)					
X_t	0.178 (0.001)	0.377 (0.001)				
X_{t+3}	0.166 (0.001)	0.259 (0.001)	0.331 (0.001)			
RET_3	-0.011 (0.494)	0.072 (0.001)	0.099 (0.001)	0.289 (0.001)		
MAT_t	0.031 (0.044)	0.248 (0.001)	0.128 (0.001)	0.086 (0.001)	0.042 (0.007)	
AGG_t	-0.031 (0.043)	-0.132 (0.001)	-0.079 (0.001)	-0.100 (0.001)	-0.063 (0.001)	-0.183 (0.001)

1) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

2) 괄호 안은 p값을 의미

한편, 본 연구의 실험변수인 수익비용의 대응정도(MAT)는 이익 및 주식수익률과 모두 양의 상관관계를 나타내고 있다. 반면 비용의 조기 인식을 의미하는 AGG는 수익비용 대응정도와 유의한 음의 상관관계를 가지며 이로 인해 대부분의 변수들과 MAT와는 반대의 관계를 보이고 있다. 이러한 관계는 관련 변수를 통제하기 전의 결과이므로 이들 사이의 관계를 보다 정확히 분석하기 위해 절을 달리하여 살펴보기로 한다.

3. 다중회귀분석 결과

<표 4>는 수익비용 대응정도에 따른 주가의 미래이익 반영정도를 보여주는 회귀분석의 결과를 정리한 표이다. 모형(1)은 실험변수를 배제한 주가의 미래 이익 반영정도를 보여주는 식이다. 회귀분석결과 현재와 미래의 이익은 유의한 양의 회귀계수를 나타내고 있다. 반면 3년간의 수익률(RET_3)은 유의한 음의 상관관계를 보이고 있다. 수정결정계수는 4.77%를 타나내고 있다. 이는 선행연구들과 유사한 결과이다.

〈표 4〉 수익비용 대응정도와 주가의 미래이익 반영정도

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it+3} + \beta_4 R_{it+3} + \varepsilon_{it} \quad \text{모형(1)}$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it+3} + \beta_4 R_{it+3} + \beta_5 MAT_{it} + \beta_6 MAT_{it} \times X_{it-1} + \beta_7 MAT_{it} \times X_{it} + \beta_8 XAT_{it} \times X_{it+3} + \beta_9 MAT_{it} \times R_{it+3} + \varepsilon_{it} \quad \text{모형(2)}$$

	모형1		모형2	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
<i>Intercept</i>	0.159***	15.91	0.189***	4.83
X_{t-1}	-0.082	-0.85	0.681***	3.6
X_t	0.855***	8.57	0.022	0.09
X_{t+3}	0.381***	8.41	-0.004	-0.03
RET_3	-0.031***	-4.11	-0.043	-1.34
MAT_t			-0.034	-0.77
$MAT_t * X_{t-1}$			-1.374***	-4.64
$MAT_t * X_t$			1.353***	3.87
$MAT_t * X_{t+3}$			0.503***	2.87
$MAT_t * RET_3$			0.009	0.24
표본수	4,241		4,241	
Adj-R ²	4.77%		5.61%	
F-Value	54.08		28.99	

- 1) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조
 2) ***, **, * 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함

다음으로 본 연구의 가설을 검증하기 위한 모형(2)를 살펴보기로 한다. 모형(2)는 모형(1)에 수익비용 대응정도(MAT)를 나타내는 변수를 추가하여 모형을 확장시킨 것이다. 이 모형에서 수익비용 대응정도는 0부터 1 사이의 값을 가질 것이며, 수익비용의 대응정도가 높을수록 큰 값을 갖는다. 변수 $MAT_{it} \times X_{it+3}$ 는 수익과 비용 대응정도와 미래이익의 결합관계를 나타내는 것으로 이 변수의 회귀계수가 유의한 양의 값을 가지면 주가가 미래의 이익을 반영함을 나타내는 것을 의미한다. 회귀계수 β_8 의 값이 0.503로(t-값=2.87) 1% 수준에서 유의한 양의 값을 나타냄을 관찰할 수 있다. 이는 수익비용의 대응정도가 높으면 주가가 미래의 이익을 보다 잘 반영함을 의미하는 것으로 본 연구의 가설이 성립함을 보여주는 것이다.⁸⁾

8) 본 연구에서는 식(1)로부터 도출된 수정결정계수와 식(2)로부터 도출된 수정결정계수 모두를 이용하여 회귀분석을 실시하였으나 그 결과는 큰 차이가 없었다.

<표 5>는 가설2에 대한 회귀분석 결과이다. 가설2와 관련된 변수인 AGG_{it}는 비용의 조기인식 정도를 나타내는 변수이다. AGG_{it} × X_{it+3}는 비용의 조기인식이 주가의 미래 이익반영정도와 어떠한 관계를 갖는가를 보여주는 변수이다. 이 변수의 회귀계수는 통계적으로 유의한 값을 나타내지 않았다.⁹⁾ 이러한 결과는 비용을 조기에 인식하는 보수주의조차도 비록 이익의 지속성은 향상된다하여도 수익비용 대응정도를 약화시켜 주가의 미래 이익에 대한 반영 정도가 증가하지 않음을 의미하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

<표 5> 비용의 가속인식 정도와 주식의 미래이익 반영정도

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it+3} + \beta_4 R_{it+3} + \beta_5 AGG_{it} + \beta_6 AGG_{it} \times X_{it-1} + \beta_7 AGG_{it} \times X_{it} + \beta_8 AGG_{it} \times X_{it+3} + \beta_9 AGG_{it} \times R_{it+3} + \varepsilon_{it}$$

모형(3)

	회귀계수	t-값
<i>Intercept</i>	0.154***	13.75
<i>X_{t-1}</i>	-0.114	-1.07
<i>X_t</i>	0.943***	8.63
<i>X_{t+3}</i>	0.388***	7.67
<i>RET₃</i>	-0.021**	-2.55
<i>AGG_t</i>	0.030	0.58
<i>AGG_t * X_{t-1}</i>	0.700	1.54
<i>AGG_t * X_t</i>	-1.340**	-2.19
<i>AGG_t * X_{t+3}</i>	0.044	0.17
<i>AGG_t * RET₃</i>	-0.148***	-2.85
표본수	4,267	
Adj-R ²	5.29%	
F-Value	26.42	

1) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

2) ***, **, * 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함

9) 비용의 조기인식과 관련하여 표준화 계수 자체 및 산업·연도 내의 상대적 순위 등을 통해 분석하여도 유의한 결과를 발견할 수 없었다.

V. 추가분석

1. 순위변수를 통한 분석

<표 6>은 실험변수로 수정결정계수 대신 수정결정계수의 산업 및 연도 내 백분위 순위(within industry-year fraction ranking)를 사용해 분석한 결과이다. 이는 수정결정계수가 연도나 산업별로 다른 특성이 있을 경우 생길 수 있는 오류를 통제하기 위한 것이다. 이 수치는 0초과 1이하의 값을 가지며 연도-산업 내에서 가장 수익비용의 대응이 잘되는 경우 1의 값을 갖도록 하였다. 회귀분석결과 $MAT_t * X_{t+3}$ 의 계수는 0.646(t-값 3.27)로 1% 수준에서 유의한 양의 값을 가져 가설이 여전히 성립됨을 나타내고 있다.¹⁰⁾

〈표 6〉 순위변수를 이용한 결과

	회귀계수	t-값
<i>Intercept</i>	0.151***	6.86
X_{t-1}	0.625***	3.42
X_t	0.353*	1.65
X_{t+3}	0.111	1.12
RET_3	-0.011	-0.6
MAT_t	0.027	0.7
$MAT_t * X_{t-1}$	-2.706***	-4.79
$MAT_t * X_t$	1.739***	3.25
$MAT_t * X_{t+3}$	0.664***	3.28
$MAT_t * RET_3$	-0.056*	-1.69
표본수	3,843	
Adj-R ²	5.97%	
F-Value	28.09	

1) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

2) ***, **, * 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함

2. 이익이 음인 경우의 분석

Basu(1997)는 손실은 이익보다 일시적이기 때문에 가치관련성이 더 낮다고 주장했다. Hayn

10) 본 추가분석에서는 산업·연도내 표본 수가 2개 이상인 표본들로 표를 만들었다. 그러나 산업·연도내 표본 수를 10개까지 점증적으로 올리며 결과를 관찰하여도 모든 경우에 가설1이 성립하였다.

(1995)는 손실기업의 경우 이익이 일시적인 것이기 때문에 이익일 때보다 이익의 정보성이 낮다고 했다. 이러한 관점에서 본 추가 분석에서는 손실기업을 대상으로 본 연구의 가설이 성립하는가를 검증해 보기로 한다. Tucker and Zarowin(2006)의 방법을 따라 손실을 나타내는 더미 변수(loss)와 X_t 및 X_{t+3} 사이에 결합항을 만들어 분석하였다.

<표 7>은 이익이 음인 경우 주가의 미래 이익 반영에 차이가 있는가를 분석한 표이다. 변수 $MAT_{it} \times X_{it+3}$ 의 회귀계수는 0.451(t-값 2.57)로 1% 수준에서 여전히 유의한 양의 값을 가져 주가가 현재 및 미래의 이익을 반영함을 나타내고 있다. 한편 $LOSS_{it} \times X_{it+3}$ 의 회귀계수는 유의한 음의 값을 나타내고 있다. 이는 당기에 손실을 보고한 기업의 경우 주가가 미래의 이익을 반영하는 정도가 이익을 보고한 기업에 비해 낮음을 보여준다.

<표 7> 이익이 음인 경우에 대한 분석 결과

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it+3} + \beta_4 R_{it+3} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 LOSS_{it} \times X_{it} + \beta_7 LOSS_{it} \times X_{it+3} + \epsilon_{it}$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it+3} + \beta_4 R_{it+3} + \beta_5 MAT_{it} + \beta_6 MAT_{it} \times X_{it-1} \\ + \beta_7 MAT_{it} \times X_{it} + \beta_8 MAT_{it} \times X_{it+3} + \beta_9 MAT_{it} \times R_{it+3} \\ + \beta_{10} LOSS_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} * X_{it} + \beta_{12} LOSS_{it} \times X_{it+3} + \epsilon_{it}$$

	모형3		모형4	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
<i>Intercept</i>	0.157**	10.1	0.179**	4.07
X_{t-1}	-0.093	-0.96	0.696***	3.66
X_t	0.870***	3.34	0.235	0.67
X_{t+3}	0.507***	7.9	0.156	1.05
RET_3	-0.032***	-4.15	-0.045	-1.4
MAT_t			-0.026	-0.59
$MAT_t * X_{t-1}$			-1.422***	-4.8
$MAT_t * X_t$			1.130***	3.2
$MAT_t * X_{t+3}$			0.451***	2.57
$MAT_t * RET_3$			0.010	0.29
$LOSS_t$	-0.096***	-3.15	-0.080**	-2.59
$LOSS_t * X_t$	-0.280	-0.95	-0.295	-0.97
$LOSS_t * X_{t+3}$	-0.411***	-3.94	-0.379***	-3.64
표본수	4,241		4,241	
Adj-R ²	5.34%		6.05%	
F-Value	35.19		23.75	

1) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

2) ***, **, * 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함

3. 통제변수를 포함한 분석

<표 8>은 주가수익률에 대한 통제변수를 포함한 분석의 결과를 나타내고 있다. 선행연구들 (Ettredge et al., 2005 ; Tucker and Zarowin, 2006 ; 권수영 등 2012)는 주가의 미래이익 반영에 영향을 미치는 요인을 추가분석에서 통제했다.

<표 8> 통제변수를 포함한 회귀분석 결과

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 X_{it+3} + \beta_4 RET_{it+3} + \beta_5 MAT_{it} + \beta_6 MAT_{it} \times X_{it-1} \\ + \beta_7 MAT_{it} \times X_{it} + \beta_8 XAT_{it} \times X_{it+3} + \beta_9 MAT_{it} \times R_{it+3} + \beta_{10} SIZE + \beta_{11} GROWTH \\ + \beta_{12} BETA + \beta_{12} SIZE \times X_{it+3} + \beta_{13} GROWTH \times X_{it+3} + \beta_{14} BETA \times X_{it+3} + \varepsilon_{it}$$

	회귀계수	t-값
<i>Intercept</i>	0.089*	1.88
X_{t-1}	0.741***	3.63
X_t	0.219	0.8
X_{t+3}	-0.626***	-3.59
RET_3	-0.057*	-1.75
MAT_t	-0.038	-0.85
$MAT_t * X_{t-1}$	-1.282***	-4.01
$MAT_t * X_t$	1.086***	2.95
$MAT_t * X_{t+3}$	0.364**	1.98
$MAT_t * RET_3$	0.001	0.03
<i>SIZE</i>	-0.017	-0.45
<i>GROWTH</i>	0.122***	3.49
<i>BETA</i>	0.056	1.55
$SIZE * X_{t+3}$	0.954***	5.51
$GROWTH * X_{t+3}$	0.513***	3.13
$BETA * X_{t+3}$	0.134	0.78
표본수	3,834	
Adj-R ²	8.25%	
F-Value	23.98	

1) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

2) ***, **, * 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함

본 연구에서도 이를 반영하여 기업규모(SIZE), 성장성(GROWTH), 체계적 위험(BETA) 등의 통제변수를 반영하고도 가설이 성립하는 가를 검증하기로 한다. SIZE는 기업규모를 산업·연도 내에서 상대적 순위(fractional rank)로 측정한 값이다. 기업의 규모가 커지면 정보환경이 상대적으로 양호해 질 것으로 기대되며, 이 경우 FERC는 증가할 것으로 예상된다. GROWTH는 매출액의 전기대비 증가율을 산업·연도 내에서 상대적 순위로 측정한 것이다. 성장률이 높은 기업들은 정보비대칭을 감소시킬 목적으로 더 많은 공시 등을 수행하고 이는 FERC를 증가시킬 것으로 기대된다. BETA는 기업의 체계적 위험을 나타내는 변수로 기업의 위험이 클수록 미래의 이익을 예측하기 어려울 것으로 예상된다.

<표 8>에서 $MAT_t * X_{t+3}$ 의 회귀계수는 0.364로 관련된 통제변수들을 반영하도고 5% 수준에서 유의하게 나타남을 관찰할 수 있다. 더불어 SIZE와 GROWTH의 미래 이익에 대한 효과도 유의한 양의 값을 나타내 기대와 부합함을 나타내고 있다.

VI. 결 론

본 연구는 수익비용의 대응수준과 주가의 미래정보 반영정도의 관계에 대해 분석하였다. 수익비용의 대응은 비용을 관련 수익과 대응하여 인식하는 것으로 수익의 실현주의와 더불어 발생주의 회계의 근간이다. 그러나 일련의 재무상태표 중심의 회계기준 개정은 이러한 수익비용 대응의 정도를 훼손시키는 원인이 되고 있다.

이에 본 연구는 이러한 변화가 정보이용자에게 더 유용한 정보를 제공할 수 있는가를 주가의 미래 이익 반영정도를 통해 분석하였다. 선행 연구들은 수익과 비용의 대응과 관련된 선행연구들은 수익비용 대응수준이 높을수록 이익의 유연성과 지속성이 증가함을 논리적·실증적으로 보여주었다.

이익 유연성이 높은 정보는 기업의 미래 이익수준에 대한 경영자의 정보를 시장에 제공함으로써 투자자들의 미래 이익 추정에 대한 불확실성을 줄여줄 것으로 예상된다. 이익지속성이 높은 정보도 투자자들에게 이익예측을 쉽게하여 주가가 미래의 이익을 보다 잘 반영할 수 있게 할 것으로 기대된다.

본 연구는 이상의 논리를 통해 수익비용 대응정도가 높을수록 주가가 미래이익을 더 잘 반영할 것이라는 가설1을 수립하였다. 한편, 비용을 조기인식하는 보수주의의 적용과 관련하여 선행 연구는 이익의 지속성이 증가함을 검증하였다. 이 경우 이익의 지속성 증가는 주가의 미래이익 반영정도를 높일 것으로 기대됨에 반해 상대적으로 수익비용의 대응은 약해질 것이기 때문에 최종적인 결과는 실증적인 영역에 속할 것으로 기대된다.

1992년부터 2008년까지 거래소에 상장된 4,241기업-연도의 자료를 대상으로 분석한 결과 수

익비용의 대응정도와 주가의 미래 이익 반영정도 간에는 유의한 양(+)의 관계가 발견되었다. 반면 비용을 조기 인식하는 것의 경우 주가가 미래의 이익에 영향을 미치는 유의한 관계를 발견하지 못했다. 이는 보수주의 조차도 수익비용의 대응을 낮춤으로써 주가의 미래 이익에 대한 반영정도를 낮게하는 결과로 해석할 수 있을 것이다.

이와 같은 본 연구의 결과는 본 연구는 최근에 많은 연구가 진행되고 있는 수익과 비용의 대응과 관련된 연구의 주제를 확대했다는 측면과 회계정보의 작성자나 회계원칙의 제정자들에게 회계정보 작성시 지향해야할 방향에 대해 다시 한 번 생각할 기회를 제공한 했다는 점에서 학술적·실무적 공헌점이 있을 것으로 기대된다.

다만 본 연구는 수익비용 대응정도가 이익유연화와 이익지속성을 높여 주가의 미래 이익 반영정도를 높게 할 것이라는 논리를 전개했음에도 각각 어떤 효과가 어떻게 작용해 결과를 이끌어 냈는가에 대한 경로 분석을 결하고 있다. 본질적으로 이익의 유연성이 높거나 이익의 지속성이 높은 기업에 대한 통제를 수행하지 못했다. 따라서 향후 후속 연구 등을 통해 이 부분을 보완한 연구가 진행되어야 할 것으로 판단된다.

참고문헌

- 권수영 · 기은선 · 서호준. 2012. “발생액의 질이 미래이익에 대한 주가 정보성에 미치는 영향”. 경영학연구 제41권 제1호 : 139-169.
- 김종일. 2013. “이익조정이 수익비용대응의 적절성에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제14권 제3호 : 9-28.
- 노박은. 2013. “수익비용대응과 재무분석가의 이익예측정확성”. 회계저널 제22권 제4호 : 213-238.
- 노박은 · 이세용. 2012. “수익비용대응과 회계정보에 대한 시장반응”. 회계학연구 제37권 제3호 : 345-375.
- 백원선 · 최 관. 1999. “이익지속성이 순자산과 회계이익에 대한 주가배수에 미치는 영향”. 회계학연구 제24권 제4호 : 61-83.
- 백원선. 2011a. “회계환경의 변화와 수익비용대응원칙. 경영학연구 제40권 제1호 : 57-77.
- 백원선. 2011b. “수익비용대응원칙과 이익의 질”. 회계학연구 제36권 제2호 : 101-127.
- 백원선. 2012. “비용의 가속 또는 지연인식, 이익변동성 및 이익지속성”. 회계학연구 제37권 제2호 : 99-127.
- 정현욱 · 이강일. 2014. “수익비용대응 수준이 감사시간에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제15권 제4호 : 113-149.
- Barth, M. E., W. H. Beaver, J. M. Hand, and W. R. Landsman. 1999. Accruals, cash flow, and equity values. Working paper, Stanford University.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24(1) : 3-37.
- Collins, D. W., S. P. Kothari, J. Shanken, and R. Sloan. 1994. Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics* 18 : 289-324.
- 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 and Economics* 24 (December) : 39-67.
- Dechow, P. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance : The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics Volume* 18(1) 1994 : 3-42.
- Defond, L. M. and C. W. Park. 1997. Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 23 : 115-139.
- Dichev, I., and V. Tang. 2008. Matching and the changing properties of accounting earnings over the last 40 years. *The Accounting Review* 83 : 1425-1460.

- Ettredge, M. L., S. Y. Kwon, D. B. Smith and P. Zarowin. 2005. The Impact of SFAS No.131 Business Segment Data on the Market's Ability to Anticipate Future Earnings. *The Accounting Review* 80 : 773–804.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accrual Quality. *Journal of Accounting and Economics*(39) : 295–327.
- Gelb, D.S. and P.A. Zarowin. 2002. Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Returns. *Review of Accounting Studies* 7 : 33–52.
- Gordon, M. J. 1964. Postulates, principles and research in accounting. *The Accounting Review* 39(2) : 251–263.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 : 3–73.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20 : 125–153.
- Kirschenheiter, M., N. Melumad. 2007. Earnings' Quality and Smoothing. Working paper. American Accounting Association.
- Lundholm, R., and L. Myers. 2002. Bringing the future forward : The effect of disclosure on the returns–earnings relation. *Journal of Accounting Research* 40(3) : 809–839.
- Ohlson, J. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*(Spring) : 661–687.
- Paton, W., and A. Littleton. 1940. An Introduction to Corporate Accounting Standards. American Accounting Association.
- Pindyck, R. and D. Rubinfeld. 1991. Econometric Models and Economic Forecasts. 3rd ed. McGraw–Hill.
- Ronen, J., and S. Sadan. 1981. Smoothing Income Numbers : Objectives, Means, and Implications. Boston, MA : Addison–Wesley Publishing Company.
- Sloan, R. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review* 71 : 289–316.
- Su, S. 2005. To match or not to match?. *The British Accounting Review* 37 : 1–21.
- Tucker, J. and P. Zarowin. 2006. Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?. *The Accounting Review* 81 : 251–270.

The Matching Principle and Price Informativeness

Ko, Young-woo*

—〈Abstract〉—

This study examines the relationship between the matching principle and the FERC. The mismatch of revenues and expenses increases the volatility and decrease the persistence of earnings. This will decrease information contents of accounting earnings in capital market, which decreases the FERC. But, there is no evidence for positive relation between the degree of matching principle and FERC.

The samples are obtained from the Fn-Guide, listed on Korean Stock Exchange from 1992 to 2008. The constraints of sample selection procedures yield a final sample of 4,241 firm-year observations. This study finds that the company with high degree of matching principle has statistically high FERC, even after controlling for the variables that are known to affect FERC. And, the firm which chooses conservative accounting will not have any advantage in the perspective of FERC.

The finding of this study suggests that the degree of matching principle affects the price's information contents. This paper contributes to the literature on the matching principle by showing that it can affect the FERC of the company.

〈Key words〉 matching principles, stock price informativeness, FERC

* Assistant Professor, Kyunggi University, gongi@kgu.ac.kr