

## 경기 국면에 따른 회계정보의 유용성

정지선\* · 남기석\*\*

### The Business Cycle and the Usefulness of Accounting Information

#### *Abstract*

*This study analyzes the usefulness of the accounting information such as earnings, book value, and cash flow and investigates the extent in which they change according to the economic phases based on Ohlson Model in a span of nine years from 2000 to 2009. The purposes of this study are; first, to understand the value-relevance of major accounting information according to the economic phases. Second, to examine the value-relevance of earnings and book value according to the economic phases, third, to investigate the relative value relevance of cash flow by adding variables of cash flow. And last, to perform a comparative analysis of earnings based on accrual basis and cash flow based on cash basis according to economic phases. As a result, value-relevance of the whole accounting information presented more higher when the economic was on the upward phase, and this represents that accounting information is affected by the economic factors. Also, book value presented relatively the highest value-relevance than any other variables of accounting information notwithstanding that value-relevance of earnings and book value was higher when the economic was on the upward and downward phases respectively. Cash flow indicated that it provided additional information on stock prices, and value-relevance was higher on the downward phase than on the upward's. Lastly, incremental explanatory power of earnings indicated that it was very low on the downward phase. On the other hand, incremental explanatory power of cash flow was higher to a slight degree on the same phase. On account of the fact that cash flow is relatively difficult to manipulate than earnings and indicates cash liquidity, it seems that it is given a great deal of weight on the downward phase as a secure and objective indicator.*

\* 한국외국어대학교 경영대학원

\*\* 한국외국어대학교 글로벌경영대학 교수

## I. 서론

투자자를 포함해 기업의 이해관계자들은 회계정보를 이용하여 그 내재가치를 평가하고 측정한다. 즉, 기업의 회계정보는 투자자들의 의사결정에 유용한 정보를 제공하고 전달하는 기능을 수행한다.

손익계산서(income statement)와 현금흐름표(statement of cash flow)는 투자자와 채권자 등 여러 이해관계자들에게 기업의 경영성과로서 이익뿐만 아니라 미래현금흐름에 관한 예측 가능한 정보를 제공한다. 한편 손익계산서와 함께 재무제표의 중심을 이루는 대차대조표(balance sheet)는 채권자 및 주주들에게 기업의 재무 상태와 자본의 소유구조 및 자금규모에 관한 정보를 제공한다.

이처럼 일정시점의 기업의 재무 상태를 나타내는 대차대조표에서 추정되는 장부가치와 일정기간 동안의 경영성과를 나타내는 손익계산서에서 추정되는 회계이익은 투자자 및 채권자에게 기업의 가치를 평가할 때 비교적 유용한 정보를 제공하는 것으로 알려져 있다.

기업가치평가에 대한 회계정보의 유용성을 연구한 논문인 Ball and Brown (1968)<sup>1)</sup>과 Beaver(1989)<sup>2)</sup>를 시작으로 많

은 연구들이 회계이익은 주가와 정의 상관관계를 갖으며 투자자들의 의사결정에 유용한 정보를 제공함을 입증했다.<sup>3)</sup> 회계정보가 단순히 주가를 설명한다고 보는 정보적인 관점(information perspective)에서 미래 이익의 예측에 초점을 둔 기본적 분석 즉, 회계정보를 가치측정적인 관점(measurement perspective)으로 전환시키는 역할을 한 Ohlson(1955)<sup>4)</sup>과 Feltham and Ohlson(1995)<sup>5)</sup>의 연구는 회계정보가 기업의 가치를 측정하는 체계라는 것을 밝혀냈고 기업 가치는 미래 기대이익의 현재가치와 순자산장부가치의 합으로 도출된다는 이론적 모형을 제시하였다.<sup>6)</sup>

그 후 많은 연구들이 Ohlson(1955) 모형을 바탕으로 회계정보를 이용하여 기업의 내재가치를 평가하고, 더 나아가 산업구조나 기업규모 혹은 기업의 라이프 사이클 등 기업 가치에 영향을 미치는 요인들에 대한 관련성을 분석하였다. Barth, Beaver, and Landsman(1998)<sup>7)</sup>, Burgstah-

counting revolution, Prentice-hall, Englewood cliffs, New jersey, 1989.

3) 권수영 외, 자본시장에서의 회계정보 유용성, 신영사, 2003, pp.108.

4) Ohlson, J.A., "Earning, book values, and dividends in equity valuation," Contemporary accounting research 11(1995), pp.661-687.

5) Feltham, E. and J. Ohlson, "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities," Contemporary accounting research 11(1995), pp.689-731.

6) 권수영 외, 자본시장에서의 회계정보 유용성, 신영사, 2003, pp.198.

7) Barth, M.E., W. Beaver and W. Land-

1) Ball, R., P. Brown, "An empirical evaluation of accounting income numbers," Journal of accounting research 6(1968), pp.159-178.

2) Beaver, W., Financial reporting: An ac-

ler and Dichev(1997)<sup>8)</sup>, Collins, Maydew and Weiss(1997)<sup>9)</sup>, Hayn(1995)<sup>10)</sup> 그 중 대표적인 연구라 할 수 있다.

본 연구의 목적은 거시경제적인 상황 특히 경기국면에 따라 투자자들이 기업 가치를 평가함에 있어 투자지표들에 대해 시각을 달리하는지 그 활용에 있어서의 유용성의 차이를 검증해보는 것이다. 기업마다 경제환경의 변화에 대한 적응력이나 체질이 다르므로 경기 국면에 따라 특성이 나타나기 마련이고 이로 인해 회계정보의 가치 관련성이 상대적으로 다르게 나타날 것이라고 추측할 수 있다. 이에 경기 국면에 따라 주요 회계정보 변수인 장부가치와 회계이익의 유용성을 살펴보고 또한 영업현금흐름을 추가해 추가설명력에 차이가 있는지를 분석함으로써 이들 회계정보 간에 상대적 중요성에 차이가 있는지를 검증해보고자 한다. 그리고 장부가치를 중심으로 발생주의에 근거한 회계이익과 현금주

의에 근거한 영업현금흐름이 경기 국면에 따라 주식가치에 어떠한 영향을 미치는지 알아보고자 한다.

본 연구에서는 대부분 연구기간이 외환위기 전이었던 선행 연구들과는 달리 연구기간을 그 이후로부터 2008년까지의 회계자료를 이용하여 주요 회계정보의 가치관련성을 분석한다. 구체적으로는 Ohlson 모형을 기본 토대로 하여 회계이익과 장부가치 그리고 현금흐름의 회계정보 변수들을 이용한 추가설명력을 구한다. 그리고 나서 회귀분석에서 산출된 결정계수  $R^2$ 을 이용하여 추가에 대한 회계정보 전체의  $R^2$  추이와 가치관련성을 살펴보고, 다음으로 추가에 대한 회계이익, 장부가치 및 영업현금흐름 설명력을 살펴본다. 마지막으로 회계이익, 장부가치 및 영업현금흐름에 대해 Theil (1971)<sup>11)</sup>에 의해 이론적으로 도출된 방법인 증분설명력을 이용하여 변수들의 가치관련성을 비교분석해 보고 경기 국면에 따라 어느 회계정보가 가치관련성이 높은지 검증해본다.

논문의 구성은 다음과 같다. 다음의 제 II장에서는 이론적 배경과 선행연구를 검토하고, 실증분석 모형의 이론적 토대인 Ohlson 모형에 대하여 간단히 설명한다. 제 III장에서는 실증분석을 위한 연구가설과 연구모형, 표본의 선정방법

sman, "Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health," Journal of accounting and economics, 1998, pp.1-34.

8) Burgstahler, D.C., I.D. Dichev, "Earning, adaptation and equity value," The accounting review 72(1997), pp.187-215.

9) Collins, D.W., Maydew, E.L., and Weiss, I.S., "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years," Journal of Accounting and Economics 24(1997), pp.39-67.

10) Hayn, C., "The information content of losses," Journal of accounting and economics, 1995, pp.125-153.

11) Theil, H., "Principles of Economics," Wiley, Newyork, NY, 1971.

등 연구 설계에 대하여 서술하고, 제 IV 장에서는 표본에 대한 기술적 통계와 실증분석 결과를 해석한다. 마지막으로 제 V 장에서는 실증분석 결과를 요약하여 정리하고, 본 연구의 의의와 한계점 및 향후 연구 방향에 대하여 서술한다.

## II. 이론적 배경 및 선행연구

Ohlson(1995)은 주가 즉 기업가치가 이익과 장부가치와 같은 회계정보에 의해 표현될 수 있는 모형을 제시하였다.

$$P_t = BV_t + \sum (1+r)^{-t} E_t [X_{t+r} - r \cdot BV_{t+r-1}]$$

$P_t$ : t시점의 주가

$BV_t$ : t시점의 순자산 장부가

r: 자본비용(할인율)

$X_{t+r}$ : t+r 시점의 이익

위의 식을 보면, 주가는 대차대조표에서 추정되어지는 장부가치와 손익계산서에서 추정되어지는 미래 잔여이익의 합으로 이루어져 있는 것을 볼 수 있다. 본 연구에서는 위의 Ohlson이 개발한 기업가치평가모형에 기본적 토대를 두고 있다.

먼저 상기 모형을 이용한 해외의 연구를 살펴보자. 해외연구Collins, Maydew and Weiss(1997)<sup>12)</sup>는 1953년~1993년까지 40년 동안 이익과 장부가치의 가치관련성

이 시간의 흐름에 따라 어떻게 변화하였는지를 알아보았다. 검증 방법은 Ohlson 모형을 이용하여 결정계수( $R^2$ )를 통해 회계정보의 가치관련성의 변화를 분석하였다.

그들의 연구결과에 따르면, 이익과 장부가치의 결합된 가치관련성은 감소한 것이 아니라 오히려 조금씩 증가한 것으로 나타났다. 그리고 이익과 장부가치의 상대적 가치관련성은 이익은 감소한 반면에 장부가치는 증가한 것으로 나타났다.

Barth, Beaver, and Landsman(1998)<sup>13)</sup>은 기업의 재무건전성(financial health)에 따라 장부가치와 회계이익의 설명력이 어떻게 달라지는지를 연구하였다. 재무건전성의 대용변수로 채권등급을 사용하였는데, 기업의 채권등급이 하향하게 되면 채무불이행이나 파산의 위험이 커지게 되기 때문에 손익계산서에서 도출되는 회계이익의 유용성은 떨어지는 반면 대차대조표에서 도출되는 장부가액의 유용성은 커진다고 주장하였다. 파산한 법인을 표본대상으로 하여 파산하기 5년 전부터 각 연도별로 회계이익과 장부가

12) Collins, D.W., Maydew, E.L., and Weiss, I.S., "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years," Journal of Accounting and Economics 24(1997), pp.39-67.

13) Barth, M. E., W. Beaver and W. Landsman, "Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health," Journal of accounting and economics, 1998, pp.1-34.

치의 설명력 변화를 분석한 결과, 기업이 재무적 위기나 파산 시기에 가까워질수록 장부가치의 주가설명력과 가치관련성이 상대적으로 회계이익보다 높게 나타나는 것을 보여주었다.

Burgstahler and Dichev(1997)<sup>14)</sup>는 회계이익과 장부가치의 상대적 주가설명력이 시장가치에 어떻게 영향을 미치는지 알아보았다. 1976년부터 1994년 까지를 분석기간으로 횡단면적 분석을 한 결과, 회계이익은 기업의 자금(resource)이 사용된 결과에 대한 정보를 나타내고, 장부가치는 기업의 자금의 가치에 대한 정보를 나타낸다고 보았다. 따라서 회계이익/장부가치(earnings/book value)의 비율이 높은 경우에 회계이익이 장부가치보다 기업의 시장가치에 더 중요한 결정요인이 된다고 설명하였다. 반면, 회계이익/장부가치의 비율이 낮을 경우에는 장부가치가 회계이익보다 기업의 시장가치에 더 중요한 결정요인이 된다고 설명하였다.

Cheng, Liu and Schaefer(1996)<sup>15)</sup>는 일시적인 이익이 증가할 경우에 현금흐름이 추가적인 정보를 갖는지 알아보기 위

해서 1988년부터 1992년까지 거의 모든 기업을 대상으로 실증분석하였다. 그들은 Ohlson 모형을 기본적 토대로 횡단면적 회귀분석을 실시했다. 분석 결과, 일시적 이익은 주가수익률에 낮은 영향을 미치며, 일시적 이익이 증가할 경우에는 현금흐름의 추가적인 정보가치가 증가함을 밝혔다.

Fairfield and Harris(1993)<sup>16)</sup>는 Ohlson 모형을 기초로 주가 대 이익 비율(price to earnings ratio: PER)과 주가 대 장부가치 비율(price to book ratio: PBR)을 이용한 투자모형이 Ohlson의 선형모형과 관련이 있음을 입증했고, 이 모형을 이용해 헷지 포트폴리오(hedge portfolio)를 형성하여 위험과 규모를 고려한 후에도 초과수익률을 얻을 수 있음을 실증하였다. 이로써 회계이익과 장부가치가 내재가치의 측정지표로서 유용함을 입증했다.

Easton and Harris(1991)<sup>17)</sup>는 Ohlson 모형을 이용하여, 회계이익과 장부가치가 상호보완적인 가치관련성을 지니는지 연구하였다. 분석결과, 이익에 대한 가중치가 높으면 장부가치에 대한 가중치가 낮

14) Burgstahler, D.C., I.D. Dichev, "Earning, adaptation and equity value," The accounting review 72(1997), pp.187-215.  
15) Cheng, C.S. Agnes, Chao-Shin Liu and Thomas F. Schaefer, "Earning permanence and the incremental content of Cash flows from operations," Journal of accounting research, Vol.34(1996), pp. 173-181.

16) Fairfield, P.M. and T.S. Harris, "Priccearning and price-to-book anomalies: Tests of intrinsic value explanation," Contemporary Accounting Research, Vol.9, No.2(1993), pp.590-611.  
17) Easton, P.D., T.S. Harris, "Empirical evidence on the relevance of earning and book value of owners' equity in security valuation," Working paper, Columbia university, 1991.

왔고 반대로, 장부가치에 대한 가중치가 높으면 이익에 대한 가중치가 낮았다. 따라서 기업의 가치는 상호 반비례관계에 있는 회계이익과 장부가치의 합으로 이루어짐을 실증하였다. 또한 이익의 지속성이 높을수록 이익에 대한 가중치가 더 높고, 이익의 지속성이 낮을수록 장부가치에 대한 가중치는 높다는 결과를 제시했다.

한편 국내연구를 소개하면 다음과 같다.

임학빈, 이지영(2005)<sup>18)</sup>은 1982년부터 2003년까지 22년 동안의 표본을 가지고 다양한 연구모형과 통계방법을 이용하여 우리나라 주식시장에서 회계이익, 현금흐름, 장부가치의 유용성이 어떻게 변하였는지를 알아보았다. 구체적으로는 회계이익, 현금흐름, 장부가치와 같은 재무제표변수와 시장주식수익률 또는 주식의 시가와 같은 시장변수 사이의 통계적인 관련성을 알아보기 위해 Easton and Harris(1991) 모형에 근거한 수익률 모형과 Ohlson(1995) 모형을 토대로 한 주가수준모형을 사용하여 실증분석 하였다. 연구 결과에 따르면, 이익과 이익변동 또는 현금흐름과 현금흐름 변동은 주식수익률의 변동에 대해 매우 낮은 설명력을 보였고, 이러한 설명력은 표본기간에 걸쳐 감소하고 있음을 나타냈다. 이익반

응계수와 현금흐름반응계수는 각각의 변동 폭이 매우 컸지만 통계적인 유의성은 발견되지 않았다. 한편 IMF 금융위기 시기에는 현금흐름의 설명력이 높이 나타났다으며, 이후 현금흐름 반응계수는 증가추세를 보이는 것으로 나타났다. 주가수준모형에서는 수익률모형에 비해 대체적으로 높은 설명력을 보였고, 회귀계수도 유의하게 나타났다. 또한 주가수준모형 분석결과 주가에 대한 장부가치와 회계이익의 설명력이 꾸준히 증가되고 있음을 입증했다.

곽수근, 송혁준(2003)<sup>19)</sup>은 Ohlson(1995) 모형을 토대로 1990년부터 1999년까지 우리나라의 경제상황 및 산업특성에 따라 주식시장에서 회계정보의 가치관련성이 어떻게 변화하였는지를 분석하였다.

분석 결과, 이익과 장부가치는 일관성 있게 주가와 매우 유의적인 관계를 보였는데, 전반적으로 장부가치의 주가설명력이 이익의 주가설명력보다 큰 것으로 나타났다. 또한 불경기에는 장부가치의 설명력이 상대적으로 높고, 호경기에는 이익의 주가설명력이 상대적으로 높게 나타났다. 이는 불경기에는 당기순손실을 내는 기업이 많아져 상대적으로 기업의 본질적 가치를 나타내는 장부가치가 회계이익보다 유용한 정보의 성격을 지

18) 임학빈, 이지영, “우리나라의 주식시장에서 회계정보 유용성의 변동에 관한 실증연구”, 대한회계학회, 제10권, 제2호(2005).

19) 곽수근, 송혁준, “경제상황 및 산업특성에 따른 회계정보의 주가관련성의 차이에 관한 연구”, 한국회계정보학회, 제21권(2003).

니기 때문이며, 호경기에는 투자자들이 낙관적으로 전망하여 미래이익에 대한 기대치가 높기 때문이다. 산업특성에 따른 분석에서는 High Tech 산업이 Low Tech 산업에 비해 이익과 장부가치의 주가설명력이 증가하는 모습을 보였다. 이는 High Tech 산업이 Low Tech 산업에 비하여 현재 투자에 대한 미래 기대이익과 성장 잠재력을 높이 평가하고 있기 때문인 것으로 나타났다.

장지인, 정혜정, 이경주(2002)<sup>20</sup>)는 Ho and Sohn(2000)의 연구를 확장하여 1981년부터 2000년까지 20년 동안 회계정보의 가치관련성을 분석하였다. Ohlson(1995) 모형을 이용하여 회계이익과 장부가액의 전체적인 가치관련성과 이들 간의 상대적인 가치관련성을 분석하였으며, 회계이익과 장부가액의 가치관련성에 영향을 미치는 요인들로서 산업구조(High Tech 기업과 Low Tech 기업), 기업규모(대기업과 소기업), 수익성(흑자기업과 적자기업)을 검토하였다. 연구방법은 결정계수( $R^2$ )를 이용하여 회계정보의 가치관련성과 추이를 측정하였고, 회계이익과 장부가액 각각에 영향을 미치는 요인들을 분석하기 위해서 표본기업을 산업구조, 기업규모, 수익성에 따라 몇몇 집단으로 분류한 후 결정계수( $R^2$ )를 비교

하였다.

연구 결과에 따르면, 지난 20년 동안 회계이익과 장부가액의 전반적인 가치관련성은 약간 증가한 것으로 나타났고 특히 장부가액의 가치관련성은 현저하게 증가한 것으로 나타났다. 결정계수( $R^2$ ) 비교분석에서는 회계이익의 증분설명력은 감소한 반면에 장부가액의 증분설명력은 상대적으로 증가하여 우리나라도 미국에서처럼 장부가액의 상대적 가치관련성이 증가하고 있다고 주장하였다. 한편 외환위기 이후 기간(1998~2000)에 회계정보의 유용성이 증가하였으며, 특히 회계이익의 상대적 가치관련성이 장부가액의 상대적 가치관련성보다 현저하게 증가한 것으로 나타났다. 그 밖에도 기업규모가 적고 또한 수익성이 낮을수록 장부가액의 상대적 가치관련성이 회계이익에 비해 높게 나타났다.

송인만, 백원선, 이정주(1999)<sup>21</sup>)는 발생주의에 근거한 회계이익은 산출과정에서 임의적 배분과정을 거치므로 기업의 실제적인 자금상황은 회계이익보다 현금흐름 정보가 더 객관적으로 나타낼 수 있을 것이라고 보았다. 특히 금융 불안기에 있어서 현금흐름 정보는 경영의 질을 평가하는 핵심적인 지표가 될 수 있

20) 장지인, 정혜정, 이경주, “회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성에 관한 실증연구”, 대한경영학회, 제34호(2002), pp.513-533.

21) 송인만, 백원선, 이정주, “기업재무상태에 따른 현금흐름정보의 상대적 유용성”, 한국경영학회, 경영학연구, 제28권, 제3호(1999), pp.747-769.

다고 보아 현금흐름 정보의 유용성을 기업가치평가 및 기업부실예측을 통해 입증하고자 했다. 이와 관련하여 우리나라 상장기업을 대상으로 1993년부터 1996년까지 4년간의 검증기간 동안 실증분석을 하였다. 연구방법은 Ohlson 모형을 기초로 정혜영(1995)이 제시한 평가모형을 이용하였고, 기업의 재무건전성 부채비율을 사용하여, 매년 말의 부채비율가 큰 순으로 5개의 포트폴리오를 구성한 후 각 포트폴리오에 대해 회귀분석을 실시하였다. 분석 결과, 현금흐름정보는 기업가치를 설명하는데 있어서 추가적인 정보가치가 있는 것으로 나타났다. 특히 기업의 재무구조가 부실할수록 현금흐름의 정보가치가 더욱 증가하는 것으로 나타났다. 또 1991년부터 1997년 상반기까지 부도가 발생한 61개 기업을 대상으로 기업부실예측모형을 추가분석한 결과, 회계수치의 조작이 클 것으로 예상되는 기업도산 전 2년~4년 동안의 현금흐름이 상대적으로 중요한 정보의 역할을 하는 것으로 나타났다. 따라서 현금흐름의 정보가치는 발생주의 회계이익을 보완하는 지표임을 보였다. 이러한 분석결과가 시사하는 바는 기업부실을 예방하기 위해 현금흐름을 주요 경영지표로 관리해야 하며, 기업가치를 보다 적절히 평가하기 위해서는 회계이익과 현금흐름을 보완적으로 활용해야 한다는 것이다.

한봉희(1998)<sup>22)</sup>는 국내자본시장에서 회계이익 정보의 유용성을 주가변동과 관련시켜 1981년부터 1995년까지 과거 15년 동안의 회계이익 유용성이 향상되었는지의 여부를 알아보았다. 이를 위해 Easton and Harris(1991)의 회귀모형을 사용하여 회계이익의 주가설명력을 결정계수( $R^2$ )로 매년 측정한 후 변화추이를 살펴보았다. 그리고 비기대회계이익 정보를 이용하여 얻을 수 있는 초과주가수익률을 통해 회계이익의 주가변동 차별화 여부를 검증하였다.

검증 결과, 과거 40년 동안 미국자본시장에서 회계이익 정보의 유용성이 저하되지 않았다는 Francis and Schipper(1996)의 연구와는 상반되게 회계이익의 주가설명력과 회계이익을 이용한 투자 수익률 모두 분석기간 동안 하락하는 것으로 나타났으며, 특히 1987년에 급격한 하락이 있었음을 실증하였다. 이러한 결과는 회계이익 정보의 유용성이 저하되었음을 나타낸다. 한편, 회계이익 정보의 유용성 변화를 살펴보기 위해 국내기업의 비적정 회계감사의건의 변화추이도 함께 살펴본 결과, 비적정건의 비율은 감소하는 것으로 나타났다.

신승묘(1996)<sup>23)</sup>는 주식이가격평가에 있

22) 한봉희, “국내자본시장에서 회계이익정보의 유용성 향상 여부에 관한 실증적 연구”, 회계학연구, 제9호(1998), pp.1-24.

23) 신승묘, “주식이치평가에 있어 회계정보의 유용성에 관한 연구”, 회계학연구, 제21권,



어서 회계정보의 유용성을 알아보기 위해서 Ohlson모형을 토대로 장부가치, 당기 이익, ROE 증가율 및 투자증가율이 주가를 어느 정도 설명하는지 분석하였다. 또한 장부가치와 이익에 대한 계수가 기업별로 당기 ROE의 크기와 자산재평가 시기에 따라서 어떻게 다르게 나타나는지 알아보기 위해 1992년부터 1994년까지 325개의 기업을 선정하여 다중회귀분석을 하였다.

분석 결과, 장부가치, 당기 이익, ROE 증가율 및 투자증가율은 모두 주가와 유의적인 양의 상관관계를 보였고 시장베타는 주가와 유의적인 음의 상관관계를 보였다. 특히 장부가치는 가장 높은 통계적 유의성을 보였으며, 통제변수인 INDEX(제조업 주가지수)에 대한 회귀계수가 유의하게 나타남으로써 주가가 주가설명변수 이외의 외부경제여건에 의해서도 영향을 많이 받는다는 것을 보여 주었다. 한편 ROE의 크기에 따른 장부가치와 이익에 대한 계수의 차이분석 결과, 당기 ROE가 매우 큰 기업집단은 보통 수준인 기업집단보다 이익에 대한 계수는 낮게, 장부가치에 대한 계수는 높게 나타났다. 또한 당기 ROE가 음수인 기업집단은 보통 수준인 기업집단보다 장부가치와 이익에 대한 계수가 모두 낮게 나타났다. 그리고 자산재평가 시기에

따른 장부가치와 이익에 대한 계수의 차이분석 결과, 최근 자산재평가를 한 기업 집단이 그렇지 않은 기업집단보다 주식가격평가 시 장부가치에 대한 계수가 더 낮고 이익에 대한 계수는 더 높게 나타났다. 이러한 연구결과는 회계정보가 주가평가에 유용함을 시사하고 있다. 즉, 장부가치는 주가평가에 있어서 가장 유의한 설명변수이고, 신규상장기업과 같은 비상장기업의 주가를 결정할 때에는 기업의 특성에 따라 자산가치와 수익가치의 가중치를 기업별로 다르게 적용해야 할 필요가 있음을 말해준다.

### III. 연구설계

지금까지 Ohlson 모형을 이용하여 회계정보의 유용성에 관한 연구들은 많았지만 일관된 결과를 보여주고 있지는 않다. 한봉희(1998), Lev and Zarowin(1999)<sup>24)</sup> 등은 실증분석 결과 회계이익의 유용성이 저하되었음을 보여준 반면, Ely and Waymire(1996)<sup>25)</sup>, Collins, Maydew and

24) Lev, B and P. Zarowin, "The boundaries of financial reporting and how to extend them," *Journal of accounting research*, 1999, pp.353-385.

25) Ely, K. and G. Waymire, "Accounting standard-setting organizations and earning relevance: Longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927~1993," *Journal of accounting research*, 1996, pp.293-317.

Weiss(1997), Francis and Schipper(1996)<sup>26)</sup> 등은 회계정보의 유용성이 저하되지 않았음을 제시하였다.

본 연구에서는 이들과 같이 단순히 시계열적인 시간의 경과에 따른 회계정보의 유용성을 살펴보기 보다는 기업가치에 영향을 미치는 외생변수로서 거시경제적인 상황을 고려하였을 때 회계정보의 유용성에 대한 결과를 살펴보고자 한다. 생산, 소비 및 투자가 증가하고 기업이윤도 높아지며 전반적으로 모든 경제활동이 활성화되는 경기 상승국면일 때는, 투자가 감소하고 기업도산위험이 커지며 전반적으로 모든 경제활동이 둔화되는 경기 하강국면 시 보다 회계정보의 유용성이 크게 나타날 것이라고 예상된다. 따라서 가설 1은 다음과 같다.

[가설 1] 전체 회계정보의 주가설명력은  
경기가 하강 국면일 때보다  
경기가 상승 국면일 때 더 크다.

경기가 상승 국면에 있을 때, 투자자들은 미래의 수익에 대한 기대치가 더욱 커지고 낙관적인 투자심리를 갖게 되기 때문에 장부가치나 현금흐름보다 회계이익에 더욱 관심을 갖게 될 것이라고 예상할 수 있다.

반면 경기가 하강 국면에 있을 때에는, 투자자들의 투자심리가 위축되고 불안해지며 기업도산이나 위험이 커지기 때문에 파산 및 처분 시에 청산가치 대용치가 될 수 있는, 상대적으로 안전한 자산가치인 장부가치가 더욱 유용한 회계정보를 제공할 것이다.

또한 경기가 하강 국면에 있을 때에는, 차입조건이 악화될 것을 우려해 경영자가 이익조정을 조작할 가능성이 높아지는 반면 현금흐름은 조작하기가 어려울뿐더러 현금의 유동성을 나타내주는 지표이기 때문에 경기 하강 시에는 회계이익보다 현금흐름의 회계정보가 더욱 유용할 것이라고 예상된다.

따라서 다음과 같은 가설들을 도출할 수 있다.

[가설 2-1] 경기가 상승 국면일 때, 회계이익의 주가설명력이 장부가치의 주가설명력보다 더 크다.

[가설 2-2] 경기가 하강 국면일 때, 장부가치의 주가설명력이 회계이익의 주가설명력보다 더 크다.

[가설 3-1] 경기가 상승 국면일 때, 회계이익의 주가설명력이 현금흐름의 주가설명력보다 더 크다.

26) Francis, J. and K. Schipper, "Have financial statement lost their relevance?", *Journal of accounting research* 37(1996), pp.319-352.

[가설 3-2] 경기가 하강 국면일 때, 현금흐름의 추가설명력이 회계이익의 추가설명력보다 더 크다

본 연구에서는 회계정보의 추가설명력 및 상대적 가치관련성을 증명하기 위해 Ohlson(1995)모형을 기초로 현금흐름 변수를 추가하여 다음과 같은 연구모형을 사용한다.

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 CF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$P_{it}$ : i 기업의 t연도 말의 주가  
 $E_{it}$ : i 기업의 t연도 말의 주당 순이익  
 $BV_{it}$ : i 기업의 t연도 말의 주당 장부가액  
 $CF_{it}$ : i 기업의 t연도 말의 주당 영업현금흐름

회계이익과 장부가치 및 현금흐름 각각의 상대적인 추가설명력 및 증분설명력을 알아보기 위해서 다음과 같은 모형을 함께 사용한다.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = c_0 + c_1 BV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$P_{it} = d_0 + d_1 CF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$P_{it} = e_0 + e_1 BV_{it} + e_2 CF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$P_{it} = f_0 + f_1 E_{it} + f_2 CF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$P_{it} = g_0 + g_1 BV_{it} + g_2 E_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

위의 식 (1)~식 (7)에서 도출된 결정계수( $R^2$ )를 각각  $R^2_T$ ,  $R^2_2$ ,  $R^2_3$ ,  $R^2_4$ ,  $R^2_5$ ,  $R^2_6$ ,  $R^2_7$ 으로 나타내어 다음과 같이 회계이익과 장부가치 그리고 현금흐름의 증분설명력을 살펴본다.

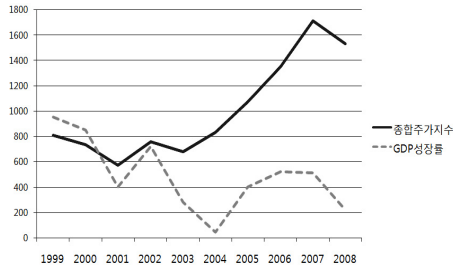
$$R^2_T - R^2_5 = R^2_E: \text{회계이익의 증분설명력}$$

$$R^2_T - R^2_6 = R^2_B: \text{장부가치의 증분설명력}$$

$$R^2_T - R^2_7 = R^2_{CF}: \text{현금흐름의 증분설명력}$$

위의 모형들을 통해서 회계이익과 장부가치 그리고 현금흐름의 추가설명력을 알아보며 이들을 경기 국면별로 비교해보고 경기 국면에 따른 상대적 가치관련성과 증분설명력을 파악한다.

구체적으로는 Ohlson모형의 기본적 모형인 연구모형 (7)과 회계이익의 추가설명력을 나타내는 연구모형 (2), 그리고 장부가치의 설명력을 나타내는 연구모형 (3)을 사용하여 경기 국면에 따른 장부가치와 회계이익의 추가설명력 및 증분설명력을 알아본다. 그리고 연구모형 (1)~(7)까지를 모두 이용하여 Ohlson의 기본 모형에 현금흐름 변수를 추가하였을 때 주가에 대한 현금흐름의 추가설명력에 대해 살펴보고, 다른 변수들과 함께 상대적 증분설명력을 분석해본다. 마지막으로 연구모형 (1)과 장부가치와 현



[그림 1] 종합주가지수와 GDP성장률

금흐름을 합한 설명력을 나타내는 연구모형 (5)와 장부가치 및 회계이익을 합한 설명력을 나타내는 연구모형 (7)을 이용하여 장부가치를 중심으로 발생주의에 근거한 회계이익과 현금주의에 근거한 현금흐름의 가치관련성을 경기 국면에 따라 비교분석해 보고자 한다.

우선 광수근, 송혁준(2003)의 연구에서

경제상황을 분류하기 위해 사용했던 방법을 이용하여 경기 국면을 크게 경기상승기와 경기하강기로 나누었다. 분류에 사용된 경제지표들은 <표 1>에 제시되어 있다.

평균 종합주가지수와 GDP성장률을 주로 고려하여 경제상황을 분류해 보면, 2000년부터 2001년까지 평균 종합주가지수는 572.80으로, GDP성장률은 4.0%로 하락하여 경기하강기로 분류하였다. 2002년도의 종합주가지수는 757.00, GDP성장률은 7.2%로 2002 한일월드컵과 함께 잠시 상승기운을 보였으나, 2003년에 종합주가지수 679.80, GDP성장률 2.8%로 다시 하강하였다가 2004년도부터 점차 상승하기 시작하여 2007년까지 종합주

<표 1> 주요 경제지표

경제지표	종합주가지수	GDP 성장률 (%)	제조업가동률지수 (2005=100)	외환보유액 (\$1000)	실업률(%)
(1999)	806.8	9.5	95.6	74054541	4.9
2000	734.22	8.5	97.9	96198117	4.2
2001	572.80	4.0	93.9	102821378	3.5
2002	757.00	7.2	97.7	121412518	3.1
2003	679.80	2.8	97.6	155352365	3.6
2004	832.90	4.6	100.4	199066133	3.7
2005	1073.60	4.0	100	210390703	3.4
2006	1352.22	5.2	100.3	238956116	3.1
2007	1712.46	5.1	100.4	262224070	2.9
2008	1529.49	2.2	96.8	201223413	3.1

주) 출처: 한국은행 경제통계시스템.

가지수는 1712.46, GDP성장률은 5.1%로 상승하였다. 그러나 2008년에 국제금융위기로 인해 종합주가지수는 1529.49, GDP 성장률은 2.2%로 하락하였다.

따라서 본 연구에서는 경제지표의 흐름에 따라 경기 국면을 2000년, 2001년, 2003년, 2008년은 경기하강기로 분류하고, 2002년, 2004년, 2005년, 2006년, 2007년을 경기상승기로 분류한다. 경기 국면을 상승-하강의 두 국면으로 나눈 이유는 우리나라의 경기순환(Economic cycle) 주기가 점점 짧아지고 있다는 최근 한국은행이 발표한 자료<sup>27)</sup>에서와 같이 상승-하강-침체-회복의 네 국면으로 세부적인 시점을 나누기가 적합하지 않다고 생각되기 때문이다.

다음으로 2000년 1월 1일부터 2008년 12월 31일까지 9년 동안 한국증권거래소에 상장된 법인을 대상으로 분석하였으며 다음의 조건을 충족시키는 기업을 표본 기업으로 선정하였다.

첫째, 2000년부터 2008년도 말까지 9년 동안 계속상장기업이어야 한다.

둘째, 실증분석을 위한 회계자료가 분석기간 동안 이용 가능하고 재무제표를 계속적으로 갱신한 기업이어야 한다. 회계자료가 부족하거나 측정할 수 없는 기업은 표본에서 제외한다.

셋째, 자료의 동질성을 확보하기 위하여

<표 2> 표본 기업의 연도별 분포

연도	기업수	연도	기업수
2000	368	2005	369
2001	365	2006	369
2002	368	2007	368
2003	369	2008	370
2004	369	합계	3,315

결산일은 12월 말인 법인이어야 한다.

넷째, 표본의 동질성을 위하여 회계처리가 타 기업과 상이한 금융업이나 서비스업종을 제외한 제조업에 속하는 기업만을 대상으로 한다.

## IV. 실증분석 결과

### 1. 자료의 기술통계

<표 3>은 2000년부터 2008년까지 3,315개의 표본기업에 대한 주요 변수들의 기술적 통계를 전체 및 경기 국면 별로 나타낸 것이다. 경기 국면에 따라 살펴보면, 주가(Price)는 상승기에 평균 28035.69원이었으며, 하강기에는 평균 18695.16원이었다. 회계이익(EPS)은 상승기에 평균 2544.14원에서 하강기에 1618.69원으로 급락한 반면에 장부가액(BPS)은 상승기에 33372.17원, 하강기에 32421.25원으로 별 차이가 없었다. 현금흐름(CFPS)은 상승기에 4575.80원, 하강기에 4908.61원으로

27) 남상호, “최근 우리나라 경기변동의 특징에 대한 평가”, 한국은행 금융경제연구원, 2006.

&lt;표 3&gt; 전체 및 경제상황별 변수에 대한 기술통계

	변수	평균	표준편차	최소값	최대값
상승기	Price	28035.69	90143.60	115	1400000
	EPS	2544.14	9291.36	-68422.29	175417.76
	BPS	33372.17	78448.51	-46290.47	1096279.88
	CFPS	4575.80	11667.44	-30782.02	149514.09
하강기	Price	18695.16	66784.98	90	1305000
	EPS	1618.69	9467.56	-61305.70	125285.34
	BPS	32421.25	78730.94	-160055.67	1336967.85
	CFPS	5325.30	12880.15	-23596.95	152879.39
전체	Price	23888.10	80733.38	90	1400000
	EPS	2133.20	9379.87	-68422.29	175417.76
	BPS	32949.92	78563.60	-160055.67	1336967.85
	CFPS	4908.61	12224.59	-30782.02	152879.39

주) 모든 변수는 1주당 금액이며, 모든 금액단위는 원이다.

P = 주식 가치(종가).

EPS = 회계이익.

BPS = 장부가액.

CFPS = 현금흐름.

로 오히려 하강기 때 평균값이 상승한 것으로 나타났다.

## 2. 분석결과

### 2.1 경기 국면에 따른 회계이익과 장부가치의 가치관련성 분석

<표 4>는 회계이익과 장부가치의 관련성을 알아보기 위해 전체 및 경기 국면에 따라 회귀분석을 실시한 결과이다. 모든 회귀모형 분석 결과는 양(+)의 값을 보였으며 1%의 유의수준하에서 모두 유의한 것으로 나타났다.

전체기업을 대상으로 분석한  $R^2$ 의 값

을 살펴보면 모형 (1)은 0.806, 모형 (2)는 0.466, 모형 (3)은 0.783으로 나타나 회계이익과 장부가치가 기업가치를 설명할 수 있는 유용한 회계정보의 변수들임을 보여준다. 회계이익의 설명력을 나타내는 모형 (2)는 상승기 때 0.606, 하강기 때 0.294로 경기 국면에 따라서 큰 차이를 보이고 있으며, 장부가치의 설명력을 나타내는 모형 (3)은 상승기 때 0.814, 하강기 때 0.783으로 꾸준히 높은 설명력을 보이고 있다.

따라서, [가설 1]을 지지하는 것으로 나타난다.

회계이익과 장부가치의 상대적인 설

<표 4> 전체 및 경제상황별 회계이익과 장부가치의 가치관련성 비교

모형 (7)  $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \varepsilon_{it}$

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

모형 (3)  $P_{it} = c_0 + c_1 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

		전체	상승	하락
모형 (7)	a <sub>1</sub>	0.779	0.850	0.689
	a <sub>2</sub>	1.710	2.059	1.060
	R <sup>2</sup> (A)	0.806	0.832	0.800
모형 (2)	b <sub>1</sub>	5.877	7.556	3.829
	R <sup>2</sup> (B)	0.466	0.606	0.294
모형 (3)	c <sub>1</sub>	0.909	1.036	0.751
	R <sup>2</sup> (C)	0.783	0.814	0.783
incr EPS(A) - (C)		0.023	0.018	0.017
incr BPS(A) - (B)		0.340	0.226	0.506

명력을 비교해보기 위해서 증분설명력 분석을 한 결과, 장부가치가 두 국면에서 모두 높은 수치를 보이지만 회계이익은 상승국면에 비해 하락국면에서 증분설명력이 조금 낮아지는 것을 볼 수 있고 반면 장부가치는 상승국면에 비해 하락국면에서 증분설명력이 더욱 높아짐을 알 수 있다.

따라서, [가설 2-1]은 기각되고 [가설 2-2]는 지지된다. 하지만 주목해야 할 점은 전체적으로는 회계이익이 비록 장부가치의 추가설명력보다는 낮지만 하락기 때보다 상승기 때의 설명력이 크게 높아진다는 것이다.

이러한 결과는 외환위기 이후로도 IT 버블 붕괴, 유가급등, 금융위기 등의 불

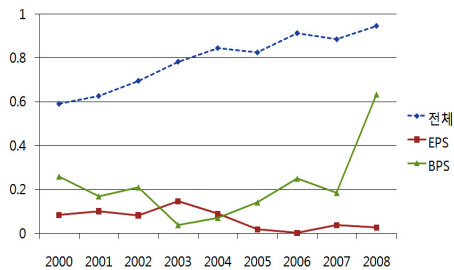
안정한 시장 환경으로 인해 투자자들이 불확실성이나 위험에 민감하고 상승과 하강이 점점 짧아지는 경기주기로 인해 비록 경기가 상승국면에 있을지라도 투자자들은 안정성에 비중을 많이 두었기 때문으로 판단된다.

<표 5>와 [그림 2]는 회계이익과 장부가치의 연도별 회귀식을 요약한 것이다. 모든 모형은 양(+)의 값을 보였으며 1% 수준에서 유의함을 보였다. 회계이익의 추가설명력은 불규칙하게 나타난 반면 장부가치는 꾸준히 증가하는 것을 볼 수 있다. 한편 2004년부터 2007년까지만 제외한 모든 연도에서는 상승국면 시 회계이익의 증분설명력이 증가하고 장부가치는 하강한 것으로 나타났으며, 하강

&lt;표 5&gt; 회계이익과 장부가치의 연도별 가치관련성 분석

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
모형 (7)	a <sub>1</sub>	0.624	1.776	1.632	4.105	4.469	3.153	0.742	3.768	1.957
	a <sub>2</sub>	0.233	0.390	0.466	0.263	0.474	0.864	1.070	0.783	0.798
	R <sup>2</sup> (A)	0.591	0.627	0.696	0.783	0.845	0.825	0.913	0.885	0.946
모형 (2)	b <sub>1</sub>	1.113	3.114	3.192	5.735	7.700	10.369	8.080	10.140	6.235
	R <sup>2</sup> (B)	0.332	0.461	0.487	0.746	0.775	0.685	0.664	0.701	0.313
모형 (3)	c <sub>1</sub>	0.292	0.565	0.641	0.682	0.909	1.130	1.145	1.060	0.868
	R <sup>2</sup> (C)	0.508	0.528	0.614	0.637	0.757	0.807	0.911	0.847	0.920
incrEPS(A) - (C)		0.083	0.101	0.082	0.146	0.088	0.018	0.002	0.038	0.026
incrBPS(A) - (B)		0.259	0.168	0.209	0.037	0.070	0.140	0.249	0.184	0.633

국면 시 장부가치의 증분설명력이 증가하고 회계이익은 하강한 것으로 나타났다. 2004년부터 2007년까지 경기상승기임에도 불구하고 예상과는 달리 회계이익의 설명력은 하락했고 장부가치의 설명력은 상승한 것으로 나타났는데 이 시기에는 유가급등 및 경기불안감으로 인해 지표경기와 체감경기가 달랐던 시기로 판단해볼 수 있다.



[그림 2] 회계이익과 장부가치의 가치관련성 추이

## 2.2 경기 국면에 따른 회계이익, 장부가치 그리고 현금흐름의 가치관련성 분석

<표 6>은 Ohlson 모형의 주요 회계정보 변수인 회계이익과 장부가치에 현금흐름 변수를 추가하였을 때 주가에 대한 현금흐름의 상대적 증분설명력을 알아보기 위해 일곱 가지 회귀모형을 전체 및 경기 국면에 따라 적용한 결과이다. 경기 하강 시의 모형 (6)의 회계이익 베타 값만 제외한 모든 회귀모형 분석 결과는 양(+)의 값을 보였으며 1% 수준에서 모두 유의한 것으로 나타났다.

우선 전체기업을 대상으로 한 회귀분석 결과를 살펴보면, 결정계수(R<sup>2</sup>)가 모형 (1)은 0.805, 모형 (2)는 0.523, 모형 (3)은 0.774, 모형 (4)는 0.635로 회계이익과 장



<표 6> 전체 및 경제상황별 주요 회계정보 변수들의 비교

모형(1)  $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 CF_{it} + \varepsilon_{it}$

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

모형(3)  $P_{it} = c_0 + c_1 BV_{it} + \varepsilon_{it}$

모형(4)  $P_{it} = d_0 + d_1 CF_{it} + \varepsilon_{it}$

모형(5)  $P_{it} = e_0 + e_1 BV_{it} + e_2 CF_{it} + \varepsilon_{it}$

모형(6)  $P_{it} = f_0 + f_1 E_{it} + f_2 CF_{it} + \varepsilon_{it}$

모형(7)  $P_{it} = g_0 + g_1 BV_{it} + g_2 E_{it} + \varepsilon_{it}$

구분		전체	상승	하락
모형(1)	a <sub>1</sub>	1.297	1.316	0.436
	a <sub>2</sub>	0.667	0.727	0.579
	a <sub>3</sub>	1.091	1.580	1.145
	R <sup>2</sup> (A)	0.805	0.844	0.813
모형(2)	b <sub>1</sub>	6.102	7.556	3.829
	R <sup>2</sup> (B)	0.523	0.606	0.294
모형(3)	c <sub>1</sub>	0.922	1.036	0.751
	R <sup>2</sup> (C)	0.774	0.814	0.783
모형(4)	d <sub>1</sub>	5.155	6.353	4.124
	R <sup>2</sup> (D)	0.635	0.676	0.632
모형(5)	e <sub>1</sub>	0.713	0.789	0.573
	e <sub>2</sub>	1.600	2.052	1.396
	R <sup>2</sup> (E)	0.796	0.838	0.812
모형(6)	f <sub>1</sub>	2.474	3.436	-0.012
	f <sub>2</sub>	3.749	4.230	4.130
	R <sup>2</sup> (F)	0.674	0.726	0.632
모형(7)	g <sub>1</sub>	0.767	0.850	0.689
	g <sub>2</sub>	1.791	2.059	1.060
	R <sup>2</sup> (G)	0.797	0.832	0.800
incr EPS (A)-(E)		0.009	0.006	0.001
incr BPS (A)-(F)		0.131	0.118	0.181
incr CFPS (A)-(G)		0.008	0.012	0.013

부가치 그리고 현금흐름은 모두 기업가치를 설명할 수 있는 유용한 회계정보임을 알 수 있다.

모형 (2)의 회계이익 계수는 상승기 때 0.606, 하강기 때 0.294로 큰 차이를 보이며 증분설명력에서도 상승기 때보다 하

&lt;표 7&gt; 현금흐름을 추가한 연도별 가치관련성 분석

$$\text{모형(1)} P_{it} = a_0 + a_1E_{it} + a_2BV_{it} + a_3CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형(2)} P_{it} = \beta_0 + \beta_1E_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형(3)} P_{it} = c_0 + c_1BV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형(4)} P_{it} = d_0 + d_1CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형(5)} P_{it} = e_0 + e_1BV_{it} + e_2CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형(6)} P_{it} = f_0 + f_1E_{it} + f_2CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형(7)} P_{it} = g_0 + g_1BV_{it} + g_2E_{it} + \varepsilon_{it}$$

		2000 (하강)	2001 (하강)	2002 (상승)	2003 (하강)	2004 (상승)	2005 (상승)	2006 (상승)	2007 (상승)	2008 (하강)
모형(1)	a <sub>1</sub>	0.183	0.368	0.348	0.366	1.810	1.185	0.821	2.210	1.696
	a <sub>2</sub>	0.077	0.032	-0.029	0.834	0.356	0.742	0.826	0.598	0.750
	a <sub>3</sub>	1.235	2.752	3.322	3.560	2.438	2.296	2.671	2.799	0.570
	R <sup>2</sup> (A)	0.766	0.814	0.894	0.862	0.864	0.839	0.932	0.904	0.947
모형(2)	b <sub>1</sub>	1.113	3.114	3.192	5.735	7.700	10.369	8.080	10.140	6.235
	R <sup>2</sup> (B)	0.332	0.461	0.487	0.746	0.775	0.685	0.664	0.701	0.313
모형(3)	c <sub>1</sub>	0.292	0.565	0.641	0.682	0.909	1.130	1.145	1.060	0.868
	R <sup>2</sup> (C)	0.508	0.528	0.614	0.637	0.757	0.807	0.911	0.847	0.920
모형(4)	d <sub>1</sub>	1.590	3.054	3.405	3.720	5.203	7.185	9.551	8.232	6.452
	R <sup>2</sup> (D)	0.743	0.811	0.891	0.863	0.823	0.725	0.739	0.807	0.746
모형(5)	e <sub>1</sub>	0.079	0.035	-0.027	-0.008	0.374	0.783	0.911	0.651	0.714
	e <sub>2</sub>	1.335	2.933	3.509	3.754	3.463	2.766	2.643	3.824	1.520
	R <sup>2</sup> (E)	0.760	0.811	0.891	0.862	0.858	0.838	0.930	0.895	0.933
모형(6)	f <sub>1</sub>	0.193	0.376	0.345	0.340	2.328	4.391	4.303	3.602	0.537
	f <sub>2</sub>	1.480	2.857	3.215	3.531	3.780	4.591	6.324	5.975	6.230
	R <sup>2</sup> (F)	0.749	0.814	0.894	0.863	0.832	0.753	0.843	0.834	0.743
모형(7)	g <sub>1</sub>	0.233	0.390	0.466	0.263	0.474	0.864	1.070	0.783	0.798
	g <sub>2</sub>	0.624	1.776	1.632	4.105	4.469	3.153	0.742	3.768	1.957
	R <sup>2</sup> (G)	0.591	0.627	0.696	0.783	0.845	0.825	0.913	0.885	0.946
incrEPS(A) - (E)		0.006	0.003	0.003	0.000	0.006	0.001	0.002	0.009	0.014
incrBPS(A) - (F)		0.017	0.000	0.000	-0.001	0.032	0.086	0.089	0.070	0.204
incrCFPS(A) - (G)		0.175	0.187	0.198	0.079	0.019	0.014	0.019	0.019	0.001

강기 때의 증분 값 역시 매우 낮아지는 것을 볼 수가 있다. 모형 (3)의 장부가치 계수는 상승기 때 0.814에서 하강기 때

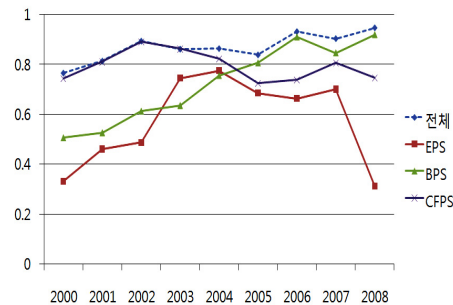
0.783으로 꾸준히 높은 설명력을 보이지만 증분설명력을 살펴보면 상승기 때 보다 하강기 때의 증분 값이 훨씬 높아

지는 것으로 나타났다. 모형 (4)의 현금흐름 계수는 상승기 때 0.676, 하강기 때 0.632로 나타났으며 증분설명력에서는 상승기 때와 하강기 때의 증분 값이 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

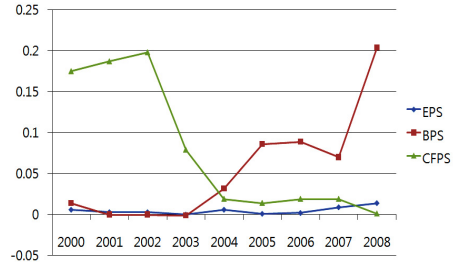
그러므로 Ohlson 모형에 현금흐름을 추가 변수로 넣어 분석했을 경우에도 [가설 1]은 지지된다. 한편 [가설 2-1]는 기각되고, [가설 2-2]는 지지된다.

가치관련성이 상승국면이나 하강국면 모두 장부가액>현금흐름>회계이익 순으로 나타나지만 회계이익의 설명력은 다른 변수들에 비해 두 국면에서 매우 높으며, 상승국면에 비해 하강국면에서 증분설명력이 매우 떨어진다. 반면 장부가치와 현금흐름의 설명력은 상승국면에 비해 하강국면에서 높아진다.

<표 7>, [그림 3] 및 [그림 4]는 회계이익과 장부가치, 현금흐름의 연도별 회귀식을 요약한 것이다. 2001, 2002, 2003년도의 장부가치와 2003년도의 회계이익



[그림 3] 회계이익, 장부가치, 현금흐름의 결정계수(R<sup>2</sup>) 추이



[그림 4] 회계이익, 장부가치, 현금흐름의 상대적 가치관련성 추이

베타 값을 제외한 나머지 모든 모형은 양(+)의 값을 보였으며 5% 수준에서 유의함을 보였다. 2001, 2002, 2003년도에 회계이익과 장부가치가 통계적으로 유의하지 않게 나온 이유는 IT버블이 붕괴되는 시기였기 때문이라고 생각된다. 반면 현금흐름은 이 시기에도 모두 유의한 것으로 나타났다. 그 이유는 IT버블의 붕괴로 인해 회계이익과 장부가치의 회계정보에 대한 신뢰성이 불확실해지고 이때 생겨난 많은 벤처기업들로 인해 다른 회계정보 변수들보다 현금흐름 정보가 가장 중요하게 여겨졌기 때문으로 풀이된다. 즉 벤처기업의 경우 업력이 짧아서 회계이익이나 장부가치의 유용성보다는 현금흐름 정보가 좀 더 객관적이고 신뢰성이 높다고 여겨지기 때문이다.<sup>28)</sup>

변수들의 추가설명력을 살펴보면, 회계이익과 현금흐름의 계수는 불규칙하게

28) 오용락, 김이배, 권기일, “기업가치 결정에서 현금흐름정보의 유용성에 관한 연구”, 한국중소기업학회, 제26권, 제2호(2004).

상승과 하락을 반복하는 것으로 나타나 는 반면 장부가치는 분석기간 동안 꾸준 하게 상승한 것을 볼 수 있다. 변수들의 상대적 가치관련성을 비교해보았을 때 에는, IT버블 붕괴 시기였던 2000년도 초반에는 현금흐름의 증분설명력이 가장 높게 나타났으며 그 이후부터 최근까지 는 점차 장부가치의 증분설명력이 가장 높아진 것으로 나타났다. 따라서, 우리나라 경기가 불안정하거나 하강국면에 있을 때에는 회계이익의 정보보다는 장부가 치나 현금흐름 정보의 가치관련성이 크 다는 것을 알 수 있다.

### 2.3 경기 국면에 따른 현금흐름과 회계 이익의 가치관련성 분석

<표 8>와 [그림 4]는 전체 및 경기 국 면에 따라 장부가치를 중심으로 발생주 의에 근거한 회계이익과 현금주의에 근 거한 현금흐름의 가치관련성을 비교하여 분석한 결과이다.

자료 전체에 대해서 모형 (5)의 장부 가치와 현금흐름의 계수는 0.796, 모형 (7)의 장부가치와 회계이익의 계수는 0.797 로 거의 비슷한 수치를 보인다. 경기 국면 에 따라 살펴보았을 경우에는 상승국면

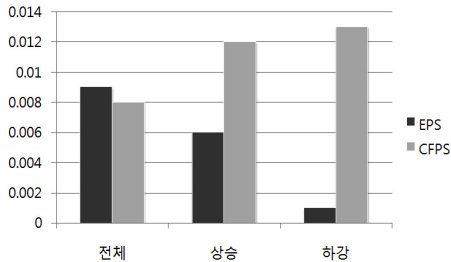
<표 8> 전체 및 경제상황별 회계이익과 현금흐름의 가치관련성 비교

$$\text{모형(1)} P_{it} = a_0 + a_1 E_{it} + a_2 BV_{it} + a_3 CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형(5)} P_{it} = e_0 + e_1 BV_{it} + e_2 CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{모형(7)} P_{it} = g_0 + g_1 BV_{it} + g_2 E_{it} + \varepsilon_{it}$$

구분		전체	상승	하락
모형(1)	a <sub>1</sub>	1.297	1.316	0.436
	a <sub>2</sub>	0.667	0.727	0.579
	a <sub>3</sub>	1.091	1.580	1.145
	R <sup>2</sup> (A)	0.805	0.844	0.813
모형(5)	e <sub>1</sub>	0.713	0.789	0.573
	e <sub>2</sub>	1.600	2.052	1.396
	R <sup>2</sup> (E)	0.796	0.838	0.812
모형(7)	g <sub>1</sub>	0.767	0.850	0.689
	g <sub>2</sub>	1.791	2.059	1.060
	R <sup>2</sup> (G)	0.797	0.832	0.800
incr EPS(A) - (E)		0.009	0.006	0.001
incr CFPS(A) - (G)		0.008	0.012	0.013



[그림 5] 전체 및 경제상황별 회계이익과 현금흐름의 상대적 가치관련성 비교

에서는 모형 (5)가 0.838, 모형 (7)이 0.832로 둘 다 비슷하게 높은 설명력을 갖지만 하강 국면에서는 모형 (5)인 0.812 비해 모형 (7)이 0.800으로 조금 더 낮은 설명력을 갖는 것을 볼 수 있다. 그러므로 [가설 3-1]은 지지되지 않고, [가설 3-2]는 지지된다.

증분설명력에 있어서는 전체적으로 살펴보았을 때 회계이익과 현금흐름은 0.009, 0.008로 비슷하게 나타나지만, 경기 국면에 따라 보았을 때는 두 국면에서 모두 현금흐름의 설명력이 훨씬 높게 나타나는 것을 알 수 있다. 반면 각각의 증분설명력을 경기 국면에 따라 살펴보면, 회계이익의 증분설명력은 상승기 때 0.006, 하강기 때 0.001로 상승국면일 때에 비해 하강국면에서 매우 낮아지는 것을 볼 수 있으며, 이와는 반대로 현금흐름의 증분설명력은 상승기 때 0.012, 하강기 때 0.013으로 상승국면일 때에 비해 하강국면에서 약간 높아지는 것을 볼 수가 있다.

이러한 결과는 경기하강국면에서는 현금흐름 정보가 회계이익에 비해서 상대

적으로 조작이 힘들고 현금의 유동성을 보다 잘 나타내주는 회계정보로 인식되기 때문이라고 설명할 수 있다.

## V. 결론 및 한계점

그 동안 회계정보의 유용성에 관한 연구는 연구자에 따라 그 결과가 일정하지 않았다. 본 연구는 그 동안 여러 연구에서 사용되었던 Ohlson 모형을 토대로 하여 회계이익, 장부가치, 그리고 현금흐름과 같은 회계정보의 유용성이 경기 국면에 따라 어떻게 달라지는 지를 분석해보았다.

본 연구의 의의는 첫째, 전체 회계정보의 추가설명력이 경기 국면에 따라서 어떻게 달라지는지를 알아보았다. 둘째, Ohlson 모형을 바탕으로 한 회계이익과 장부가치의 추가설명력을 알아보고 경기 국면에 따른 상대적 가치관련성을 비교분석해 보았다. 셋째, Ohlson의 기본적 모형에 현금흐름의 변수를 추가하여 현금흐름의 추가설명력이 존재하는지 여부를 알아보고 이를 회계이익과 장부가치의 변수들과 함께 경기 국면에 따른 상대적 가치관련성을 비교분석해 보았다. 넷째, 장부가치를 기준으로 하여 발생주의에 근거한 회계이익과 현금주의에 근거한 현금흐름의 계수를 비교해 보고 경기 국면에 따라 이들의 가치관련성이 어떻게 달라지는지 분석해 보았다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 전체 회계정보의 추가설명력은 경기가 하강국면일 때 보다 경기가 상승국면일 때 더욱 높게 나타났다. 이러한 결과는 회계정보가 경제상황에 따라 차별적으로 쓰일 가능성이 있음을 암시한다.

둘째, 기존 선행연구에서 회계이익이 경기상승국면에서 압도적으로 높은 설명력을 보였던 것과는 달리 본 연구에서는 경기 국면에 상관없이 장부가치가 회계이익보다 높은 추가설명력을 갖는 것으로 나타났다. 하지만 상대적 가치관련성을 살펴보았을 때 경기가 하강국면일 때 보다 상승국면일 때 회계이익의 증분 설명력이 증가하는 것으로 나타났고, 반면 경기가 상승국면일 때 보다 하강국면일 때 장부가치의 증분 설명력이 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 우리나라가 IMF 이후에도 IT버블붕괴, 유가급등, 금융위기 불안정한 시장 환경이 지속되고, IFRS의 도입과 함께 자산재평가를 통한 자산가치 부각기대 등으로 인해 장부가치의 가치관련성은 점차 커지고 있는 반면 회계이익의 가치관련성은 점차 낮아지고 있기 때문으로 판단된다.

셋째, 주가에 미치는 영향에 있어서 회계이익과 장부가치 이외에도 현금흐름은 추가적인 정보를 제공하고 있어 추가설명력 및 상대적 가치관련성을 분석한 결과, 경기 상승국면 시 보다 경기 하강국면 시에 설명력이 조금 더 높게 나

타났다. 따라서 우리나라 경기가 하강국면에 있을 때에는 회계이익보다는 장부가치나 현금흐름의 가치관련성이 크다는 것을 알 수 있다.

넷째, 장부가치를 중심으로 비교해 본 회계이익과 현금흐름의 전체적인 추가설명력은 비슷하게 나타났지만, 회계이익의 증분설명력은 상승기 때에 비해 하강기 때 매우 낮아지는 것으로 나타났다. 반면 현금흐름의 증분설명력은 상승기에 비해 하강기 때 조금 더 높아지는 것으로 나타났다. 이처럼 경기가 하강국면에 있을 때 현금흐름의 설명력이 회계이익보다 높게 나타나는 이유는 현금흐름의 정보가 회계이익이 비해서 상대적으로 조작성이 힘들고 현금의 유동성을 잘 나타내주기 때문에 투자심리가 불안한 경기 하강 시에는 좀 더 안전하고 객관적인 지표로 인식되기 때문으로 풀이된다.

본 연구는 기업가치에 영향을 미치는 외생변수로서 거시경제적인 상황 특히 경기 국면의 차이에 따라 회계정보의 가치관련성에 차이가 있음을 보여주었다는 점에서 의의를 둘 수 있으나, 다음과 같은 한계점을 갖는다.

첫째, 본 연구에서 사용한 회계정보 변수들 이외에도 추가적인 추가설명력을 가지는 회계정보들이 더 있을 것이다. 둘째, 경기 국면을 보다 명확하게 구분할 수 있는 이론적 근거와 분류방법을 찾아보고 그에 따라 경기 국면을 세부적

으로 구분해 볼 수 있을 것이다. 향후 Ohlson 모형을 기반으로 하여 다양한 변수, 세부 기간별로 분석하여 본다면 더욱 의미 있는 결과가 나올 것으로 기대된다.

## 참고문헌

- [1] 강효석, 『기업가치평가론』, 홍문사, 2002.
- [2] 김문현, 『회계정보를 이용한 기업가치평가』, 한국학술정보, 2006.
- [3] 광수근, 송혁준, “경제상황 및 산업특성에 따른 회계정보의 주가관련성의 차이에 관한 연구”, 『한국회계정보학회』, 제21권, 2003.
- [4] 권수영 외, 『자본시장에서의 회계정보 유용성』, 신영사, 2003.
- [5] 남상호, “최근 우리나라 경기변동의 특징에 대한 평가”, 한국은행 금융경제연구원, 2006.
- [6] 신승묘, “주식가치평가에 있어 회계정보의 유용성에 관한 연구”, 『회계학연구』, 제21권, 제4호, 1996.
- [7] 송인만, 백원선, 이정주, “기업재무상태에 따른 현금흐름정보의 상대적 유용성”, 『한국경영학회』, 『경영학연구』, 제28권, 제3호(1999), pp.747-769.
- [8] 임학빈, 이지영, “우리나라의 주식시장에서 회계정보 유용성의 변동에 관한 실증연구”, 『대한회계학회』, 제10권, 제2호(2005).
- [9] 오용락, 김이배, 권구일, “기업가치 결정에서 현금흐름정보의 유용성에 관한 연구”, 『한국중소기업학회』, 제26권, 제2호(2004).
- [10] 장지인, 정혜정, 이경주, “회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성에 관한 실증 연구”, 『대한경영학회』, 제34호(2002), pp.513-533.
- [11] 한봉희, “국내자본시장에서 회계이익정보의 유용성 향상 여부에 관한 실증적 연구”, 『회계학연구』, 제9호(1998), pp.1-24.
- [12] Ball, R. and P. Brown, “An empirical evaluation of accounting income numbers,” *Journal of Accounting Research*, No.6(1968), pp.159-178.
- [13] Beaver, W. Financial Reporting: An accounting revolution, Prentice-hall, Englewood cliffs, New jersey, (1989).
- [14] Barth, M.E., W.H. Beaver, and W.R. Landsman, “Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.25 (1998).
- [15] Burgstahler, D.C. and I.D. Dichev, “Earnings, adaptation, and equity value,” *The Accounting Review*, Vol.72, No.2(1997), pp.187-215.
- [16] Collins, D.W., E.L. Maydew, and I.S.

- Weiss, "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24(1997).
- [17] Cheng, C.S. Agnes, Chao-Shin Liu and Thomas F. Schaefer, "Earning permanence and the incremental content of Cash flows from operations," *Journal of Accounting Research*, Vol.34(1996), pp.173-181.
- [18] Ely, K. and G. Waymire, 1 "Accounting standard-setting organizations and earning relevance: Longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927~1993," *Journal of Accounting Research*, (1996), pp.293-317.
- [19] Easton, P.D. and T.S. Harris, "Empirical evidence on the relevance of earning and book value of owners' equity in security valuation," Working paper, Columbia university, 1991.
- [20] Fairfield, P.M. and T.S. Harris, "Price-earning and price-tp-book anomalies: Tests of intrinsic value explanation," *Contemporary Accounting Research* Vol.9, No.2(1993), pp.590-611.
- [21] Fetham, E. and J. Ohlson, "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, (1995), pp.689-731.
- [22] Francis, J. and K. Schipper, "Have financial statement lost their relevance?," *Journal of Accounting Research*, Vol.37, (1996), pp.319-352.
- [23] Hayn, C., "The information content of losses," *Journal of Accounting and Economics*, (1995), pp.125-153.
- [24] Lev, B and P. Zarowin, "The boundaries of financial reporting and how to extend them," *Journal of Accounting Research*, (1999), pp.353-385.
- [25] Ohlson, J.A., "Earning, book values, and dividends in equity valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11(1995), pp.661-687.
- [26] Theil, H., *Principles of Economics*, Wiley, Newyork, NY, 1971.