

## 잉여현금흐름과 이익의 질에 관한 연구

이 재 관\*  
심 동 석\*\*  
이 창 우\*\*\*

.....

본 연구의 목적은 이익의 질이 주가에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 기존의 선행연구에서는 이익의 질을 규정할 때 현금흐름표상의 영업활동으로부터의 현금을 중심으로 이익의 질을 정의하였으나 본 연구에서는 잉여현금흐름을 새로이 도입하여 연구에 적용하였다. 연구의 결과잉여현금흐름을 사용하는 경우 이익의 질이 높은 기업집단과 낮은 집단간에는 통계적으로 유의적인 차이가 있음을 발견하였다. 그러나 기존의 선행연구에서 사용한 영업활동현금흐름을 적용하는 경우에는 두 집단간에 차이가 발견되지 않았다. 이러한 연구의 결과는 투자자가 투자대상기업의 이익의 질을 평가할 때 현금흐름을 고려하고 있으며, 이 때 사용되는 현금흐름의 개념은 단순히 현금흐름표상에 표시된 영업활동현금이 아니라, 영업활동 현금에서 영업활동을 계속 수행하기 위해 추가로 투자하는 금액을 고려한 후에 산정되는 잉여현금흐름이라는 것과 잉여현금흐름이 기업의 가치를 평가하는 데에 더욱 높은 정보효과가 있다는 사실을 의미한다.

.....

### I. 서 론

#### 1. 연구의 동기와 목적

최근 들어서 이익반응계수에 관하여 연구를 하는 학자들이 '이익의 질(quality of

---

\*오리엔트텔레콤 대표이사, 경영학 박사

\*\*세종대학교 회계학과 교수

\*\*\*서울대학교 경영대학 교수

본 연구에 대하여 이창우 교수에게 서울대학교 경영연구소의 지원이 있었음.

earnings)'에 관심을 갖기 시작하였다. 이익의 질에 영향을 미치는 요인들이 어떠한 것들이 있는가는 정형화되어 있지 않으나, 최근의 연구들은 여러 요인들 중에서 현금흐름(cash flow)을 이익의 질을 결정하는 중요한 요인으로 보고 있다. 즉, 1994년 부터 공시되기 시작한 현금흐름표상의 '영업활동으로 인한 현금흐름'과 이익과의 관련성을 이익의 질적 수준에 대한 대용치(proxy)로 보고, 그 이익의 질적 수준의 차이에 따라서 주가반응이 어떻게 차이가 나는지를 연구하고 있는 상황이다. 그러나 최근의 재무분석 전문가들의 관심은 현금흐름중에서도 '영업활동에서 창출된 현금흐름'에서 향후의 지속적인 영업활동을 위해 이루어져야 하는 운전자본 및 고정자산에의 추가적인 투자를 차감한 이후의 순수한 현금흐름인 '잉여현금흐름'에 있으며 이 개념의 지표들이 각종 기업분석평가 보고서에 중요한 신용도 평가지표로서 언급되고 있다. 이와 같이 최근에 '잉여현금흐름'의 중요성이 강조되고 있는 데 따라서 본 연구에서는 현금흐름 중에서도 잉여현금흐름정보를 이용하여 잉여현금흐름에 따른 이익의 질의 차이가 주가에 어떠한 영향을 미치는지를 이익반응계수모형을 이용하여 검증할 것이다.

## 2. 연구의 방법

본 연구에서는 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같으면 이익의 질이 높고, 다르면 이익의 질이 낮은 것으로 구분하였다. 이와 같이 이익의 질을 현금흐름의 개념으로 규정하는 이유는 만약 기업의 모든 활동이 현금주의에 의해 회계처리된다고 가정하는 경우, 기업의 당기순이익과 영업활동으로 부터의 현금흐름은 정확히 일치할 것이기 때문이다. 또한 기업이 공시하는 이익의 방향(양 또는 음)을 보면 그 기업의 현금흐름의 방향도 알 수 있을 것이기 때문이다.

한편, 표본을 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같은 집단(집단 1)과 다른 집단(집단 2)인 2개의 집단으로 나누고, 집단1을 다시 부호가 모두 양(+ )인 집단(집단 1-1)과 모두 음(-)인 집단(집단 1-2)의 하위집단으로 나누며, 집단 2도 다시 당기순이익이 양(+ )이며 현금흐름은 음(-)인 집단(집단 2-1)과 반대인 집단(2-2)의 하위집단으로 나눈다.

그리고 본 연구에서 영업이익의 질의 대용치로서 잉여현금흐름의 개념을 사용하는

이유는 선행연구들과 달리 단순히 영업활동으로부터의 현금흐름이 아니라 이에서 영업활동을 위한 추가투자금액을 차감한 잔여현금흐름이라 할 수 있는 잉여현금흐름의 개념을 사용함으로써 최근 투자분석, 재무분석 등에서 그 중요성이 부각되고 있는 잉여현금흐름의 정보유용성을 검증하기 위함이다.

또한 이 연구에서는 '영업활동으로 부터의 현금흐름' 을 이용하였던 선행연구와의 수평비교를 위해서 이익의 질의 대응치를 '영업으로부터의 현금흐름' 으로 하여 표본을 구분한 추가연구를 병행함으로써 선행연구 내용을 최근자료들로 업데이트 할 경우에 어떻게 달라지는지도 살펴본다. 또한 잉여현금흐름을 이용한 본연구와 상기의 영업활동현금흐름을 이용한 추가연구 내용에서 각각의 집단 1과 집단 2 사이의 이익반응계수의 차이를 검정하기 위하여 비기대이익에 Quality Dummy 변수를 사용하여 검증해 본다.

## II. 선행연구

Ball과 Brown(1968)은 그들의 이익의 정보효과를 측정하는 논문의 후반부에서 이익 대신에 현금흐름을 사용하여 전반부의 연구를 반복하였다. 그 연구 결과를 보면, 양(+) 및 음(-)의 현금흐름변동에 대한 비정상수익의 절대치는 이익변동에 의한 비정상수익의 절대치보다 약간 적게 나타났는데, 이는 당기 현금흐름이 이익변동보다는 비정상수익과의 관계가 적다는 것으로 연구하였다. 그러나 그들 연구의 이 부분은 영업이익 수치를 현금흐름으로 사용하고 있어서 변수선정 자체가 문제가 있었다. 그 후에 현금흐름정보의 정보유용성에 관한 여러 연구들이 진행되었다.

Rayburn(1986)의 연구에서는 영업활동을 통해 유입된 현금흐름과 회계제도 상에서 보고된 회계수치 항목들이 주가수익률에 미치는 영향을 규명함으로써 현금흐름정보의 유용성을 검토하였다. 주가가 그 기업의 예상되는 미래의 현금흐름을 현가로 할인한 금액이라면 주가수익률은 그 기간동안의 비기대현금흐름에 관한 정보의 함수이며 또한 그 기업의 미래의 현금흐름을 할인한 금액에 대한 투자자들의 기대치를 수정시켜주는 정보의 함수라고 할 수 있다. 이런 관점에서 이 연구는 영업으로부터의 현금흐름을 그 기간동안에 공개되는 비기대현금흐름의 대응치로 사용하였다. 결과는 순

운전자본(현금, 단기투자, 유동성장기차입금) 증감의 경우, 어느 모형에서나 주가와 유의한 관계가 있는 것으로 나타났으나 감가상각비와 이연법인세의 경우는 연구모형에 따라서 유의하지 못한 것으로 나타났다.

Wilson(1986)의 연구에서도 현금흐름이 회계이익에 추가적인 정보효과를 갖고 있는지를 연구하였다. 연구결과는 이들 현금흐름과 관련된 변수들은 회계이익에 추가적인 정보내용을 제공하고 있는 것으로 나타났다.

Bowen, Burgstahler, Daley(1987)의 연구에서는 첫째, 현금흐름정보가 주가에 정보 가치가 있는지를 검토하였다. 즉 비기대현금흐름이 회계이익에 추가적인 정보를 제공하여 주는지를 검증하는 것이다. 둘째로, 발생주의에 의해서 산출된 회계이익이 현금흐름정보에 추가적 정보를 제공하여 주는지를 검토하는 것이다. 이를 위하여 비기대수익률과 비기대이익의 관계와 그리고 비기대수익률과 비기대현금흐름의 관계를 조사하였다. 주가수익률과 비기대이익 간의 관련성을 검증한 결과, 유의성이 있는 것으로 나타났다. 그리고 현금흐름정보(비기대 현금흐름, 투자 후의 비기대현금흐름)는 비기대이익에 정보효과가 있는 것으로 나타났다. 또한 회계이익이 현금흐름정보에 추가적인 정보를 제공하느냐에 대한 검증도 유의한 것으로 나타났다. 즉 이익과 현금흐름은 상호 추가 정보효과가 있는 것으로 나타났다.

Livant와 Zarowin(1990)의 연구에서는 FAS NO. 95에 의해 요구되는 현금흐름의 구성요소(영업활동, 재무활동, 투자활동에 의한 현금흐름의 구성요소)가 서로 상이하게 주가에 영향을 미치는가를 알아보고 이러한 영향이 기존의 이론들과 일치하는가를 조사하였다. 이러한 각각의 활동으로 인한 현금흐름정보의 내용이 당기순이익정보에 추가적인 정보내용을 갖는가를 연구하였다. 이들의 연구는 현금흐름표등 여러 재무제표의 내용이 단순한 이익 형태의 정보 보다는 더 많은 정보내용을 포함한다는 결과를 도출하였다.

이상덕(1991)의 연구에서는 Bowen 등(1987)의 연구 모델을 우리나라의 주식시장에 적용시켜서 기업의 회계정보 중에서 발생주의 회계기준에 따라서 산출된 회계이익 정보가 기업의 가치를 측정하는 데에 유용한 정보를 제공하여 주는지에 대하여 검토하면서 회계이익을 중심으로 여러 가지의 자금흐름의 정보에 대해 보완적 정보로서의 유용성을 검토하였다. 연구결과는, 회계이익정보는 주가수익률과 양(+ )의 상관관계가 있으며 현금흐름의 정보는 세 가지 모두 추가적인 정보가 있는 것으로 나타

났다.

이창우, 김갑순, 이수미(1999)의 연구에서는 영업활동으로 인한 현금흐름을 이익의 질을 결정하는 중요한 한 요인으로 보고 1994년부터 공시되기 시작한 현금흐름표상의 영업활동으로 인한 현금흐름정보를 고려한 이익정보가 주가에 어떠한 영향을 미치는가를 이익반응계수모형을 이용해 검증하였다. 연구결과, 당기순이익과 영업활동으로 인한 현금흐름의 부호가 동일한[(+, +),(-, -)] 즉 이익의 질이 높은 기업의 이익반응계수가 부호가 서로 다른, 즉 이익의 질이 상대적으로 낮은 기업의 이익반응계수 보다 클 뿐만 아니라 통계적으로도 유의한 것으로 나타났으며 이익의 질이 이익반응계수를 결정하는 하나의 요인임을 실증하였다. 즉 투자자들의 투자활동은 투자대상기업의 영업활동으로 인한 현금흐름을 고려해서 이익의 질을 평가한 후에 이루어진다는 사실을 시사하고 있다.

이창우, 김갑순, 이재석(2002)의 연구에서는 이창우, 김갑순, 이수미(1999)의 연구를 변형하여서 IMF 외환위기가 발생한 1997년을 기준으로 표본을 구분하여 이들 표본을 대상으로 IMF 위기를 전후하여 자본시장에서의 이익의 질을 고려한 이익반응계수에 차이가 있는지 여부를 검증하였다. 연구결과, IMF 이전 기간(1994~1996년)의 경우는 집단 1의 이익반응계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 나타내었으나 집단 2는 유의한 통계값을 갖지 못함으로써 과거의 연구 결과를 지지하였다. 또한 집단을 하위집단인 집단 1-1[이익과 현금흐름이 모두 양(+ )인 표본], 집단 1-2[이익과 현금흐름이 모두 음(-)인 표본] 와 집단 2-1[이익과 현금흐름이 각각 양(+), 음(-)인 표본], 집단 2-2[이익과 현금흐름이 각각 음(-), 양(+ )인 표본]로 구분하여볼 때에도 집단 1-1은 수준 1%, 집단 1-2는 수준 5%에서 통계적으로 유의한 결과를 나타내었으나 집단 2-1, 집단 2-2는 두 경우 모두 통계적으로 유의하지 않았다. IMF 이후 기간(1997~1999년)의 경우도 집단 2는 이익반응계수가 통계적으로 유의한 값을 나타나지 않았으며 집단 1만이 유의한 값을 나타내었으나, 그 유의수준이 5% 수준으로 낮아졌으며, 더욱이 하위집단으로 세분화해 보면, 집단 1-2는 유의한 통계값이 나타나지 않았고, 집단 1-1만이 10%의 유의수준을 나타냄으로써 별로 유의한 통계값이라고 할 수 없는 결과가 나왔다. 이러한 연구결과는 주식시장의 투자자들이 기업의 이익을 투자행위에 이용함에 있어서 현금흐름정보를 함께 고려하고 있을 가능성과 함께 IMF 외환위기 이후 주식시장에서 이익과 현금흐름 등 회계정보에 대한 신뢰성

이 하락하여 이전의 기간에 비해 투자자들의 투자의사결정에 대한 회계정보의 정보 유용성이 감소했을 가능성을 시사하고 있다고 결론을 내렸다.

### Ⅲ. 실증연구설계

#### 1. 연구의 설계 및 가설설정

##### 1) 연구의 설계

기존의 영업이익의 질에 관한 연구들은 질의 대용치로 영업활동으로 인한 현금흐름(operations cash flow)을 이용하였다. 이에 본 연구에서는 현금흐름 중에서도 잉여 현금흐름(free cash flow)을 그 기업의 이익의 질의 수준을 결정하는 대용치로 가정하고 이런 전제하에 잉여현금흐름에 따른 이익의 질의 차이가 주가에 영향을 미치는지를 이익반응계수모형을 이용하여 검증하고자 한다. 즉 현금흐름 중에서도 기존의 연구들과 달리 '영업활동으로 인한 현금흐름'에서 '영업활동을 위한투자'를 차감(현금흐름표에서 '영업활동현금흐름' 수치와 '투자활동현금흐름' 수치를 합산)한 잉여현금흐름(free cash flow)의 개념을 사용하여 연구할 것이다.

이 연구에서도 선행연구들과 같이 잉여현금흐름과 회계이익의 관련성에 따라 표본 집단을 2개의 하위집단으로 구분하여 각각의 이익반응계수를 구할 것이다. 즉, 당기 순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같으면 이익의 질이 높고 다르면 이익의 질이 낮은 것으로 구분한다. 이와 같이 이익의 질을 규정하는 이유는 기업의 모든 활동이 현금주의에 의해 회계처리되는 경우, 기업의 당기순이익과 영업활동으로 부터의 현금흐름은 정확히 일치할 것이라는 가정 때문이며 또한 기업이 공시하는 이익의 방향(양 또는 음)을 보면 그 기업의 잉여현금흐름의 방향도 알 수 있을 것이라는 것을 가정하고 있기 때문이다. 이와 같이, 표본을 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같은 집단(집단 1)과 다른 집단(집단 2)인 2개의 집단으로 나누고, 집단1을 다시 부호가 모두 양(+)인 집단(집단 1-1)과 모두 음(-)인 집단(집단 1-2)의 하위집단으로 나누며, 집단 2는 당기순이익이 양(+)이며 잉여현금흐름은 음(-)인 집단(집단 2-1)과 반대인 집단(집단 2-2)의 하위집단으로 나눈다.

## 2) 가설 설정

선행연구에서 보면 순이익과 영업활동 현금흐름의 부호가 같은 경우, 즉 이익의 질이 높은 경우가 다른 경우 보다 이익반응계수가 크며 통계적으로도 유의한 것으로 나타나 투자자의 투자활동이 투자대상기업의 영업활동으로 인한 현금흐름을 고려해서 이익의 질을 평가한 후에 이루어진다는 것을 설명하였다. 이에 본 연구에서는 앞서 설명한 것과 같이 영업활동 현금흐름을 최근 그 중요도가 강조되고 있는 잉여현금흐름의 개념으로 바꾸어서 분석해보기 위해 다음과 같은 가설을 세운다.

### 〈가설〉

잉여현금흐름을 고려한 이익의 질이 높은 기업집단의 이익반응계수는 이익의 질이 낮은 기업집단의 이익반응계수와 유의적인 차이가 있다.

## 2. 실증표본선정 및 분석모형

### 1) 실증표본 선정

본 연구에서의 표본은 2002년 12월 31일 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 다음과 같은 여러 조건을 만족시키는 기업을 선정하였다.

1. 결산일이 12월 31일인 기업
2. 연구대상 기간인 1998년부터 2002년까지 계속상장 제조기업
3. 한국신용평가(주)의 KIS-FAS, KIS-SMAT 및 상장협회의 TS2000 데이터베이스에서 재무자료가 이용가능한 기업
4. 조사기간 동안 관리대상기업에 속하지 않은 기업
5. 조사대상기업 중 기업인수, 합병 및 분할이 없는 기업
6. 극단치 조정: +, -5% 조정(winzORIZATION)

극단치는 상하위 5%의 표본을 각각 상하위 5%에 해당하는 숫자로 상향 또는 하향 조정하였다. 한봉희(2001)<sup>1)</sup>는 여러 가지 극단치 처리방법을 비교하였는데, 조정기법

1) 한봉희, "회계이익변수에 대한 극단치처리방법의 비교분석", 경영학연구, 제30권, 제1호, 2001, pp.47-73.

은 절단기법에 비해 표본규모의 축소라는 문제가 발생하지 않고, 서열기법은 모형의 설명력은 제고되나 추정된 회귀계수의 크기에 대한 경제적 해석을 내리는 것이 곤란하여 조정기법이 이러한 단점을 가지지 않은 가장 효과적인 방법이라고 제시하였다. 특히 +, -5% 조정기법이 가장 바람직하고 효과적이라는 연구결과를 제시하였다.

위에서 기술한 표본선정절차를 거쳐 연구대상기간인 1998~2001년 동안 1,849개의 표본이 선정되었다.

〈집단별 표본의 수〉

집단 1: 1,088개(집단 1-1: 829개, 집단 1-2: 259개)

집단 2: 761개(집단 2-1: 486개, 집단 2-2: 275개)

## 2) 다중회귀분석모형

실증연구 가설을 검증하기 위하여 우선 선행연구에서 밝혀진 이익반응계수의 결정요인(성장성, 체계적위험, 기업규모, 재무 레버리지, 원가구조 등)이 통제된 다중회귀분석을 실시한다.

$$\begin{aligned} \text{CAR} = & \alpha + \beta_0 \text{UE} + \beta_1 \text{GR} + \beta_2 \text{BETA} + \beta_3 \text{SIZE} \\ & + \beta_4 \text{LEV} + \beta_5 \text{COST} + \varepsilon \end{aligned}$$

CAR: 누적비정상수익률

UE: 비기대이익

GR: 성장성 = (매출액증가율 + 총자산증가율)/2

BETA: 시장모형으로 추정된 체계적 위험

SIZE: 기업규모(연도 초 발행주식 수 \* 주식 가격) SIZE > 중앙값이면 1, SIZE < 중앙값이면 0

LEV: 재무레버리지(총부채/ 총자산)

COST: 원가구조(매출총이익/ 매출액)



### 3) 가설검정모형

가설을 검증하기 위하여 Quality Dummy 변수를 이용한 다음과 같은 2가지의 모형을 이용하여 집단 간 차이검정을 실시한다.

#### 〈차이검정모형 1〉

- 이익반응계수의 Quality Dummy 변수항을 추가하는 모형

$$\begin{aligned} \text{CAR} = & \alpha + \beta_0 \text{UE} + \beta_1 \text{UE} * \text{QualityDummy} + \beta_2 \text{GR} + \beta_3 \text{BETA} \\ & + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{COST} + \varepsilon \end{aligned}$$

#### 〈차이검정모형 2〉

- 이익반응계수의 Quality Dummy 변수항을 추가한 후, 다른 변수항에도 모두 비기대이익을 곱하여 더미변수항의 영향을 조절한 모형

$$\begin{aligned} \text{CAR} = & \alpha + \beta_0 \text{UE} + \beta_1 \text{UE} * \text{QualityDummy} + \beta_2 \text{UE} * \text{GR} + \beta_3 \text{UE} * \text{BETA} \\ & + \beta_4 \text{UE} * \text{SIZE} + \beta_5 \text{UE} * \text{LEV} + \beta_6 \text{UE} * \text{COST} + \varepsilon \end{aligned}$$

여기서 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같으면 이익의 질이 높은 표본이므로 더미변수의 값을 1로 하고 부호가 일치하지 않는 경우에는 이익의 질이 낮은 표본으로 더미변수의 값을 0으로 한다. 즉 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같은 표본의 경우는 이익반응계수가  $(\beta_0 + \beta_1)$ 이며 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 다른 표본의 경우는 이익반응계수는  $\beta_0$ 가 된다. 이 식에서  $\beta_1$ 의 값이 유의적인 양의 값을 가져야, 이익의 질이 높은 것으로 정의된 집단 1의 이익반응계수가 집단 2의 이익반응계수 보다 통계적으로 유의하게 크다는 뜻으로서 본연구의 가설을 채택할 수 있다.

### 3. 변수의 정의와 측정

본 연구에 사용할 회귀모형의 종속변수와 독립변수들에 대한 측정방법은 다음과 같이 하였으며 필요한 재무제표 관련 데이터와 수익을 관련 데이터는 KIS-FAS, KIS-

SMAT, TS2000 등을 통해 추출하였다.

#### 1) 이익반응계수를 구하기 위한 변수의 측정

UE(Unexpected Earnings: 비기대이익)는 랜덤워크(Random Walk)모형을 이용하였으며 예상이익의 절대치가 아니라 본연구에서는 이 비기대이익을 연도 초 주식의 시장가치로 표준화하였다. 주식의 시장가치는 연도 초 보통주 주식의 시장가치를 이용하였다.

CAR(Cumulative Abnormal Return: 누적비정상수익률)는 당해년도 4월부터 다음해 3월까지의 월별 비정상수익률을 누적한 누적비정상수익률을 사용하였다. 검증대상 기간전 48개월의 월별수익률을 이용하여 기대수익률 구한 후, 비정상수익률을 구하였다.

#### 2) 이익반응계수에 영향을 미치는 기업특성변수 선정

선행연구들에서 이익반응계수에 영향을 미칠 것이라고 연구된 GR(Growth:성장성), BETA(체계적 위험), SIZE(기업규모), LEV(Financial Leverage: 재무레버리지), COST(원가구조), 수출비중 등에서 수출비중 변수를 제외한 나머지 5가지 변수들을 특성변수로 선택하였다. 수출비중변수의 경우는 과거의 수출주도형 경제정책하에서는 수출기업에 대한 특별한 혜택들이 있었지만 근래 들어서는 그러한 경제정책이 많이 줄어들어 수출위주의 기업과 내수위주의 기업들간의 이익반응계수가 차이가 나지 않을 것으로 판단되어서 제외하였다. 급속히 국제화되어 가는 기업환경에서는 오히려 환율, 원자재가격, 수출품의 국제시세 등과 같은 다른 변수들에 의하여 수출기업의 수익성이 크게 좌우되기 때문이다.

## Ⅳ. 실증분석결과 및 해석

### 1. 변수의 기술통계량분석

본 연구에 사용된 주요 변수들의 특성을 검토하기 위한 기술통계량은 <표 1>, <표

2), <표 3>과 같다. 본 연구에서의 표본은 2002년 12월 31일 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 다음과 같은 여러 조건을 만족시키는 기업을 선정하였으며 결산일이 12월 31일인 기업, 연구대상 기간인 1998년부터 2002년까지 계속상장 기업으로서, 한국신용평가주의 KIS-FAS, KIS-SMAT 및 상장협회의 TS2000 데이터베이스에서 재무자료가 이용 가능한 기업으로 하였고, 동시에 조사기간 동안 관리대상기업에 속하지 않으며 조사대상기업 중 기업인수, 합병 및 분할이 없는 기업들로 한정하였다.

위에서 기술한 표본선정절차를 거쳐 연구대상기간인 1998~2001년 동안 1,849개의 표본이 선정되었으며 이들 표본들을 당기순이익과 잉여현금흐름의 관계를 고려하여 집단 1(당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같은 표본: 1,088개)과 집단 2(당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 다른 표본: 761개)로 나누어서 이들 집단들의 기술통계량도 <표 1>에 같이 제시하였다.

그리고 다시 집단 1을 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 각각 (+), (+)인 집단1-1과 (-), (-)인 집단 1-2의 하위집단으로 나눈 기술통계량은 <표 2>에 제시하였으며, 집단 2를 각각 부호가 (+), (-)인 집단 2-1과 (-), (+)인 집단 2-2로 구분한 통계량은 <표 3>에 제시하였다. 이 수치들은 4년간(1998~2001년)의 자료를 풀링한 전체표본에 대한 기술통계량이며 극단치를 조정한 후의 수치들로서 분석할 때에는 +5%, -5%를 조정하였다.

<표 1>을 보면 회계이익 대상년도 4월부터 다음해 3월까지의 월별수익률을 누적한 누적비정상수익률(CAR)의 전체표본의 평균값은 0.08159이며 집단 1은 0.09761, 집단 2는 0.05869로서 집단 1의 누적비정상수익률이 집단 2보다 높게 나타났다. 비기대이익(UE)의 전체표본의 평균치는 0.22483이며 집단 1은 0.34920, 집단 2는 0.04701로서 집단 1의 비기대이익이 집단 2의 비기대이익 보다 높게 나타났다. 성장성(GR)은 총자산증가율과 매출액증가율의 평균치를 대용치로 사용하였는 바, 전체표본에 대한 평균값이 0.04081이며 집단 1은 0.04004, 집단 2는 0.05941로 나타났다. 이는 표본들의 총자산과 매출액의 증가율의 평균이 4.08%이고 집단 1은 4.00%, 집단 2는 5.94%라는 뜻으로서 집단 2의 성장성이 다소 높게 나왔다. 이를 하위집단으로 세분하면 집단 1-1은 규모의 증가율이 5.70%였으나 집단 1-2는 -1.43%로서 규모가 감소하였다. 또한 집단 2-1은 그 규모가 13.6% 증가하였으나 집단 2-2는 7.5% 감소한 것

〈표 1〉 주요 변수들의 기술통계량(극단치 조정 후)

변수	통계량 (표본수)	전체표본 (1,849개)	집단 1 (1,088개)	집단 2 (761개)
CAR	평균	0.08159	0.09761	0.05869
	표준편차	0.63293	0.63195	0.63404
	중앙값	0.02117	0.04233	-0.01298
	최소값	-0.94748	-0.94748	-0.94748
	최대값	1.42286	1.42286	1.42286
UE	평균	0.22483	0.34920	0.04701
	표준편차	1.94616	1.95643	1.91871
	중앙값	0.01624	0.03195	0.00159
	최소값	-3.75970	-3.75970	-3.75970
	최대값	6.45950	6.45950	6.45950
GR	평균	0.04801	0.04004	0.05941
	표준편차	0.19335	0.17834	0.21257
	중앙값	0.03146	0.02841	0.03968
	최소값	-0.32496	-0.00086	-0.32496
	최대값	0.49334	0.49334	0.49334
BETA	평균	0.85939	0.84904	0.87418
	표준편차	0.55821	0.54626	0.57490
	중앙값	0.75942	0.75359	0.77277
	최소값	-0.00086	-0.00086	-0.00086
	최대값	2.11682	2.11682	2.11682
SIZE(억원)	평균	2293	2699	1261
	표준편차	15908	18057	8139
	중앙값	268.11928	300.6750	203.1430
	최소값	1.98080	3.18	1.9808
	최대값	402232	402232	140067
LEV	평균	0.64676	0.64233	0.65309
	표준편차	0.23667	0.23669	0.23666
	중앙값	0.62442	0.61396	0.63283
	최소값	0.27649	0.27649	0.27649
	최대값	1.22740	1.22740	1.22740
COST	평균	0.17642	0.18542	0.16355
	표준편차	0.10768	0.11177	0.10022

〈표 1〉 계속

변수	통계량 (표본수)	전체표본 (1,849개)	집단 1 (1,088개)	집단 2 (761개)
COST	중앙값	0.15667	0.16491	0.15133
	최소값	0.00819	0.00819	0.00819
	최대값	0.44100	0.44100	0.44100

주) CAR: 누적비정상수익률

UE: 비기대이익

GR: 성장성 = (매출액증가율 + 총자산증가율)/2

BETA: 시장모형으로 추정된 체계적 위험

SIZE: 기업규모(연도 초 발행주식 수 \* 주식 가격)

SIZE > 중앙값이면 1, SIZE < 중앙값이면 0

\*SIZE는 dummy 변수로 조정 전 수치임

LEV: 재무레버리지(총부채/총자산)

COST: 원가구조(매출총이익/매출액)

으로 나타났다. 즉 규모의 증가율이 양(+)인 집단인 집단 1-1과 집단 2-1은 이익이 양(+)이었으며 규모의 증가율이 음(-)인 표본들인 집단 1-2와 집단 2-2는 이익이 음(-)이었다. 이는 규모가 커지는 기업의 영업실적이 더 좋다는 것을 나타내고 있다. 검증대상 전 48개월의 월별수익률을 이용하여 시장모형으로 추정된 체계적위험(BETA)은 전체표본의 평균값이 0.85939이고 집단1은 0.84904, 집단 2는 0.87418로 나타났다. 이를 하위집단별로 보면, 이익이 양(+)인 집단 1-1과 집단 2-1의 BETA가 각각 0.78398과 0.73455로서 이익이 음(-)인 집단 1-2와 집단 2-2의 1.05730과 1.12093보다 낮았다. 이는 평균적으로 볼 때에, 이익의 양(+)인 표본들 보다 이익이 음(-)인 표본들이 시장위험에 더 크게 영향을 받으며 노출되어 있었다고 할 수 있다. 기업규모(SIZE)는 회계연도 초에 현재 유통중인 주식의 총시장가치로서 전체 표본집단의 평균값이 2,293억원이었으며 집단 1의 평균값은 2,699억원, 집단 2의 평균값은 1,261억원이었다. 집단 1에 규모가 상대적으로 큰 표본들이 많음을 알 수 있다. 특이치들의 영향을 줄이기 위하여 본논문에서는 Collins와 Kothari(1989)의 연구처럼 더미변수를 이용하여서 중앙값을 기준으로 하여 크면 1, 작으면 0으로 처리하였다. 재무레버리지(LEV)는 평균값이 0.64676이며 집단 1은 0.64233, 집단 2는 0.65309로서 양

〈표 2〉 집단 1의 변수들의 기술통계량(극단치 조정 후)

변수	통계량 (표본수)	집단 1 (1,088개)	집단 1-1 (829개)	집단 1-2 (259개)
CAR	평균	0.09761	0.12510	0.00962
	표준편차	0.63195	0.59735	0.72610
	중앙값	0.04233	0.08075	-0.09934
	최소값	-0.94748	-0.94748	-0.94748
	최대값	1.42286	1.42286	1.42286
UE	평균	0.34920	0.64446	-0.59586
	표준편차	1.95643	1.75282	2.25599
	중앙값	0.03195	0.06993	-0.41588
	최소값	-3.75970	-3.75970	-3.75970
	최대값	6.45950	6.45950	6.45950
GR	평균	0.04004	0.05702	-0.01430
	표준편차	0.17834	0.15682	0.22624
	중앙값	0.02841	0.03530	-0.02152
	최소값	-0.32496	-0.32496	-0.32496
	최대값	0.49334	0.49334	0.49334
BETA	평균	0.84904	0.78398	1.05730
	표준편차	0.54626	0.49828	0.63503
	중앙값	0.75359	0.70243	0.98331
	최소값	-0.00086	-0.00086	-0.00086
	최대값	2.11682	2.11682	2.11682
SIZE(억원)	평균	2699	3186	488
	표준편차	18057	19902	1713
	중앙값	300.6750	369.8210	125.3285
	최소값	3.18	3.18	4.8022
	최대값	402232	402232	19882
LEV	평균	0.64233	0.61480	0.73046
	표준편차	0.23669	0.22886	0.24022
	중앙값	0.61396	0.59172	0.72971
	최소값	0.27649	0.27649	0.27649
	최대값	1.22740	1.22740	1.22740
COST	평균	0.18542	0.20578	0.12027
	표준편차	0.11177	0.10695	0.10166

〈표 2〉 계속

변수	통계량 (표본수)	집단 1 (1,088개)	집단 1-1 (829개)	집단 1-2 (259개)
COST	중앙값	0.16491	0.18623	0.09922
	최소값	0.00819	0.00819	0.00819
	최대값	0.44100	0.44100	0.44100

주) CAR: 누적비정상수익률

UE: 비기대이익

GR: 성장성 = (매출액증가율 + 총자산증가율)/2

BETA: 시장모형으로 추정된 체계적 위험

SIZE: 기업규모(연도 초 발행주식 수 \* 주식 가격)

SIZE > 중앙값이면 1, SIZE < 중앙값이면 0

\*SIZE는 dummy변수로 조정 전 수치임

LEV: 재무레버리지(총부채/ 총자산)

COST: 원가구조(매출총이익/ 매출액)

집단 간에 별 차이가 없는 것으로 나타났다. 총원가중에서 고정원가가 차지하는 비중인 원가구조(COST)는 전체표본의 경우 0.17642이며 집단 1은 0.18542, 집단 2는 0.16355이다. 이는 표본들의 평균 매출원가율이 82.4%이며 집단 1은 81.5%, 집단 2는 83.6%라는 것을 의미하며 이 변수는 결국 표본들의 수익성을 측정하는 것이라 할 수 있다.

기술통계량들을 집단별로 요약하면 비정상수익률, 비기대이익, 규모, 원가구조는 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같은 집단 1의 평균값이 집단 2의 그것 보다 크고 성장성, 베타, 재무레버리지는 집단 2가 집단 1보다 큰 것으로 나타났다.

## 2. 상관관계분석

〈표 4〉는 전체 표본의 표본기간의 변수들의 상관관계를 분석한 것이며 〈표 5〉은 집단1, 〈표 6〉는 집단 2의 표본들의 상관관계를 분석한 것이다. 〈표 4〉에서 CAR와 다른 변수들 간의 상관관계를 보면, 비기대이익(UE)과는 상관계수가 0.1083으로서 1% 유의수준에서 관계가 있는 것으로 나타났으며 이는 회계이익이 주가를 예측하는

〈표 3〉 집단 2 변수들의 기술통계량(극단치 조정 후)

변수	통계량 (표본수)	집단 2 (726개)	집단 2-1 (486개)	집단 2-2 (275개)
CAR	평균	0.05869	0.04405	0.08456
	표준편차	0.63404	0.58037	0.71958
	중앙값	-0.01298	-0.02281	0.04671
	최소값	-0.94748	-0.94748	-0.94748
	최대값	1.42286	1.42286	1.42286
UE	평균	0.04701	0.27068	-0.34826
	표준편차	1.91871	1.16088	2.75324
	중앙값	0.00159	0.02354	-0.39731
	최소값	-3.75970	-3.75970	-3.75970
	최대값	6.45950	6.45950	6.45950
GR	평균	0.05941	0.49334	-0.07511
	표준편차	0.21257	0.18632	0.18828
	중앙값	0.03968	0.11510	-0.08099
	최소값	-0.32496	-0.32496	-0.32496
	최대값	0.49334	0.49334	0.49334
BETA	평균	0.87418	0.73455	1.12093
	표준편차	0.57490	0.49339	0.62463
	중앙값	0.77277	0.67034	1.04022
	최소값	-0.00086	-0.00086	-0.00086
	최대값	2.11682	2.11682	2.11682
SIZE	평균	1261	704	1703
	표준편차	8139	1643	10791
	중앙값	203.1430	244.9141	170.4360
	최소값	1.98080	6.9050	1.9808
	최대값	140067	16831	140067
LEV	평균	0.65309	0.57881	0.78437
	표준편차	0.23666	0.19464	0.24741
	중앙값	0.63283	0.58197	0.75349
	최소값	0.27649	0.27649	0.27649
	최대값	1.22740	1.22740	1.22740
COST	평균	0.16355	0.17531	0.14278
	표준편차	0.10022	0.09563	0.10484



〈표 3〉 계속

변수	통계량 (표본수)	집단 2 (726개)	집단 2-1 (486개)	집단 2-2 (275개)
COST	중앙값	0.15133	0.15646	0.13571
	최소값	0.00819	0.00819	0.00819
	최대값	0.44100	0.44100	0.44100

주) CAR: 누적비정상수익률

UE: 비기대이익

GR: 성장성 = (매출액증가율 + 총자산증가율)/2

BETA: 시장모형으로 추정된 체계적 위험

SIZE: 기업규모(연도 초 발행주식 수 \* 주식 가격)

SIZE > 중앙값이면 1, SIZE < 중앙값이면 0

\* SIZE는 dummy 변수로 조정 전 수치임

LEV: 재무레버리지(총부채/ 총자산)

COST: 원가구조(매출총이익/ 매출액)

〈표 4〉 Spearman 상관관계 분석 결과(전체표본)

변수	CAR	UE	GR	BETA	SIZE	LEV	COST
CAR	1.0000	0.1083**	0.0742**	0.1947**	(0.1004)**	0.1012**	0.0783*
UE		1.0000	0.2428**	(0.0340)	(0.0678)**	0.1540**	0.1495**
GR			1.0000	(0.1650)**	0.1747**	(0.1596)**	0.1806**
BETA				1.0000	(0.0838)**	0.2394**	(0.1428)**
SIZE					1.0000	(0.2827)**	0.1111**
LEV						1.0000	(0.1370)**
COST							1.0000

( )안의 값은 음수를 나타냄

\*\* 1% 유의수준에서 0과 같지 않음

\* 3% 유의수준에서 0과 같지 않음 (이하 〈표 5〉, 〈표 6〉 동일함)

테에 정보효과를 가지고 있음을 입증하는 것이다. 그 외에 성장성(GR)과 베타계수(BETA), 재무레버리지(LEV)는 1% 수준에서, 원가구조(COST)는 3% 수준에서 유의적으로 양(+)의 상관관계를 보여주고 있으며, 규모(SIZE)는 1% 유의수준에서 음(-)의 상관관계가 있음을 나타내었다. 즉 성장성과 체계적위험 및 재무레버리지가 클수록 수익률이 높았고 기업규모는 클수록 비정상수익률이 낮았다.

〈표 5〉 집단 1에 대한 상관관계 분석 결과

변수	CAR	UE	GR	BETA	SIZE	LEV	COST
CAR	1.0000	0.1310**	0.0798**	0.1948**	(0.0935)**	0.0812**	0.1000**
UE		1.0000	0.2454**	(0.0228)	(0.0908)**	0.2121**	0.1760**
GR			1.0000	(0.1244)**	0.1164**	(0.1055)**	0.2089**
BETA				1.0000	(0.0688)*	0.1949**	(0.1648)**
SIZE					1.0000	(0.2570)**	0.1087**
LEV						1.0000	(0.1689)**
COST							1.0000

〈표 6〉 집단 2에 대한 상관관계 분석 결과

변수	CAR	UE	GR	BETA	SIZE	LEV	COST
CAR	1.0000	0.0660	0.0820*	0.1964**	(0.1143)**	0.1304**	0.0403
UE		1.0000	0.2695**	(0.0524)	(0.0450)	0.0770	0.0834*
GR			1.0000	(0.2145)**	0.2521**	(0.2356)**	0.1637**
BETA				1.0000	(0.1035)**	0.3016**	(0.1083)**
SIZE					1.0000	(0.3180)**	0.1035**
LEV						1.0000	(0.0841)*
COST							1.0000

집단 1의 경우에는 전체표본의 경우와 비교해서 비기대이익을 비롯한 변수들의 상관관계에 크게 차이가 없는 것으로 나타났다. 그러나 집단 2의 경우에는 CAR와 비기대이익의 상관관계수가 유의적이지 못한 것으로 나타났으며 전반적으로 다른 변수간의 상관관계도 약화되는 것을 볼 수 있다.

이상에서 CAR와 비기대이익의 상관관계만 집중해 볼 때에 집단 1에서는 비기대이익과 CAR 사이에 유의한 양(+의 상관관계)이 있는 것으로 나타났으나 집단 2에서는 비기대이익과 CAR 사이에 유의한 상관관계는 없는 것으로 나타났다.

### 3. 다중회귀분석 및 가설검증

#### 1) 잉여현금흐름(FCF)을 이용한 표본구분에 의한 분석

본연구의 목적인 잉여현금흐름(Free Cash Flow: FCF)에 의한 표본구분으로 실증분

〈표 7〉 잉여현금흐름을 이용한 다중회귀분석결과(대집단별)

변수 절편	전체표본 (n=1,849)	집단 1 (n=1,088)	집단 2 (n=761)
	-0.3106*** (-4.41)	-0.3249*** (-3.52)	-0.2984*** (-2.72)
UE	0.0429*** (2.72)	0.0580*** (2.81)	0.0150 (0.61)
GROWTH	0.2905*** (2.88)	0.2946* (2.08)	0.3620** (2.46)
BETA	0.2173*** (6.29)	0.2271*** (5.19)	0.2117*** (3.74)
SIZE	-0.0744** (-2.42)	-0.0510 (-1.28)	-0.1163** (-2.37)
LEVERAGE	0.2300** (1.92)	(2.49) 0.2557	0.2295 (1.74)
COST	0.3571* (2.02)	0.4298 (1.93)	0.1128 (0.38)
수정 R <sup>2</sup>	0.0642	0.0686	0.0556
F	14.00***	9.38**	5.43***

\*\*\*, \*\*, \* 각각 1%, 3%, 5%의 수준에서 유의적임

집단 1: 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같은 하위표본집단

집단 2: 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 다른 하위표본집단

UE: 비기대이익

GROWTH: 성장성: (매출액증가율 + 총자산증가율)/2

BETA: 시장모형으로 추정된 체계적 위험

SIZE: 기업규모 (연도 초 발행주식수 × 주가가격)가

중앙값보다 클 경우에는 1, 반대의 경우에는 0의 값을 가지는 변수

LEVERAGE: 재무레버리지(총부채/ 총자산)

COST: 원가구조(매출총이익/ 매출액)

석을 행한 〈표 7〉의 결과를 살펴보면 전체표본에 대한 수치는 앞서 설명한 대로 이익 반응계수의 값이 0.0429로서 1% 수준에서 통계적으로도 유의하였다. 표본집단별 검증결과를 보면, 집단 1의 이익반응계수의 값은 0.0580로서 1% 수준에서 통계적으로

〈표 8〉 잉여현금흐름을 이용한 다중회귀분석결과(하위집단별)

변수	전체표본 (n = 1,849)	집단 1-1 (n = 829)	집단 1-2 (n = 259)	집단 2-1 (n = 486)	집단 2-2 (n = 275)
절편	-0.3106*** (-4.41)	-0.2638*** (-2.58)	-0.5765** (-2.49)	-0.3861*** (-2.92)	-0.1606 (-0.64)
UE	0.0429*** (2.72)	0.0923*** (3.43)	-0.0290 (-0.70)	-0.0075 (0.13)	0.0218 (0.69)
GROWTH	0.2905*** (2.88)	0.2798 (1.76)	0.2227 (0.69)	0.4311** (2.38)	0.2117 (0.63)
BETA	0.2173*** (6.29)	0.2484*** (5.18)	0.1446 (1.31)	0.2530*** (3.65)	0.1463 (1.33)
SIZE	-0.0744** (-2.42)	-0.0441 (-1.02)	-0.0593 (-0.57)	-0.0903 (-1.64)	-0.1861 (-1.64)
LEVERAGE	0.2300** (2.49)	0.0875 (0.63)	0.7688** (2.60)	0.3370 (1.79)	0.1395 (0.45)
COST	0.3571* (2.02)	0.4556 (1.88)	-0.4544 (-0.71)	0.0502 (0.15)	0.2912 (0.47)
수정 R <sup>2</sup>	0.0642	0.0829	0.0484	0.0602	0.0105
F	14.00***	9.54***	1.97	4.58***	1.21

\*\*\*, \*\*, \* 각각 1%, 3%, 5%의 수준에서 유의적임

집단 1-1: 당기순이익(+), 잉여현금흐름(+인 하위표본집단

집단 1-2: 당기순이익(-), 잉여현금흐름(-인 하위표본집단

집단 2-1: 당기순이익(+), 잉여현금흐름(-인 하위표본집단

집단 2-2: 당기순이익(-), 잉여현금흐름(+인 하위표본집단

UE: 비기대이익

GROWTH: 성장성: (매출액증가율 + 총자산증가율)/2

BETA: 시장모형으로 추정된 체계적 위험

SIZE: 기업규모(연도 초 발행주식수 × 주식가격)가 중앙값보다 클 경우에는 1, 반대의 경우에는 0의 값을 가지는 변수

LEVERAGE: 재무레버리지 (총부채/ 총자산)

COST: 원가구조(매출총이익/ 매출액)

유의하였으나, 집단 2의 이익반응계수 값은 0.0150이며 통계적으로도 유의하지 않으므로써 집단 1의 이익반응계수가 집단 2의 이익반응계수 보다 유의하게 큰 결과가 나

〈표 9〉 Quality Dummy 변수를 이용한 집단 1과 집단 2의 차이검정(잉여현금흐름을 기준으로 집단구분한 경우)

변수 절편	차이검정모형 1 -0.3115***	차이검정모형 2 -0.3445***
UE	(-4.44) 0.0375*** (2.80)	(-4.75) 0.0405** (2.57)
UE* Quality Dummy	0.0783*** (2.59)	0.0587* (1.99)
GROWTH	0.2802*** (2.78)	0.3169*** (3.12)
BETA	0.2173*** (6.30)	0.2177*** (6.31)
SIZE	-0.0709** (-2.31)	-0.0785** (-2.55)
LEVERAGE	0.2299** (2.50)	0.2383** (2.58)
COST	0.3346 (1.89)	0.3251 (1.83)
수정 R <sup>2</sup>	0.0689	0.0664
F	13.01***	12.54**

주) [차이검정모형 1]

$$*CAR = \alpha + \beta_0UE + \beta_1UE *QualityDummy + \beta_2GR + \beta_3BETA + \beta_4SIZE + \beta_5LEV + \beta_6COST + \varepsilon$$

[차이검정모형 2]

$$*CAR = \alpha + \beta_0UE + \beta_1UE *QualityDummy + \beta_2UE*GR + \beta_3UE*BETA + \beta_4UE*SIZE + \beta_5UE*LEV + \beta_6UE*COST + \varepsilon$$

타났다.

그리고 실증연구설계에서 설명한 바와 같이 가설검정을 위하여 2가지의 모형을 이용하여 집단 1과 집단 2의 이익반응계수의 차이검정을 시행하였으며 그 결과는 〈표 9〉와 같았다.

차이검정은 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같으면 이익의 질이 높은 표본이므로 더미변수의 값을 1로 하고 부호가 일치하지 않는 경우에는 이익의 질이 낮은 표본으로 더미변수의 값을 0으로 하였다. 즉 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같은 표본의 경우는 이익반응계수가( $\beta_0 + \beta_1$ )이며 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 다른 표본의 경우는 이익반응계수는  $\beta_0$ 로 하였다.

이 식에서 Quality Dummy 변수항의 계수인  $\beta_1$ 의 값이 유의적인 양의 값을 가지는 것으로 나타나면 이익의 질이 높은 것으로 정의된 집단 1의 이익반응계수가 집단 2의 이익반응계수보다 통계적으로 유의하게 크다는 뜻으로서 본연구의 가설을 채택할 수 있게 되는 것이다.

검정결과를 보면 Quality Dummy 변수항의 계수가 모형 1에서는 0.0783이며 1% 수준에서 통계적으로 유의하였고 모형 2에서도 계수가 0.0587이며 5% 수준에서 통계적으로 유의하다는 결과가 나타남으로써 집단 1과 집단 2의 이익반응계수는 유의하게 차이가 있다는 결과가 나타났다.

이에 본 연구의 '잉여현금흐름을 고려한 이익의 질이 높은 기업집단(집단 1)의 이익반응계수는 이익의 질이 낮은 기업집단(집단 2)의 이익반응계수와 유의적인 차이가 있다' 는 가설은 채택되었다. 즉 투자자의 투자활동은 투자대상기업의 잉여현금흐름을 고려해서 이익의 질을 평가한 후에 이루어진다고 할 수 있다. 한편 하위표본집단들의 연구결과를 보면 집단 1-1의 이익반응계수가 0.0923로서 4개 집단중에서 제일 크고 유의한 통계값(유의수준 1%)이 산출되었으나 그외에 집단 1-2은 이익반응계수가 -0.0290, 집단 2-1는 -0.0075, 집단 2-2는 0.0218 라는 이익반응계수가 나타났으나 이들은 통계적으로도 유의하지 못하여 의미를 부여할 수 없었다.

## 2) 영업활동 현금흐름(OCF)을 이용한 표본구분에 의한 분석

선행연구들과의 수평비교를 위해서 이익의 질의 대응치를 선행연구들과 같이 '영업으로 부터의 현금흐름(Operations Cash Flow; OCF)' 의 부호를 가지고 집단을 구분하여서 회귀분석을 실시하였으며, 그 결과는 <표 10>, <표 11>과 같이 나타났다. <표 10>에서 변수인 비기대이익(UE)의 계수, 즉 이익반응계수(ERC)를 보면 전체표본은 이익반응계수 값이 0.0429로서 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 표본집단별 검증결과를 보면, 집단 1의 이익반응계수의 값은 0.0827로 1% 수준에서 통

〈표 10〉 영업활동으로 인한 현금흐름 이용한 다중회귀분석결과(대집단별)

변수	전체표본 (n = 1,849)	집단 1 (n = 1,406)	집단 2 (n = 443)
절편	-0.3106*** (-4.41)	-0.2761*** (-3.51)	-0.4996*** (-3.21)
UE	0.0429*** (2.72)	0.0827*** (3.86)	-0.0125 (0.58)
GROWTH	0.2905*** (2.88)	0.3355*** (2.90)	0.1174 (0.58)
BETA	0.2173*** (6.29)	0.2519*** (6.50)	0.1210 (1.63)
SIZE	-0.0744** (-2.42)	-0.0889*** (-2.59)	-0.0257 (-0.38)
LEVERAGE	0.2300** (2.49)	0.1063 (1.02)	0.7409*** (3.56)
COST	0.3571* (2.02)	0.4655** (2.37)	-0.37467 (-0.89)
수정 R <sup>2</sup>	0.0642	0.0854	0.0508
F	14.00***	31.46***	3.43***

\*\*\*, \*\*, \*각각 1%, 3%, 5%의 수준에서 유의적임

집단 1: 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 같은 하위표본집단

집단 2: 당기순이익과 잉여현금흐름의 부호가 다른 하위표본집단

UE: 비기대이익

GROWTH: 성장성: (매출액증가율 + 총자산증가율)/2

BETA: 시장모형으로 추정된 체계적 위험

SIZE: 기업규모 (연도 초 발행주식수 × 주식이격)가 중앙값보다 클 경우에는 1, 반대의 경우에는 0의 값을 가지는 변수

LEVERAGE: 재무레버리지(총부채/ 총자산)

COST: 원가구조(매출총이익/ 매출액)

계적으로 유의하였으며 집단 2의 이익반응계수 값은 -0.0125로서 통계적으로도 유의하지 않았다.

그러나 실증연구설계에서 설명한 바와 같이 2가지의 모형을 이용하여 집단 1과 집

〈표 11〉 영업활동으로 인한 현금흐름 이용한 다중회귀분석결과(하위집단별)

변수	전체표본 (n=1,849)	집단 1-1 (n=1,251)	집단 1-2 (n=155)	집단 2-1 (n=186)	집단2 -2 (n=257)
절편	-0.3106*** (-4.41)	-0.3010*** (-3.50)	-0.2256 (-1.02)	-0.4015 (-1.83)	-0.5037* (-2.01)
UE	0.0429*** (2.72)	0.0797** (2.88)	0.0313 (0.74)	0.0552 (1.02)	-0.0293 (-0.97)
GROWTH	0.2905*** (2.88)	0.3289*** (2.63)	0.0696 (0.21)	0.1379 (0.45)	0.2467 (0.81)
BETA	0.2173*** (6.29)	0.2889*** (6.87)	0.1053 (0.97)	0.0.67 (0.45)	0.1983 (1.82)
SIZE	-0.0744** (-2.42)	-0.0938** (-2.58)	-0.1776 (-1.46)	0.0869 (0.94)	-0.1303 (-1.31)
LEVERAGE	0.2300** (2.49)	0.1485 (1.25)	0.1194 (4.78)	0.5582 (1.70)	0.7175** (2.38)
COST	0.3571* (2.02)	0.4093 (1.96)	0.3566 (0.56)	-0.4101 (-0.69)	-0.3612 (-0.59)
수정 R <sup>2</sup>	0.0642	0.0972	0.0123	0.0160	0.0634
F	14.00***	14.71***	0.80	1.37	2.50**

\*\*\*, \*\*, \*각각 1%, 3%, 5%의 수준에서 유의적임

집단 1-1: 당기순이익(+), 잉여현금흐름(+인 하위표본집단

집단 1-2: 당기순이익(-), 잉여현금흐름(-인 하위표본집단

집단 2-1: 당기순이익(+), 잉여현금흐름(-인 하위표본집단

집단 2-2: 당기순이익(-), 잉여현금흐름(+인 하위표본집단

UE: 비기대이익

GROWTH: 성장성(매출액증가율 + 총자산증가율)/2

BETA: 시장모형으로 추정된 체계적 위험

SIZE: 기업규모(연도 초 발행주식수×주식가격)가 중앙값보다 클 경우에는 1, 반대의 경우에는 0의 값을 가지는 변수

LEVERAGE: 재무레버리지(총부채/ 총자산)

COST: 원가구조(매출총이익/ 매출액)

단 2의 이익반응계수의 차이검정을 시행해 보니, 그 결과는 〈표 12〉와 같이 나타났다. 즉, Quality Dummy 변수항의 계수가 모형 1, 모형 2에서 모두 통계적으로 유의하



〈표 12〉 Quality Dummy 변수를 이용한 집단 1과 집단 2의 차이검정(영업활동현금흐름을 기준으로 집단구분한 경우)

변수	차이검정모형 1	차이검정모형 2
질편	-0.3114*** (-4.42)	-0.3480*** (-4.45)
UE	0.0174*** (2.73)	0.0413*** (2.61)
UE *QualityDummy	0.0433 (1.41)	0.0400 (1.10)
GROWTH	0.2983*** (2.95)	0.2859*** (2.83)
BETA	0.2187*** (6.33)	0.2194*** (6.34)
SIZE	-0.0738** (-2.40)	-0.0762** (-2.48)
LEVERAGE	0.2300** (2.49)	0.2505** (2.66)
COST	0.3434 (1.94)	0.3257 (1.82)
수정 R <sup>2</sup>	0.0650	0.0644
F	12.29***	12.17***

주) [차이검정모형 1]

$$*CAR = \alpha + \beta_0 UE + \beta_1 UE *QualityDummy + \beta_2 GR + \beta_3 BETA + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 COST + \varepsilon$$

[차이검정모형 2]

$$*CAR = \alpha + \beta_0 UE + \beta_1 UE *QualityDummy + \beta_2 UE*GR + \beta_3 UE*BETA + \beta_4 UE*SIZE + \beta_5 UE*LEV + \beta_6 UE*COST + \varepsilon$$

지 못함으로써 집단 1과 집단 2의 이익반응계수 사이에 유의한 차이가 있다고 할 수 없는 결과가 나타났다.

이런 결과는 투자자의 투자활동이 투자대상기업의 영업활동현금흐름을 고려해서 이익의 질을 평가한 후에 이루어진다고 하는 선행연구들의 결과와는 다르게 나타났

다고 할 수 있다.

한편 하위표본집단들의 연구결과를 보면 집단 1-1의 이익반응계수가 0.0797로서 4개 집단 중에서 제일 크고 유의한 통계값(유의수준 3%)이 산출되었으나 나머지 집단 1-2(0.0313), 집단 2-1(0.0552), 집단 2-2(-0.0293)의 이익반응계수는 통계적으로 유의하지 못하였다.

### 3) 잉여현금흐름에 의한 표본구분과 영업활동 현금흐름에 의한 표본구분시 이익반응계수 차이검정의 비교

본 논문에서는 잉여현금흐름(FCF)이 이익의 질을 결정하는 중요 요인이며 투자자들의 투자는 투자대상기업의 잉여현금흐름을 고려해서 이익의 질을 평가한 후에 이루어진다는 가정하에 가설을 ‘잉여현금흐름을 고려한 이익의 질이 높은 기업집단의 이익반응계수는 이익의 질이 낮은 기업집단의 이익반응계수와 유의적인 차이가 있다’는 내용으로 하고 검증해본 결과 이 가설은 채택되었다. 즉 투자자의 투자활동은 투자대상기업의 잉여현금흐름을 고려해서 이익의 질을 평가한 후에 이루어진다는 결과가 도출된 것이다. 그러나 선행연구들 처럼 영업활동현금흐름(OCF)에 의한 구분으로 분석한 결과는 앞서 설명한 바와 같이 다르게 나타났다. <표 13>의 비교표에서 보는 바와 같이 Dummy 변수항의 계수가 FCF의 경우는 0.0783이고 통계적으로도 1% 수준의 유의성을 나타냈으나 OCF의 경우는 계수가 0.0433이고 통계적으로도 유의하지 못하였다. 즉 잉여현금흐름을 기준으로 집단구분한 경우는 이익과 잉여현금흐름의 부호가 같은 집단 1과 부호가 다른 집단2의 이익반응계수가 유의적인 차이가 있었으며, 영업활동현금흐름을 기준으로 집단구분한 경우는 이익과 영업활동현금흐름의 부호가 같은 집단 1과 부호가 다른 집단 2 사이에 유의적인 차이가 없었다. 이는 대부분의 투자자는 투자대상기업의 현금흐름을 고려해서 이익의 질을 평가한 후에 투자를 하고 있으며, 아울러 이 때에 투자자들이 사용하는 현금흐름의 개념은 단순히 ‘영업활동으로 부터 창출된 현금흐름’이 아니라 영업활동으로 부터 창출된 현금흐름에서 ‘영업활동을 위하여 추가로 투자되는 금액’을 차감한 후에 남는 ‘잉여의 현금흐름’이라는 사실을 나타내는 것이다.

〈표 13〉 잉여현금흐름(FCF)와 영업활동현금흐름(OCF)에 의한 표본구분사의 이익반응계수의 차이검정 비교

변수	FCF를 이용한 더미변수 사용(n = 1,849)	OCF를 이용한 더미변수 사용(n = 1,849)
절편	-0.3115*** (-4.44)	-0.3114*** (-4.42)
UE	0.0375*** (2.80)	0.0174*** (2.73)
UE *QualityDummy	0.0783*** (2.59)	0.0433 (1.41)
GROWTH	0.2802*** (2.78)	0.2983*** (2.95)
BETA	0.2173*** (6.30)	0.2187*** (6.33)
SIZE	-0.0709** (-2.31)	-0.0738** (-2.40)
LEVERAGE	0.2299** (2.50)	0.2300** (2.49)
COST	0.3346 (1.89)	0.3434 (1.94)
수정 R <sup>2</sup>	0.0689	0.0650
F	13.01***	12.29***

주) 차이검정모형

$$*CAR = \alpha + \beta_0 UE + \beta_1 UE *Quality Dummy + \beta_2 GR + \beta_3 BETA + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 COST + \varepsilon$$

## V. 결 론

### 1. 연구결과의 요약 및 시사점

#### 1) 연구결과의 요약

본 연구에서는 ‘영업으로부터의 현금흐름(Operations Cash Flow: OCF)’에서 영업활동에의 투자금액을 차감한 잉여현금흐름(현금흐름표상의 영업활동현금흐름 숫자에서 투자활동현금흐름 숫자를 합산한 수치를 대용치로 사용)을 발생주의에 의해 산출된 손익계산서 상의 당기순이익의 질을 결정하는 주요 요인으로 보고 이 ‘잉여현금흐름(Free Cash Flow: FCF)’과 당기순이익 간의 관련성에 따라서 이익반응계수에 유의적인 차이가 있는지를 실증분석하였다. 즉 잉여현금흐름을 감안한 이익의 질이 증가에 얼마나 영향을 미치는가를 검증함으로써 잉여현금흐름에 의한 이익의 질의 정보유용성을 실증하고자 하였다. 이를 위해서 가설을 ‘잉여현금흐름을 고려한 이익의 질이 높은 기업집단의 이익반응계수는 이익의 질이 낮은 기업집단의 이익반응계수와 유의적인 차이가 있다.’는 내용의 가설을 세웠다. 이 가설을 검증하기 위하여 이익반응계수에 **Quality Dummy** 변수를 가미한 집단 간 차이검정을 실시하였다.

이를 위해서 전체표본을 회계이익과 잉여현금흐름의 두 변수의 부호가 같은 집단 1과 서로 다른 집단 2로 구분하였다. 실증에 사용된 이익반응계수 모형은 기존의 연구들에서 이익반응계수의 결정요인으로 감안된 바 있는 성장성, 체계적위험, 기업규모, 재무레버리지, 원가구조 등의 기업특성요인들을 고려한 다중회귀모형을 이용하였다.

또한 이 연구에서는 영업으로부터의 현금흐름을 이용하였던 선행연구와의 수평비교를 위해서 이익의 질의 대용치를 ‘영업으로부터의 현금흐름’으로 하여 표본을 구분한 기존연구 방식을 병행함으로써 선행연구 내용을 시간적으로 최근년도의 자료들로 업데이트 할 경우에 어떻게 달라지는지도 살펴보았다.

‘잉여현금흐름’에 의한 표본구분으로 실증분석을 행한 결과를 표본집단별로 보면, 집단 1의 이익반응계수의 값은 통계적으로 유의하였고 집단 2의 이익반응계수 값은 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 이러한 실증분석결과를 가지고 집단 1과 집단 2의 이익반응계수의 차이검정을 시행한 결과, **Dummy** 변수항의 계수가 통계적으로 유

의한 양의 값을 나타냄으로써 집단 1의 이익반응계수와 집단 2의 이익반응계수가 유의하게 차이가 있다는 결과를 도출하였다. 이에 본 연구의 '잉여현금흐름을 고려한 이익의 질이 높은 기업집단의 이익반응계수는 이익의 질이 낮은 기업집단의 이익반응계수와 유의적인 차이가 있다'는 가설은 채택되었다.

그리고 선행연구들과의 수평비교를 위해서 집단구분 기준에서 이익의 질의 대응치를 선행연구들과 같이 '영업으로 부터의 현금흐름'을 기준으로 집단을 구분하여 회귀분석을 실시한 결과, 집단 1의 이익반응계수의 값은 통계적으로 유의하였으며 집단 2의 이익반응계수 값은 유의하지 않게 나타났다. 그러나 이러한 실증분석 결과를 가지고 집단 1과 집단 2의 이익반응계수의 차이검정을 시행한 결과, Dummy 변수항의 계수가 통계적으로 유의하지 못함으로써 두 집단 간에 유의한 차이가 있다고 할 수 없는 결과가 나타남으로써 선행연구들의 연구결과를 지지해주지 못하였다.

## 2) 연구결과의 시사점

그 동안의 선행연구들은 투자자들이 현금흐름을 이익의 질을 결정하는 지표로서 사용하고 있다는 내용들을 실증하여 왔다. 그러나 본 연구에서는 투자자가 투자대상 기업의 이익의 질을 평가할 때에 현금흐름을 고려하고는 있으나 과거와 같이 단순히 '영업활동으로부터 창출된 현금흐름'이 아니라 '영업활동으로부터 창출된 현금흐름'에서 영업활동을 계속하기 위해서 추가로 투자하는 금액을 차감한 후에 남는 '잉여의 현금흐름'이 이익의 질을 평가하는 데에 더욱 높은 정보효과가 있다고 판단하고 있다는 사실을 확인하였다.

실제로 근래 들어서 투자자들이나 재무분석 전문가들은 기업의 가치를 평가하거나 신용도를 평가를 할 때에 현금흐름중에서도 잉여현금흐름을 중요시 여기고 있다. 그러나 현행의 현금흐름표는 실질적으로 잉여현금흐름 규모를 파악하기가 어렵게 되어 있어서 현금흐름표 이용자들은 이를 여러모로 가공을 하여 사용해야 하는 번거러움이 있다. 최근 우리나라 '회계기준위원회(KASB)'는 '현금흐름표의 작성과 표시 회계기준서'의 심의내용에서 현금흐름표의 구조에 대한 전면적인 재검토의 필요성을 제기하고 현금흐름표의 구조를 개선하기 위하여 현금흐름표의 작성과 표시에 관한 기업회계기준서를 별도로 다른 재무제표와 분리하여 따로 제정하는 것을 추진하고 있다.

이와 같이 '회계기준위원회'의 현금흐름표 양식을 실질적인 잉여현금흐름 규모가 쉽게 식별될 수 있도록 개정함의 타당성은 본 연구의 결과에서도 나타났다 할 수 있을 것이다.

## 2. 연구의 한계 및 향후 연구과제

본연구에서는 사용한 잉여현금흐름 수치를 계산하기 위하여 현금흐름표상의 '영업활동으로 부터의 현금흐름' 금액에서 영업활동에의 투자금액을 차감하기 위하여 현금흐름표 상의 '투자활동 현금흐름' 수치를 합산한 개념으로 사용하였다. 그러나 이러한 금액은 실제의 잉여현금흐름과 차이가 날 수 있다. 현행의 현금흐름표상의 영업활동 현금흐름, 투자활동 현금흐름 및 재무활동 현금흐름의 분류기준이 실제의 잉여현금흐름을 산출하기 위한 각 활동별 현금흐름의 분류기준과 다르기 때문이다. 예를 들면 금융업이 아닌 일반 기업의 경우에 잉여현금흐름에는 이자비용이 포함되지 않는데도 현행 현금흐름표에 의하면 이자비용을 영업활동현금흐름에 포함시킴으로써 잉여현금흐름의 규모를 실제보다 과소하게 판단하고 있다. 그러나 본 연구에서는 현재 기업들이 현금흐름표를 대부분 간접법으로 작성하고 있기 때문에 연구자료를 구하는 것이 어려웠다. 그러므로 향후로는 앞서 언급한 '회계기준 위원회'의 '현금흐름표의 작성과 표시 회계기준서'에 관한 공개초안의 내용을 반영한 실질적인 잉여현금흐름의 개념을 사용하는 연구가 이루어짐이 바람직하다 할 것이다. 또한 본 연구에서는 업종 대상을 제조업으로 한정함으로써 건설업, 유통업, 서비스업 등 산업별로 있는 특징을 반영치 못하였다. 그리고 제조업도 업종별로 구분치 못함으로써 업종에 따라서 있을 수 있는 위험, 수익성, 성장성등의 차이를 분석하지 못하였다. 향후로는 산업별로 세분화하여 이익반응계수에 관한 연구를 함으로써 산업별 특성을 밝혀내는 것이 필요하다 할 것이다.

## 참고문헌

- 심병구, 송영출 (1989). 위협의 불안정성과 최적추정기간에 관한 실증연구. *증권학회지*, 제11집.
- 임창우 (1990). 회계이익의 지속계수와 이익공시의 정보효과에 관한 실증적 연구. *회계학연구*, 제11호.
- 윤성욱 (1991) 현금흐름정보의 상대적 유용성에 관한 실증적 연구. 성균관대학교 박사학위논문.
- 김찬홍 (1991). 회계이익과 주가사이의 관계에 영향을 미치는 요인에 관한 실증적 연구. 서울대학교 박사학위 논문.
- 최정호 (1991). 우리나라 기업의 미래현금흐름을 예측하기 위한 회계이익과 현금흐름변수의 비교분석에 관한 연구. *회계학연구*, 제13호.
- 이상덕. (1991). 현금흐름정보의 유용성에 관한 연구 — 현금흐름정보가 주가수익률에 미치는 영향을 중심으로. 경희대학교 박사학위논문.
- 정기영, 황윤식 (1991). 증권평가에 있어 궁극적함수로서의 발생주의이익과 현금주의이익 간의 비교. *회계학연구*, 제12호.
- 이경주, 장지인 (1992). 기업의 독점력과 이익반응계수와와의 관계. *회계학연구*.
- 최종학 (1992). 이익반응계수에 관한 실증적 연구. 서울대학교 석사학위논문.
- 정혜영, 김지홍, 주진규, 전성빈, 윤성식 (1993). *자본시장과 회계정보*. 영양각, pp. 181-182.
- 김동출 (1994). 이익수준변수를 이용한 이익반응계수의 결정요인. 홍익대학교 박사학위 논문.
- 윤성준 (1994). 이익반응계수의 결정요인에 관한 연구. 동아대학교 박사학위 논문.
- 이희철 (1996). 이익반응계수의 결정요인이 이익공시의 정보효과에 미치는 영향. 세종대학교 박사학위논문.
- 이정재 (1997). 감사의견 변경과 이익반응계수. *회계학연구*, 제22권 제2호.
- 김문철, 최관 (1999). 이익의 질의 개념에 관한 연구. *회계저널*, 제8권 제1호.
- 이창우, 김갑순, 이수미 (1999). 이익의 질의 정보유용성에 대한 연구. *회계와 감사연*

- 구, 제35호.
- 이창우, 김갑순, 이성원 (2000). 현금흐름 재무비율을 이용한 영업이익의 질의 정보 유용성에 관한 연구. *회계와 감사연구*, 제36호.
- 김정교, 최정서 (2001). 현금흐름회계. 도서출판대명, pp. 229-244.
- 한봉희 (2001). 회계이익변수에 대한 극단치처리방법의 비교분석. *경영학연구*, 제30권 제1호. pp. 47-73.
- 고병석 (2001). 감사보고서 감리가 이익의 질에 미치는 영향에 관한 실증분석. 서울대학교 석사학위논문.
- 조완석 (2001). 발생주의 회계정보를 통한 이익의 질과 기업가치관련성에 관한 연구. 고려대학교 석사학위논문.
- 설정규 (2002). 이익의 질의 제 개념간 주가관련성 차이에 관한 실증연구. 서울대학교 석사학위논문.
- 김현기 (2002). 이익반응계수에 영향을 미치는 차별적요인에 관한 실증연구. 전북대학교박사학위논문, pp. 7-18.
- 이창우, 김갑순, 이재석 (2002). 이익의 질과 주가수익률”, *회계와 감사연구*, 제38호.
- William H. Beaver, Roger Clark, and William F. Wright (1979). The Association Between Unsystematic Security Return and the Magnitude of earnings Forecast errors. *Journal of Accounting Research*, Autumn, p. 328.
- Judy Rayburn (1986). The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns. *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Supplement.
- Wilson G. Peter (1986). The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date. *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Supplement.
- Robert M. Bowen, David Burgstahler, and Lane A. Daley (1987). The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flows. *The Accounting Review*, April.
- Peter D. Easton and Mark E. Zmijewski (1989). Cross-sectional Variation in the Stock Market Respond to Accounting Earnings Announcement. *Journal of Accounting and Economics*, July, pp. 117-141.
- Answer S. Ahmed (1994). Accounting Earnings and Economic Rents. *Journal of Accounting*



*and Economics.*

Daniel W. Collins and S. P. Kothari (1989). An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, July, pp. 146-151.

Livant J. and Zarowin P (1990). The Incremental Information Content of Cash-Flow Components. *Journal of Accounting and Economics*.

Gary C. Biddle and Gim S. Seow (1991). The Estimation and Determinants of Associations Between Return and Earnings: Evidence from Cross-Industry Comparisons. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Spring, pp. 183-231.

Roger Kormendi and Robert Lipe (1987). Earnings Innovation, Earnings Persistence and Stock Return. *Journal of Business*, July, pp. 323-345.

*Accounting and Economics*, December 1987, pp. 231-258.

Hwee Y. Jang and Byung T. Ro (1992). Firms Financial Conditions and Earnings Response Coefficient. Working Paper, October, pp. 1-29.

Sung K. Choi and Debra C. Jeter (1992). Effects of Qualified Audit Opinion on Earning Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, pp. 229-247.

Baruch Lev and S. R. Thiagarajan (1993). Fundamental Information Analysis. *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp.190-215.

Christie, A. A., M. D. Kennelly, J. W. King and T. F. Schaefer (1984). Testing for Incremental Information Content in the Presence of Collinearity. *Journal of Accounting and Economics*, December.

Financial Accounting Standards Board (1981). Reporting Income, Cash Flows and Financial Position of Business Enterprises. Exposure Draft (FASB, November 16), par. 45.

## The Effect of Earnings Quality using the Free Cash Flow Concept

Jae-kwan Lee\*  
Dong-suk Shim\*\*  
Changwoo Lee\*\*\*

### ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate the effect of the earnings quality on the stock prices. While previous studies have used the concept of Cash Flow from operations, this study is using the 'free cash flow concept' instead. The free cash flow concept used in this study is derived by deducting additional investment in operations from cash flow from operations.

The results indicate that when we used the 'free cash flow' concept in determining earnings quality, there is significant difference in the earnings coefficients of group 1 and 2, where the group 1 is the group of firms with high earnings quality and the group 2 is the group of firms with low earnings quality. However, when we used 'cash flow from operations', we do not observe any significant difference between the two groups. This finding is quite interesting because while previous studies indicate that the earnings quality concept is valid with respect to the cash flow from operations, this study does not, indicating that investors use the concept

---

\*President, Orient Telecom Incorporated

\*\*Professor, Sejong University

\*\*\*Professor, Seoul National University

of 'free cash flow' in evaluating firm value.

Key Words: earnings quality, free cash flow, earnings coefficient