

## 企業財務狀態에 따른 現金흐름정보의 相對的 有用性\*

송인만

성균관대학교 교수  
(imsong@yurim.skku.ac.kr)

백원선

성균관대학교 교수  
(wpaek@yurim.skku.ac.kr)

이정주

동부증권 이사

발생주의 회계에 대한 지나친 집착은 현금흐름정보를 상대적으로 소홀히 취급하는 결과를 초래했다. 그러나 현금흐름도 회계이익과는 다른 관점에서 중요한 정보를 제공하고 있음이 점차 밝혀지고 있다. 우리 나라에서도 1994년부터 현금흐름표가 작성되었는데, 그 이후로 현금흐름정보가 새롭게 주목받기 시작했다. 회계이익에 비하여 현금흐름은 비교적 조작하기 어렵기 때문에 회계이익의 신뢰성이 의심되는 상황에서는 현금흐름의 상대적 정보 가치가 증가할 수 있다. 재무상태가 불량한 기업에서 발생조정을 이익조작의 수단으로 이용할 가능성이 높다. 이에 근거하여 본 연구는 재무상태가 불량할 때 현금흐름의 상대적 정보 가치가 증가하는 지를 실증적으로 검증하고자 한다.

본 연구의 실증분석결과에 따르면 현금흐름이 기업가치를 설명하는데 회계이익에 추가적인 정보 가치를 지니는 것으로 나타났다. 특히 재무구조가 부실한 기업일수록 현금흐름의 상대적 정보 가치가 증가하는 것을 보여 주고 있다. 또한 기업이 도산하기 2년-4년 전 즉, 회계이익의 조작이 가장 클 것으로 예상되는 기간에 기업도산을 예측하는데 있어서 현금흐름이 매우 중요한 정보가 되고 있음이 밝혀졌다. 요약하면, 본 연구의 결과는 발생주의 회계이익을 보완하는 지표로서 현금흐름의 정보 가치를 확인시켜 주고 있다.

### 1. 문제의 제기

기업가치는 미래현금흐름의 금액, 시기 및 불확실성에 따라 결정된다.<sup>1)</sup> 미래현금흐름을 예측하기 위하여 기업에 관련된 이해관계자들은 다양한 정보를 이용하는데, 가장 보편적으로 이용하고 있는 정보는 아마도 회계이익과 현금흐름일 것이다.

미래현금흐름의 예측정보로서 회계이익과 현금흐름의 유용성에 대해서는 많은 논쟁이 있었고, 이에

대한 실증적인 연구도 적지 않다. 그러나 아직까지 이에 대해 명확한 결론이 제시되고 있지 않다. 다만 현재까지의 연구들은 미국 재무회계개념보고서 제1호(Statement of Financial Accounting Concept No.1: SFAC No.1)의 다음과 같은 결론에 대체적으로 동의하고 있다.

“단지 1년과 같은 단기간의 현금유입과 유출을 보여주는 재무제표는 기업의 성과가 성공적이었는지 아닌지 적절히 나타내줄 수 없다.(para. 43)

논문 접수일 : 98. 3      게재확정일 : 99. 3

\* 본 논문은 1998년 2월에 개최된 한국경영학회 동계연구발표회에서 발표된 내용을 수정 보완하여 작성하였음.

1) 미국 재무회계개념보고서 제1호(Statement of Financial Accounting Concept No.1: SFAS No.1)는 다음과 같이 언급하고 있다. '재무보고는 현재 및 잠재적인 투자자나 채권자와 기타이용자들이 예상되는 현금수취의 금액, 시기 및 불확실성을 평가하는데 유용한 정보를 제공해야 한다.…… 투자자들과 채권자들의 현금흐름은 기업의 현금흐름과 관련되어 있으므로 재무정보는 투자자, 채권자 및 기타 이용자들이 관련기업의 예상되는 순현금유입의 크기, 시기 및 불확실성을 평가하는 데 도움을 줄 정보를 제공하여야 한다.'

일반적으로 발생주의회계에 의해 측정된 기업의 이익 및 그 구성요소가 당기 현금유입 및 유출에 관한 정보보다 기업의 업적을 평가하는데 더 좋은 지표가 된다.(para.44)"

SFAC No.1은 발생주의에 근거한 회계이익정보가 현금의 유입 및 유출에 국한된 현금흐름정보보다 기업의 현재 및 미래 현금흐름 창출능력에 대하여 더 나은 지표라고 주장함으로써 발생주의회계의 우월성을 강조한다.

전통적으로 발생주의 회계이익에 대한 지나친 집착은 현금흐름에 관한 정보가 상대적으로 소홀히 취급되는 결과를 가져왔다. 그러나, 회계이익과 현금흐름 각각의 역할과 가치에 관한 많은 연구들은 현금흐름도 회계이익과는 다른 측면에서 중요한 정보를 제공할 수 있음을 밝히고 있다. 이에 따라 현금흐름정보가 정보이용자의 의사결정에 유용한 정보 중의 하나로 받아들여지게 되었다.

우리나라에서는 1974년에 처음으로 재무제표의 필수적 부속명세서로 자금운용표가 도입된 후 몇 차례의 개정을 거쳐 1994년부터는 현금흐름표가 작성되기에 이르렀다. 현금흐름표로 변경된 이후 현금흐름정보는 투자자와 채권자들로부터 새롭게 주목받고 있다. 본 연구에서는 현금흐름정보의 유용성을 기업의 가치평가와 부실기업 예측의 관점에서 실증 검증함으로써 현금흐름정보가 기업평가와 기업부실 예측에 있어서 유용한 정보를 제공하는지를 밝히고자 한다.

미래현금흐름을 예측하기 위하여 과거 및 현재의 회계이익이 널리 이용되어 왔다. 그러나 기업활동은 시간의 경과에 따라 일관성 있게 변화하는 것이 아니기 때문에 과거 및 현재의 회계이익만으로 미

래현금흐름을 적절히 예측하기가 쉽지 않다. 따라서 회계이익 이외에 미래현금흐름을 예측하는데 도움이 되는 다른 정보를 함께 고려한다면 미래현금흐름을 보다 적절히 예측할 수 있을 것이다. 미래현금흐름을 예측하는데 있어서 현금흐름은 회계이익의 완전한 대응치는 되지 못하나 중요한 추가 정보 중의 하나로 인정되고 있다.

현금흐름에서 회계이익을 도출하는데 사용하는 발생조정은 순기능과 역기능을 동시에 지닌다. 순기능은 발생조정을 통해 현금주의회계에서 나타나는 수익실현시점과 수익-비용대응의 문제를 해결하며, 한 걸음 더 나아가 경영자가 이를 통해 재무보고에 나타나지 않는 사적정보를 전달할 수 있다는 것이다. 역기능은 경영자가 발생조정을 통해 이익을 조작하는 수단으로 이용할 수 있다는 것이다. 따라서 현금흐름과 회계이익의 상대적 정보가치는 발생조정이 어떻게 사용되었는가에 따라 달라질 수 있다. 즉 발생조정이 현금흐름에서 나타날 수 있는 수익실현시점 및 수익-비용대응을 수정하는데 사용된다면 회계이익의 유용성이 크고, 이익조작수단으로 사용되었다면 현금흐름의 유용성이 상대적으로 커질 것이다.

본 연구는 기업가치를 평가할 때 재무상태가 좋지 않은 기업에서 현금흐름의 상대적 정보가치가 증가하는지를 실증적으로 검증하고자 한다. 기업의 재무상태가 좋지 않을 때 추가차입이 어려워진 다거나 차입조건이 악화될 것을 우려해 경영자가 발생조정항목을 이용해 회계이익을 조작할 가능성이 높아진다. 따라서 이러한 상황에서는 이익정보의 신뢰성은 감소하는 반면에 현금흐름의 상대적 유용성은 증가할 것으로 예상된다.<sup>2)</sup> 이는 현금흐름

2) 즉, 기업의 재무상태가 좋지 않을 때 이익의 질(quality of earnings)이 낮아질 가능성이 있다. 왜냐하면 이러한 상황에서 이익조정

은 회계이익에 비하여 경영자가 조작할 수 있는 여지가 상대적으로 적기 때문이다.<sup>3)</sup>

또한 본 연구는 현금흐름이 기업도산을 예측하는 지수로서 유용성이 있는 지를 검증하고자 한다. 기업이 도산상태에 접근하면 그들의 재무적인 어려움을 은폐하고자 회계이익을 조작할 동기가 커지게 된다. 이에 따라 회계이익과 현금흐름 간의 격차가 벌어질 수 있고, 기업도산을 예측하는데 있어서 회계이익과 현금흐름의 상대적 정보 가치가 변화할 것으로 예상된다. 회계이익을 조작하려는 동기가 크고 이익을 조작할 수 있는 여지가 클수록 회계이익의 정보 가치가 하락하고 현금흐름의 정보 가치가 상대적으로 증가할 것이다. 또한, 현금흐름의 정보 가치가 재무구조와는 직접적인 관련이 없다 하더라도, 기업의 단기지급능력을 측정하는데 있어서 현금흐름이 회계이익보다 더 유용한 정보가 될 수 있을 것이다.

본 연구는 기업의 재무구조에 따라 현금흐름이 기업평가에 차별적인 정보를 제공하는 지를 검증하는데, 이는 투자 의사결정에 있어서 현금흐름 정보가 유용하게 이용될 수 있는 상황을 제시할 수 있을 것이다. 추가적으로 본 연구는 기업부실 예측에서 현금흐름이 차별적인 정보를 제공하는 지를 검증한다. 이는 1990년 이후의 부도기업 중에서 59%가 흑자도산이었다는 사실을 주목할 때 기업부실 예측에 있어서 현금흐름의 정보 가치를 규명함으로써 기업부실을 효과적으로 예측하는 데도 도움이 될 것이다.

본 연구의 실증분석 결과에 따르면 현금흐름이 기업 가치를 평가하는데 있어서 회계이익에 추가적인 정보 가치를 지니는 것으로 나타났다. 특히 재무구조가 부실한 기업일수록 현금흐름의 상대적 정보 가치가 증가한다는 것을 보여 주고 있다. 또한, 기업부실 예측에서 현금흐름은 상당히 중요한 역할을 하고 있음이 밝혀졌다. 특히 기업이 자신들의 경영악화를 은폐하고자 이익을 부풀리거나 조작할 가능성이 높을 때 현금흐름정보의 유용성이 더욱 증가하였다. 요약하면, 재무구조가 부실한 기업일수록 회계이익보다 현금흐름의 정보 가치가 증가하고 있는데 이러한 결과는 발생주의 회계이익을 보완하는 지표로서 현금흐름의 정보 가치를 확인시켜 주는 것이다.

본 연구의 가장 큰 공헌은 기업의 재무상태에 따라 현금흐름의 상대적 유용성이 체계적으로 변화하는지를 실증적으로 검증했다는 데 있다. 종전의 연구에서도 현금흐름이 기업가치평가나 기업부실 예측에서 중요한 역할을 하고 있음을 밝히고는 있다. 그러나, 본 연구와 같이 기업의 재무상태가 상대적으로 부실할수록 그리고 기업이 도산 시점에 접근할 때 현금흐름의 정보 가치가 어떻게 변화하는 지를 체계적으로 검증하지는 않았다. 본 연구의 실증분석 결과는 부실한 기업일수록 현금흐름정보에 보다 많은 관심을 가져야 한다는 시사점을 제시하고 있다.

본 연구의 제2부에서는 현금흐름정보의 유용성에 대한 선행연구를 검토하고, 본 연구에서 검증하고자 하는 연구가설을 제시하였다. 제3부에서는 연구가설을 실증적으로 검증하기 위한 연구모형을 설정

의 가능성이 높아지고 실제로 이익조정이 발생하였다면 산출된 회계이익이 기업의 영업성과를 표현하는데 한계가 있을 것이기 때문이다. 이는 또한 현금유입을 동반하지 않은 이익은 상대적으로 낮게 평가되기 때문이기도 하다. 예를 들면, 동일 금액의 매출이라도 외상매출보다는 현금매출을 선호한다.

3) Ijiri (1978) 등의 연구들은 발생주의 회계이익은 임의적 원가 할당이나 대체적 회계처리방법에 의하여 영향을 받기 때문에 현금흐름 정보가 회계이익보다 더 객관적인 측정치라고 주장한다. 특히 부실 징후 기업의 경우에는 회계조작의 유인이 크기 때문에 회계이익보다는 현금흐름정보가 더 신뢰성이 높고 객관적인 측정치가 될 가능성이 크다고 본다.

하였다. 또한 연구모형에 사용되는 변수의 정의 및 측정방법 그리고 표본의 선정방법에 대하여 서술하였다. 제4부에서는 기업가치 평가모형의 실증분석 결과를 제시하였다. 또한 기업부실 예측에서 현금흐름정보의 역할을 추가적으로 분석한 결과도 제시되고 있다. 마지막으로 제5부에서는 본 연구의 실증분석 결과를 요약하고 이러한 결과가 시사하는 바를 논의하였다. 또한 본 연구의 한계점을 기술하고, 향후의 연구방향을 제시하였다.

## II. 선행연구의 검토와 연구가설의 설정

### 2.1 선행연구

종전에는 현금흐름보다 회계이익이 미래현금흐름의 예측에 유용하다는 견해가 일반적이었다. 한편, 발생주의회계의 효율성에 대한 의문을 제기하고 현금흐름 지향적인 재무제표를 주장하는 의견이 대두되었다.<sup>4)</sup> FASB에서도 현금흐름이 유동성과 지급능력에 관한 정보를 보완하여 주는 것으로 인식하고, 재무회계기준 제95호(1987년)로 현금흐름표 작성을 의무화하였다. FASB는 현금흐름표가 독자적으로 유용한 정보를 제공할 수 있다기보다는 여타의 재무정보와 더불어 이용될 때 유용해질 수 있다는 입장을 취하고 있다. 즉 지금까지의 이익중시

회계관에서 탈피하여 현금흐름에 관한 정보를 이익정보와 함께 하나의 회계이론 구조 내에서 논의할 수 있는 가능성을 인정한 것이다. 이에 따라 현금흐름정보의 유용성에 대한 실증적 연구가 본격적으로 시도되었다.

우리 나라의 경우에도 1994년부터 현금흐름표 작성을 의무화하였는데, 이는 실증연구를 통해 현금흐름정보의 유용성이 확인되었기 때문에 현금흐름표를 도입했다고 볼 수 없다. 단지 외국에서 채택되었으므로 우리 나라 회계기준도 국제적 규범에 충실해야만 한다는 의도에서 도입했음을 부인할 수 없다. 따라서 다소 늦은 감이 없지 않지만 현금흐름표가 제공하는 정보가 유용성이 있는 지를 연구할 필요가 있다.

현금흐름에 대한 초기연구는 대부분 현재 및 과거의 현금흐름과 회계이익 중 어떤 지표가 미래현금흐름의 대응치로서 적합한 지를 비교하여 보는 것이었다.<sup>5)</sup> 국내에서도 최정호(1991)는 단순선형모형을 이용하여 미래현금흐름의 예측변수로서 회계이익보다는 현금흐름이 대체적으로 우월하다고 밝히고 있다.

후속연구는 현금흐름정보가 주가 수익률에 대한 설명함에 있어 발생주의 회계이익에 추가적인 정보 가치를 가지는 지를 검정하는 것이었다.<sup>6)</sup> 대표적으로 먼저 Bowen 등(1987)은 현금흐름과 발생조정양자 모두가 추가적인 정보효과를 지니는 것으로 보고하고 있으며, Wilson(1986)은 회계이익과 현

4) Ijiri(1978)

5) 최근에도 이에 대한 연구가 있는데, 대표적으로 Finger(1994)는 현금흐름은 미래현금흐름을 예측하는 정보로서 단기기간에는 현금흐름이 유의하게 나타났고, 장기기간에는 현금흐름과 회계이익이 비슷하게 유의한 것으로 나타났다. 이는 FASB의 회계이익이 좋을 것이라는 주장과 일치하지 않는다. 한편 Lorek과 Willinger(1996)는 다변량시계열모형을 이용하여 미래현금흐름의 예측에서 회계이익과 회계발생의 자료는 매우 중요한 역할을 하고 있다는 증거를 제시하며 FASB의 입장을 지지하고 있다.

6) 한편 Subramanyam(1996)은 회계발생이 정보가치를 가지고 있다는 증거를 제시하고 있다. 국내에서도 송인만과 이용호(1997)는 회계발생의 정보가치를 분석하고 있다.

금흐름 정보가 공시되는 시점의 차이를 활용하여 현금흐름이 회계이익 이상의 정보내용을 갖고 있음을 보여주었다.<sup>7)</sup> 국내에서도 최관(1993)은 현금흐름이 회계이익에 추가적인 정보가치를 지니는 것으로 보고하고 있다.

한편, Bernard와 Stober(1989)는 Wilson (1986) 연구의 일반화 가능성을 검증하였으나 현금흐름의 추가적 정보가치를 입증할만한 근거를 찾지 못하였다. 그들은 회계이익의 질, 거시경제상황, 그리고 비기대유동성발생조정의 구성 등의 요인에 의하여 현금흐름이 발생조정에 비해 보다 큰 정보를 가질 수 있는 조건을 제시하였다. 그 이후의 연구들은 회계이익과 현금흐름이 상대적으로 높은 정보가치를 가질 수 있는 상황을 점검하였다. 예를 들면, Ali(1994)는 현금흐름변동의 절대값이 작은 기업에서 현금흐름이 추가적인 정보효과가 있는 것으로 보고하고 있다.

Dechow(1994)는 측정기간이 짧을수록 회계이익이 현금흐름에 비하여 수익률과 더 강한 관련성을 가지며, 기업성과의 측정기간이 길어질 때 현금흐름의 정보가치가 증가됨을 보여주고 있다. 또한 요구되는 운전자본의 변화가 클 때 그리고 투자와 재무활동의 비중이 클 때 현금흐름에서는 수익인식 시기와 대응의 문제가 더욱 크게 나타나기 때문에 회계이익이 현금흐름보다 주식수익률과 더 높은 관련을 가질 수 있음을 밝히고 있다. Cheng, Liu와 Schaefer(1996)는 일시적 이익은 주가수익률에 적은 영향을 미치며, 실적이 감소하여 이익의 일시적 요소가 증가할 경우는 현금흐름의 추가적인 정보 가치가 증가함을 밝히고 있다. Sloan(1996)은 주가가 이익의 구성요소인 현금흐름과 발생항목에

포함되어 있는 미래이익에 대한 정보를 얼마나 잘 반영하는지를 연구하였다. 이익의 지속성이 현금흐름과 발생항목의 크기에 의존함에도 불구하고 투자자들은 두 요소의 다른 속성을 인식하지 않지 않는 것으로 나타났다.

국내에서도 상황에 따라 현금흐름의 정보유용성이 달라질 수 있음을 연구하였다. 먼저 나종길(1997)은 회계이익과 현금흐름 각각의 일시성이 높을수록 정보효과가 감소하지만 상대방의 정보효과에는 영향을 주지 않는 것으로 보고하고 있다. 최중서(1997)는 발생조정이 클수록 회계이익의 반응계수는 감소하며, 반대로 현금흐름의 반응계수는 증가하는 현상을 관찰했다. 그러나 현금흐름변수 자체의 정보효과를 지지하는 증거를 발견하지 못했다.

다음으로 기업가치 평가에 관한 연구를 살펴보자. 미래에 기대되는 배당을 할인한 현재로 주식가격이 결정된다는 배당할인 모형은 주식가치 평가에 대한 전통적인 이론의 기초를 제공하여 왔다. 이러한 배당할인모형은 이론적 배경을 제공하였음에도 불구하고 실증분석에서는 회계이익과 주가의 연결고리를 제시하지 못했다. 따라서 많은 연구가 배당이나 이익이라는 흐름(flow)변수가 주가에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 정보적 관점에서 행해져 왔을 뿐, 저량(stock)변수를 포함한 회계정보가 주식가치와 본질적으로 어떤 관계에 있는지에 대한 가치측정적 관점과는 거리가 멀었다.

Ohlson(1995)은 직접 회계수치를 이용하여 주식가치를 평가할 수 있는 모형을 제시함으로써 실증분석을 용이하게 하였다. 몇몇 가정 하에 주식가는 다음과 같이 장부가치와 기대초과이익으로 나타낼 수 있다.

7) 기타 연구로 Rayburn(1986), Wilson(1987), Ismail과 Kim(1989), Livnat과 Zerowin(1990) 등이 있다.

$$P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[X_{t+\tau}^a]$$

여기에서  $P_t$  = t시점의 주가

$y_t$  = t시점의 (순)장부가치

$R_f$  = 무위험이자율 + 1

$E_t[\cdot]$  = t시점에서 정보에 근거한 기대값

$X_t^a$  = 초과이익

이 모형에 근거하여 정혜영(1995)은 실증검증이 가능한 모형을 제시하고 있는데, 이는 기업가치는 순실물가치, 현금흐름, 성장률, 그리고 할인율의 함수임을 밝히고 있다. 현금흐름 대응치로 경상이익, 영업활동으로 인한 현금흐름, 배당흐름비용 등을 이용하였는데, 회귀분석의 결과 경상이익이 가장 유의했고 영업활동으로 의한 현금흐름이 가장 낮은 설명력을 보였다.

본 연구는 현금흐름과 회계이익간의 상대적 정보 가치가 기업의 재무구조에 따라 달라지는 지에 초점을 맞추어 기업평가모형에서 현금흐름정보의 유용성을 파악하는 것을 주된 목적으로 한다. 따라서 정혜영(1995)이 제시하였던 실증분석모형을 이용하고자 한다.<sup>8)</sup>

## 2.2 연구가설의 설정

발생주의회계는 미래현금흐름에 관한 경영자의 기대를 반영하며 현금흐름보다 더욱 포괄적인 정보 체계에 기초를 두고 있다. 즉 발생주의회계는 현금 유입과 유출에 포함되지 않은 미래에 대한 묵시적인 정보를 포함한다. 그러나 이를 운용하는데 상당

한 비용이 소요되기 때문에 발생주의회계를 현금흐름회계와 완전공시체계 사이의 원가-효익의 타협안으로 보았다.

현금흐름정보가 이해관계자들의 의사결정에 얼마만큼의 유용성을 지니는가 하는 연구는 정보제공에 따른 원가-효익 측면에서 중요하다. 재무보고체계의 주요기능의 하나는 기업의 미래배당지급능력에 대한 투자자의 신념을 변경시킬 수 있는 정보를 제공하는 데에 있다. 가장 가치 있는 정보는 비용이 고려된 것이어야 하며, 이는 발생주의회계는 단순한 현금흐름의 보고와 '완전'공시라는 정책사이의 원가-효익의 절충안으로 간주될 수 있다는 Beaver(1989)의 주장에 잘 나타나 있다. 발생주의회계에서는 원시자료를 가공하여 투자자나 분석가가 개별적으로 수행하여야 할 과정을 통합 처리한다. 그러나 통합방법에 대한 일치된 견해도 없고 통합과정에서 정보의 손실이 발생하게 된다. 이 경우에는 원시정보인 현금흐름이 보다 유용하다는 견해도 있다.

현금흐름이 어떻게 발생주의 회계이익에 비하여 상대적인 정보가치를 가질 수 있는지 살펴보자. 첫째로 현금흐름은 감가상각, 수익과 비용의 이연, 또는 비용배분 등에 의해 영향을 받지 않는다. 이는 이익조정의 문제와 연결된다. 재무보고는 경영자의 능력평가에 영향을 미칠 뿐만 아니라 자금조달과 기업의 경쟁적 지위에 영향을 줄 수 있다. 따라서 경영자는 재무적 곤경에 처할 경우 이익조정의 유인을 가진다. 발생주의회계이익의 조정은 비교적 쉽게 달성할 수 있지만 현금흐름의 조작은 용이하지 않다. 둘째로 지급능력과 관련하여 현금흐름의 분석은 절박한 지급능력에 대한 신호의 역

8) 추가적으로 본 연구에서는 Easton과 Harris(1991)가 제시한 모형, 즉 수익률과 이익수준과의 관계에 기초한 모형에 따른 분석결과도 별도로 제시하고자 한다.

할을 할 것이다.<sup>9)</sup> 이는 현금흐름이 발생주의회계이익에 비해 가공되지 않은 기초정보로서 기업의 지급능력을 결정할 미래현금흐름과 보다 직접적인 관련이 있기 때문이다. 또한 현금흐름보고의 모든 측정치는 현재가치로 표시되어 측정단위의 변동문제를 회피할 수 있다.

재무구조가 부실한 기업은 정상적인 영업활동이 원활히 수행할 수 없으며, 이에 따라 채무변제 및 배당지급 등에 유동성 문제가 발생할 것이다. 재무구조가 부실하다고 공시되면 정보이용자들은 이에 따른 위험을 느끼게 된다. 공급자들은 채권회수를 우려하여 물품공급의 증지를 고려할 것이며, 금융기관은 채권의 조기회수와 신규대출의 증지를 고려하게 될 것이다. 따라서 경영자는 재무구조의 부실을 은폐하고 조작된 정보를 공시할 유인을 가지게 된다. 이는 기업의 재무상태와 기업의 이익조정행위 사이의 상관관계를 고찰한 장휘용(1997)의 연구에 잘 나타나 있다. 기업의 재무상태가 악화되면 이익조정은 기업의 이익추구를 위한 불가피한 선택이 된다는 사실을 보여주었다. 이러한 경우에는 임의적인 원가배분이나 대체적인 회계처리방법에 의해 영향을 받지 않는 현금흐름정보가 더욱 신뢰성이 높은 정보를 제공할 수 있다. 즉 현금흐름회계는 발생주의회계로 인한 정보의 통합과 비공개로 인한 비용을 감소시켜 더욱 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 예상할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

연구가설 : 재무구조가 부실한 기업에서는 발생주의회계이익에 비해 현금흐름정보

의 유용성이 상대적으로 크다.

영업활동으로 인한 현금창출능력이 부족하고 재무구조가 부실한 기업은 일정한 시간의 경과에 따라 재무구조는 점차 악화되고 결국은 도산할 가능성이 높아지게 될 것이다. 기업의 지급능력이란 채무가 만기가 되었을 때 그 채무를 상환할 수 있는 능력으로 이는 현금 필요시 현금조달 능력에 의존한다. 순이익은 상당히 만족할만한 수준이지만 재고자산이나 매출채권의 증가로 인하여 현금자금이 부족하게 되면 어려움을 겪게 되며, 이는 지급불능이나 도산의 상태로 이어질 수 있다. FASB도 단기적 지급능력을 측정하는 대표적 지표로서 현금흐름분석의 유용성을 인정하였다. 채권자가 원리금상환능력을 평가하기 위하여 현금창출능력을 중요시하는 것은 당연하며, 기업의 기타 이해관계자들도 기업의 지급능력을 평가하기 위한 정보를 필요로 한다. 영업활동으로 인한 현금흐름이 이와 같은 현금창출능력을 가장 잘 설명해줄 뿐만 아니라, 미래현금흐름의 추정에도 적합한 지표가 될 것이다. 따라서 현금흐름은 기업부실을 예측하는데 발생주의회계이익보다 유용한 정보를 제공할 것이다.

### III. 연구모형설정 및 표본선정

#### 3.1 연구모형의 설정

연구가설을 검증하기 위하여 본 연구에서는 기본

9) Largay & Stickney(1980)는 실제사례를 통하여 기업의 현금흐름에 대한 분석은 도산 10년전의 절박한 지급능력의 문제까지도 나타내 준다고 하였다.

적으로 정혜영(1995)이 제시한 다음과 같은 기업 평가모형을 이용하고자 한다.<sup>10)</sup>

$$P_{jt}/B_{jt} = a + b*(CF_{jt}/B_{jt-1}) + c*GRWH_{jt} + d*RISK_{jt} + u_{jt}$$

여기에서,

$P_{jt}$  = t시점에서의 기업j의 주당 주가가격

$B_{jt}$  = t시점에서의 기업j의 주당 장부가치

$CF_{jt}$  = t시점에서의 기업j의 주당 현금흐름

$GRWH_{jt}$  = t시점에서의 기업j의 미래 주당 장부가치성장률

$RISK_{jt}$  = t시점에서의 기업j의 할인율

본 연구에서는 현금흐름(CF)의 대응치로 발생주의 회계이익과 '영업활동으로 인한 현금흐름' 두 가지 모두를 모형에 포함시켜 모형을 설정하였는데, 이를 통해 두 변수가 추가적인 정보효과를 가지는 지 검증할 수 있다.

연구가설, 즉 재무상태가 부실할수록 현금흐름의 정보효과가 커질 것인지를 검증하기 위하여 기업을 재무건전성에 따라 분류해야 하는데, 본 연구에서는 분류기준으로 부채비율을 이용하였다. 매년도 말의 부채비율 크기순으로 배열하여 5개의 포트폴리오를 구성하고, 각 포트폴리오에 대해 회귀분석을 실시하였다.

모형에 이용되는 각 변수는 다음과 같이 정의

하였다. 먼저 종속변수로 사용하는 주가/장부가( $P_{jt}/B_{jt}$ )에서 주가는 1주당 시가이며 회계이익 및 현금흐름 정보가 주가에 충분히 반영될 것으로 예상되는 시점인 회계연도 종료후 3월말 종가를 사용하였다. 설명변수는 다음과 같이 측정하였다.

①  $CF_{jt}/B_{jt-1}$ : 미래현금흐름(CF)의 대응치로 주당 경상이익(OI)과 '주당 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)<sup>11)</sup>'을 사용한다. 여러 가지 이익수치 중 주당경상이익이 특정 사건에 의한 영향을 덜 받므로 기간별 안정성이 높을 뿐만 아니라 미래기대현금흐름의 적절한 측정치가 될 것으로 예상된다. 또한 재무 및 투자활동으로 인해 영향을 받지 않는 '영업활동으로 인한 현금흐름'이 적절한 대안이 될 것이다. 현금흐름을 기초장부가액으로 나눈 이유는 정혜영(1995)에서와 같이 미래현금흐름과 현금흐름 성장율을 결합한 변수로 이용하기 위해서이다.

②  $GRWH_{jt}$ : 미래의 주당 장부가치 성장률을 나타낸다. 이에 대한 대응치로 본 연구에서는 당해연도 주당 자기자본성장률( $\Delta BV$ )과 주당 매출액성장률( $\Delta SALE$ ) 두 가지를 이용하고자 한다.

③  $RISK_{jt}$ : 미래현금흐름을 할인하는데 적용되는 변수를 의미한다. 확실성 하에서는 무위험 자산수익률이며, 불확실성 하에서는 자기자본 비용이기 때문에 기업의 위험수준에 따라 결정되는 것이 보통이다. 기업 위험수준의 측정치로는 일반적으로 시장베타, 기업규모 등을 이용할 수 있겠다. 본 연

10) 회계처리방법의 보수성을 나타내는  $\alpha$ 의 대응치는 선형모형식에서 생략하였다. 정혜영(1995)의 연구에서는 재고자산에 대한 더미변수를 사용하였으며, 선입선출법과 평균법을 사용하는 기업으로 한정하여 분석하였으나 유의적이지 못하였기 때문이다. 재고자산평가에서 보다 적절한 분류는 후입선출법과 선입선출법(평균법 포함)일 것이다. 그러나 이대선과 박성환(1998)의 연구에 따르면 우리나라에서 후입선출법을 사용하는 기업이 극히 제한되므로 이러한 분류는 무의미하다. 대안으로 감가상각에서 정액법과 정률법의 구분을 고려할 수 있겠다. 그러나 본 연구에서는 연구결과에 크게 영향을 주지 않는 한 모형의 단순화에 초점을 맞추었기 때문에 이를 생략하였다. 또한 정혜영(1995)은 주가지수를 별도의 독립변수로 사용하였는데 그 근거도 분명하지 않고 이의 포함여부가 연구결과에 영향을 주지도 않았으므로 본 연구에서는 생략하였다.

11) 1994년 이후의 '영업활동으로 인한 현금흐름'은 직접 현금흐름표로부터 추출되지만 그 이전의 자료는 '영업활동에서 조달된 현금흐름(재무상태변동표)'에 영업활동과 관련이 있는 자산·부채계정의 증감을 가감하여 산출하였다.

구에서 주별수익율(52주)을 이용하여 추정한 시장 베타(BETA)와 주식시가총액(LMKT)의 자연대수 값 두 가지를 이용하였다.

### 3.2 표본의 선정

1993년부터 1996년까지 4년간의 자료로 기업 평가모형을 통해 현금흐름정보의 유용성을 검증하기 위하여 1997년 3월말 현재 상장기업으로서 다음 요건을 충족한 기업으로 하였다.

- ① 1992년 이전에 상장된 기업
- ② 12월말 결산법인
- ③ 관리대상이 아닌 종목
- ④ 금융, 도소매, 건설업을 제외한 제조업

1992년 이전에 상장된 기업으로 정한 것은 분석을 위해서 1992년말의 순자산가치와 1993년부터 1996년까지의 재무자료가 요구되며 상장후 주가가 시장가치를 적절히 반영하기 위해서는 상당한 기간이 소요될 것으로 판단되기 때문이다. 12월 결산법인으로 한정된 것은 분석대상으로 하는 제조업체의 대부분이 12월 결산법인일 뿐만 아니라 횡단면분석

시 분석기간을 통일함으로써 주가지수 변수산정의 문제를 제거하기 위함이었다. 관리대상기업은 재무구조가 극히 취약하거나 일상적인 영업활동 중단 등의 사유로 정상적인 기업과는 구별되어지므로 이들을 정상기업과 함께 분석할 경우는 재무적 특성이 왜곡될 수 있을 것이다. 따라서 관리대상기업은 제외하였다. 금융, 도소매, 건설업은 영업상의 특성과 재무제표의 계정과목의 특성이 제조업과는 차이가 크다. 분석대상기업들의 동질성을 확보하고 특이한 산업군으로 인한 모델의 측정 및 가설검증 결과의 왜곡을 막기 위하여 제조업으로 한정하였다.

추가적으로 본 연구에서는 주당 장부가치가 (-)인 기업을 제외하였는데, 이 수치가 분모로 사용되는 경우가 많아 변수측정이 왜곡될 우려가 있기 때문이었다. 그러나 제외된 기업이 실제로 재무상태가 좋지 않아서 여기에서 택한 표본선정기준은 본 연구가 검증하고 하는 가설에 부정적인 결과를 유도할 수 있음에도 유의해야 한다.

최종표본은 총 322개 기업으로 구성되어 있는데, 이를 업종별로 구분하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 표본의 업종별 분포

산 업	기업수
어업	3
광업	3
음식료품업	34
섬유·의복·가죽업	57
나무 종이 및 제품업	19
화학제품제조업	79
비금속광물	18
제1차 금속	29
조립금속 기계장비업	32
가구 및 기타제조업	48
합 계	322

#### IV. 실증분석 결과

##### (1) 변수의 기술통계

322개 표본기업과 관련하여 1993년부터 1996년까지의 각 변수에 대한 기술통계는 <표 2>와 같다. 분석에 사용된 각 독립변수들은 극단치(outliers)를 「평균±3\*표준편차」로 조정하였다. 제 변수간의 상관계수는 <표 2>의 제2부에 제시되어 있다.

종속변수인 P/B비율은 BETA를 제외하고는 모두 양의 상관관계를 보이고 있어 예상하는 바와 일치한다. 또한 P/B비율은 OI/B 및 CFO/B와 비교적 높은 양의 상관관계를 나타내고 있음은 유의할 만하다. 특히, OI/B와 CFO/B간에 높은 상관관계를 보이고 있는데, 이는 상호간 유사한 정보를 공유하고 있음을 나타낸다.

##### (2) 가설검정결과

322개 기업의 1993년부터 1996년까지의 재무

<표 2> 기업평가 표본에 대한 기술통계

제1부: 평균 및 표준편차

변수명		평균	표준편차	최대값	최소값
P/B <sub>t</sub>		1.481	1.014	19.339	0.220
OI <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub>		0.056	0.154	0.628	-0.524
CFO <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub>		0.116	0.300	1.208	-0.972
GRWH	ΔBV <sub>t</sub>	0.036	0.230	1.028	-0.926
	ΔSALE <sub>t</sub>	13.980	16.946	76.750	-47.750
RISK	BETA <sub>t</sub>	0.489	0.305	1.469	-0.105
	LMKT <sub>t</sub>	17.823	1.153	22.533	14.771

제2부: 변수간 상관관계

변수명	P/B <sub>t</sub>	OI <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub>	CFO <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub>	GRWH		RISK (BETA <sub>t</sub> )
				ΔBV <sub>t</sub>	ΔSALE <sub>t</sub>	
OI <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub>	0.208*					
CFO <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub>	0.179*	0.419*				
GRWH	ΔBV <sub>t</sub>	0.282*	0.481*	0.162*		
	ΔSALE <sub>t</sub>	0.215*	0.231*	0.074*	0.172*	
RISK	BETA <sub>t</sub>	-0.020	0.756*	0.046	0.006	-0.012
	LMKT <sub>t</sub>	0.137*	0.239*	0.192*	0.166*	0.167*

(주) \*는 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

〈표 3〉 기업평가 모형의 추정결과

추정	질 편	OI <sub>it</sub> /B <sub>it-1</sub>	CFO <sub>it</sub> /B <sub>it-1</sub>	ΔBV <sub>it</sub>	ΔSALE <sub>it</sub>	BETA <sub>it</sub>	LMKT <sub>it</sub>	수정 R <sup>2</sup>
1	0.343 (0.81)	0.359 (1.76)*		0.964 (7.26)**	0.009 (5.62)**	-0.091 (-1.04)	0.056 (2.33)**	0.115
2	0.505 (1.20)		0.412 (4.54)**	0.998 (8.38)**	0.009 (5.88)**	-0.093 (-1.07)	0.045 (1.89)*	0.127
3	0.509 (1.02)	0.016 (0.08)	0.409 (4.18)**	0.994 (7.52)**	0.009 (5.80)**	-0.094 (-1.07)	0.045 (1.87)*	0.127

주1) 위의 결과는 다음 모형의 추정 결과이다.

$$P_{it}/B_{it} = a + b*(OI_{it}/B_{it-1}) + c*(CFO_{it}/B_{it-1}) + d*\Delta BV_{it} + e*\Delta SALE_{it} + f*BETA_{it} + g*LMKT_{it} + u_{it}$$

2) ( )는 t-값이고, \*와 \*\*는 각각 5%와 1% 수준(단측검정)에서 유의함을 나타냄.

3) 변수(극단치는 '평균±3\*표준편차'로 조정됨)의 정의에 대해서는 본문의 제3부를 참조.

자료를 이용하여 기업평가모형을 회귀분석한 결과가 <표 3>에 제시되어 있다.

추정1에서 경상이익(OI)의 회귀계수는 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 추정2에서는 현금흐름(CFO)의 회귀계수가 1% 수준에서 유의한 결과를 보이고 있으며, 모형의 설명력을 나타내는 수정된 R<sup>2</sup>값은 아직도 높은 편은 아니지만 경상이익을 이용한 추정1에 비해서는 높게 나타났다. 경상이익과 현금흐름을 동시에 고려한 추정3에서는 경상이익의 회귀계수는 유의성이 없었으나 현금흐름의 회귀계수는 통계적으로 1% 수준에서 유의하게 나타났다.

각 모형에서 성장률을 나타내는 ΔBV와 ΔSALE의 회귀계수는 모두 양으로 나타났으며, 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 위험성을 나타내는 BETA와 LMKT의 회귀계수의 부호는 예상한 바와 같이 각각 (-)와 (+)이었으나 통계적으로 5%수준에서 유의하게 나타난 것은 LMKT

뿐이었다.

<표 3>과 같은 실증분석결과는 1993년 3월부터 1997년 3월 기간에 있어서 현금흐름이 주가/장부 가치를 설명하는데 있어서 경상이익보다 유용한 정보가 되고 있음을 보여주고 있다.

이상과 같은 실증분석결과는 정혜영(1995)이나 최관(1993)과는 다소 상이하다. 정혜영(1995)에서는 미래현금흐름의 대용치로서 경상이익이 현재의 주가/장부가치비율의 차이를 가장 잘 설명하고 있고 현금흐름은 여러 변수 중에서 가장 낮은 설명력을 보이고 있으며, 최관(1993)에서는 주가가격에 영향을 미치는 변수로서 현금흐름도 당기순이익에 비하여 낮기는 하나 추가적인 정보 가치가 있는 것으로 분석되었다. 기존연구와 상이한 결과가 도출된 것은 본 연구의 분석대상기간(1993-1996)이 정혜영(1986-1993)이나 최관(1988-1991)과 다른 데 주로 기인하는 것으로 보인다.<sup>12)</sup> 주가는 주식시장의 패턴변화에 따라 크게 달라지는데, 본 연

12) 또한 최관(1993)의 연구와는 사용한 모형이 상이하기 때문일 수도 있는데, 이는 뒤에서 검증되는 수익률 모형의 결과가 주식평가모형에 의한 결과와 상이함을 볼 때 충분한 그럴 가능성이 있다고 본다.

구의 연구기간 중 1992년에 외국인의 투자가 허용됨으로써 이른바 低 PER(price earnings ratio) 혁명이 일어났던 시기로서 기존의 주가가 전면적으로 재편되는 과정에서 자산가치와 현금흐름 정보가 많이 반영되었을 가능성도 있다. 또한 국제통화기금(IMF)에 긴급자금지원을 신청하게 된 주요 원인인 버블이 만연했던 시기로 실질적으로 경제침체가 었기 때문에 어느 때보다도 현금흐름이 회계이익보다 더 많은 정보가치를 제공하였을 것으로 보인다.

연구가설 “재무구조가 부실한 기업일수록 현금흐름 정보의 유용성이 커진다.”의 검정을 위하여 기업의 재무상태에 따라 5개의 포트폴리오로 구분하였다. 재무구조의 부실기준은 기업의 부채비율로 하였으며 이 비율이 낮을수록 재무구조가 건전한

기업으로 분류하였으며, 높을수록 재무구조가 부실한 기업으로 분류하였다. Port.1은 부채비율이 가장 낮은 기업군으로, 그리고 Port.5는 부채비율이 가장 높은 기업군으로 구성되어 있다. 즉 Port.1에서 Port.5로 갈수록 재무구조가 상대적으로 나쁜 기업군으로 구성되어 있다. 각 포트폴리오별로 기업평가모형을 추정한 결과는 <표 4>에 나타나 있다.

추정1에서 경상이익의 회귀계수는 모든 포트폴리오에서 양(+)의 값을 가지고 있으나 Port.1, Port.3과 Port.4에서만 1%-10% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 재무구조가 가장 좋지 않은 Port.5에서 경상이익 회귀계수가 통계적으로 유의하지 않게 나타나지 않은 점이 주목할 만하다.

<표 4> 부채비율에 따른 포트폴리오에 대한 분석결과

추정	절편	$OI_t/B_{t-1}$	$CFO_t/B_{t-1}$	Adj. R <sup>2</sup>
1	Port.1	0.685( 0.91)	1.491( 3.13)**	0.203
	Port.2	-0.060(-0.05)	0.178( 0.20)	0.161
	Port.3	-0.200(-0.26)	0.854( 1.95)*	0.127
	Port.4	1.214( 1.60)*	1.438( 3.37)**	0.119
	Port.5	0.666( 0.63)	0.291( 0.85)	0.175
2	Port.1	0.237( 0.31)	0.238( 0.93)	0.174
	Port.2	-0.124(-0.11)	-0.053(-0.13)	0.161
	Port.3	-0.496(-0.66)	0.226( 1.08)	0.118
	Port.4	1.391( 1.78)*	0.492( 2.68)**	0.115
	Port.5	1.058( 1.02)	0.408( 2.88)**	0.198
3	Port.1	0.672( 0.88)	1.575( 3.00)**	0.203
	Port.2	-0.072(-0.06)	0.289( 0.28)	0.161
	Port.3	-0.183(-0.24)	0.783( 1.71)*	0.128
	Port.4	1.430( 1.85)*	1.170( 2.55)**	0.128
	Port.5	1.023( 0.98)	-0.132(-0.35)	0.431( 2.77)**

주 1) <표3>의 주석을 참조.

- 2) Port.1의 부채비율이 가장 낮고, Port.5의 부채비율이 가장 높음.
- 3) 통제변수에 대한 회귀모형 추정결과는 생략하였음

한편, 추정2에서 현금흐름의 회귀계수는 재무구조가 비교적 좋은 Port.1-Port.3에서는 통계적으로 유의하지 않았으나 재무구조가 나쁜 Port.4와 Port5 모두에서 1% 수준에서 유의하게 나타났다.

현금흐름과 회계이익을 동시에 변수로 고려한 추정3에서도 개별적으로 추정한 추정1이나 추정2의 경우와 유사한 결과가 나타났다. 먼저 경상이익의 회귀계수는 Port.2와 Port.5에서만 유의하지 않게 나타났으며, 현금흐름의 회귀계수는 재무구조가 가장 부실한 Port.5에서만 1% 수준에서 통계적으로 유의적인 결과를 보이고 있다. 또한 현금흐름의 회귀계수는 재무구조가 부실해질수록 증가하고 있음을 발견할 수 있다.

본 연구의 추정결과 현금흐름의 상대적 정보가치는 재무구조에 따라 극명하게 달라짐을 볼 수 있었다. 즉 현금흐름은 재무구조가 부실할수록 많은 정보가치를 가진다. 이러한 결과는 첫째로 일반적으로 현금흐름정보가 기업의 지급능력을 평가하는 중요한 지표로 이용된다는 점에서 재무구조가 부실한 기업일수록 현금흐름정보가 기업가치 평가시 더 많이 활용되기 때문일 것이다. 둘째로 재무구조가 부실할수록 기존 연구에서 밝혀졌듯이 상당히 많은 회계조작이 있었기 때문으로 보인다.

한편 통제변수의 회귀계수는 전체표본으로 추정

한 <표 3>의 결과와 유사한 행태를 보이고 있기 때문에 여기에는 별도로 제시하지 않았다.

재무상태가 부실할수록, 즉 부채비율이 높을수록 현금흐름의 유용성이 증가하고 회계이익의 유용성이 감소하는지를 통계적으로 검증하기 위하여 다음과 같은 모형을 이용하였다.

$$P_{jt}/B_{jt} = a + b \cdot OI_{jt}/B_{jt-1} + c \cdot DEBT_{jt} \cdot (OI_{jt}/B_{jt-1}) + d \cdot CFO_{jt}/B_{jt-1} + e \cdot DEBT_{jt} \cdot (CFO_{jt}/B_{jt-1}) + f \cdot \Delta BV_{jt} + g \cdot \Delta SALE_{jt} + h \cdot BETA_{jt} + i \cdot LMKT_{jt} + u_{jt}$$

여기에서,  $DEBT_{jt}$  = t시점에서의 기업의 부채비율

부채비율이 높을수록 현금흐름의 정보가치가 높아진다면  $DEBT \cdot (CFO/B)$  변수의 회귀계수는 양(+ )의 값을 갖게 될 것이고, 부채비율이 높을수록 회계이익의 정보가치가 낮아진다면  $DEBT \cdot (OI/B)$  변수의 회귀계수는 음(-)의 값을 가질 것이다. 위의 모형을 추정한 결과가 <표 5>에 나타나 있다.<sup>13)</sup>

13) 한편, 부채비율 대신 부채비율에 따라 전체표본기업을 5개 집단으로 구분하여 특정 집단(부채비율이 나쁜 2집단과 부채비율이 좋은 2집단 각각)에 dummy(1,0)변수를 부여하는 방법으로 모형을 설정할 수도 있다. 이러한 모형을 추정한 결과는 <표 5>와 유사하므로 별도로 보고하지 않았다.

또한 추정결과가 DEBT의 극단치에 따라 영향을 받을 수도 있으므로 부채비율을 직접 이용하지 않고 부채비율의 크기에 따라 1에서 5까지의 값을 부여한 후 회귀분석을 하였는데, 다음과 같이 기본적으로 <표5>의 결과와 유사하되 각 변수의 유의성이 다소 감소하는 것으로 나타났다.

추정 (기대부호)	절편	$OI_t/B_{t-1}$	$DEBT_t \cdot (OI_t/B_{t-1})$ (-)	$CFO_t/B_{t-1}$	$DEBT_t \cdot (CFO_t/B_{t-1})$ (+)	Adj. R <sup>2</sup>
1	0.341(0.80)	0.209(0.42)	0.039(0.331)			0.111
2	0.492(1.17)			-0.473(-1.60)	0.210(3.14)**	0.130
3	0.535(1.27)	1.300(2.20)**	-0.304(-2.18)**	-0.900(-2.55)**	0.311(3.86)**	0.132

〈표 5〉 부채비율을 도입한 기업평가모형의 추정결과

추정 (기대부호)	절편	OI <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub>	DEBT <sub>t</sub> *(OI <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub> ) (-)	CFO <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub>	DEBT <sub>t</sub> *(CFO <sub>t</sub> /B <sub>t-1</sub> ) (+)	Adj. R <sup>2</sup>
1	0.423(1.00)	1.617(5.10)**	-0.003(-5.15)**			0.133
2	0.384(0.91)			0.066( 0.42)	0.001( 2.72)**	0.132
3	0.388(0.93)	2.016(5.83)**	-0.004(-7.20)**	-0.365(-2.15)**	0.002( 5.58)**	0.166

주 1) 이용된 모형은 다음과 같다.

$$P_{jt}/B_{jt} = a + b \cdot (OI_{jt}/B_{jt-1}) + c \cdot [DEBT_{jt} \cdot (OI_{jt}/B_{jt-1})] + d \cdot (CFO_{jt}/B_{jt-1}) + e \cdot [DEBT_{jt} \cdot (CFO_{jt}/B_{jt-1})] + f \cdot \Delta BV_{jt} + g \cdot \Delta SALE_{jt} + h \cdot BETA_{jt} + i \cdot LMKT_{jt} + u_{jt}$$

2) ( )는 t-값이고, \*와 \*\*는 각각 10%와 5% 수준(단측검정)에서 유의함을 나타냄.

3) 변수(극단치는 '평균±3\*표준편차'로 조정됨)의 정의에 대해서는 본문의 제3부를 참조.

4) 통계변수에 대한 회귀모형 추정결과는 생략하였음.

〈표 5〉의 모형추정결과에 의하면 회계이익과 현금흐름이 재무상태(부채비율)에 따라 그 정보효과가 달라지는 지를 검증하는 DEBT\*(OI/B)와 DEBT\*(CFO/B)변수에 대한 회귀계수의 부호가 예상과 같이 각각 음(-)과 양(+)으로 나타나고 있으며 모두 1% 수준에서 유의하게 나타나고 있음을 본다. 이는 회계이익은 재무상태가 좋은 기업에서 그리고 현금흐름은 재무상태가 나쁜 기업에서 상대적으로 더 많은 정보를 전달해주고 있음을 의미한다. 또한 OI/B와 DEBT\*(OI/B)가 결합하거나 또는 CFO/B와 DEBT\*(CFO/B)가 결합할 때 각각 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타나고 있어 회계이익과 현금흐름 각각이 상대방에 대해서 추가적인 정보가치를 지니고 있는 것으로 나타났다.

요약하면, 본 연구에서는 재무구조 건전성과 부실정도를 부채비율을 기준으로 분류하여 발생주의

회계이익과 현금흐름이 기업가치에 미치는 상대적 정보가치를 실증 분석하여 “재무구조가 부실한 기업일수록 현금흐름정보의 유용성이 크다”는 〈연구가설〉이 지지되고 있음을 확인할 수 있었다.<sup>14)</sup>

본 연구에서는 이제까지 주식가치평가모형에 근거한 결과를 제시하였다. 그러나 이러한 결과가 사용되는 모형에 따라 차이가 나는지를 검증하기 위하여 다음과 같이 Easton과 Harris(1991)이 도입한 모형을 이용하여 추가로 검증하였다.

$$RET_{jt} = a + b \cdot OI_{jt}/MKT_{jt-1} + c \cdot DEBT_{jt} \cdot [OI_{jt}/MKT_{jt-1}] + d \cdot CFO_{jt}/B_{jt-1} + e \cdot DEBT_{jt} \cdot [CFO_{jt}/B_{jt-1}] + f \cdot SIZE_{jt} + e \cdot YR94 + f \cdot YR95_{jt} + g \cdot YR96_{jt} + u_{jt}$$

14) 재무구조의 건전성정도를 부채비율 대신에 어음평가등급으로 구분하여 또 다른 실증분석을 실시하였다. 1993년부터 1996년까지의 한국신용평가(주)가 기업어음 등급을 평가한 회사(1993년 53개, 1994년 109개, 1995년 104개, 1996년 126개)를 대상으로 하여 실증 분석을 실시했는데, 일관성 있는 결과를 발견할 수 없었다. 이러한 결과는 어음등급 평가시에는 회계이익뿐만 아니라 현금흐름관련 지표들이 충분히 반영되었으며 신용등급평가 대상기업이 재무구조가 우량한 일부기업들에 한정되어 있기 때문인 것으로 풀이된다. 또한 이와 같은 결과는 신용평가등급이 재무구조의 건전도를 적절히 평가하고 있지 못하기 때문일 수도 있다.

여기에서,

$RET_{jt}$  = t년도 기업j의 주식수익률

$SIZE_{jt}$  =  $\log(\text{기말시장가치}_{jt})$

YR94 = 만일 1994년이면 1, 그렇지 않으면 0

YR95 = 만일 1995년이면 1, 그렇지 않으면 0

YR96 = 만일 1996년이면 1, 그렇지 않으면 0

기업규모(SIZE) 및 연도별 dummy변수는 통제 변수로 도입되었다. 위 모형을 1993-1996년간 자료를 이용하여 추정한 결과가 <표 6>에 제시되어 있다.<sup>15)</sup>

<표 6>에서 수익률을 이용한 모형의 추정결과는

기업평가모형을 이용한 결과와는 다소 상이한 결과가 도출되고 있다. 여기에서는 회계이익과 현금흐름 모두 수익률을 설명하는 변수로 유의하게 나타나고 있으나 현금흐름의 유의성이 회계이익에 비해 다소 떨어지고 있어 종전 최관(1993) 등의 연구와 유사하게 나타나고 있다. 한편, 본 모형을 이용하는 경우에는 부채비율에 따라 당해 변수의 설명력이 변화된다는 결정적인 증거를 발견할 수 없었다. 단지 관련변수인  $DEBT \cdot (OI/MKT)$ 와  $DEBT \cdot [CFO/MKT]$ 에 대한 회귀계수의 부호가 예상한 바와 같이 각각 음(-)와 양(+)으로 나타나고 있다.

따라서 본 연구에서 제시된 연구결과를 해석할

<표 6> 주식수익률을 이용한 모형의 추정결과

추정 (기대부호)	절편	$OI_t/MKT_{t-1}$	$DEBT_t \cdot (OI_t/MKT_{t-1})$ (-)	$CFO_t/MKT_{t-1}$	$DEBT_t \cdot (CFO_t/MKT_{t-1})$ (+)	Adj..R <sup>2</sup>
1	-0.311(-1.43)	0.516(3.19)**				0.129
2	-0.422(-1.91)*			0.253( 2.83)**		0.128
3	-0.376(-1.70)**	0.399(2.28)**		0.169( 1.75)*		0.131
4	-0.350(-1.58)	0.713(3.08)**	-0.055(-1.02)			0.130
5	-0.420(-1.90)*			0.230( 1.62)	0.006( 0.21)	0.128
6	-0.410(-1.83)*	0.659(2.38)**	-0.065(-1.16)	0.061( 0.39)	0.027( 0.85)	0.132

주 1) 이용된 모형은 다음과 같다.

$$RET_{jt} = a + b \cdot OI_{jt}/MKT_{jt-1} + c \cdot DEBT_{jt} \cdot (OI_{jt}/MKT_{t-1}) + d \cdot CFO_{jt}/B_{jt-1} + e \cdot DEBT_{jt} \cdot (CFO_{jt}/B_{jt-1}) + u_{jt} + f \cdot SIZE_{jt} + e \cdot YR94 + f \cdot YR95_{jt} + g \cdot YR96_{jt} + u_{jt}$$

- 2) ( )는 t-값이고, \*와 \*\*는 각각 10%와 5% 수준(단측검정)에서 유의함을 나타냄.
- 3) 변수(극단치는 평균±3\*표준편차로 조정됨)의 정의에 대해서는 본문의 제3부를 참조.
- 4) 기업규모와 연도별 더미변수에 대한 추정결과는 생략하였음.

15) <표5>의 경우와 같이 여기에서도 부채비율을 직접 이용하지 않고 부채비율의 크기에 따라 1에서 5까지의 값을 부여한 후 회귀분석을 하였는데, 다음과 같이 <표6>의 결과와 비교할 때 기본적으로 유사하지만 다소 상이하게 나타나고 있음에 유의할 필요가 있다.

추정 (기대부호)	절편	$OI_t/MKT_{t-1}$	$DEBT_t \cdot (OI_t/MKT_{t-1})$ (-)	$CFO_t/MKT_{t-1}$	$DEBT_t \cdot (CFO_t/MKT_{t-1})$ (+)	Adj. R <sup>2</sup>
4	-0.291(-1.33)	0.217(0.61)**	0.092( 0.94)			0.126
5	-0.420(-1.90)*			-0.009(-0.04)	0.073( 1.28)	0.125
6	-0.365(-1.64)*	0.425(0.99)**	0.010( 0.08)	-1.967(-0.73)	0.099( 1.46)	0.128

때 연구모형에 따라 달라질 수도 있음에 유의할 필요가 있다. 그러나 P/B를 종속변수로 하고 있는 본 연구의 주요 연구모형이 RET를 사용한 모형보다 이론적으로 보다 세련된 모형이므로 본 연구의 가설을 검증하기에 보다 적합할 것이다.

(3) 부실기업에서 현금흐름정보의 유용성

앞에서 재무구조가 부실할수록 현금흐름의 정보 가치가 증가하고 있음을 보았다. 추가적으로 부실 기업을 대상으로 부실 예측을 하는데 있어서 현금흐름의 정보가치를 검증해 보고자 한다. 특히 회계이익의 신뢰성에 문제가 있을 때 현금흐름정보의 유용성이 증가하는지를 검토해 보고자 한다.

부실예측에 대한 국내연구로는 이계원(1993)과 전성빈과 김민철(1996) 등이 있다. 특히 이계원(1993)은 부실예측에 자기자본순이익율(ROE)모형을 이용해 부실원인분석과 부실예측을 연계시키려 노력하였고, 부실예측에서 현금흐름변수의 유용성을 제시하고 있다. 또한, 장휘용(1997)은 기업의 수익성지표가 부실 2년까지 향상되었으나 부실 1년 전에는 악화되고 있음을 보고하고 있다. 이는 부실 2년 전까지는 회계이익 조정행위의 강도를 강화하였으나 부실 1년전에는 회계이익조정이 한계점에 도달하게 되었기 때문인 것으로 결론을 내리고 있다.

본 연구에서는 부실예측에서 현금흐름의 상대적 정보가치를 검증하기 위하여 다음과 같은 logit모형을 사용하였다.

$$P_j = [ 1 + \exp(-b \cdot X_j) ]^{-1}$$

여기에서,

$$P_j = \begin{cases} 1, & \text{만일 } j\text{기업이 부실기업이라면} \\ 0, & \text{만일 } j\text{기업이 건전기업이라면} \end{cases}$$

$X_j$  = j기업의 재무비율

b = 각 변수에 대한 회귀계수 행렬

본 연구에서는 선행연구의 결과에 따라 자기자본이익률의 전개(자기자본이익율 = 매출액이익율 × 총자본회전율 × (1/자기자본비율))를 통해 모형에 사용할 재무비율로 매출액이익률, 총자본회전율, 자기자본비율을 선정하였다.<sup>16)</sup> 본 연구에서는 매출액이익률로서 매출액경상이익률을 사용하였는데, 이는 경상이익이 특정사건에 의한 영향을 적게 받으므로 기업활동의 단기측정치로는 안전성이 있으며 미래현금흐름의 대응치로 적절한 수치라고 판단되었기 때문이다. 현금흐름의 정보효과를 분석하기 위해 '영업활동으로 인한 현금흐름/매출액'을 추가적으로 도입하였다. 이는 영업활동으로 인한 현금흐름이 경상이익에 대응되는 정보라고 볼 수 있기 때문이다.

기업이 부실해질수록 현금흐름 정보가치의 변화를 연구하기 위하여 부실전 5개년에 걸쳐 부실예측모형을 추정하였다.<sup>17)</sup> 본 연구에서 부실기업은 재무 및 경영활동상 극심한 어려움을 겪는 기업으로 유가증권상장규정(제37조)의 주권의 상장폐지기

16) 자기자본이익률의 분해는 경영성과를 쉽게 파악할 수 있는 틀을 제공한다. 기업의 성패는 투자자본에 대한 이익의 창출능력에 달려 있다. 자기자본이익률을 구성하는 요소를 중심으로 기업부실을 예측하는 것을 간단 명료하면서도 본질적인 접근이라 할 수 있다. 본 연구에서는 고정장기적합률을 도입하고 기업규모변수인 log(매출액)을 추가하여 확장모형을 설정하였다. 그러나 주요 연구결과에는 영향을 미치지 않았으므로 여기에서는 단순히 자기자본이익률의 분해에서 도출한 3가지 변수만을 이용한 결과를 보고하였다.

17) 본 연구의 전개방법은 Barth, Beaver와 Landsman(1998)을 원용하였는데, 그들은 기업이 도산에 접근할수록 장부가치와 순이익의 상대적 정보가치가 어떻게 달라지고 있는지를 분석하였다. 부실기업 대부분의 부실직전의 재무정보를 수집할 수 없었다. 따라서 본 연구에서는 부실전에 재무제표가 공시된 연도를 부실1년전으로 정의하였다.

〈표 7〉 부실예측모형에 사용된 변수의 평균(표준편차)

연도	구분	경상이익/매출액(%)	현금흐름/매출액(%)	매출액/총자본(%)	자기자본/총자본(%)
부실1년전 (t-1)	건전집단	3.72(4.59)	2.21( 8.67)	1.02(0.37)	36.81(15.83)
	부실집단	-2.51(5.76)	-9.39(11.75)	0.69(0.29)	23.56(15.67)
부실2년전 (t-2)	건전집단	4.43(4.14)	3.57( 9.10)	1.07(0.39)	38.13(16.06)
	부실집단	0.87(5.35)	-6.74(13.87)	0.75(0.36)	27.79(14.60)
부실3년전 (t-3)	건전집단	4.79(4.11)	4.15( 9.46)	1.17(0.49)	37.02(15.82)
	부실집단	1.00(5.77)	-5.89(13.55)	0.89(0.49)	29.30(14.43)
부실4년전 (t-4)	건전집단	5.15(4.25)	5.26( 8.94)	1.33(0.62)	34.09(15.42)
	부실집단	2.07(5.16)	-1.26(11.69)	1.10(0.63)	27.50(14.98)
부실5년전 (t-5)	건전집단	5.36(4.25)	5.02( 9.85)	1.37(0.62)	31.46(14.71)
	부실집단	2.48(4.91)	-0.44(10.68)	1.05(0.50)	25.23(15.24)

준<sup>18)</sup>에 해당하는 기업으로 한정하였다. 이 기준을 적용하여 1991년부터 1997년 상반기 사이에 부실화된 기업 총 61개를 표본으로 선정하였다. 각 부실기업에 대한 대응표본으로는 동일 업종이면서 규모와 성장시기가 비슷한 건전기업을 3개씩 선정하였다.<sup>19)</sup> 부실1년전(t-1)부터 부실5년전(t-5)까지 각 변수의 평균 및 표준편차는 〈표 7〉과 같다.

부실기업의 제변수는 건전기업에 비하여 현저히 불량함을 알 수 있었다. 부실기업의 경상이익/매출액은 부실5년 전부터 점점 악화되지만 부실 1년 전에야 음의 값을 가진다. 한편 부실기업의 현금흐름/매출액은 부실 5년전부터 음의 값을 보이고 있을 뿐 아니라 부실 2-3년전부터 가속적으로 악화되고 있음을 볼 수 있다. 이와 같은 현상은 현금흐름 악화가 미래현금흐름, 즉 미래경상이익의 악화로 이어진다는 사실과 회계조작의 가능성이 있음을 나타낸다.

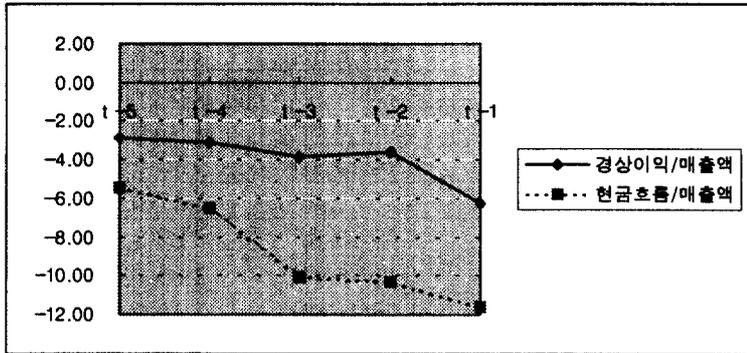
〈그림 1〉은 '경상이익/매출액'과 '현금흐름/매출액'의 부실 5년간 변화추이를 보여주고 있다. 각 수치는 부실기업 수치에서 대응되는 기업의 수치를 차감하여 산출하였다.

경상이익과 현금흐름은 부실5년전부터 음으로 나타나 대응되는 건전기업에 비해 낮은 것으로 나타났다. 특히, 부실 3-4년전부터 경상이익에 비해 현금흐름이 상대적으로 현저히 악화되고 있는데, 이와 같은 현상은 많은 부실기업이 부실 수년전부터 회계수치를 조작했을 가능성을 보여준다. 영업활동으로 인한 현금흐름이 경상이익보다 일시적으로 적을 수도 있으나 이와 같은 현상이 지속적이라면 회계조작의 결과일 가능성이 크다. 수익성에 대한 회계조정이 심각할수록 순이익과 현금흐름의 차는 커지며 기업의 가치는 현금흐름정보에 의하여 평가하는 것이 더욱 유용하여 질 것이다.

18) 성장패지기준은 형식적 요건의 미달과 실질적 요건의 미달로 구성되어 있다. 형식적인 요건은 사업보고서 또는 반기보고서 미제출과 감사의견 부적정 또는 의견거절 3년 연속으로 구성되며, 실질적 요건은 영업활동 정지, 부도발생 또는 은행과의 거래정지, 자본전액 잠식 3년 연속, 회사정리절차개시, 해산 등이 있다. 실제로 본 연구에서는 외부로 나타난 요건에 관계없이 기업의 재무상태가 악화되어 당해 기준에 해당하는 기업이 부실기업 표본으로 선정되었다.

19) Zmijewski(1984)에서 1:2.5의 비율로 부실기업과 건전기업을 선정할 경우 실제발생확률과 달라 발생하는 편위의 대부분이 제거된다는 연구결과에 근거하여 본 연구에서는 1:3의 비율로 선정하였다.  
대응표본은 총 114개 기업이다. 표본기업과 대응표본의 비율이 1:3이므로 대응표본기업이 183개가 아니라 114개인 것은 동종업종이면서 규모가 비슷한 도산기업에 대한 대응표본이 많지 않으므로 동일기업을 중복하여 대응표본으로 선택하였기 때문이다.

〈그림 1〉 부실기업의 경상이익과 현금흐름의 변화추이



주 1) 부실기업의 수치에서 대응되는 건전기업의 수치를 차감하여 산출하였음  
 2) (t-1)은 부실1년전을 나타냄.

부실예측을 위한 logit 모형을 추정한 결과가 <표 8>에 나타나 있다. 모든 추정의 설명도(chi-square)가 1% 수준에서 유의했고 추정1, 추정2, 추정3의

순으로 점차 높아졌으며, 공히 부실 5년전부터 부실 1년전으로 다가올수록 설명력이 증대되었다. 특히 부실 2년-3년전에 회계이익을 사용한 추정(추정1)

〈표 8〉 기업부실 예측모형의 추정결과

추정모형	구 분	부실1년전	부실2년전	부실3년전	부실4년전	부실5년전
추정1	절 편	290.4**	241.6**	104.7	73.2	106.9
	경상이익/매출액(%)	-20.4**	-19.7**	-15.4**	-15.8*	-18.5**
	매출액/총자본	-347.5**	-272.3**	-117.1**	-61.1*	-112.9**
	자기자본/총자본(%)	-3.0*	-2.0	-1.4	-2.0	-1.7
	chi-square	77.6**	50.3**	39.9**	27.2**	28.7**
추정2	절 편	273.4**	218.5**	68.4	63.3	91.6
	현금흐름/매출액(%)	-9.2**	-7.2**	-6.6**	-5.8*	-4.0*
	매출액/총자본	-315.0**	-262.0**	-100.4*	-61.9*	-110.7**
	자기자본/총자본(%)	-5.0**	-3.1*	-2.4*	-2.9*	-2.8*
	chi-square	77.0**	61.9**	46.6**	29.4**	26.7**
추정3	절 편	213.0*	209.7**	67.0	65.6	93.1
	경상이익/매출액(%)	-17.4**	-9.8*	-9.9	-9.3	-12.0*
	현금흐름/매출액(%)	-7.3**	-6.2**	-5.2**	-4.0*	-3.3
	매출액/총자본	-287.5**	-256.6**	-97.8*	-57.8*	-107.8**
	자기자본/총자본(%)	-2.9	-2.0	-1.5	-2.1	-1.3
	chi-square	86.7**	65.3**	50.6**	32.3**	32.3**

주1)  $P_j = [1 + \exp(-b \cdot X_j)]^{-1}$

여기에서  $b \cdot X_j = a + b \cdot (OI/매출액)_{jt} + c \cdot (CFO/매출액)_{jt} + d \cdot (매출액/총자본)_{jt} + e \cdot (자기자본/총자본)_{jt} + u_{jt}$

2) \*\*와 \*는 각각 1%와 5% 수준에서 유의함을 나타냄.

보다 현금흐름을 사용한 추정(추정2)의 설명도가 매우 높게 나타나고 있다.

경상이익 회귀계수는 불규칙적으로 변하고 있으나, 현금흐름의 회귀계수는 부실연도에 가까이 갈수록 점점 커지며 유의성도 증대하고 있다. 특히 추정3에서는 부실 2년-4년 전에 현금흐름변수의 유의성이 경상이익변수의 유의성보다 높게 나타남을 볼 수 있다. 이는 현금흐름이 회계이익과는 달리 부실 수년 전부터 부실예측에 유용한 정보로 부각되고 있음을 보여준다.

예측력을 검증하기 위해 표본기업을 2개 집단으로 나누어 cross-validation을 실시하였는데, 그 결과가 <표 9>에 나타나 있다. 여기에서는 제1종 오류와 제2종 오류가 유사한 판별점인 0.74에서의 결과를 제시하였는데<sup>20)</sup>, 부실2년-5년전에서 현금흐름의 예측력(전체 오류율을 기준으로)이 우수함을 발견할 수 있다.

## V. 요약 및 결론

국내 기업들은 최근 들어 금융불안기를 맞아 현금흐름정보를 증시하는 경영정책을 두드러지게 강조하고 있다. 기업이 공시하는 발생주의 이익은 그 산출과정에서 임의적 배분이 개입되므로 객관적이고 신뢰성이 있는 정보가 되지 않을 가능성이 높다. 또한 기업의 실제적인 자금상황은 회계이익정보보다는 현금흐름정보가 이를 더욱 충실히 표현할 수 있을 개연성이 높다. 특히 금융불안기에 있어서는 현금흐름정보는 경영의 질을 평가하는 핵심적인 지표가 될 수 있다. 외견상으로 건실해 보이던 다수의 기업들이 도산하고 있는 경제적 현실을 배경으로 하여 본 연구는 현금흐름정보의 유용성을 기업가치평가 및 기업부실예측과 관련하여 우리 나라 상장기업을 대상으로 실증적으로 분석하였다.

<표 9> 기업부실 예측력 검증결과

추정모형	항 목	예 측 력				
		부실 1년전	부실 2년전	부실 3년전	부실 4년전	부실 5년전
추정1	부실기업	46(75.4%)	45(73.8%)	38(63.3%)	33(55.9%)	25(50.0%)
	건전기업	150(82.4%)	130(71.0%)	127(69.4%)	120(65.9%)	137(74.9%)
	계	196(80.7%)	175(71.7%)	165(67.9%)	153(63.5%)	162(69.5%)
추정2	부실기업	45(73.8%)	46(75.4%)	35(58.3%)	36(61.0%)	30(60.0%)
	건전기업	147(80.8%)	139(76.0%)	131(71.6%)	132(72.5%)	140(76.5%)
	계	192(79.0%)	185(75.8%)	166(68.3%)	168(69.7%)	170(73.0%)
추정3	부실기업	45(73.8%)	45(73.8%)	36(60.0%)	35(59.3%)	27(54.0%)
	건전기업	155(85.2%)	142(77.6%)	134(73.2%)	135(74.2%)	139(76.0%)
	계	200(82.3%)	187(76.6%)	170(70.0%)	170(70.5%)	166(71.2%)

주) 사용된 모형에 대해서는 <표 8>의 주석을 참조

20) 적절한 판별점을 선정하기 위해서는 1종오류와 2종오류에 따른 원가-효익분석이 선행되어야 한다. 한편 이에 대한 적절한 분석이 어려운 것이 이러한 연구의 한계점으로 지적되고 있다. 본 연구에서는 다른 판별점, 예를 들면 총오류를 가장 적게 만드는 판별점 등도 이용하여 보았다.

이를 위하여 322개의 표본기업을 대상으로 기업 평가모형을 추정하였는데, 실증분석결과 현금흐름이 기업가치를 설명하는데 있어서 회계이익에 추가적인 정보 가치가 있는 것으로 나타났다. 특히 기업 가치결정에 있어 기업의 재무구조가 부실할수록 현금흐름의 정보 가치가 커지는 것으로 나타났다. 추가적 분석으로 1991년부터 1997년 상반기까지 부도가 발생한 61개 기업을 대상으로 기업부실 예측모형을 추정하였다. 분석결과는 기업부실 예측에, 특히 회계수치의 조작이 클 것으로 예상되는 부실 2년-4년 전에 현금흐름이 상대적으로 중요한 정보의 역할을 하고 있음이 밝혀졌다. 요약하면, 본 연구는 현금흐름의 정보 가치를 확인할 수 있었고, 특히 기업의 재무구조가 부실한 경우 현금흐름정보의 유용성이 더욱 증가하고 있음을 알 수 있었다. 이는 발생주의 회계이익을 보완하는 지표로서 현금흐름의 정보 가치를 확인시켜 주는 결과이다.

본 연구의 분석결과가 시사하는 바는 기업부실을 예방하기 위해서는 현금흐름을 주요 경영지표로 관리해야 하며, 재무상태에 따라서 회계이익과 현금흐름 정보를 차별적으로 활용함으로써 기업가치를 보다 적절히 평가할 수 있다는 것이다. 또한 기업의 회계조정을 확인하는 수단으로 영업활동으로 인한 현금흐름과 경상이익의 관계를 검토할 필요가 있음을 시사하고 있다. 본 연구의 단순히 현금흐름이 기업가치평가나 기업부실예측에서 중요한 역할을 하고 있음을 밝히고 있는 종전 연구와 달리 기업의 재무상태가 악화됨에 따라 현금흐름의 상대적 유용성이 체계적으로 증가하고 있음을 밝혔는데 가장 큰 공헌을 하고 있다.

본 연구는 현금흐름이 유용한 정보 가치를 지니고 있음을 제시하고 있으나 이를 해석하는데 있어 다음과 같은 점에 유의해야 한다. 첫째로 본 연구의

실증분석에 사용된 설명변수 이외에도 기업가치를 결정하는 변수는 많다. 따라서 변수누락(omitted variables)의 문제가 발생할 수 있다. 그러나 본 연구의 목적이 현금흐름과 회계이익을 비교하는 것이므로 연구의 기본방향에서 벗어나지 않을 것이라는 가정하에 한정된 변수만으로 실증분석을 실시하였다. 둘째로 기업의 건전성에 대한 구분기준으로 단지 부채비율을 사용하였다. 이는 하나의 대응치일 뿐이지 건전성을 정확하게 나타내는 것으로 볼 수 없다. 셋째로 기업부실예측에서 상장기업만을 대상으로 하였으므로 연구결과를 일반화시킬 수 없다는 것이다. 또한 부실기업에 대한 표본이 한정되어 표본수가 다소 적은 편이다. 마지막으로 연구가 실제로 현금흐름표가 관심의 대상이 되고 작성되기 시작한 기간만을 대상으로 하고 있어 그렇지 않은 기간에도 적용될 수 있는지 여부가 밝혀지지 않아 연구결과 외적타당성(external validity)에서 한계가 있다는 것이다.

위와 같은 연구의 한계점을 보완하면서 연구를 좀 더 발전시켜 나가기 위하여 다음과 같은 측면에서 연구를 수행할 수 있을 것이다. 첫째, 본 연구는 현금흐름정보가 발생주의 회계이익정보에 비하여 어떤 추가적인 정보 가치가 있는가에 초점을 맞추었기 때문에 기업가치 평가모형이나 부실기업 예측모형을 지나치게 단순화시킨 측면이 있다. 따라서 추가적인 재무변수를 찾는 연구를 우리 나라 경제현상과 관련하여 수행한다면 보다 유용성 있는 가치평가모형이나 부실예측모형이 독자적으로 개발될 수 있을 것이다. 둘째, 기업의 재무상태에 대한 기준으로 부채비율 이외의 기준을 이용할 수 있을 것이다. 기업의 신용등급에 대한 평가가 적절히 이루어진다면 신용등급을 재무상태에 대한 대응치로 이용할 수 있을 것이다. 마지막으로 연구기

간을 확장시켜 연구결과를 일반화시킬 수 있을 것이며, 특히 현금흐름표가 작성되고 있는 기간과 그렇지 않았던 기간을 비교한다면 현금흐름표의 유용성을 검증하는 또 다른 증거를 제시할 수도 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

- 나종길 (1997), "회계이익 및 현금흐름의 일사성과 추가적 정보효과," **회계학연구**, 제22권 제1호, pp.81-108.
- 송인만 & 이용호 (1997), "이익유연화정보의 정보효과," **회계학연구**, 제22권 제4호, pp.193-220.
- 이계원 (1993), "회계정보에 의한 기업부실예측과 시장반응," **회계학연구**, 제16권, pp.48-78
- 이대선 & 박성환 (1998), "후입선출법에 의한 재고자산평가사례 연구, 발표논문집, 한국회계학회 1998년도 동계학술발표회
- 장휘용 (1997), "부실기업표본을 이용한 우리나라 상장기업의 회계조정행위 분석," **회계학연구**, 제22권 제4호, pp.61-90.
- 전성빈 & 김민철 (1996), "기업도산결과에 관한 연구," **회계학연구**, 제21권 제4호, pp.97-121.
- 정혜영 (1995), "회계수치에 의한 가격결정모형," **회계학연구**, 제20권 제1호, pp.1-27.
- 최 관 (1993), "주식가격에 대한 회계이익과 현금흐름의 정보가치," **회계학연구**, 제16권, pp.1-27.
- 최정호 (1991), "우리나라 기업의 미래 현금흐름을 예측하기 위한 회계이익과 현금흐름 변수의 비교분석에 관한 연구," **회계학연구**, 제13권, 25-47.
- 최종서 (1997), "회계조정과 회계이익 및 현금흐름의 상대적 정보효과," **회계논총**, 창간호, pp.169-203.
- Ali, Ashiq (1994), "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows", *Journal of Accounting Research*, (Spring), pp.61-74
- Altman, E. (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *The Journal of Finance*(September), pp.589-609.
- Barth, Mary E. William H. Beaver, Wayne R. Landsman (1998), "Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health", *Journal of Accounting & Economics* 25, pp.1-34.
- Beaver, William H. (1989), *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, 2nd ed., Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Beaver, William H. (1966), "Financial Ratios as Predictors of Failure", *Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1966, Supplement to Journal of Accounting Research*(Vol. 4), pp.71-111.
- Bernard, V.L. & T.L. Stober (1989), "Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals", *The Accounting Review*(October), pp.624-652.
- Bowen, R.M., D. Burgstahler & L.A. Daley (1987), "The Incremental Information Content of Accrual versus Cash Flows", *The Accounting Review* (Vol. 62(4)), pp.723-747.
- Cheng, C.S. Agnes, Chao-Shin Liu & Thomas F. Schaefer (1996), "Earnings Permanence and the Incremental Content of Cash Flows from Operations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 34(Spring), pp.173-181.
- Dechow, Patricia M. (1994), "Accounting Earnings and Cash Flows as Measure of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals", *Journal of Accounting and Economics*(18), pp.3-42.
- Easton P.D. & T.S. Harris (1991), "Earnings as an Explanatory Variables for Return", *Journal of Accounting Research*(Spring), pp.19-36.

- Finger, Catherine A. (1994), "The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow", *Journal of Accounting Research*(Autumn), pp.210-223.
- Ijiri, Yuji (1978) "Cash Flow Accounting and Its Structure", *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*(Summer), pp.331-48.
- Ismail, B.E., & M.K. Kim (1989), "On The Association of Cash Flow Variabls with Market Risk : Further Evidence", *The Accounting Review*(January), pp. 125-136.
- Livnat, J. & P. Zarowin (1990), "The Incremental Information Content of Cash Flow Components", *Journal of Accounting and Economics*(13), pp.25-46.
- Lorek, Kenneth S. & G.L. Willinger (1996), "A Multivariate Time-Series Prediction Model for Cash Flow Data", *Accounting Review*(January), pp.81-102.
- Ohlson, J.A. (1980), "Financial Ratios and the Probablistic Prediction of Bankruptcy", *Journal of Accounting Research*(Spring), pp.109-131.
- Ohlson, J.A. (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation", *Contemporary Accounting Research*(vol.11, no.2), pp.661-687.
- Rayburn, J. (1986), "The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns", *Journal of Accounting Research*(Vol. 24, Supplement), pp.112-133.
- Sloan, Richard G. (1996), "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?", *The Accounting Review*, Vol. 71(July), pp.289-315.
- Subramanyam, K.R. (1996), "The Pricing of Discretionary Accruals", *Journal of Accounting and Economics*(Vol.22), pp.249-81.
- Wilson, G.P. (1986), "The Relative Information Content of Accruals and Cash Flow: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date", *The Journal of Accounting Research*(Supplement), pp.165-203
- Wilson, G.P. (1987), "The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Components of Earnings After Controlling for Earnings", *The Accounting Review*(April), pp.293-322.
- Zmijewski, M.F. (1984), "Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Model", *The Journal of Accounting Research*(Supplement), pp.59-82.

## Firms' Financial Position and Relative Usefulness of Cash Flow Information

Inman Song\* · Wonsun Paek\* · Jungjoo Lee\*\*

### Abstract

Strict attention to accrual accounting leads to the ignorance of cash flow information. However, it has been shown that cash flows provide additional information beyond accounting income. In Korea, cash flow information has drawn new attention since a cash flow statement was officially required in 1994. Cash flows could emerge as one of good information sources where accounting income is less reliable since cash flow information is less prone to be manipulated. This study attempts to evaluate whether relative value of cash flow information is high in financially poor firms where accruals tend to be used as a means of income manipulation.

The results show that cash flows provide incremental information over accounting income in equity pricing. In particular, information value of cash flows information is high when firms' financial position is not good. Also, cash flows prove to be one of good explanatory variables in bankruptcy prediction. Such results confirm the value relevance of cash flow information as a complement of information provided by accrual accounting income.

Key Words : Bankruptcy, Cash flows, Earnings, Value relevance

---

\* Professor, School of Management, SungKyunKwan University, Chongro-Ku, Seoul, 110-745

\*\* Dong Bu Securities Co. Yongdungpo-Ku, Seoul, 150-101