

中國企業의 發生額과 現金흐름의 有用性

鄭泰範*

<목 차>

1. 서론
2. 연구배경, 가설의 도출
 - 2.1 기업의 현금흐름과 발생액의 역할
 - 2.2 선행연구
 - 2.3 가설의 설정
3. 연구 설계
 - 3.1 연구 방법 및 변수의 정의
 - 3.2 표본의 선정
4. 실증분석 결과
 - 4.1 주요 변수의 기술 통계량 및 상관관계 분석
 - 4.2 회귀분석 결과
5. 결론

1. 서론

기업의 순이익 정보는 경영성과에 대한 요약 정보로서 투자자들이 투자의사 결정시 사용하는 많은 정보들 중 그 중요성이 매우 높은 회계정보이다. 당해 연도의 순이익 금액을 토대로 기업의 미래 순이익을 예측하며 이는 기업의 미래현금흐름의 예상치를 도출하는데 있어 첫 번째 작업이 된다. 도출된 예상 미래현금흐름은 기업가치를 측정, 평가하는 기초 자료가 되며 각 투자자들이

* 숙명여자대학교 경영학부 부교수

예측한 미래 순이익 또는 미래 현금흐름이 서로 상이하므로 이러한 서로 다른 믿음이 자본시장에서의 거래를 유발하고 주식의 가치를 결정짓게 된다. 기업이 정기적으로 또는 수시로 제공하는 모든 종류의 정보는 이러한 기업가치의 측정을 도와주는 보조적인 역할을 수행하며 중국적으로는 기업의 미래 현금흐름을 어떻게 잘 측정하는지가 투자자의사결정의 성패를 좌우할 것이다. 하지만 이러한 중요성에도 불구하고 기업의 순이익 결정은 영업활동을 통한 일정기간의 현금관련 자산의 증감으로 측정되는 것이 아니고 발생기준(accrual basis)이라는 원칙을 사용하여 측정하게 되어, 동 발생기준에 의한 현금수입과 지출을 수반하지 않는 비현금거래로부터의 수익 또는 비용 항목이 전체 순이익의 결정에 포함된다. 이를 회계학에서는 소위 발생액(accruals)이라고 하며 이 발생액 금액이 실제 현금거래에 의한 현금이익의 금액에 가감되어 기업의 순이익이 보고된다. 따라서 투자자의사결정에서 순이익 정보를 사용한다는 말은 자연스럽게 발생액과 현금이익을 사용함을 의미하며 이 두 가지 구성 요소중 어느 것이 중요한 역할을 하는지에 대해서는 지금까지 계속되어온 자본시장에서의 주요 관심사이기도 하다.

한편, 현대 사회 자본시장에서는 자국내 기업만이 주권을 상장하여 자본을 조달하는 것이 아니고, 외국의 기업들에게도 시장이 개방되어 추가적인 공모 절차 또는 DR발행 등을 통한 자본조달의 국제화가 보편화되고 있다. 자본시장의 개방을 통해 우리나라의 기업이 해외 시장에 진출할 수도 있고 외국 기업이 우리나라의 증권시장에 진입할 수 있는 양면성을 갖고 있음과 동시에, 국내에 진입한 외국 기업들에 대한 투자환경 조성이라는 배려와 더불어 이들 기업의 재무정보 등에 대한 검토와 감시의 중요성을 배제할 수 없다. 이는 우리나라의 자본시장과 투자자를 보호한다는 사후적 관리 측면에서 볼 때 반드시 이루어져야 할 것이다. 중국고섬공고유한공사와 중국식품포장유한공사 등 2개 기업은 2013년 10월에 상장 폐지되면서, 우리나라 증시에 진입한지 각각 2년, 4년 만에 시장에서 이탈되었다. 중국고섬공고유한공사의 경우 감사의견거절로 인한 강제 퇴출이 상장폐지의 사유이지만 중국식품포장유한공사는 지분

의 공개매수를 통한 자체적 상장폐지 신청이었다는 점에서 차이가 있다. 자체 상장 폐지의 경우 우리나라 증시에 만연되어 있는 중국기업에 대한 '차이나 디스카운트'로 인한 한국 증시 상장에 따른 이득이 없다는 기업 자체의 판단이라는 문제점을 지적하고 있지만, 이 역시 감사의견거절에 따른 강제 퇴출과 더불어 외국기업의 국내 상장 이후 사후적 관리 측면에서 미흡한 점이 표면화 된 사건이라고 볼 수 있다. 따라서 향후 우리나라에 진출하는 중국기업을 위시한 외국기업에 대한 보다 개선된 사후 관리를 위해서는 이 분야에 대한 연구가 시작되어야 할 것이다. 우리나라에 상장된 중국기업에 대한 선행연구(정태범 2012, 2013)에 의하면 우리나라의 국내 기업보다 이익조정의 정도가 높으며, 순자산장부금액의 기업가치 관련성도 얻을 수 없었다. 다만, 순이익 정보는 일부 기업가치 관련성을 보이고 있고 비기대이익의 이익반응계수도 일부 유의적인 결과를 보이고 있어 순이익 정보는 제한적이거나 기업의 주식가격 또는 주식수익률에 대한 설명력을 가지고 있음을 알 수 있다.

기업의 포괄손익계산서에 나타나는 순이익은 발생기준 회계기준 원칙에 따른 경영성과의 결과치이며 이는 구체적으로는 현금이익을 나타내는 영업활동 현금흐름과 현금이 수반되지 않은 발생액이라는 항목으로 구성되어 있다. 앞의 예시에서처럼 중국기업의 순이익이 일정 부분 유용성을 가지고 있다면 순이익을 구성하고 있는 이 두 가지 구성 요소 중 어느 항목의 역할이 주로 이루어지는 지에 대한 추가적인 연구가 필요할 것이다. 본 논문에서는 이를 위하여 국내에 상장한 중국기업의 순이익을 그 구성요소인 발생액과 현금흐름으로 구분하여 순이익의 유용성에 대한 보다 세부적인 실증분석을 수행한다.

이후 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 연구배경과 연구가설을 제시한다. 3장에서는 연구가설을 검증하기 위한 연구모형과 표본에 대하여 논의한다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 마지막으로 5장에서 본 연구의 결과를 요약하고 결론 및 한계점을 제시한다.

2. 연구배경, 가설의 도출

2.1 기업의 현금흐름과 발생액의 역할

현대 회계기준에서 요구하고 있는 포괄손익계산서의 작성기준은 발생기준 (accrual basis)을 기본 토대로 하고 있다. 발생기준을 이해하기 위해서는 이와 대비되는 개념으로서의 현금주의(cash basis)를 먼저 이해하는 것이 필요하다. 현금주의라 함은 현금의 수입과 지출의 측면만을 고려하여 기업의 일정 기간 동안의 수익과 비용을 측정하려는 기준을 말한다. 즉, 일정기간의 현금 수입을 해당 기간의 수익으로, 현금 지출을 그 기간의 비용으로 장부에 기록하여 그 차이 금액을 기간 순이익으로 보고하는 것이다. 그러나 이 현금주의는 현금의 흐름에만 초점을 맞추고 있어 일련의 영업활동인 수익의 창출과정에서 발생하는 비용의 발생을 수익과 같은 시기에 대응(matching)시키지 못한다는 단점을 가지고 있다.¹⁾ 이러한 시차의 문제 또는 대응의 문제를 해결하기 위해 발생주의에 따른 수익과 비용의 인식이 손익의 결정에 있어 기본 틀을 제공한다. 발생주의기준에서는 현금의 수취 또는 지출 시점과 상관없이 관련 권리, 의무의 발생시점을 수익과 비용의 인식 시기로 하고 있다. 이러한 발생주의에 의해 작성된 포괄손익계산서의 정보는 기업의 미래 현금창출능력을 예측하는데 보다 유용한 정보로서의 역할을 하고 있음은 주지의 사실이다.

그러나 발생주의에 의한 손익계산서만으로는 기업의 미래 지속가능성에 대한 완전한 정보를 제공하기에 부족한 점이 있다. 발생주의에 의해 계산된 손익 금액이 기업의 소유주인 주주에게 진정한 부의 증가를 가져올 수 있기 위해서는 손익계산서상의 당기순이익 금액이 실제로 현금의 형식으로 회수되어야 할

1) 예를 들어 수익의 창출과 비용의 발생이 같은 연도에 이루어져도 창출된 수익 금액의 회수를 차기에 한다면, 현금주의 하에서는 비용은 당해 연도에, 수익은 다음 연도에 기록되는 문제를 야기한다.

것이다. 따라서 기업의 현금흐름 정보에 대한 추가적인 요구가 자생적으로 발생하였으며 1990년을 전후하여 회계기준의 체계 내에 현금흐름표가 주 재무제표로 의무화되었다.

현금흐름표에서는 일정 기간 동안의 현금흐름을 영업활동, 투자활동, 재무활동으로 구분하여 보고하고 있으며, 이중 투자활동현금흐름은 주로 비유동자산의 취득, 처분과 관련된 현금흐름을, 재무활동현금흐름은 기업의 자금조달 활동에서 발생한 타인자본 또는 자기자본의 조달, 상환 등의 현금흐름을 제공한다. 위에서 설명한 발생기준과 현금기준의 차이와 관련된 정보는 영업활동 현금흐름과 손익계산서상의 당기순이익을 비교하여 분석할 수 있다. 즉, 당기순이익은 발생기준에 의한 순이익을, 영업활동현금흐름은 현금기준에 의한 순이익을 의미하므로 양자의 차이는 당해 기간 중 현금흐름을 수반하지 않은 수익, 비용의 금액으로서 발생액이라고 한다. 보다 구체적으로 본다면 이 발생액은 현금의 유출이 없는 비용, 현금의 유입이 없는 수익, 영업활동과 관련된 자산 또는 부채의 변동으로 구성되며, 현금의 유출입이 없는 수익, 비용은 대체로 비유동발생액으로, 영업활동 관련 자산, 부채의 변동은 유동발생액으로 구성된다. 비유동발생액은 시차와 대응의 문제가 비교적 장기간 지속됨에 비해 유동발생액은 이 문제가 상대적으로 단기에 해결된다.

2.2 선행연구

1980년대까지만 하더라도 발생액과 현금흐름에 대한 연구는 주로 자본시장에서 순이익 정보와 현금흐름 정보가 얼마나 주식 가격의 변동을 잘 설명하는지에 집중되어 있다. 이와 관련된 대표적인 연구로는 Ball and Brown(1968), Beaver and Dukes(1972), Beaver and Landsman(1983)의 연구 등이 있다. 당시의 연구에서는 순이익이 현금흐름보다 주가가격의 변동을 잘 설명하는 것으로 결론이 집약되고 있으나, 현금흐름표가 공시되지 않았던 시대로서

현금흐름의 측정을 얼마나 정확하게 측정할 수 있는지에 대한 의문이 수반되었으며, 이러한 측정오차의 가능성으로 인해 연구결과의 일반화에 한계를 가지고 있다.

Dechow(1994)는 현금흐름이 갖고 있는 수익과 비용의 대응 또는 시차 문제를 일정 부분 완화시키고 있는 발생액의 역할을 살펴보았다. 순이익이 주식수익률에 대한 설명력, 현금흐름이 주식수익률에 대한 설명력을 분석하여 발생액의 정도가 기업의 주식수익률을 설명하는 순이익 또는 현금흐름의 능력에 어떠한 영향을 주는지를 검증하였다. 경영성과의 측정기간이 짧을수록, 유동 발생액의 크기가 클수록 현금흐름에 의한 주식수익률의 설명력이 큰 폭으로 감소하고 순이익의 주식수익률에 대한 설명력에 비해 상대적으로 영향을 많이 받음을 보이고 있다. 이는 현금기준의 시차 또는 대응문제를 해결하기 위한 발생액의 역할이 자본시장에서 실제로 나타나고 있음을 의미한다.

투자자들이 가장 관심을 많이 가지고 있는 기업의 정보는 정기적으로 공시되는 이익정보이다. 공시되는 이익정보가 기업의 주가에 영향을 준다는 사실은 여러 연구결과에 의해 지지되고 있다. 이때 이익을 구성하고 있는 현금이익과 발생액의 정도에 따라 그 이익의 질에 대한 평가도 달라질 것이다. 이러한 이익의 질을 결정하는 가장 중요한 요소는 이익의 지속성이라고 할 수 있다. Sloan(1996)은 미국 상장기업의 당기이익과 차기이익의 관계를 현금이익과 당기순이익을 사용하여 연구하였다. 종속변수로 차기이익을 독립변수로 현금이익 또는 당기순이익을 사용하여 회귀분석을 수행한 결과 현금이익의 회귀계수값이 당기순이익의 회귀계수값보다 높게 나와 현금이익의 지속가능성이 발생액을 포함하고 있는 당기순이익보다 높다는 결과를 제시하고 있다. 또한 자산총액 대비 발생액의 비중이 높을수록 현금이익의 비중이 낮고 당기순이익이 증가함을 발견하였다. 이는 투자자가 이익에 대한 반응을 함에 있어 지속성이 상대적으로 낮은 발생액의 정도에 따라 기업의 미래 이익에 대한 예측이 과대평가(순이익이 높을 경우) 또는 과소평가(순이익이 낮을 경우)로 귀결될 수 있음을 보이고 있다.

이익의 지속성 차원에서 보면 현금이익이 좋지만 시차와 대응의 문제를 완화시키는 발생액의 역할 또한 그 중요성을 무시할 수는 없다. 따라서 본 연구에서 수행하고자 하는 중국기업의 발생액과 현금이익의 유용성 분석의 필요성을 찾을 수 있다.

2.3 가설의 설정

국내에 상장한 중국기업의 회계정보 유용성과 관련한 기존의 연구를 살펴보면 이들 기업의 이익조정 정도가 상대적으로 높아 회계정보의 신뢰성에 문제를 제기하고 있다. 또한 순자산장부금액과 순이익 정보 중 순이익 금액에 대해서만 제한적으로 증분설명력을 가지고 있으며, 순이익 금액의 이익반응계수는 약간 유의한 수준의 결과를 보이고 있어 주식수익률에 대한 비기대이익의 역할을 짐작케 한다(정태범 2012, 2013). 그렇다면 순이익 금액의 정보력이 존재한다는 기존의 결과를 바탕으로, 순이익을 구성하고 있는 발생액과 현금이익(현금기준 순이익으로 영업활동현금흐름을 의미함. 이하 같다.)별로 각각의 유용성을 검증할 필요성이 대두된다. 현금기준에 의한 현금이익이 보다 우월한 지속가능성을 가진다는 장점에 비해, 현금기준이 갖고 있는 시차 또는 대응 문제를 완화하여 회계정보의 의사결정 이용가능성을 향상시킨다는 발생액의 역할이 실제 자본시장에서 어떻게 가시화되고 있는지를 보고자 한다.

본 연구에서는 Dechow(1994)의 연구를 바탕으로 하여 국내에 상장한 중국기업의 순이익을 구성하고 있는 현금이익(현금흐름)과 발생액이 기업의 주식수익률을 얼마나 잘 설명하고 있는지를 실증분석하고자 한다. 이를 통하여 국내 상장 중국기업의 순이익 정보에 대하여 투자자들이 어떻게 활용하고 있는지를 알 수 있다. 한편, 발생액은 현금기준이 가지고 있는 시차 또는 대응의 문제를 감소시켜주는 기능을 담당하고 있기 때문에 발생액의 크기가 작은 경우에는 순이익과 현금이익이 주식수익률과의 관계는 서로 크게 다르지 않을

것이다. 따라서 순이익을 구성하고 있는 발생액의 정도에 의해 순이익과 현금이익의 주식수익률 설명력은 상이할 수 있으므로 발생액의 크기에 따른 순이익 또는 현금이익의 주식수익률 설명력을 추가로 검증할 것이다. 추가적으로 동일 산업에 있는 우리나라 기업들에 대해서도 동일한 분석을 수행하여 그 결과를 중국기업의 결과와 비교하며, 차이가 있을 경우 향후 국내 상장 중국기업에 대한 사후관리와 같은 정책적인 측면에서의 고려사항을 제시하고자 한다. 본 연구에서 검증하고자 하는 가설은 다음과 같다.

(가설 1) 국내 상장 중국기업의 순이익 금액의 주식수익률에 대한 설명력은 현금흐름의 주식수익률 설명력과 상이할 것이다.

(가설 2) 국내 상장 중국기업의 순이익과 현금흐름은 발생액의 크기에 따라 주식수익률에 대한 설명력의 차이를 보일 것이다.

3. 연구 설계

3.1 연구 방법 및 변수의 정의

본 연구의 목적은 우리나라의 증권시장에 상장한 중국기업의 순이익 금액과 현금흐름의 유용성을 기업의 주식수익률에 대한 설명력을 사용하여 검증하고자 한다. 비교목적으로 동일 산업내 국내 기업의 주식수익률에 미치는 순이익과 현금흐름의 영향력도 살펴보고 차이점을 발견한다. 이를 위하여 중국 기업과 국내 기업을 각각의 검증 표본으로, 두 표본 집단에 대한 순이익과 현금흐름의 주가 설명력을 산출한 후 이를 상호 비교 분석할 것이다. 현금흐름은 현금기준에서의 현금이익을 나타내는 영업활동현금흐름(CFO: Cash flow from operations)뿐만 아니라 재무활동 및 투자활동까지 포함한 해당 기간의 순현

금흐름(NCF : Net cash flow)도 사용할 것이다.

과거의 연구에 의하면 주식수익률을 종속변수로, 순이익과 현금흐름을 독립 변수로 하여 회귀분석을 수행한 후 동 회귀분석모형의 수정결정계수값 (adjusted R²)이 각 독립변수의 주식수익률에 대한 설명력을 의미한다. 일반적으로 R²값은 회귀직선의 기여율이라고 하는 바, 단순회귀모형에서 회귀직선에 의해 종속변수가 설명되어지는 정도를 나타낸다. 즉, 종속변수의 총변동 대비 회귀식에 의해 설명되는 변동의 비율로 표시되고 그 값은 0에서 1사이의 값을 형성한다. 연구를 위한 회귀분석 모형으로는 Dechow(1994)에서 사용한 다음의 식을 사용한다.

$$SR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{i,t} + YearDummy + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

SR_{i,t} : 기업의 t기말 주식수익률

X_{i,t} : 기업의 t기 주당순이익(E) 또는 주당현금흐름액(CFO 또는 NCF)

YearDummy : 연도더미변수(연도효과를 통제하기 위한 변수)

위의 식(1)에서 종속변수인 주식수익률(SR)은 연차재무제표를 사용한 연도별 검증에서는 전기말 대비 1년 수익률을 사용하고, 반기재무제표를 사용한 반기별 검증에서는 전기말 대비 6개월 수익률을 사용할 것이다. 이 때 주식수익률은 해당 기업의 해당 기간의 절대수익률을 의미하지 않고, 동 기간 동안 종합주가지수의 수익률을 초과하는 초과수익률을 의미한다. 해당 기업의 순이익 또는 현금흐름이라는 기업특유의 정보가 주식수익률에 주는 영향을 측정하기 위한 것이므로 시장 전체적인 지수의 등락에 의한 수익률은 제외하는 것이 합리적이기 때문이다. X로 표시한 독립변수로는 발생액이 포함된 당기순이익(E)과 발생액을 제외한 현금이익에 해당하는 영업활동현금흐름(CFO), 그리고 현금관련 항목의 순변동을 나타내는 순현금흐름(NCF)을 사용하며 1주당(per share) 금액으로 한다. 또한 종속변수가 수익률 변수이므로 변수간의 측정범위를 어느 정도 맞추기 위하여 독립변수도 기초 시점의 주시가격으로 deflate하기로 한다. 모형에 포함된 연도더미변수(YearDummy)는 2007년부

터 2012년까지의 기업-연도 표본이 포함됨에 따라 연도별 차이를 통제하기 위하여 도입하였다.

회귀모형에서 얻어지는 수정결정계수값은 독립변수가 종속변수인 기업의 주식수익률을 얼마나 잘 설명하고 있는 정도를 의미한다. 이 수정결정계수를 사용하여 어떤 상황에서 순이익 또는 현금흐름의 주식수익률과의 관계가 변동하는지를 비교분석할 것이다.

3.2 표본의 선정

우리나라 자본시장에 중국기업의 상장은 2007년부터 이루어졌으며, 본 연구에서는 2007년부터 2012년까지의 기간을 표본기간으로 하였다. 국내 상장 중국기업은 모두 한국표준산업분류(KSIC: Korea Standard Industry Code) 상, 대분류로는 '전문, 과학 및 기술서비스업', 중분류로는 '전문서비스업 (M71000)'에 포함되어 있다. 따라서 중국 기업과 비교하기 위한 국내 기업은 동 산업에 속하는 기업만을 선정하기로 한다. 각 기업의 재무자료는 KisValue의 데이터베이스내 자료를 활용하였으며, 독립변수와 종속변수에 해당하는 자료를 얻을 수 없는 기업을 제외하였다. 표본이 단일 산업에 국한되어 있으므로 전체적인 표본수는 많지 않다. 최종 표본의 구성은 <표 1>과 같다.

<표 1> 표본의 구성

기준연도 그룹	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	합계
국내기업	47	49	54	59	59	58	326
중국기업	3	6	9	9	9	9	45
합계	50	55	63	68	68	67	371

4. 실증분석 결과

4.1 주요 변수의 기술통계량 및 상관관계 분석

〈표 2〉는 중국기업과 국내기업에 대해 각각 연도별기준과 반기별기준에 따른 주요 변수의 기술통계량을 제시하고 있다. 국내기업은 주식초과수익률 평균이 양(+)의 값을 가지고 있지만, 중국기업의 경우 부(-)의 수치를 보이고 있다. 또한 중국기업의 주식수익률 중위수도 부(-)의 값을 보이고 있어 과반수 이상의 중국기업이 표본기간동안 시장 전체의 수익률에도 미치지 못하는 현상을 보여준다. 기초 주가로 deflate한 주당순이익(E)의 평균값과 중위수는 중국기업의 수치가 국내기업의 것보다 높음을 알 수 있다. 주식수익률과 주당순이익의 기술통계량을 통해 중국기업은 국내기업보다 주가 대비 주당순이익이 높음에도 불구하고 주식수익률은 이를 반영하지 못함이 추론된다. 이러한 통계량을 통해 그동안 중국기업의 주식이 차이나 디스카운트를 받고 있다는 시장의 우려를 쉽게 짐작할 수 있다. 연도기준의 기초 주가대비 영업활동현금흐름(CFO)은 평균값, 중위수, 최대값 등의 전반적 분포를 보면 국내기업의 현금흐름이 중국기업보다 높다. 주당순이익은 중국기업이 높는데 현금흐름은 국내기업이 높다는 것은 전반적으로 중국기업의 발생액이 순이익에서 차지하는 비중이 높다고 추정할 수 있다. 이는 중국기업의 회계정보 중 순이익에 포함되어 있는 발생액이 이해관계자의 의사결정에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 본 연구의 동기를 부여한다.

영업활동에 재무활동, 투자활동에서의 현금흐름까지 포함한 순현금흐름은 중국기업과 국내기업이 비슷한 정도를 보이고 있는 바, 영업활동현금흐름은 중국기업이 낫다는 것을 고려한다면 중국기업의 경우 비영업활동에서의 현금흐름이 상대적으로 높다고 할 수 있다. 이는 중국기업이 국내증시에 상장을

시작한 연도부터 표본기간을 설정하였기 때문에 중국기업의 자본조달 등의 현
금유입액 증가가 반영된 결과로 생각된다.

<표 2> 주요 변수의 기술통계량

변수 ¹⁾	평균값	중위수	최대값	최소값	표준편차	왜도	첨도
패널 A. 중국기업 - 연도 기준							
SR	-0.1437	-0.2689	0.7567	-0.5167	0.2888	2.9144	9.4274
E	0.1509	0.1379	0.3048	0.0009	0.0888	-1.3391	3.8207
CFO	0.1397	0.1550	0.3076	-0.0717	0.1022	-0.2207	0.5123
NCF	0.0224	0.0131	0.3200	-0.1793	0.1168	0.8604	1.7871
패널 B. 중국기업 - 반기 기준							
SR	-0.0210	0.2436	0.0572	-0.4401	0.1408	0.5148	0.5153
E	0.1013	0.1028	0.1886	-0.0193	0.0546	-1.4767	3.6786
CFO	0.0654	0.0523	0.2961	-0.1672	0.1124	-0.1355	0.7662
NCF	0.0186	0.0240	0.1870	-0.1981	0.1053	-0.0492	0.4399
패널 C. 국내기업 - 연도 기준							
SR	0.0435	-0.0368	1.4006	-0.8259	0.3879	0.9492	1.2372
E	0.1280	0.0956	1.5083	-1.0282	0.2348	2.4056	5.2166
CFO	0.2801	0.1773	2.3838	-0.9141	0.3988	1.7047	5.6059
NCF	0.0299	0.0102	2.3137	-1.6943	0.2874	1.3371	9.0942
패널 D. 국내기업 - 반기 기준							
SR	0.0201	-0.0298	0.9691	-0.7289	0.2950	1.0508	1.8106
E	0.0437	0.0433	0.7148	-0.1789	0.0931	1.6786	2.7633
CFO	0.0435	0.0248	0.9054	-0.3264	0.1522	1.6459	5.0188
NCF	-0.0371	-0.0137	0.7841	-1.3610	0.2345	-1.7963	6.5928

1) 변수 정의:

SR : 연간 또는 반기 주식초과수익률 = 절대 주식수익률 - 종합주가지수 수익률

E : 주당 순이익 (= 순이익/발행주식수)/기초주가

CFO : 주당 영업활동현금흐름 (= 영업활동현금흐름/발행주식수)/기초주가

NCF : 주당 순현금흐름 (= 순현금흐름/발행주식수)/기초주가

〈표 3〉 주요 변수의 상관관계(피어슨 상관계수)*

변수 ¹⁾	SR	E	CFO	NCF
패널 A. 중국기업				
SR	1			
E	0.0622 (.7889)	1		
	0.4749 (.0862)	1		
CFO	0.3905 (.0801)	0.4060 (.0678)	1	
	0.3671 (.1620)	0.2633 (.3632)	1	
NCF	-0.1610 (.4856)	0.2601 (.2549)	0.5107 (.0180)	1
	-0.1053 (.6979)	0.1502 (.6083)	0.6302 (.0089)	1
패널 B. 국내기업				
SR	1			
E	0.1557 (.0039)	1		
	0.2659 (.0066)	1		
CFO	0.1180 (.0293)	0.2208 (<.0001)	1	
	0.2313 (.0187)	0.6358 (<.0001)	1	
NCF	-0.0541 (.3195)	-0.0739 (.1730)	0.0284 (.6012)	1
	-0.0118 (.9264)	-0.1463 (.2488)	-0.2934 (.2186)	1

1) 변수 정의 : 〈표 2〉의 변수 설명 참조

*) 각 변수간의 상관계수값 중 윗줄은 연도기준, 아랫줄은 반기기준의 상관계수를 의미함. 또한, 괄호안의 수치는 유의확률(p-value)를 의미하며 각 상관계수값의 유의수준을 나타냄.

〈표 3〉은 본 연구에서 사용하고 있는 변수들 간의 상관계수 값을 제시하고 있다. 국내기업의 경우 주식수익률과 주당순이익, 주식수익률과 영업활동현금흐름은 상당히 유의한 수준의 상관관계를 보이고 있다. 중국기업의 경우에도 일부 유의한 상관관계를 발견할 수 있지만 그 유의수준은 국내기업에 비해 많이 떨어지고 있다. 중국기업과 국내기업 모두에서 순현금흐름과 주식수익률은

상관관계를 발견할 수 없다. 이는 순현금흐름에는 현금이익이라고 할 수 있는 영업활동현금흐름이외에 재무활동, 투자활동의 현금흐름이 포함되어 있기 때문으로 보인다. 즉, 주가의 변동에는 비영업활동의 현금흐름은 영향을 미치지 않음을 생각할 수 있다. 한편, 중국기업의 경우 순현금흐름은 영업활동현금흐름과 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있는바, 이는 영업활동을 통해 현금흐름이 증가하는 기업일수록 전체적인 현금흐름도 증가함을 뜻하며, 영업활동에서의 현금유입액으로 부채 또는 자본의 상환이나 비유동자산에의 투자 등과 같은 현금유출 거래를 발생시키지 않았음을 뒷받침한다. 영업활동현금흐름과 주당순이익의 관계는 국내기업에서 매우 유의한 상관관계를 보여 국내기업의 경우 순이익 중 현금이익이 차지하는 중요도가 상대적으로 높음을 알 수 있다.

4.2 회귀분석 결과

주식수익률과 순이익, 주식수익률과 현금흐름의 관계를 보기 위한 단순회귀분석은 순이익 또는 현금흐름 변수를 독립변수로, 주식수익률을 종속변수로 한다. 동 모형에서의 수정 R^2 가 각 독립변수의 주식수익률에 대한 설명력을 의미한다.²⁾ 분석 모형 및 그 결과는 <표 4>에 제시되어 있다.

상관관계 분석에서와 마찬가지로 국내기업의 경우 연도기준, 반기기준 모두에서 순이익, 현금이익(영업활동현금흐름)의 회귀계수값이 유의하며, 중국기업의 경우 연도기준에서는 영업활동현금흐름, 반기기준에서는 순이익의 회귀계수값이 유의한 결과를 보인다. 순현금흐름 변수의 회귀계수값의 유의성은 두 표본 모두에서 발견되지 않는다.

2) 단순회귀분석모형이므로 독립변수의 회귀계수값의 유의성 검증은 <표 3>에서의 상관관계 분석에서의 결과와 동일하며, 모형을 통한 종속변수에 대한 설명력을 보고자 한다. 다만, 위 모형처럼 수익률과 같이 비율 변수가 종속변수로 사용되는 경우 본질적으로 결정계수값의 크기가 크지 않으며 이러한 점이 위 모형의 한계점으로 존재한다.

〈표 4〉 주식수익률과 순이익, 영업활동현금흐름, 순현금흐름의 관계¹⁾

모형 : $SR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 X(E \text{ or } CFO \text{ or } NCF)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
변수(X) ²⁾	E	CFO	NCF
패널 A : 중국기업			
α1(연도별)	0.1023	0.8809*	-0.7100
α1(반기별)	0.8004*	0.4917	-0.1891
수정R ² (연도별)	1.08	4.86	0.26
수정R ² (반기별)	0.69	1.61	0.14
수정R ² 비교 ³⁾ (연도별)	$R^2_{CFO} / R^2_E = 4.50, R^2_{NCF} / R^2_E = 0.24$		
수정R ² 비교 ³⁾ (반기별)	$R^2_{CFO} / R^2_E = 2.33, R^2_{NCF} / R^2_E = 0.20$		
패널 B : 국내기업			
α1(연도별)	0.2571***	0.1148**	-0.0730
α1(반기별)	0.2074***	0.2924**	-0.0144
수정R ² (연도별)	2.42	1.39	0.3
수정R ² (반기별)	4.80	0.5	0.03
수정R ² 비교 ³⁾ (연도별)	$R^2_{CFO} / R^2_E = 0.57, R^2_{NCF} / R^2_E = 0.12$		
수정R ² 비교 ³⁾ (반기별)	$R^2_{CFO} / R^2_E = 0.10, R^2_{NCF} / R^2_E = 0.006$		

1) 독립변수는 각각의 모형에서 E, CFO, NCF를 사용한 단순회귀분석모형임.

2) 변수 정의

SR : 주식수익률

E : 주당순이익/기초주가

CFO : 주당영업활동현금흐름/기초주가

NCF : 주당순현금흐름/기초주가

3) 순이익의 주식수익률 설명력 대비 영업활동현금흐름(또는 순현금흐름)의 주식수익률 설명력의 비율로서 두 설명력간의 상대적 차이를 의미함.

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

순이익 또는 현금흐름의 주식수익률에 대한 설명력은 각 모형에서 도출된 수정R²로 알 수 있다. 독립변수로 주당순이익을 사용하였을 경우 중국기업의 수정R²는 국내기업의 R²보다 낮았지만, 영업활동현금흐름을 독립변수로 하였

을 때는 반대로 중국기업의 수정 R^2 가 더 높았다. 이는 중국기업은 주식수익률과 영업활동현금흐름(현금이익)의 관계가 상대적으로 높다는 것을 의미한다. <표 2>의 기술통계량 분석에서 추론한 중국기업의 순이익에는 발생액의 비중이 높다는 해석과 결합하여 해석한다면, 발생액의 비중이 높은 중국기업에 대한 투자자의 관심은 오히려 현금이익에 집중되고 있다는 판단이 가능하다. 중국기업의 발생액중 경영자의 재량에 따라 변동할 수 있는 재량적발생액이 높아 이익조정의 정도가 높다는 선행연구 결과(정태범, 2012)와 결합하여 보더라도, 재량권이 작용할 수 없는 현금흐름에 이해관계가 모아짐을 추론할 수 있다.

발생액이 현금이익의 시차 또는 대응 문제를 완화한다는 기능은 그 경영성과의 측정기간에 따라 영향을 받을 수 있다. 경영성과의 측정기간이 짧을수록(예를 들어 반기 또는 분기별로 측정할 경우) 시차 또는 대응의 문제는 좀더 많이 발생할 것이고, 측정기간이 길어질 경우에는 이 문제는 자연스럽게 줄어들 것이다. 따라서 측정기간이 길 경우에는 발생액을 포함한 순이익과 주식수익률의 관계(R^2_E)는 현금흐름과 주식수익률의 관계(R^2_{CFO})와 그 차이가 많이 감소할 것이다. 이렇게 측정기간에 따른 영향을 분석하기 위하여 <표 4>에서는 연차재무제표에서의 R^2_E 와 R^2_{CFO} 의 비율을 반기재무제표에서의 동 비율과 비교하였다. 측정기간이 길어질수록 시차 또는 대응의 문제가 자동적으로 감소된다면 측정기간이 짧은 반기별 R^2_{CFO}/R^2_E 비율보다 측정기간이 긴 연도별 R^2_{CFO}/R^2_E 비율이 1에 가까워질 것이다. 비교 결과 국내기업 표본에서는 연도별 비율이 반기별 비율보다 1에 가까워지고 있어 위의 설명을 지지하고 있지만, 중국기업 표본에서는 오히려 1에서 멀어지고 있다. 이는 중국기업의 경우 순이익에 포함되어 있는 발생액이 주식수익률과의 관계에서 큰 작용을 하지 않고, 오히려 현금이익(영업활동현금흐름)이 주요 고려 변수이기 때문에 측정기간과는 상관없는 결과를 보인다고 판단된다. 결국 중국기업의 경우 연도별 표본에서의 현금흐름과 주식수익률의 관계가 가장 높은 설명력을 보이고 있다. 중국기업의 경우 순이익의 주식수익률 설명력과 현금흐름의 주식수익률

설명력이 상이할 것이라는 가설 1의 검증 결과로 제시한다.

〈표 5〉 발생액 크기에 따른 주식수익률과 순이익, 영업현금흐름의 관계¹⁾

모형 : $SR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 X(E \text{ or } CFO)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$					
그룹	변수 ²⁾	순이익(E)		영업활동현금흐름(CFO)	
		회귀계수	수정R ²	회귀계수	수정R ²
패널 A : 중국기업					
	L(발생액이 큰 그룹)	0.0780	0.49	1.0362	1.10
	S(발생액이 작은 그룹)	0.2291	3.70	0.4711**	8.78
	수정R ² 비교 ³⁾ (L)	R ² _{CFO} / R ² _E = 2.24			
	수정R ² 비교 ³⁾ (S)	R ² _{CFO} / R ² _E = 2.37			
패널 B : 국내기업					
	L(발생액이 큰 그룹)	0.1996*	1.44	0.0706	0.72
	S(발생액이 작은 그룹)	0.4558**	3.1	0.3144**	3.35
	수정R ² 비교 ³⁾ (L)	R ² _{CFO} / R ² _E = 0.5			
	수정R ² 비교 ³⁾ (S)	R ² _{CFO} / R ² _E = 1.08			

1) L그룹과 S그룹별로 모형의 독립변수 각각에 대한 회귀계수와 수정R²만을 표시함.

2) 변수 정의

SR : 주식수익률

E : 주당순이익/기초주가

CFO : 주당영업활동현금흐름/기초주가

3) 순이익의 주식수익률 설명력 대비 영업활동현금흐름의 주식 수익률 설명력의 비율로서 두 설명력간의 상대적 차이를 의미함.

** , * : 5%, 10% 수준에서 유의함

〈표 5〉에서는 발생액의 크기에 따른 순이익과 주식수익률의 관계, 영업현금흐름과 주식수익률의 관계 차이를 분석하였다. 발생액의 절대값의 중위수를 기점으로 하여 표본기업의 발생액 절대값이 중위수보다 큰 집단(L)과 작은 집단(S)으로 구분하여 두 집단에서 각각 회귀분석을 수행하고, 여기서 얻어지는 수정R²를 비교하였다. 앞서 설명한 바와 같이 발생액의 존재는 순이익과 현금이익(영업활동현금흐름)간에 존재하는 시차 또는 대응의 문제를 의미하며 발생액이 작은 그룹에서는 이러한 문제가 크지 않으므로 주식수익률과 순이익의

관계는 주식수익률과 영업현금흐름의 관계와 차이가 많이 줄어들 것이다. 즉, 발생액이 작은 그룹에서의 R^2_{CFO}/R^2_E 비율이 발생액이 큰 그룹에서 보다 1에 더 근접할 것이다. 분석 결과 국내기업 표본에서는 이러한 예상이 실제 결과에서도 나타났으나 중국기업 표본에서는 그룹간 비율의 차이가 크지 않았다. 이는 중국기업의 경우 발생액에 대한 회계정보의 의존도가 높지 않음을 주장할 수 있는 또 다른 근거로 제시한다. 발생액 크기에 따른 순이익 또는 영업활동 현금흐름의 주식수익률에 대한 설명력이 변할 것이라는 가설 2에 대한 실증분석 결과로 제시한다.

<표 6> (비)유동발생액 크기에 따른 주식수익률과 순이익, 영업현금흐름의 관계

모형 : $SR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 X(E \text{ or } CFO)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$					
그룹	발생액 구분 변수 ¹⁾	유동발생액		비유동발생액	
		E의 수정R ²	CFO의 수정R ²	E의 수정R ²	CFO의 수정R ²
패널 A : 중국기업					
L(발생액이 큰 그룹)		2.78	2.89	4.90	5.70
S(발생액이 작은 그룹)		1.10	1.22	4.64	6.29
수정R ² 비교 ²⁾ (L)		$R^2_{CFO} / R^2_E = 1.04$		$R^2_{CFO} / R^2_E = 1.16$	
수정R ² 비교 ²⁾ (S)		$R^2_{CFO} / R^2_E = 1.11$		$R^2_{CFO} / R^2_E = 1.35$	
패널 B : 국내기업					
L(발생액이 큰 그룹)		1.94	0.42	2.05	0.73
S(발생액이 작은 그룹)		4.16	3.39	3.65	3.35
수정R ² 비교 ²⁾ (L)		$R^2_{CFO} / R^2_E = 0.22$		$R^2_{CFO} / R^2_E = 0.36$	
수정R ² 비교 ²⁾ (S)		$R^2_{CFO} / R^2_E = 0.81$		$R^2_{CFO} / R^2_E = 0.92$	

1) 변수 정의

SR : 주식수익률

E : 주당순이익/기초주가

CFO : 주당영업활동현금흐름/기초주가

2) 순이익의 주식수익률 설명력 대비 영업활동현금흐름의 주식 수익률 설명력의 비율로서 두 설명력간의 상대적 차이를 의미함.

발생액은 그 성격에 따라 유동발생액과 비유동발생액으로 구분된다. 유동발생액은 현금 및 현금성자산 계정을 제외한 유동자산과 유동부채의 변동으로 순이익에 반영되는 부분을 말하며, 비유동발생액이라 함은 감가상각비와 같은 비유동성 항목과 관련된 현금의 유출입을 수반하지 않는 발생액 항목을 의미한다. 성격상 유동발생액은 자연히 단기간에 현금흐름의 시차와 대응 문제를 완화할 것이며, 비유동발생액은 장기적으로 이 문제가 남아 있을 것이다. 앞서 <표 5>에서 제시한 발생액의 크기에 따른 주식수익률과 순이익 또는 영업활동 현금흐름의 관계를 보다 구체적으로 살펴보기 위하여, <표 6>에서는 발생액을 유동발생액과 비유동발생액으로 세분하여 각각의 발생액이 큰 그룹과 작은 그룹간에 어떠한 차이가 있는지 분석하였다.

국내기업의 경우 유동발생액과 비유동발생액 모두에서 발생액의 크기와 상관없이 주당순이익의 주식수익률과의 관계가 영업활동현금흐름과 주식수익률의 관계보다 높은 결과를 보이고 있다. 그러나 중국기업에서는 영업활동현금흐름의 주식수익률과의 관계가 약간씩 더 높은 결과를 얻었으며, 앞서 설명한 바와 같이 중국기업의 경우 발생액의 유용성이 떨어지며 상대적으로 현금흐름의 유용성이 높다는 일관된 결론을 얻을 수 있다. 따라서 국내기업은 유동발생액 또는 비유동발생액이 작은 표본에서 현금흐름의 주식수익률과의 관계가 크게 증가하여 주당순이익과 주식수익률의 관계에 크게 근접하고 있다. 반대로 발생액의 역할이 중요하지 않은 중국기업 표본에서는 유동발생액 또는 비유동발생액의 크기에 의한 영향은 거의 없다고 주장할 수 있다.

5. 결 론

최근 들어 기업이 경영활동을 수행함에 있어 필요한 자금을 조달하는 지역은 기업이 위치하고 있는 국가에 국한하지 않고 있다. 필요에 따라서는 외국의

증권시장에 진출하여 신주 상장 또는 DR발행 등을 통한 자본조달의 국제화가 이루어지고 있다. 그러나 이 경우 해당 증권이 유통되고 있는 증권시장을 감독하고 지도하는 기능을 담당하는 국가 입장에서는 자국의 기업문화와 상이한 외국 기업이 시장에 진입함에 따른 사전적 제도 구비 못지않게 사후적인 지도, 감독 역시 중요한 피드백을 제공할 것이다. 우리나라의 경우도 외국기업의 국내 상장 실무를 위한 지침을 제정하는 등 주식시장의 국제화를 위한 노력을 보여 왔으며, 지금까지 우리나라의 주식시장에 진출한 외국기업은 거의 대부분 중국기업으로 구성되어 있다. 본 연구는 우리나라에 진출한 중국기업의 재무정보가 시장에서 어떻게 활용되고 있는지를 기업의 순이익을 구성하고 있는 발생액과 현금이익 각각에 대한 실증분석을 수행하였다. 이를 통해 중국기업의 재무정보가 국내기업의 재무정보가 활용되는 것과 유사하게 활용되는지를 관찰하고, 향후 중국기업에 대한 이해 및 피드백의 자료로 제시하고자 하였다.

본 연구에서는 순이익을 구성하는 발생액이 현금이익이 갖고 있는 시차와 대응의 문제를 완화시키는 역할을 하고 있는 바, 그러한 역할이 자본시장에서의 해당 기업의 주식수익률을 설명하는데 유용한 정보로 간주될 수 있는지를 살펴보았다. 발생액이 포함된 순이익 정보와 순수한 현금이익을 나타내는 영업활동현금흐름 각각의 주식수익률과의 관계를 회귀분석모형에서의 수정R2를 상호 비교하였다. 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 중국기업의 경우 발생액이 포함된 순이익 보다는 현금이익을 나타내는 영업활동현금흐름이 주식수익률과의 유의한 관계를 보이고 있다. 이는 중국기업의 발생액은 우리나라 자본시장에서 투자자의사결정에 주요 정보로써 활용되지 못함을 함축한다. 중국기업이 경영자의 재량에 의해 영향을 받을 수 있는 재량적발생액으로 인한 이익조정정도가 높다는 선행연구를 지지하는 추가 자료라 할 수 있다. 둘째, 발생액의 크기가 작을수록 시차 또는 대응의 문제가 작기 때문에 현금흐름과 순이익의 주식수익률과의 관계는 상호 비슷할 것이라는 가설은 중국기업에서는 검증될 수 없었다. 발생액의 크기와 상관없이 순이익의 주식수익률 설명력은 현금흐름의 주식수익률 설명력과 일정한 차이

를 유지하고 있었다. 이 역시 중국기업의 발생액 정보는 시장에서 유용한 정보로 인정되지 못함을 보여주는 결과이다. 셋째, 단순한 기술통계량의 차이를 보더라도 중국기업은 우리나라 국내기업보다 상대적으로 발생액의 비중이 크다는 것을 알 수 있었으며, 그럼에도 불구하고 발생액의 역할이 중요하지 않다는 회귀분석 결과는 기형적인 시장 반응으로 여겨진다.

본 논문의 연구 결과는 중국기업의 회계정보 신뢰성에 대한 보다 현실적인 사후 관리의 필요성을 제기한다. 국내 증시에 상장한 이상 이제는 우리나라 투자자를 보호한다는 차원에서라도 국내 상장 중국기업에 대한 관심과 감독이 있어야만 최근 발생한 2개 중국기업의 상장폐지와 같은 사건의 발생을 미리 예방할 수 있을 것이다.

증권시장의 국제화로 우리나라에 진출한 중국기업의 순이익 정보의 유용성을 발생액과 영업활동현금흐름으로 구분하여 검증하여 향후 중국기업에 대한 관심의 방향을 제시하였다는 점을 본 연구의 공헌도로 말할 수 있다. 그러나 국내 상장 중국기업의 상장 이력이 충분하지 않음에 따라 연구 결과의 일반화에 걸림돌이 남아있음을 인정할 수밖에 없다. 향후 중국기업에 대한 폭넓은 연구가 수행되어 지속적인 관심이 계속되길 바란다.

<參考文獻>

- 권수영, 김문철, 손성규, 최관, 한봉희(2010), 《자본시장에서의 회계정보 유용성》, 신영사.
- 정태범(2012), <국내 상장 중국기업의 이익조정 분석>, 《중국학논총》 제35집, 225-243.
- 정태범(2013), <한국과 중국의 회계정보 가치관련성 비교연구>, 《중국학논총》 제39집, 417-437.
- 정태범(2013), <중국기업의 이익반응계수>, 《중국학논총》 제42집, 481-500.
- 한국거래소, 코스닥시장기업정보센터, <http://ikosdaq.krx.co.kr>

한국거래소(2012), 《상장외국기업 주간동향》.

Ball, R. and Brown P.(1968), <An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers>, 《Journal of Accounting Research》 6, 159-178.

Beaver, W. and R. Dukes(1972), <Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations, and the Behavior of Security Prices>, 《The Accounting Review》 47, 320-332.

Beaver, W. and W. Landsman(1983), 《The Incremental Information Content of FAS 33 Disclosures》.

Dechow, P. M(1994), <Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals>, 《Journal of Accounting and Economics》 18, 3-42.

Sloan, R.(1996), <Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?>, 《The Accounting Review》 71, 289-315.

< ABSTRACT >

There are some Chinese firms whose stocks has been listed on Korean stock market. It not only provides the investor new alternative opportunities to be able to invest foreign companies but also contributes the globalization of capital market in Korea. But ex post supervision on those firms is required to keep up the better investment environment. Recently, 2 Chinese firms were delisted due to the disclaimer of audit opinion or the spontaneous abandonment. It can be the actualization of the concern on the reliability of accounting information of chinese firms.

This paper has taken the empirical test of the relationship between the stock returns and the net income or cash flow from operations. According to the accounting principles, net income is measured using the accruals which mitigates timing and matching problems inherent in cash flows so that earnings

more closely reflects firm performance. As a results, Chinese firms' stock returns is more closely related to cash flows and there is no empirical evidence for the role of accruals. On the contrary, accruals are highly utilized for domestic Korean firms. This results raise the seriousness of management for Chinese firms's accounting information in Korea since the measurement of firm performance is not fully exercised when predicting the real value of Chinese firms. Therefore, institutional strategies should be provided to improve the investment condition reducing the 'China-discount' on Chinese firms.

Key Words: Chinese firms, Accruals, Cash flow from operations, Timing and matching problem

원고접수일	심사일정	1차수정	게재확정	출간
2014. 4. 1.	2014. 5. 19.	2014. 5. 20.	2014. 5. 24.	2014. 5. 31.