

# 회계정보의 차별적 요인에 관한 실증연구

오성근\* · 김현기\*\*

〈목 차〉	
I. 서론	1. 가설의 설정
II. 선행연구 검토	2. 연구설계
1. 초기의 전통적 관점의 연구	IV. 실증분석 및 결과
2. 이익반응계수의 기업간 차이에 관한 연구	1. 변수선정모형의 분석결과
3. 기업규모에 따른 정보환경에 관한 연구	2. 수익률 시차조정 분석결과
4. 주가-발생주의-현금주의 정보 유용성에 관한 연구	3. 전체모형에 대한 실증분석 결과
III. 가설의 설정 및 연구설계	V. 결론
	참고문헌
	Abstract

## I. 서 론

기업은 일정기간 동안의 경영성과를 회계이익(accounting earnings)이라는 계량화된 정보로 표시하게 되는데 이러한 회계이익정보는 투자자에게 유용한 정보원천의 역할을 하게 되며 투자자는 이러한 정보를 통하여 각종 공시내용의 면밀한 분석과 기업외부 상황에 대한 분석을 병행하여 기업의 재무상태에 따른 수익성을 예측하고 이를 근거로 경제적 의사결정을 하게 된다. 따라서 이와 같

\* 광양보건대학 보건행정과 조교수  
\*\* 전북대학교 경영학부 시간강사

은 관점에 따라 1960년대 후반 자본시장에 있어서 회계이익정보와 주가사이의 관계에 대한 연구가 Ball & Brown(1968), Beaver(1968)의 연구를 필두로 해서 본격화되어 현재에 이르고 있다. 특히 Beaver, Lambert & Morse(1980)는 주식 수익률과 비기대이익을 종속변수와 독립변수로 이용한 회귀모형을 제시하고 이 모형에서 나타나는 기울기 계수인 이익반응계수(Earnings Response Coefficients : ERC, 이하 ERC라 함)라 하여 비기대이익(이익변화)과 주식수익률(주가변화) 사이의 함수관계를 최초로 제시하여 이 연구분야의 새로운 방향을 제시하였다.

그러나 이들의 연구는 기존의 연구에 비하여 진일보한 연구임에도 불구하고 함수관계에 대한 연구모형의 설명력은 예상했던 것과는 달리 만족할만한 결과가 제시되지 않았다. 위와 같은 연구자들의 노력에도 불구하고 이들의 연구는 기존의 연구에 비하여 약간의 개선된 결과를 제시하였으나 대체적으로 10%이하의 수준을 보여 만족할 만한 수준은 도출되지 못하였다.

이와 관련하여 선행연구자들<sup>1)</sup>은 주가수익률-회계이익에 대한 낮은 설명력의 이유로 이익기대모형의 부정확성, 이익의 낮은 질, 대체적인 정보원천의 존재, 모형설정의 오류가능성, 수익률-이익관계의 변수내오차 등을 제시하였다.

따라서 본 연구에서는 기존 선행연구에서 낮은 설명력의 원인으로 제기되었던 주장을 연구모형에 적용하여 주가수익률-이익관계에 대한 모형의 설명력을 높이고자 한다.

## II. 선행연구 검토

초기의 연구들은 주가와 이익관계의 분석에 있어서 기업 및 기간별 비동질성을 고려하지 않은 연구가 진행되다가 1980년대 중반 경부터 수익률과 이익 사이의 공식적인 함수관계에 토대를 둔 ERC에 관한 연구로 확장되었는데 이러한 ERC에 관한 연구는 미래배당과 현금흐름을 할인하는 평가모형을 기본적인 이론 틀로 삼고 있다.

주가와 회계이익의 연구에 관한 기존의 연구는 두 가지의 관점에 따라 분류할 수 있다. 첫 번째 방법은 초기의 연구 이후 시간이 흐름에 따라 연구의 발전 과정을 논할 수 있는 것으로 1960년대 후반 이후 1980년 초반까지의 전통적 연

1) Lev(1989), Easton, Harris 및 Ohlson(1992)

구, 1980년대 중반이후 현재까지의 ERC의 기업간 차이에 대한 연구로 구분하여 볼 수 있고, 두 번째 방법은 연구주제에 따른 분류방법으로 이는 다시 두 개의 연구주제로 재분류할 수 있다. 첫째는 회계이익의 공시일을 전후한 짧은 기간사이의 주가변화의 분산이나 거래량의 크기 변화가 비 공시기간의 그것들과 다를 수 있음으로써 회계이익의 공시가 그 시점까지 시장이 갖지 못한 새로운 정보 내용을 가짐을 밝히는 공시기간 형태의 분석(Event study)과, 둘째는 주가와 이익사이의 관계에 대한 분석대상기간이 긴 관련성분석(Association study)으로 이는 주가와 이익사이의 상관관계가 있음을 통계적으로 밝혀내는 것이다.

## 1. 초기의 전통적 관점의 연구

초기의 전통적인 연구들은 기업특성을 무시하고 모든 기업들이 동일한 ERC를 가지는 것으로 가정한 즉, 비기대이익에 대한 주가의 동질적 반응이라는 관점에서 수행된 연구들인데 이 당시 연구는 Ball과 Brown(1968)의 연구 이후 1980년대 초반까지의 연구들이다.

이 당시 공시기간 형태의 분석과 관련된 연구로서는 Beaver(1968), Patell(1976), Givoly와 Palmon(1982)의 연구 등이 있으며, 관련성분석과 관련된 연구로서는 Ball과 Brown(1968), Foster(1977), Beaver, Lambert 및 Morse(1980)의 연구 등이 있다.

초기의 전통적 연구와 관련해서는 기존의 선행연구에서 많이 인용되었기 때문에 구체적인 상설은 생략한다.

## 2. 이익반응계수의 기업간 차이에 관한 연구

1980년대 중반 이후 일련의 학자들은 기업별 동질적 반응의 가정들을 완화하여 동일한 크기의 비기대이익이 가져오는 주가변화의 크기는 기업마다 다르다는 연구를 수행하였는데 그 이후 이러한 완화된 연구가 이 분야의 주된 연구흐름이 되었다. 이 분야의 대표적인 연구는 Kormendi와 Lipe(1987), Easton과 Zmijewski(1989), Collins와 Kothari(1989), Biddle과 Seow(1991), Dhaliwal과 Reynolds(1994)의 연구 등이 있다.

Dhaliwal과 Reynolds(1994)는 기존의 선행연구에 있어서 기업의 체계적 위험

에는 기업과 관련된 모든 위험이 반영되어 있지 않다고 주장하면서 회귀분석모형 내에 COMPUSTAT과 CRSP tapes에서 추출한 사채등급(bond rating)을 기업에 대한 추가적인 위험변수로 추가하여 총 3,587개의 표본기업을 대상으로 역회귀분석을 행하였다. 분석 결과 사채등급변수와 CAR는 유의적인 수준에서 예측된 방향을 보여 그의 주장을 실증적으로 뒷받침하고 있다.

### 3. 기업규모에 따른 정보환경에 관한 연구

회계이익의 정보유용성이 정보환경에 따라 달라질 것이라는 생각은 회계이익과 기업규모와의 관계를 연구하는데 많은 도움을 줄 수 있었는데 이러한 정보환경과 관련된 연구로는 Grant(1980), McNichols와 Manegold(1983), Freeman(1987), Easton과 Zmijewski(1989), Collins와 Kothari(1989)의 연구 등이 있다.

Freeman(1987)은 Grant(1980)의 연구를 발전시켜 소규모기업의 경우는 대규모 기업에 비해서 상대적으로 정보원천의 양이 적기 때문에 재무제표정보를 이용해서 시장에서 잘못 평가된 주식을 찾아낼 수 있도록 할 수 있다는 점을 보여주어 기업규모에 따른 정보환경의 불균등과 이에 따른 정보의 유용성을 밝혀내었다. 또한 Easton과 Zmijewski(1989) 기업규모와 ERC간에 양(+의 상관관계를 보여 기업규모는 정보환경에 따른 차이를 보인다고 보고하였다.

### 4. 주가-발생주의-현금주의 정보유용성에 관한 연구

채무회계분야에서 회계정보의 유용성은 대부분 도산예측과 관련하여 이루어졌다. 이에 반해 Wilson(1986)은 회계정보의 유용성을 주가와 관련하여 연구하였는데 그는 주가가 미래 현금흐름과 관련되어 있다는 사실에는 동의가 이루어지고 있으나 주식가치 산정에 있어서 이익을 구성하는 발생항목(accruals)의 유용성에 대해서는 논란의 여지가 남아 있다고 지적하고, 전체 발생항목과 영업활동으로 인한 현금흐름간의 상대적인 정보유용성을 검증하였다. 그 결과 이익의 구성요소인 발생주의 항목이 현금흐름 요소들이 이익자체가 주는 것보다 추가적인 정보유용성을 갖는 것으로 나타났다.

### Ⅲ. 가설의 설정 및 연구설계

#### 1. 가설의 설정

주가와 회계이익 사이의 관계를 검토한 외국의 연구에서는 회계정보를 이용하여 기업의 특성변수(기업의 이익지속성, 성장성, 체계적 위험, 기업의 규모, 무위험이자율 등)가 ERC에 영향을 미치는 것으로 밝혀진 바 있다.

따라서 본 연구에서는 회계정보상의 이익변수인 이익수준변수(회계이익)와 이익변동변수(비기대이익)를 기본으로 하고 기타 기업의 특성변수를 추가적인 변수로 하여 국내자본시장의 반응을 검증하고자 하며 ERC와의 관련성을 예측하여 결과치와 비교하여 보고자 한다.

**가설 1** : 수익률 시차조정시 과거년도 포함 수익률과 현행 수익률에 대한 ERC 크기는 차이가 없다.

가설 1은 Freeman(1987), Collins & Kothari(1989) 등의 “정보환경의 차이에 따른 회계이익에 대한 주가의 선행” 주장에 따른 것이다. 기업의 규모를 정보환경(information environment)<sup>2)</sup>에 대한 대응변수로 이용할 경우 정보환경이 좋은 대규모기업의 경우는 풍부한 정보의 유·출입원으로 인하여 주가가 회계이익 발표 전에 앞서서 반응하나 소규모기업의 경우는 정보부족으로 인하여 주가의 반응이 늦게 나타나게 된다. 따라서 대기업의 경우 분석모형에 이용하는 수익률에 있어서 과거연도를 포함한 수익률에 대한 ERC값이 현행수익률에 대한 ERC값보다 크게 나타나게 될 것이고 소기업의 경우는 대기업의 경우와 반대의 현상을 보일 것으로 예측할 수 있다.

**가설 2** : 주가수익률과 관련하여 발생주의 이익과 현금주의 이익은 설명력에 차이가 없다.

2) 정보환경이란 기업가치를 평가할 때 관련된 모든 정보원천을 포함하는 광범위한 개념으로서 예를들면 거시경제에 관한 정부의 발표분, 산업보고서, 무역관련조항, 경제신문에 게재된 특정기업에 관한 게재물 등.

회계정보의 유용성은 기업의 미래현금흐름을 얼마나 잘 반영할 수 있느냐에 달려있다. 따라서 계속기업의 미래현금흐름을 나타내는 정보제공수단으로서 발생주의에 근거한 회계이익과 현금주의에 근거한 회계이익 중 어느 것이 더 유용한 회계정보인가에 대하여 논란이 계속되고 있을 뿐만 아니라 이에 관한 실증연구들 또한 의견이 대립되고 있다.

이에 따라 본 연구에서는 회계이익정보의 우월성과 관련하여 현금주의에 의한 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)과 발생주의에 의한 주당경상이익(OEPS)을 변수로 이용하여 주가와 관련된 예측력을 비교하여 어느 것이 정보로서 우월한가를 분석하고자 한다.

**가설 3 :** 기업에 대한 이미지는 ERC의 결정에 정보력을 제공한다.

산업의 성숙도가 더해가고 경쟁이 치열해질수록 기업성장에 있어서 고객에게 기업의 실체를 명확하게 인식시키는 것이 중요하다. 또한 기업의 대외 이미지가 좋다 함은 소비자가 상품을 구입할 때 구매의사결정에 영향을 미치는 사전판매(pre-selling)의 역할을 함으로써 판매촉진이 이루어지며 특히 현대에 이르러서는 기술수준의 향상으로 제품의 질이 평균화되어가고 있는 상황으로서 개별기업의 입장에서 제품의 차별화는 많은 한계에 부딪히고 있기 때문에 기업이미지를 통한 제품차별화에 의존하게 된다. 따라서 투자자의 입장에서 보면 기업의 이미지제고는 기업이 충분히 성장할 수 있는 잠재적인 경쟁력을 갖추게 되고 이로 인하여 미래현금흐름이 증가할 것이라는 신념을 갖게 된다고 판단할 수 있을 것이다. 따라서 기업의 좋은 대외이미지는 양(+)의 주가반응을 보일 것으로 예측할 수 있다.

**가설 4 :** 기업의 정보비대칭변수는 ERC의 결정에 정보력을 제공한다.

가설 4는 외부투자자의 지분율(기관투자자 지분율, 외국인 지분율)이 높으면 투자자 사이의 정보비대칭이 작아질 것이고 그에 따라 회계품질이 주가에 빨리 반응하게 될 것이라고 가정하고 설정한 가설이다.<sup>3)</sup>

3) (외부투자자 지분율 ↑) => (이익의 질 ↑) => (CAR ↑) : 양(+)의 관계를 형성

가설 5 : 기업의 부채비율은 ERC의 결정에 정보력을 제공한다.

Dhaliwal & Reynolds(1994) 및 Buillings(1999)에 의하면 기업위험의 대응치인 체계적 위험은 기업과 관련된 모든 위험이 반영되어 있지 않기 때문에 부채로 인한 기업의 도산위험은 기업의 체계적 위험에 반영되지 않은 기업의 추가적인 위험을 설명할 수 있을 것이라고 하여 회계이익과 주가 사이의 관계를 분석할 때 추가적인 변수로서 고려하였다. 따라서 본 연구에서는 기업의 체계적 위험 외에 부채비율을 시장평균치로 표준화한 변수를 추가로 고려하여 분석에 이용하였다.

## 2. 연구설계

### 2.1 표본기업의 선정

본 연구에서 이용하고자 하는 표본기업은 1989년 이후 1999년말 현재까지 증권거래소에 계속상장 되어 있는 제조기업으로서 결산일이 12월이며, 분석기간동안 합병 등 타기업의 취득이 없었고 감사결과 적정의견을 받은 총 1,141(163개/년)기업을 선정하였다.

<표 III-1> 선정기준에 따른 표본기업

1989년 이후 1999년까지 계속상장기업		308개
제외된 기업	① 금융·보험업에 속한 기업	12개
	② 분석대상기간동안 관리대상에 포함된 기업	10개
	③ 결산일이 12월이 아닌 기업	78개
	④ 합병 및 취득활동이 있던 기업	18개
	⑤ 비적정감사의견 받은 기업	8개
	⑥ 기타	19개
표본기업수		163개
전체표본기업수 163 × 7		1,141개

### 2.2 분석방법

회계정보 중 연구자들의 지속적인 관심의 대상이 되고 있는 정보는 이익정보

이다. 따라서 이와 관련하여 회계정보상의 이익과 주가~~상~~의~~의~~ 관계를 조사하는 연구들은 ~~관련성분석~~(Association study)과 공시기간분석(Event study)으로 구분하여 살펴볼 수 있는데 본 연구에서는 관련성분석을 행하였으며 수익률 측정 기간과 관련해서는 당해 연도뿐만 아니라 전년도를 추가적으로 고려한 시차분석을 하였다. 구체적인 수익률측정기간은 당해 연도 3월부터 익년 2월까지 12개월의 수익률을 누적한 기간수익률 [12 MC]과, 전년도 9월부터 익년 2월까지 18개월의 수익률을 누적한 기간수익률 [18 MC], 전년도 3월부터 익년 2월까지 24개월의 수익률을 누적한 기간수익률 [24 MC]을 구하였다.<sup>4)</sup>

또한 변수에 개입된 오차의 문제를 해결하기 위하여 비정상수익율(종속변수)에 비기대이익 혹은 회계이익(독립변수) 회귀분석(정회귀분석)하였던 종래의 방법을 역으로 분석한 역회귀분석 방법을 이용하였다.

## 2.3 연구모형

### 2.3.1 모형 I

가설 1과 2를 검증하기 위하여 모형 I을 이용하였다. 전체적인 분석을 위하여 설정된 모든 변수를 이용하기보다는 이익수준변수(회계이익) 및 이익변동변수(비기대이익) 중 설명력이 좋은 변수를 각각 1개씩 선택하여 ERC 및 모형에 대한 설명력의 차이를 검증하고자 한다. 또한 우리 나라 자본시장의 불안정성과 관련하여 전체기간 분석과 기간축소 분석을 실시하였다.

$$\text{(모형 I - 1)} \quad \text{CAR1 or CAR2} = a + b_1\text{AE1 or AE2}$$

$$\text{(모형 I - 2)} \quad \text{CAR1 or CAR2} = a + b_2\text{UE1 or UE2}$$

### 2.3.2 모형 II

모형 II에서 CAR를 제외한 모든 독립변수들은 CAR와 곱의 형태로 제시되기 때문에 상호작용효과(interaction effect)를 감안한 회귀모형이다. 이 모형은 CAR와 다른 독립변수들이 이익변수(종속변수)에 영향을 미치는 효과를 플러스(addictive)하는 것이 아니고 서로 영향을 미친다는 사실을 나타내고 있다.

추정된 회귀계수  $b_1$ 이 0보다 유의하게 크면 이는 CAR와 이익변수가 양(+)<sup>4)</sup>의 상관관계에 있다는 사실로서 곧 이익정보(혹은 수익률)가 유용성을 가진다는 것

4) Freeman(1987)은 실증분석결과 대규모기업의 경우에는 이익공시 24개월전부터 비기대이익에 대한 비정상수익률의 움직임이 나타나서 이익공시월 시점에 그 움직임이 사라지는 것으로 나타났고 소규모 기업의 경우는 이익공시 14개월 전부터 그 반응이 나타나는 것으로 관찰되었다.



을 의미한다. 또한 ERC와 그 결정요인들과의 관계는 회귀계수  $b_2 - b_7$ 의 예상 부호와 추정부호의 비교 및 유의성검증을 통하여 분석한다. 또한 기업의 규모에 따른 이익과 수익률의 관계를 통제하기 위하여 기업의 규모를 통제변수로 사용하였다.

#### (모형 II - 1)

$$AE \text{ 혹은 } UE = a + b_1(CAR_{i,t}) + b_2(CAR_{i,t} * PERSIST_{i,t}) + b_3(CAR_{i,t} * GROWTH_{i,t}) \\ + b_4(CAR_{i,t} * IMAGE_{i,t}) + b_5(CAR_{i,t} * INFOA_{i,t}) + b_6(CAR_{i,t} * BETA_{i,t}) + b_8(CAR_{i,t} * SIZE_{i,t})$$

#### (모형 II - 2)

$$AE \text{ 혹은 } UE = a + b_1(CAR_{i,t}) + b_2(CAR_{i,t} * PERSIST_{i,t}) + b_3(CAR_{i,t} * GROWTH_{i,t}) \\ + b_4(CAR_{i,t} * IMAGE_{i,t}) + b_5(CAR_{i,t} * INFOA_{i,t}) + b_7(CAR_{i,t} * SRAT_{i,t}) + b_8(CAR_{i,t} * SIZE_{i,t})$$

## IV. 실증분석 및 결과

### 1. 변수선정모형의 분석결과

전체 표본기업을 대상으로 수익률 측정과 관련하여 시차조정을 한 실증분석 결과를 <표 IV-1>과 <표 IV-2>에 제시하였다. 이의 결과 수익률 측정 변수로는 시장조정수익률이 우수한 것으로 나타났으며, 주가와 관련된 회계이익변수로는 이익수준변수(AE) 및 이익변동변수(UE)에 있어서 발생주의에 근거한 회계이익이 현금주의에 근거한 회계이익에 비해 ERC의 유의성 수준 및 모형의 설명력에 있어서 더욱 신뢰할 만한 정보인 것으로 제시되어 가설 2가 기각됨을 알 수 있다.

<표 IV-1> 모형 I 의 검증결과 1

모형 : CAR1 or CAR2 = a + b <sub>1</sub> AE1							
수익률 측정기간		[24 MC]		[18 MC]		[12 MC]	
검증기간		93-99년	93-97년	93-99년	93-97년	93-99년	93-97년
CAR1	R <sup>2</sup>	2.2%	7.3%	0.9%	6.1%	1.2%	7.8%
	a	0.226 (10.868) a	0.276 (12.654) a	0.130 (6.925) a	0.152 (8.234) a	0.067 (3.951) a	0.089 (5.787) a
	b <sub>1</sub>	0.021 (5.061) a	0.539 (7.990) a	0.012 (3.261) a	0.415 (7.287) a	0.0122 (3.649) a	0.398 (8.312) a
CAR2	R <sup>2</sup>	2.5%	10.1%	0.9%	7.6%	0.9%	8.9%
	a	0.166 (8.849) a	0.236 (13.670) a	0.081 (4.588) a	0.121 (7.777) a	0.033 (2.024) a	0.075 (5.312) a
	b <sub>1</sub>	0.020 (5.405) a	0.510 (9.575) a	0.011 (3.188) a	0.394 (8.198) a	0.011 (3.216) a	0.387 (8.923) a
모형 : CAR1 or CAR2 = a + b <sub>2</sub> AE2							
수익률 측정기간		[24 MC]		[18 MC]		[12 MC]	
검증기간		93-99년	93-97년	93-99년	93-97년	93-99년	93-97년
CAR1	R <sup>2</sup>	0.9%	0.9%	1.5%	0.9%	1.2%	1.1%
	a	0.211 (10.026) a	0.296 (13.230) a	0.117 (6.214) a	0.167 (8.884) a	0.055 (3.251) a	0.105 (6.551) a
	b <sub>2</sub>	0.024 (3.181) a	0.021 (2.745) a	0.028 (4.188) a	0.018 (2.695) a	0.023 (3.722) a	0.017 (2.969) a
CAR2	R <sup>2</sup>	0.6%	0.6%	1.3%	0.6%	0.9%	0.8%
	a	0.153 (8.038) a	0.256 (14.214) a	0.069 (3.915) a	0.136 (8.505) a	0.024 (1.422)	0.089 (6.149) a
	b <sub>2</sub>	0.018 (2.609) b	0.014 (2.282) b	0.024 (3.853) a	0.013 (2.260) b	0.019 (3.179) a	0.013 (2.567) b

a : Pr < 1%,    b : Pr < 5%,    c : Pr < 10%

분석기간과 관련하여 1997년 말 외환위기 이후 국내 자본시장의 불안정으로 인하여 실제 기업의 내재가치가 주가에 충분히 반영되지 않았을 가능성을 고려하여 분석대상기간을 축소한 1993~1997년의 기간분석을 추가로 실시하였는데 이의 분석결과 전체분석대상기간에 비해 기간축소(1993~1997년)모형의 설명력

이 더욱 우수한 것으로 나타났다. 따라서 모형Ⅱ는 분석대상기간을 1993~1997년으로 하고, 수익률측정기간은 전통적인 수익률측정기간인 [12 MC]를, 회계이익변수로는 발생주의에 근거한 이익수준(회계이익) 및 이익변동(비기대이익)을 기준으로 하여 분석을 진행하였다.

<표 IV-2> 모형 I 의 검증결과 2

모형 : CAR1 or CAR2 = a + b<sub>1</sub>UE1

수익률 측정기간		[24 MC]		[18 MC]		[12 MC]	
		93-99년	93-97년	93-99년	93-97년	93-99년	93-97년
CAR1	R <sup>2</sup>	1.1%	3.6%	0.9%	4.9%	0.9%	7.9%
	a	0.220 (10.529) a	0.305 (13.806) a	0.127 (6.765) a	0.175 (9.496) a	0.064 (3.751) a	0.112 (7.302) a
	b <sub>1</sub>	0.016 (3.566) a	0.399 (5.475) a	0.013 (3.222) a	0.393 (6.474) a	0.018 (3.275) a	0.424 (8.349) a
CAR2	R <sup>2</sup>	1.5%	5.1%	1.3%	6.4%	0.9%	9.3%
	a	0.160 (8.510) a	0.263 (14.961) a	0.078 (4.450) a	0.143 (9.201) a	0.031 (1.854) c	0.096 (6.947) a
	b <sub>1</sub>	0.017 (4.217) a	0.385 (6.641) a	0.014 (3.823) a	0.383 (7.479) a	0.011 (3.185) a	0.418 (9.122) a

모형 : CAR1 or CAR2 = a + b<sub>2</sub>UE2

수익률 측정기간		[24 MC]		[18 MC]		[12 MC]	
		93-99년	93-97년	93-99년	93-97년	93-99년	93-97년
CAR1	R <sup>2</sup>	0.7%	0.8%	0.1%	0.4%	0.2%	0.8%
	a	0.221 (10.551) a	0.299 (13.347) a	0.126 (6.695) a	0.169 (8.997) a	0.064 (3.731) a	0.106 (6.670) a
	b <sub>2</sub>	-0.027 (-2.919) a	-0.033 (-2.551) c	-0.007 (-0.840)	-0.021 (-1.886) c	-0.012 (-1.599)	-0.025 (-2.627) a
CAR2	R <sup>2</sup>	0.6%	0.7%	0.0%	0.3%	0.1%	0.7%
	a	0.160 (8.478) a	0.257 (14.321) a	0.077 (4.337) a	0.138 (8.605) a	0.030 (1.831) c	0.091 (6.253) a
	b <sub>2</sub>	-0.021 (-2.519) c	-0.025 (-2.346) b	-0.001 (-0.136)	-0.015 (-1.584)	-0.009 (-1.303)	-0.020 (-2.400) b

a : Pr < 1%,    b : Pr < 5%,    c : Pr < 10%

&lt;표 IV-3&gt; 분석대상 연도별 단순회귀분석의 검증결과

수익률: [12 MC],      수익률변수: 시장조정수익률  
모형:  $CAR2 = a + b_1AE1 \text{ or } UE1$

기간		'93년	'94년	'95년	'96년	'97년	'98년	'99년
A E 1	R <sup>2</sup>	13.6%	2.3%	0.2%	4.1%	17.5%	0.9%	1.9%
	F (Sig.p)	25.2 a	3.8 c	0.4	6.8 a	34.1 a	1.5	3.2 c
U E 1	R <sup>2</sup>	9.6%	3.7%	1.0%	12.1%	14.8%	0.2%	3.2%
	F (Sig.p)	17.0 a	6.1 b	1.7	22.1 a	28.1 a	0.3	5.3 b

a : Pr < 1%,    b : Pr < 5%,    c : Pr < 10%

## 2. 수익률 시차조정 분석결과

선행연구의 주장에 따르면 기업과 관련된 정보환경의 차이가 있기 때문에 규모가 큰 기업일수록 투자자들로 하여금 보다 많은 정보를 접할 수 있게 하는 환경이 조성되고 이로 인하여 주가와 관련된 정보는 규모가 작은 기업에 비하여 조기에 반영되기 때문에 대기업의 경우는 전통적인 12개월의 수익률측정기간에 비해 과거 년도를 포함하여 측정된 수익률에 대한 ERC가 더욱 높게 나타날 것이라고 하였는데 이와 같은 주장은 우리나라의 경우도 적용되고 있음을 확인할 수 있다.<sup>5)</sup> 즉, 대기업의 경우 ERC는 과거년도 포함 수익률측정기간이 전통적인 수익률측정기간인 현행수익률보다 높은 값을 제시하고 있는데 반해 소기업의 경우는 오히려 대기업의 경우와 반대의 현상을 보이고 있는 것을 알 수 있다.

이와 같은 결과는 Easton & Zmijewski(1989)의 연구결과<sup>6)</sup> 및 김찬홍(1991)의 연구결과<sup>7)</sup>와 일치하는 것이다. 다만 모형의 설명력과 관련하여 최선의 수익률측정기간은 대기업, 중기업, 소기업 모두 현행수익률로 나타나고 있어 ERC의 크기에 대한 결과와는 다른 양상을 보여주고 있다. 이는 기업규모에 따른 정보

5) 선행연구와 수익률 측정기간에 약간의 차이가 있음을 밝힌다.

6) 기업규모와 ERC간의 양(+의 상관관계)를 유도하였다.

7) 규모가 큰 기업들의 ERC는 규모가 작은 기업들의 ERC보다 상대적으로 크다는 것을 실증하였다.

환경의 차이는 비기대이익으로만 설명되는 것이 아니라 기업의 다른 경제적 요인들과 관련되기 때문에 기타의 변수를 추가적으로 고려한다면 R<sup>2</sup>의 차이는 완화될 것으로 판단된다.

<표 IV-4> 기업규모별 수익률 시차조정 결과

모형		CAR2 = a + b <sub>1</sub> AE1 or b <sub>2</sub> UE1								
규모		대기업			중기업			소기업		
추정 기간		(24MC)	(18MC)	(12MC)	(24MC)	(18MC)	(12MC)	(24MC)	(18MC)	(12MC)
A E 1	a	0.063 (2.695) <sub>a</sub>	0.0016 (0.091)	-0.004 (-0.233)	0.234 (7.535) <sub>a</sub>	0.143 (5.098) <sub>a</sub>	0.067 (2.690) <sub>a</sub>	0.151 (5.153) <sub>a</sub>	0.216 (6.955) <sub>a</sub>	0.397 (12.228) <sub>a</sub>
	b <sub>1</sub>	0.629 (4.757) <sub>a</sub>	0.444 (3.897) <sub>a</sub>	0.446 (4.593) <sub>a</sub>	0.571 (5.692) <sub>a</sub>	0.384 (4.221) <sub>a</sub>	0.449 (5.541) <sub>a</sub>	0.377 (5.562) <sub>a</sub>	0.422 (5.862) <sub>a</sub>	0.521 (6.938) <sub>a</sub>
	R <sup>2</sup>	7.8%	5.3%	7.3%	10.7%	6.2%	10.2%	10.3%	11.3%	15.1%
	F	22.627 a	15.184 a	21.099 a	32.393 a	17.820 a	30.701 a	30.934 a	34.361 a	48.132 a
U E 1	a	0.115 (5.092) <sub>a</sub>	0.041 (2.159) <sub>b</sub>	0.034 (2.118) <sub>b</sub>	0.281 (9.134) <sub>a</sub>	0.174 (6.391) <sub>a</sub>	0.103 (4.218) <sub>a</sub>	0.402 (11.745) <sub>a</sub>	0.224 (7.062) <sub>a</sub>	0.159 (5.467) <sub>a</sub>
	b <sub>2</sub>	0.709 (4.822) <sub>a</sub>	0.663 (5.351) <sub>a</sub>	0.595 (5.595) <sub>a</sub>	0.336 (3.700) <sub>a</sub>	0.274 (3.398) <sub>a</sub>	0.318 (4.385) <sub>a</sub>	0.364 (3.934) <sub>a</sub>	0.419 (4.904) <sub>a</sub>	0.470 (5.985) <sub>a</sub>
	R <sup>2</sup>	7.9%	9.6%	10.4%	4.8%	4.1%	6.6%	5.4%	8.2%	11.7%
	F	23.256 a	28.634 a	31.299 a	13.689 a	11.548 a	19.227 a	15.478 a	24.050 a	35.819 a

a : Pr < 1%,    b : Pr < 5%,    c : Pr < 10%

### 3. 전체모형에 대한 실증분석 결과

#### 3.1 회귀모형의 적합도(상관관계)분석

각 변수들의 상관관계는 <표 IV-5>에 제시하였다. 이를 보면 모형Ⅱ-1, 2의 경우 설명변수 CAR2(시장조정수익률)와 PERSIST(이익의 지속성)간의 상관관계가 타 변수간의 관계에 비하여 상대적으로 높은 값을 나타나고 있다. 따라서 설명변수간 다중공선성의 문제를 제기할 수 있다. 따라서 다중공선성의 문제를 확인하기 위하여 추가적인 분석을 실시하였고 이에 대한 추가적인 분석은 공차한계(Tolerance)와 분산팽창요인(Variance Inflation Factor)지표를 통하여 알아

보았다.

<표 IV-5> full 모형 II 변수의 상관관계

	CAR2	PERSIST	GROWTH	IMAGE	INFOA	BETA	SRAT	SIZE
CAR2	1.000							
PERSIST	0.416 a	1.000						
GROWTH	0.030	0.136 a	1.000					
IMAGE	0.041	0.063 b	0.296 a	1.000				
INFOA	-0.054 c	-0.015	0.173 a	0.019	1.000			
BETA	0.031	-0.094 a	-0.061 b	0.017	-0.189 a	1.000		
SRAT	-0.057 c	-0.064 b	-0.021	0.025	-0.016	0.039	1.000	
SIZE	-0.021	-0.065 b	0.065 b	0.003	0.363 a	-0.183 a	-0.012	1.000

a : Pr < 1%,    b : Pr < 5%,    c : Pr < 10%

<표 IV-6> 공차한계 및 분산팽창요인 결과

	모형 3-0-0 변수의 Collinearity Statistics		모형 4-0-0 변수의 Collinearity Statistics	
	공차한계 (Tolerance)	분산팽창요인 (VIF)	공차한계 (Tolerance)	분산팽창요인 (VIF)
CAR2	0.819	1.222	0.822	1.217
PERSIST	0.794	1.259	0.806	1.241
GROWTH	0.866	1.155	0.865	1.156
IMAGE	0.906	1.103	0.906	1.104
INFOA	0.826	1.211	0.839	1.192
BETA	0.933	1.072		
SRAT			0.993	1.007
SIZE	0.848	1.179	0.864	1.158

이의 결과는 <표 IV-5>에 제시하였는데 이에 의하면 변수간의 다중공선성의 문제는 없는 것으로 보이기 때문에 분석 결과를 신뢰할 수 있을 것으로 판단된다.

### 3.2 전체변수를 고려한 분석결과

#### 3.2.1 이익수준변수(회계이익)와 이익변동변수(비기대이익)의 비교

<표 IV-7>과 <표 IV-8>은 이익수준변수(회계이익) 혹은 이익변동변수(비기대이익)를 종속변수로 하였을 경우의 결과를 제시하고 있다.

우선 완전모형(full model)의 경우 이익수준변수를 종속변수로 하였을 경우  $R^2$ 가 14.4%, 13.8%이고 F값은 19.406, 18.382로 1% 수준에서 유의하였으며, 이익변동변수를 종속변수로 하였을 경우  $R^2$ 는 16.6%, 16.8%이고 F값은 22.882, 23.246으로 1%수준에서 유의하였다.

이론적인 입장<sup>8)</sup>에서 본다면 이익수준변수를 종속변수로 이용한 모형의 설명력이 더욱 높아야 함에도 불구하고 이와는 반대의 결과가 제시되었다.

또한 기업의 규모를 통제변수로 이용하여 분석한 경우 대기업집단과 중소기업집단의 경우도 완전모형(full model)을 이용한 경우와 동일한 결과를 제시하고 있다. 다만, 대기업집단의 경우보다는 중소기업집단의 경우가 설명력의 차이가 작고 소기업집단의 경우만이 이론적인 입장과 유사한 결과를 제시하고 있다.

#### 3.2.2 이익반응계수(ERC)의 차별적 요인에 대한 검정 결과

본 절에서는 이익변동변수 및 이익수준변수를 이용하여 이익의 지속성변수, 투자기회집단을 요인분석(factor analysis)하여 공통인자를 추출한 성장성의 대응변수, 기업의 이미지변수, 정보비대칭변수, 기업의 체계적 위험 및 부채비율변수 등이 수익률반응계수에 미치는 영향을 검증하기 위하여 통합모형에 대한 추정의 결과인 변수의 회귀계수 및 t-통계량, 모형의 설명력, F값 등을 살펴본다. 다만 지면의 한계상 본 연구에서 가설로 설정된 변수에 대한 결과의 설명으로 한정한다.

$$8) \quad UE = AE_t - \frac{P_{t-2}}{P_{t-1}} AE_{t-1}, \quad AE = UE + \frac{P_{t-2}}{P_{t-1}} AE_{t-1}$$

여기서 AEt의 정보집단이 UE보다 크다. 따라서 CAR에 대한 설명력이 크다.

### ① 기업의 이미지와 이익반응계수(ERC)

기업은 광고나 A/S 및 판촉활동을 통하여 고객에게 기업에 대한 좋은 이미지를 창출함으로써 미래 현금흐름을 보다 많이 유도할 것이라는 가정하에 주식의 수익률과 양(+)의 관계를 보일 것이라고 예측하였다. 그러나 기업의 이미지와 ERC와의 관계를 나타내는 회귀계수( $b_4$ )는 완전모형(full model) 및 기업규모 조정모형에서 이익수준변수와 이익변동변수에 대하여 각각의 유의수준에서 수익률반응계수와 양(+)의 반응을 보임으로써, ERC와는 예측한 반대 부호를 보이고 있다.

기업의 이미지변수를 이익에 대한 차별요인으로 분석한 통일된 어떤 이론이 없을 뿐만 아니라 선행연구도 없어 명확한 주장을 하는데는 한계가 있지만 Winter(1986)의 연구에 의하면 기업에 대한 태도가 부정적일 때 기업의 이미지를 구축하기 위한 커뮤니케이션 전략으로서 효과적인 기업광고 활동을 수행한다고 결론을 내리고 있다. 즉 광고를 비롯한 기업이미지 구축비용은 기업의 시장지배력에 별로 영향을 받지 못하고 시장점유율이 감소하는 경우 이를 극복하거나 단지 기존의 점유율을 유지하기 위한 수단으로 활용된다고 추측할 수 있을 것 같다. 이와 같은 맥락에서 이해한다면 본 연구에서 선정한 이미지 변수는 이익반응계수와 음(-)의 관계를 보이고 있는 타당한 결과가 아닐까 싶다.

### ② 정보비대칭변수와 이익반응계수(ERC)

정보비대칭변수와 ERC와의 관계를 나타내는 회귀계수( $b_5$ )는 완전모형(full model)의 경우 이익수준변수와 이익변동변수에 있어서 10%의 유의수준에서 수익률반응계수와 음(-)의 반응을 보임으로써 ERC와는 양(+)의 반응을 보이고 있다. 또한 기업의 규모를 통제한 모형에 있어서도 이익수준변수를 종속변수로 이용한 경우의 소기업집단을 제외하고는 1% 내지 5%의 유의수준에서 예측되어진 부호를 보이고 있다.

이와 같은 결과를 놓고 판단해 본다면 기업의 정보 불균형이 완화되면 그 결과 외부 지분율이 높아지게 되고 이는 기업에 대한 외부투자자의 효율적인 감시로 이어져 경영자는 책임경영을 구현하게 됨으로써 기업의 미래현금흐름은 좋아지게 된다는 추측을 지지한다고 할 수 있다.



③ 부채비율과 이익반응계수(ERC)

부채비율과 ERC와의 관계를 나타내는 회귀계수(b<sub>7</sub>)는 완전모형(full data)의 경우 이익수준변수와 이익변동변수에 있어서 수익률반응계수와 음(-)의 반응을 보임으로써 ERC와는 양(+)의 반응을 보이고 있다. 또한 기업의 규모를 통제한 모형에 있어서도 대기업집단의 계수 값만 ERC와 예측된 부호를 보였을 뿐 기타의 경우는 반대의 부호를 보이고 있다.

<표 IV-7> 모형 II-1의 실증분석 결과

ERC와 예측부호		모형 II-1(AE1)				모형 II-1(UE1)			
		full	대	중	소	full	대	중	소
a		0.038 (3.470)a	0.047 (4.444)a	0.067 (3.946)a	0.008 (0.321)	-0.019 (-1.787)c	-0.027 (-2.847)a	-0.013 (-0.667)	-0.006 (-0.294)
b <sub>1</sub>	+(+)	0.489 (7.871)a	0.415 (2.897)a	0.851 (5.525)a	0.610 (5.612)a	0.355 (6.127)a	0.329 (2.587)a	0.950 (5.410)a	0.310 (3.161)a
b <sub>2</sub>	+(-)	-0.0002 (-2.514)b	-0.00014 (-0.675)	-0.0003 (-3.373)a	-0.0003 (-2.169)b	-0.0002 (-2.369)b	0.0004 (0.243)	-0.0004 (-3.382)a	-0.0002 (-1.342)c
b <sub>3</sub>	+(-)	-0.032 (-1.154)	0.110 (2.044)	0.071 (1.759)c	-0.105 (-1.952)b	-0.017 (-0.649)	0.012 (0.251)	0.080 (1.757)c	-0.114 (-2.364)b
b <sub>4</sub>	+(-)	0.012 (1.719)c	0.004 (0.312)	0.028 (2.654)a	-0.016 (-1.390)	0.029 (4.697)a	0.007 (0.630)	0.030 (2.471)b	0.032 (3.132)a
b <sub>5</sub>	+(-)	-0.004 (-2.403)c	-0.005 (-1.990)b	-0.008 (-2.820)a	0.004 (1.027)	-0.007 (-4.663)c	-0.005 (-2.209)b	-0.010 (-2.947)a	-0.0095 (-3.007)a
b <sub>6</sub>	-(+)	-0.125 (-3.754)a	-0.008 (-0.112)	0.044 (0.853)	-0.134 (-2.415)b	0.0017 (0.055)	0.003 (0.051)	0.174 (2.938)a	-0.035 (-0.709)
b <sub>8</sub>		-0.00001 (-0.445)	-0.00001 (-0.348)	-0.0004 (-2.758)a	-0.0008 (-5.706)a	0.00001 (0.889)	0.00001 (0.453)	-0.0006 (-3.621)a	0.00001 (0.096)
R <sup>2</sup>		14.4%	10.0%	22.8%	31.5%	16.6%	12.2%	23.3%	24.1%
F(Sig.p)		19.406 a	4.719 a	11.145a	17.260 a	22.882 a	5.218 a	11.472 a	11.900 a

a : Pr < 1%,    b : Pr < 5%,    c : Pr < 10%  
 예측부호의 ( )는 수익반응계수와의 관계임.

Ferri & Jones(1979)는 대기업일수록 자금조달원천이 다양하고 신용평가등급도 높음에 따라 부채의 이자율이 낮고 따라서 더 많은 부채를 사용한다고 하였고, Flath & Knoeber(1980)도 대기업일수록 부채수용능력이 크고 부채조달비용이 작을 뿐만 아니라 경영다각화를 위하여 부채를 더 많이 사용한다고 주장하

였다. 이들의 주장과 본 연구의 결과를 결부하여 설명한다면 대기업의 경우 부채조달과 관련된 많은 이점에도 불구하고 과도한 부채로 인하여 기업의 가치가 오히려 하락한다는 결론을 도출할 수 있다.

<표 IV-8> 모형 II-2의 실증분석 결과

ERC와 예측부호	모형 II-2(AE1)				모형 II-2(UE1)				
	full	대	중	소	full	대	중	소	
a	0.037 (3.328)a	0.047 (4.531)a	0.068 (3.954)a	0.004 (0.174)	-0.019 (-1.817)b	-0.026 (-2.817)a	-0.012 (-0.598)	-0.008 (-0.360)	
b <sub>1</sub>	+(+)	0.389 (7.083)a	0.392 (3.196)a	0.866 (5.901)a	0.496 (5.213)a	0.362 (7.108)a	0.308 (2.870)a	1.080 (6.219)a	0.283 (3.301)a
b <sub>2</sub>	+(-)	-0.0002 (-3.211)a	-0.00008 (-0.422)	-0.0003 (-3.281)a	-0.00035 (-2.392)b	-0.0002 (-2.430)b	0.00012 (0.657)	-0.00027 (-2.465)b	-0.00019 (-1.431)c
b <sub>3</sub>	+(-)	-0.012 (-0.423)	0.121 (2.290)b	0.054 (1.466)	-0.103 (-1.912)c	-0.019 (-0.734)	0.026 (0.567)	0.019 (0.449)	-0.115 (-2.382)b
b <sub>4</sub>	+(-)	0.011 (1.554)	0.002 (0.135)b	0.029 (2.737)a	-0.016 (-1.408)	0.031 (4.870)a	0.004 (0.328)	0.033 (2.691)a	0.032 (3.198)a
b <sub>5</sub>	+(-)	-0.004 (-2.409)b	-0.0051 (-1.951)c	-0.008 (-2.777)a	0.0026 (0.763)	-0.007 (-4.749)a	-0.005 (-2.183)b	-0.009 (-2.759)a	-0.0098 (-3.122)a
b <sub>7</sub>	-(+)	-0.004 (-2.801)a	0.116 (1.774)c	-0.007 (-0.137)	-0.0046 (-2.347)b	-0.0021 (-1.450)c	0.171 (2.986)a	-0.004 (-0.068)	-0.0022 (-1.267)
b <sub>8</sub>		-0.00001 (-0.171)	-0.00001 (-0.265)	-0.0004 (-2.779)a	-0.00089 (-5.975)a	0.00001 (0.875)	0.00001 (0.621)	-0.00068 (-3.631)a	0.00001 (0.044)
R <sup>2</sup>		13.8%	11.0%	22.6%	31.4%	16.8%	15.0%	20.8%	24.4%
F(Sig.p)		18.382 a	4.683 a	11.014 a	17.194 a	23.246 a	6.672 a	9.915 a	12.107 a

a : Pr < 1%, b : Pr < 5%, c : Pr < 10%  
예측부호의 ( )는 수익반응계수와와의 관계임.

반면 중·소기업 집단에 대한 이와 같은 결과는 재무레버리지효과 및 국내 자본시장의 금리동향과 관련된 금리시세의 영향으로 판단할 수 있을 것 같다. 분석대상기간 동안 금리동향<sup>9)</sup>을 보면 회사채수익률<sup>10)</sup>의 경우 1990년 16.5%, 1991년 18.9%, 1992년 16.2%, 1993년 12.6%, 1994년 12.9%, 1995년 13.8%, 1996

9) 지표금리로서 3년 만기 회사채수익률과 3년 만기 국·공채수익률을 들 수 있다.

10) 통계청 홈페이지 [www.nso.go.kr](http://www.nso.go.kr)에서 주요경제지표를 참고함.

년 11.9%, 1997년 13.4%으로서 일반적으로 낮아지는 추세를 보이고 있으며 이는 기업 및 투자자들의 입장에서 보면 지급이자가 감소되고 자금조달이 용이해지면서 불투명한 경기전망과 맞물려 주식시장으로 자금이 유입되어 예상했던 것과는 달리 반대의 부호를 보인 것으로 판단할 수 있다.

## V. 결 론

본 연구는 국내의 금융·보험업을 제외한 상장기업을 대상으로 과거 7년 동안 자본시장에서 누적초과수익률과 회계정보 사이의 횡단면적인 차이를 분석하였다.

본 연구의 분석결과 우리 나라 자본시장의 경우도 ERC의 반응과 관련하여 기업규모에 따른 정보환경의 차이가 존재함을 밝혀주고 있다. 또한 ERC의 결정에 영향을 주는 기업의 차별적 요인인 기업특성변수와 관련해서는 완전모형(full model)의 경우 지속성변수, 이미지변수, 정보비대칭변수, 부채비율변수가 ERC의 결정요인으로서 충분한 정보를 제공하고 있는 것으로 제시되었고 대체적인 정보의 원천으로 고려된 추가적인 변수 및 변수를 측정함에 있어 오차를 제거하기 위한 계산절차 등 낮은 설명력의 극복을 위한 시도를 통하여 종전의 선행연구에서 제시된 모형의 설명력보다는 개선된 결과가 제시되고 있다. 다만 이미지변수와 부채비율의 경우 예측한 부호를 보이지 않고 있는데 이들의 반응에 대하여 실증분석의 결과에서 설명한 바와 같이 이미지변수의 경우 기업의 경쟁력이 떨어질 때 이를 극복하기 위한 방편으로 이용하기 때문에 반대의 부호가 제시되었고, 부채비율의 경우는 재무레버리지효과 및 국내 자본시장의 금리동향과 관련된 금리시세의 영향으로 판단할 수 있을 것 같다.

또한 기업의 규모에 따른 ERC 결정의 차별적 요인은 완전모형(full model)의 결과와 유사하게 제시되고 있지만 성장성변수의 경우 기업의 규모에 따라 본 연구에서 설정한 유의수준하에 예측부호를 보이는 것으로 제시되고 있어 ERC의 결정요인으로서 성장성변수를 간과할 수는 없을 것 같다.

이상과 같은 연구결과에 따르면 '98년 이후 외환위기의 여파 및 국제자본시장의 침체 등의 여파로 인하여 기업의 내재가치가 주식의 시장가치에 적정하게 고려되지 못하고 있을 가능성을 지적할 수 있지만 일련의 재무적 정보를 이용

한 자본시장에 대한 설명은 가능하지 않나 싶다.

연구와 관련하여 한가지 첨언하면 이용된 회계상의 자료는 회계감사에서 적정의견을 받은 기업만을 표본으로 선정하여 이용하였기 때문에 신뢰성을 확보하였다는 가정하에 분석을 행하였다. 그러나 한봉희(1998)에 따르면 분석대상기간(1981~1995)동안 최근에 가까울수록 비적정 회계감사의 비율이 지속적으로 감소되었음에도 불구하고 모형에 대한 설명력이 오히려 감소하고 있어 회계감사의 신뢰성에 의문을 제기하고 있다. 따라서 한봉희(1998)의 주장에 근거한다면 기업에 대한 회계감사의 수행시 적극적인 회계감사 실시로 회계정보의 유용성을 확보하여야 할 것으로 보이며 이에 대한 결과로 향후의 국내자본시장 연구는 더욱 정확한 분석이 이루어질 것으로 판단된다.

## 참 고 문 헌

1. 김동출, “이익수준변수를 이용한 이익반응계수위 결정요인,” 홍익대학교 박사학위 논문, 1994
2. 김찬홍, “회계이익과 주가 사이의 관계에 영향을 미치는 요인에 관한 실증적 연구,” 서울대학교 박사학위논문, 1991.
3. 송인만, “회계이익정보의 유용성에 관한 실증적 연구 : 주별수익률을 이용한 회계공시시점의 검토,” 회계학연구, 1989, pp.1~24.
4. 손성규, “주가와 이익정보 관련성의 횡단면적 차이,” 회계학연구, 1998, pp.127~153.
5. 신승표, “주식가치평가에 있어 회계정보의 유용성에 관한 연구” 회계학연구, 1996, pp.21~45.
6. 임창우, “회계이익의 지속계수와 이익공시의 정보효과에 관한 실증적 연구,” 회계학연구, 1990, pp.151~171.
7. 한봉희, “국내자본시장에서 회계이익정보의 유용성 향상 여부에 관한 실증적 연구,” 회계학연구, 1998, pp.1~24.
8. 홍성학, “이익예측성과 이익지속성을 중심으로 한 ERC에 관한 연구,” 충남대학교 박사학위논문, 1999, pp.38~39.
9. 최정호, “우리 나라 기업의 미래현금흐름을 예측하기 위한 회계이익과 현금흐름변수의 비교분석에 관한 연구,” 회계학연구, 1991, p.25.
10. Ahmed, S. “Accounting, Earnings and Future Economic Rents,” *Journal of Accounting and Economics*(1992), pp.377~400.
11. Ball, R. and P. Brown, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,” *Journal of Accounting Research* 6, 1968, pp.159~178.
12. Beaver, W., “The Information Content of Annual Earnings Announcements,” *Journal of Accounting Research* 6(Supplement 1968), pp.67~92.
13. Beaver, W., *Financial Reporting : An Accounting Revolution*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey. 1989.
14. Beaver, W., R. Lambert and D Morse, “The Information Content of Security Prices,” *Journal of Accounting and Economics* 2(March 1980),

- pp.3~28.
15. Billings, B. "Revisiting the Relation between the Default Risk of Default and the Earnings Response Coefficient," *The Accounting Review*, 1999, pp.509~522.
  16. Christie, A. "On Cross-Sectional Analysis in Accounting Research," *Journal of Accounting and Economics* 9(1987). pp.231~258.
  17. Dhaliwal, D. and S. Reynolds, "The Effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient," *The Accounting Review*, 1994, pp.412~419.
  18. Easton, P. "Accounting Earnings and Security Valuation: Empirical Evidence of the Fundamental Links," *Journal of Accounting Research* (Supplement 1985), p.54.
  19. Foster, G. "Quarterly Accounting Data: Time-Series Properties and Predictive Ability Results," *Accounting Review*(January 1977), pp.1~21.
  20. Foster, G. "Financial Statement Analysis," 2nd Edition, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1986, pp.187~188.
  21. Grant, E. "Market Implication of Differential Amounts of Interim Information," *Journal of Accounting Research*, Vol.18, Spring, 1980, pp.255~268.
  22. Lev, B., "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research* Vol.27(Supplement 1989), pp.153~192.
  23. Lipe, R., "The Information Contained in the Components of Earnings," *Journal of Accounting Research* Vol.24(Supplement 1986), pp.37~64.
  24. Kormendi, R. and R. Lipe, "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Return," *Journal of Business*, 1987, pp.323~345.
  25. Reinganum, M. "A Direct Test of Roll'S Conjecture on the Firm Size Effect," *The Journal of Finance* Vol.37, No. 1, March 1982, pp.27~35.
  26. Wilson, G. "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, 1986, pp.165~200.

## Abstract

### An Empirical Study on Differential factors of Accounting Information

Oh, Sung-geun · Kim, Hyun-ki

The association between accounting earnings and the stock price of an entity is the subject that has been most heavily researched during the past 25 years in accounting literature. Researcher's common finding is that there are positive relationships between accounting earnings and stock prices. However, the explanatory power of accounting earnings which was measured by  $R^2$  of regression functions used was rather low. To be connected with these low results, The prior studies propose that there will be additional information, errors in variables.

This study investigates empirically determinants of earnings response coefficients(ERCs), which measure the correlation between earnings and stock prices, using earnings level / change, as the dependent variable in the return/earnings regression. Specifically, the thesis tests whether the factors such as earnings persistence, growth, systematic risk, image, information asymmetry and firm size. specially, the determinable variables of ERC are explained in detail.

The image / information asymmetry variables are selected to be connected with additional information stand point, The debt / growth variables are selected to be connected with errors in variables.

In this study, The sample of firms, listed in Korean Stock Exchange was drawn from the KIS-DATA and was required to meet the following criteria: (1) Annual accounting earnings were available over the 1986-1999 period on the KIS-FAS to allow computation of variables parameter; (2) sufficient return data for estimation of market model parameters were available on the

KIS-SMAT month returns: (3) each firm had a fiscal year ending in December throughout the study period. Implementation of these criteria yielded a sample of 1,141 firm-year observation over the 10-year(1990-1999) period.

A conventional regression specification would use stock returns(abnormal returns) as a dependent variable and accounting earnings(unexpected earnings) changes interacted with other factors as independent variables. In this study, I examined the relation between other factors and the RRC by using reverse regression.

For an empirical test, eight hypotheses(including six lower-hypotheses) were tested.

The results of the performed empirical analysis can be summarized as follows:

The first, The relationship between persistence of earnings and ERC have significance of each by itself, this result accord with one of the prior studies.

The second, The relationship between growth and ERC have not significance.

The third, The relationship between image and ERC have significance of each by itself, but a forecast code doesn't present. This fact shows that image cost does not effect on market management share, is used to prevent market occupancy decrease.

The fourth, The relationship between information asymmetry variable and ERC have significance of each by.

The fifth, The relationship between systematic risk( $\beta$ ) and ERC have not significance.

The sixth, The relationship between debt ratio and ERC have significance of each by itself, but a forecast code doesn't present. This fact is judged that it is due to the effect of financial leverage effect and a tendency of interest.