

회계이익흐름의 형태와 이익의 질에 관한 연구*

서 보 옥**

A Study on the Accounting Earnings Stream Pattern and Earnings Quality

< 목 차 >

개요	IV. 실증연구 및 결과의 해석
I. 서론	V. 결론
II. 선행연구	참고문헌
III. 연구모형 및 가설설정	ABSTRACT

개 요

본 연구는 이익의 변동성이 이익의 질을 구성하는 요소가 될 수 있는지에 대한 의문으로부터 출발하였다. 이익의 추세와 수준이 고려되지 않은 절대치로서의 이익 변동성 측정치는 이익의 질을 설명해 줄 수 없다는 것이다. 선행연구에서 이익변동성의 역할에 대해서 상반된 연구결과를 보이고 있으며, 본 연구의 회귀분석모형에서도 유의한 결과를 나타내주지 못하고 있다. 본 연구에서는 이익변동성에 대한 대안으로서 이익흐름패턴이 기업의 지분가치를 설명해 줄 수 있는 요소가 될 수 있음을 밝히고, 이를 회귀모형에 더미변수의 형태로 포함하여 검정하였다. 연구결과는 이익성장기업과 이익감소기업을 각각 포트폴리오로 구성했을 때 자본이익률은 매우 큰 차이를 보이고 있으나, 이익변동성 측정치는 큰 차이를 보이지 않아 이익변동성의 측정치가 이익의 질을 구성하는 요소가 되는데 문제가 있음을 나타내고 있다.

* 본 연구는 2003학년도 대구가톨릭대학교 일반연구비 지원에 의한 것임.

** 대구가톨릭대학교 경영학부 부교수 (E-mail : bwsuh@cu.ac.kr)

접수일자 : 2003-7-10 게재확정일자 : 2003-12-15

연구결과에 의하면 이익성장기업과 이익감소기업은 이익변동성의 차이가 유의하게 크지 않음에도 불구하고 검증모형에서는 회계이익(EPS)이 주가를 설명하는 정도가 아주 유의하게 다르게 나타났다. 특히 이익의 역할이라고 할 수 있는 이익배수의 부호와 유의성은 두 이익흐름패턴에 따라 정반대의 결과를 나타내 주었다. 즉 이익성장기업의 이익배수는 다른 기업 보다 유의하게 높은 것으로 나타나고, 이익감소기업은 유의하게 낮은 것으로 나타났다.

이익감소기업의 경우 장부가치(BV)가 주가를 설명하는 정도(표준화 추정치 0.67)가 전체표본(0.50)이나 이익성장기업(0.59) 보다 높게 나타났다. 이익감소나 적자전환의 경우 이익(EPS) 보다는 장부가치(BV)가 주가를 설명하는데 보다 중요한 역할을 한다는 것을 알 수 있다. 기업의 경영실적이 악화되는 경우 주가를 설명하는데 있어서 이익의 역할은 감소하고 장부가치의 역할은 커지게 된다는 것이다.

키워드 : 이익흐름패턴, 이익의 질, 이익변동성

1. 서 론

회계이익은 흔히 '오케스트라'로 비교하는 경영활동전반에 있어서 총합노력의 산물이다. 이와 같은 회계이익의 정보효과에 관한 연구는 Ball & Brown(1968) 이후 지금까지 계속하여 회계연구의 가장 중요한 한 부분으로 연구되고 있다. Lev(1989)의 연구에 따르면 회계이익이 주식가격을 설명하는 정도는 극히 미미한 실정이다. 즉, 초과수익률에 대한 비기대이익(unexpected earnings)의 설명력이 5%에 불과하다는 것이다. 이에 따라 최근 이익의 질(quality of earnings)에 대하여 많은 관심과 연구가 증가하고 있다. 이익의 질에 관한 연구는 첫째, 이익의 질을 어떻게 규정할 것인가? 둘째, 이익의 질을 결정짓는 요소는 무엇인가? 라는 연구로 나누어 볼 수 있다. 현재까지의 연구에서 이익의 질을 결정짓는 요소로는 이익의 지속성, 보수주의, 현금전환가능성, 이익의 변동성, 이익의 예측가능성 등이 있다. 김문철·최관(1999)의 설문을 통한 연구결과는 이익의 지속성이 클수록, 보수적인 회계처리일수록, 현금전환가능성이 높을수록, 이익의 변동성이 작을수록 이익의 질을 개선시키는 것으로 나타났다.

본 연구는 이익의 변동성이 작을수록 이익의 질을 개선시키는지 여부에 대한 의문으로부터 출발하였다. 지금까지의 연구에서 이익의 질을 구성하는 변수로서 이익의 변동성(earnings variability, EV)이 크게 다루어지지 않은 이유를 알아보고, 이익의 질을 구성하는 것으로 이익변동성을 대체할 수 있는 것에 어떤 것인지를 알아보고자 한다.

일반적으로 변동성은 표준편차를 평균으로 나눈 변이계수(coefficient of variation)로 측정하거나 또는 분산을 이용한다. 이와 같이 변동성을 측정하는 경우 이익변동성(EV)은 이익의 수준과는 관련이 없는 변수가 된다. 만약 기업이 높은 자본이익률을 실현하면서 동시에 이익변동성도 낮다면 앞으로 계속적인 이익의 실현을 기대할 수 있기 때문에 이익의 질이 높은 것으로 볼 수 있다. 그러나 기업이 계속적인 적자 상태에 있을 경우에도 이익의 변동성은 낮게 나타날 수 있다. 따라서 이익수준과 추세를 고려하지 않은 이익변동성으로 이익의 질을 판단할 수 있는지는 의문이며, 단순히 변이계수나 분산으로 측정된 변동성을 이익의 질을 나타내는 변수로 보는 데는 문제가 있다.

투자자나 경영자는 이익의 지속적인 성장을 기대한다¹⁾. 그러므로 투자자는 전년도에 비해 이익이 증가한 것을 호재(good news)로 보고, 감소한 경우를 악재(bad news)로 간주하여 반응하게 된다. 그렇다면 이익의 질은 이익이 증가하는 경우, 감소하는 경우와 같이 이익흐름의 패턴 즉 추세에 의해 파악하여야 할 것이다. 그것도 한 두 년도가 아닌 계속된 이익의 성장은 이익지속성을 나타내기 때문에 투자자들은 이를 시장에서 높게 평가하게 될 것이다.

Barth, Elliott, Finn(1999)은 기업의 시장가치와 분기이익흐름의 변동성 사이의 체계적 관련성 여부에 관심을 가졌다. 그들의 연구결과는 안정적 이익증가흐름을 가지고 있는 기업의 이익이 시장가치와 보다 높게 관련된다는 것을 발견하였다.

본 연구에서는 선행연구에서 이익의 변동성이 낮으면 이익의 질이 개선될 것이라는 직관적 추론에 의한 연구의 논리적 모순과 이익변동성 그 자체는 이익의 질을 설명하는 변수가 될 수 없다는 것을 밝히고자 한다. 그리고 그 대안으로서 기업의 다양한 이익흐름 패턴을 이익성장기업, 이익감소기업, 성장-쇠퇴기업, 흑자전환기업, 적자전환기업으로 포트폴리오를 나누고 이들 이익흐름의 패턴이 시장에서 어떻게 평가되는지를 살펴보고자 한다.

1) 지속적인 성장은 크기 보다는 직전년도와 대비한 성장 자체가 중요한 이익관리의 동기가 된다는 것이다. 이것은 우리나라의 많은 기업들이 전년도 보다는 많은 납세가 가능하도록 이익을 조정하는 납세관행과도 관련된다.

II. 선행연구

Lev(1989)은 이익의 질을 결정하는 요인에 대해서는 더 많은 연구가 필요하며 회계의 문제점과 이익의 질에 관한 연구는 앞으로 계속적으로 기대되는 연구영역이라고 하였다. 김문철·최관(1999)의 재무분석가, 신용분석가, 공인회계사를 대상으로 한 설문조사연구에서는 90% 이상의 응답자가 이익의 질이 의사결정에 유용하다고 하였다. 전영순(2003)은 외국인 및 국내기관의 투자와 회계이익의 질과의 관계에 대하여 검토하고, 외국인 투자자는 투자대상 기업분석에서 회계이익에 대한 질적 분석을 하며 질적으로 우수한 회계이익을 선호한다고 하였다. 그러나 지금까지 대부분의 선행연구에서는 회계이익의 질이 중요한 개념임을 인식은 하고 있지만 그것을 측정하는 데에는 일치된 개념없이 모호하게 사용되었고, 구체적인 의미에 대해서도 다양한 견해가 제시되어 왔다. Imhoff(1989)는 재무보고서의 질에 따라 기업의 이익 반응계수가 차이가 난다는 것을 발견하였다. Beaver & Morse(1978)는 Lizenberger & Rao 모형(1970)을 검정하였으며 P/E와 성장(growth)은 양(+)의 상관관계가 있다고 보고하였다. 그러나 베타(β)와 P/E와의 상관관계 부호는 경제적인 분위기(climates)에 따라 변한다고 보았다. 전반적인 시장의 분위기가 좋을 때는 베타(β)가 큰 기업이 실적이 더 좋을 것으로 기대된다. 결과적으로 경제적인 분위기를 고려하지 않는다면 베타와 P/E사이에는 특별한 관련성이 없다고 하였다.

이익변동성(EV)과 미래 주식 수익률과의 관련성은 위험과 무관한 이유에 의해 나타날 수도 있다. 왜냐하면 주식의 가격결정에서 편의(bias)가 있을 수 있기 때문이다. 예측가능한 주식수익률은 시장전체 또는 미래이익에 대한 정보에 대해 과소 반응을 나타낸다고 보고 있다(Bernard and Thomas, 1989, 1990; Lakonishok, Schleifer, and Vishney, 1994; Sloan,1996; LaPorta, 1996; Dechow and Sloan, 1997). 또한 이익변동성(EV)을 미래의 이익에 대한 정보의 원천으로서 제시하기도 한다. Ronen & Sadan(1981), Chaney & Lewis(1995)는 이익변동성(EV)이 낮으면 낮을수록 미래의 기대 수익성은 더 커진다는 개인적 정보를 가져다주기 때문에 기업이 EV를 조정하는 유혹을 받을 수 있다는 모형을 개발한 바 있다. Hunt, Moyer, & Shevlin(1997)은 자본의 시장가치와 이익 및 관련되는 미래 수익성과 이익과의 상관계수를 검토한 결과 재량적 및 비재량적 발생주의 항목에서 현금흐름의 변동성이 낮은 기업의 상관계수가 더 크다는 것을 경험적으로 보여줌으로써 EV가 미래 이익에 대해서 정보효과가 있음을 나타내고 있다. 그러나 시장이 EV속에서 미래의 이익정보를 정확하게 해석하고 있는지 여부는 알려지지 않고 있다.

지금까지의 연구에서 제시하고 있는 것을 보면 투자자들은 현행의 이익 속에 반영된 미래 이익에 대한 정보를 주가 속에 충분히 통합하지 못하고 있다는 것이다 (Bernard and Thomas, 1989, 1990). Barth, Elliott, & Finn(1999)은 안정적인 이익 증가흐름이 기업시장가치와 보다 높게 관련된다는데 주로 관심을 가졌다. 그들은 Ohlson의 평가모형(1995)을 사용하여 순이익이나 지분의 장부가치에 대한 지분시장가치를 회귀분석하였다. 이들은 이익변동성(earnings volatility)을 영업위험(operation risk)의 대용치로 보고, 순이익의 회귀계수는 이익증가기업의 경우 유의하게 높은 것을 발견하였다.

III. 연구모형 및 가설설정

1. 연구모형

본 연구의 연구모형은 기본적으로 Ohlson(1995)의 모형을 기초로 한다. Ohlson 모형은 기업의 지분가치 평가에서 회계정보의 역할을 검증하기 위해 많이 이용되었다. 이 모형은 자본시장에서의 주시가격과 이익 및 지분의 장부가치를 연관시킨다.

$$V_{it} = a_0 + a_1 EPS_{it} + a_2 BV_{it} + e_{it} \dots \dots \dots \text{(식 1)}$$

그리고 성장, 위험 등의 요인도 기업의 지분가치에 영향을 미칠 수 있기 때문에 이를 통제하기 위하여 이들 변수를 모형에 투입하면 (식 2)와 같다.

$$V_{it} = a_0 + a_1 EPS_{it} + a_2 EVOL_{it} + a_3 BETA_{it} + a_4 LEV_{it} + a_5 GROWTH_{it} + a_6 BV_{it} + e_{it} \dots \dots \dots \text{(식 2)}$$

- | | | | |
|------|---------|--------|--------|
| V | : 지분가치 | LEV | : 부채비율 |
| EPS | : 주당순이익 | GROWTH | : 성장률 |
| EVOL | : 이익변동성 | BV | : 장부가치 |
| BETA | : 베타 | | |

1) 이익흐름형태별 증분이익배수 분석모형

본 연구에서 증분이익배수 검증모형은 Ohlson 모형을 이용했을 때 회계이익흐름의 형태에 따라 이익배수(earning multiple)²⁾가 어떻게 달라지는지 보기 위한 것이다. 이익흐름의 패턴이 이익배수에 어떤 영향을 주는지 검증하기 위해 모형에 더미 변수를 투입하고, 주가에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수도 통제를 위해 모형에 추

2) 여기에서 이익배수(earnings multiple)는 이익-주가 회귀분석에서 이익의 회귀계수를 말한다.

서 보 육

가하여 검증을 하였다. 결국 증분검증 회귀모형은 (식 3)과 같다.

$$\begin{aligned}
 V_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \gamma_1 EPS_{it} * EGD_{it} + \gamma_2 EPS_{it} * EDD_{it} + \gamma_3 EPS_{it} * ETL_{it} \\
 & + \gamma_4 EPS_{it} * ETI_{it} + \gamma_5 EPS_{it} * EBD_{it} + \alpha_2 EVOL_{it} + \alpha_3 BETA_{it} \\
 & + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 GROWTH_{it} + \alpha_6 BV_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (식 3)
 \end{aligned}$$

- EGD : 이익증가기업 =1, 기타 = 0 더미변수
- EDD : 이익감소기업 =1, 기타 = 0 더미변수
- ETL : 적자전환기업 =1, 기타 = 0 더미변수
- ETI : 흑자전환기업 =1, 기타 = 0 더미변수
- EBD : 성장-쇠퇴기업 =1, 기타 = 0 더미변수

2) 이익흐름형태별 분석모형

기업의 이익흐름형태별로 표본을 나누어 계산하여 비교할 때의 검증 모형은 다음 (식 4)와 같다.

$$\begin{aligned}
 V_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_2 EVOL_{it} + \alpha_3 BETA_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 GROWTH_{it} + \alpha_6 BV_{it} + e_{it} \\
 & \dots \dots \dots (식 4)
 \end{aligned}$$

2. 가설의 설정

이익의 지속적인 증가는 경영자들의 일차적인 목표가 된다. 경영환경의 변화에 따라 이익의 급격한 증가가 이루어질 수도 있으나 납세, 배당 등을 고려하면 이익 유연화의 목표는 이익의 안정적인 증가일 것이다. 그러나 본 연구는 경영자들이 이익유연화동기 보다는 매기 이익을 전년도와 대비하여 증가를 나타내도록 조정하는 것이 그들의 일차 목표가 될 수 있다는 점에 주목한다. 본 연구에서의 조작적 정의에서는 3개년도 이상 동안 계속적으로 이익이 증가한 경우를 이익성장기업 포트폴리오로 분류하였기 때문에 이들 기업들의 주당순이익(EPS)이 증가를 설명하는 정도가 상대적으로 높게 나타날 것으로 기대한다. 반면 이익감소기업 포트폴리오는 최근 3개년도 이상 동안 계속적으로 이익이 감소한 기업으로 구성하였기 때문에 이익성장기업과는 반대되는 결과를 가져 올 것으로 예측한다. 흑자전환기업은 최근 2년 이상 동안 적자를 기록하다가 흑자로 전환된 기업으로 주당순이익의 회귀계수가 다른 기업과 유의하게 클 것으로 기대한다. 반면에 적자전환기업은 최근 2년 이상

후자를 기록하다가 마지막 년도에 적자를 기록한 기업이다. 이와 같은 적자전환을 기업의 경영 악화의 신호로 보는 것인지 여부를 알기 위한 것이다. 따라서 연구가설은 다음과 같이 4개로 나누어진다.

- 연구가설 1 : 이익증가기업의 이익배수는 다른 기업보다 클 것이다.
- 연구가설 2 : 이익감소기업의 이익배수는 다른 기업보다 작을 것이다.
- 연구가설 3 : 적자전환기업의 이익배수는 다른 기업보다 클 것이다.
- 연구가설 4 : 적자전환기업의 이익배수는 다른 기업보다 적을 것이다.

3. 자료의 수집 및 변수 측정

1) 자료의 수집

본 연구에서 사용된 표본은 다음 요건을 충족하는 기업으로 하였다.

- (1) 한국증권거래소에 계속 상장된 기업으로서 1995년부터 2002년까지 계속 상장된 기업
- (2) 제조업을 영위하는 기업
- (3) 12월말 결산기업
- (4) 관리대상이나 산업합리화 지정법인에 속하지 않은 기업
- (5) 합병이나 타기업의 취득이 없었던 기업

표본기간은 이익변동성과 현금흐름변동성을 계산하기 위해 필요한 시계열 자료를 확보하기 위한 것이다. 당년도를 포함한 4년간의 이익 및 현금흐름 자료로 변동성을 측정하기 때문에 검증기간인 1998년에서 2002년까지의 자료를 얻기 위해서는 1995년부터의 자료가 필요하다. 제조업을 선택한 것은 동질성 확보와 충분한 표본수를 얻을 수 있고, 타 연구와의 비교를 위해서도 필요한 조건이다. (4)(5) 조건은 자료의 연속성을 확보하기 위한 것이다.

서 보 육

<표 1> 1994년부터 2002년까지 계속하여 상장된 제조업

	표본	재무자료 없는 기업	주가자료가 없는 기업	검증표본
1998년	402	1	-	401
1999년	402	-	-	402
2000년	402	-	-	402
2001년	402	2	2	398
2002년	402	4	0	398
계	2010	7	2	2001

2) 변수 측정

(1) 종속변수

지분의 시장가치(v) :

V = 보통주 주가

12월 결산법인의 경우 2월부터 3월말까지 결산에 관한 정보가 공개되어 확정된다. 따라서 기업의 지분가치는 3월말 보통주 주가로 하였다³⁾.

(2) 독립변수

① 장부가치(BV)

$$BV = \frac{TA - TL}{\# \text{ of } COMMON \text{ STOCK}}$$

장부가치(BV)는 순자산(총자산 - 총부채)을 보통주 발행주식수로 나누어 계산한다.

② 주당순이익(EPS)

EPS는 손익계산서에 나타나 있는 주당순이익으로 한다. 투자자들이 계속적인 수익성 보다는 최종 bottom line에 관심을 가진다고 보기 때문이다.

3) 주가에 관한 자료는 한국상장회사협의회 데이터베이스에서 구한 것이다.

③ 이익변동성(earning volatility)

당년도를 포함한 4년간 주당순이익의 표준편차를 평균의 절대치로 나누는 것으로 한다.

$$EVOL_t = \frac{SD_{eps}}{ABS(M_{eps})}$$

④ 베타위험(Beta)

베타는 48개월의 월별자료를 이용하여 개별기업의 수익률과 시장수익률을 이용한 시장모델에서 추정된 값이다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

R_{it} : 48개월의 개별기업 주가수익률

R_{mt} : 48개월의 시장수익률

⑤ 레버리지비율(Lev)

레버리지 비율은 총자본에 대한 부채의 비율 즉 부채비율이다.

$$Lev = \frac{TL}{TA - TL}$$

TA : 총자산

TL : 총부채

⑥ 성장률(Growth)

성장률은 4년간의 장부가치 평균성장률이다.

$$GROWTH = \frac{1}{4} \sum_{t=-3}^0 \frac{BV_t - BV_{t-1}}{BV_{t-1}}$$

(3) 극단치 문제

극단치를 처리하는 방법에는 조정(winsorization), 절단(trimming), 서열(ranking) 기법이 있는데 본 연구에서는 통계결과를 오도하는 것을 막기 위해 전체 자료 2001개 중에서 극단치의 기준점(cutoff point)을 백분위수 상하위 1%로 보고 상하위 1%를 초과하거나 미달하는 경우 각각 1%와 99%의 값으로 조정(winsorize)하였다.

IV. 실증연구 및 결과의 해석

1. 실증연구의 수행

재무자료는 한국신용평가주식회사의 KIS-FAS, SMAT를 이용하였다. 주가 자료는 한국상장회사협의회 TS-2000에서 자료를 추출하였다. KIS-FAS에서 12월 결산법인 중 1994년부터 2002년까지 계속 상장된 제조기업은 402개의 기업이다. 자료를 1994년부터 추출한 이유는 다음과 같다. 첫째, 성장률을 계산하기 위해 1995년부터 1998년까지의 장부가치의 평균성장률을 계산해야 한다. 이때 1995년의 성장률을 계산하기 위해서는 1994년 자료가 필요하게 된다. 그러므로 최소한 1994년부터 계속 상장되어 있어야 한다. 둘째, 이익변동성을 계산하기 위한 것이다. 1998년도의 이익변동성은 1998년을 포함한 과거 4년간의 주당순이익의 변이계수를 계산하기 때문이다. 셋째, 48개월의 주가수익률 자료로 시장모형(market model)을 추정하여 베타를 계산하여야 하기 때문이다.

이익흐름의 형태는 당년도를 포함한 4년간의 이익흐름의 패턴으로 구분한다. 1998년의 경우 1995년~1998년까지 4년간의 자료, 99년의 경우 1996년~1999년까지 4년간의 자료로 구분한다. 구체적인 구분방법은 다음과 같다.

① 이익성장기업(earning growth firm) 포트폴리오

이익성장기업은 4년간 계속 이익이 증가하였거나(98년의 경우 95년부터 이익이 증가), 최근 3년간 이익이 증가한 기업(즉 98년의 경우 96년부터 이익이 증가)한 기업을 이익성장기업이라고 조작적으로 정의한다.

② 이익감소기업(earning decreasing firm) 포트폴리오

이익감소기업은 4년간 계속 이익이 감소하였거나(98년의 경우 95년부터 이익이 감소), 최근 3년간 이익이 감소한 기업(즉 98년의 경우 96년부터 이익이 감소)한 기업을 이익감소기업이라고 조작적으로 정의한다.

③ 흑자전환기업 포트폴리오

흑자전환기업은 4년기간중 3년간 적자를 보이다가 당년도에 흑자로 전환된 기업을 말한다.

④ 적자전환기업 포트폴리오

적자전환기업은 4년기간중 3년간 흑자를 보이다가 당년도에 적자로 전환된 기업

을 말한다.

⑤ 이익성장-쇠퇴기업 포트폴리오

이익성장-쇠퇴기업은 4년간중 3년간 이익의 성장하다가 4년째에 이익이 감소한 기업을 말한다.

이익변동성의 계산은 4년간 이익의 표준편차를 계산하고 이를 평균의 절대치로 나누어 계산한다. 성장률은 당년도와 직전 3년간의 장부가치의 증가율 평균으로 계산한다.

검증기간은 1998년부터 2002년까지의 5년이다. 연도별 이익흐름의 형태별 기업 수는 <표 2>와 같다. 이익성장기업이 제일 많으며, 이익감소기업도 그 다음으로 많다. 검증에서는 5년간의 자료를 풀링한 총 2001개의 표본으로 하였다.

<표 2> 연도별 이익흐름의 형태 기업 수

	표본수	이익 성장기업	성장 -쇠퇴기업	적자 전환기업	이익 감소기업	후자 전환기업
1998	401	68	31	41	123	22
1999	402	108	28	9	57	32
2000	402	106	77	15	75	37
2001	398	78	57	25	97	22
2002	398	124	36	12	57	42
계	2,001	484	229	102	409	155

2. 기술통계

<표 3>은 전체 표본기업의 기술통계이다. 이 통계치는 각 변수의 1%, 99%로 조정(winsorization)한 것이다.

서 보 록

<표 3> 기술통계

변수	N	평균값	표준편차	최소값	최대값
CP	2001	15044.66	40277.09	115.0000000	700000.00
EPS	2001	711.7911044	12036.25	-61800.00	58574.00
EVOL	2001	3.2071457	7.4077040	0.1094730	55.0255438
BETA	2001	0.8478519	0.3730901	-0.0329380	1.8951330
LEV	2001	2.0543795	7.1897538	-22.3649950	49.2189680
GROWTH	2001	0.2478245	1.4421331	-4.4556900	9.3689542
BV	2001	26919.54	48598.78	-62794.72	294377.09

<표4>의 피어슨 상관계수에 의하면 주가는 주당순이익(EPS), 성장률(GROWTH), 장부가치(BV)와 유의한 정의 상관관계를 가지며, 이익변동성(EVOL), 베타, 부채비율(LEV)과는 음의 상관관계를 가지고 베타와 부채비율은 각각 5%, 10% 유의수준에서 유의한 것으로 나타나 일반적인 기대와 일치하는 것이었다.

<표 4 > 피어슨 상관 계수, N = 2001 HO: RH₀=0 검정에 대한 PROB > |R|

	CP	EPS	EVOL	BETA	LEV	GROWTH	BV
CP	1.00000						
EPS	0.39768 (<.0001)	1.00000					
EVOL	-0.02976 (0.1834)	0.06794 (0.0024)	1.00000				
BETA	-0.05556 (0.0129)	-0.08922 (<.0001)	0.04397 (0.0492)	1.00000			
LEV	-0.03904 (0.0809)	0.01485 (0.5067)	0.00578 (0.7961)	-0.01673 (0.4544)	1.00000		
GROWTH	0.03882 (0.0826)	0.01115 (0.6181)	0.03994 (0.0740)	-0.01847 (0.4091)	-0.00892 (0.6902)	1.00000	
BV	0.58323 (<.0001)	0.42870 (<.0001)	-0.02759 (0.2174)	-0.16026 (<.0001)	-0.03207 (0.1516)	0.09199 (<.0001)	1.00000

3. 결과와 해석

<표 5>와 <표 6>은 먼저 주요 이익흐름형태별로 변수의 평균값을 비교한 것이다. 이익성장 포트폴리오 기업의 주가(CP), 주당순이익(EPS), 장부가치(BV)의 평균은 다른 기업⁴⁾보다 유의하게 높은 것으로 나타났으며⁵⁾, 베타(β)는 유의하게 낮은 것으로 나타났다. 이익변동성(EVOL)은 이익성장기업이 다른 기업보다 낮지만 통계적으로 유의한 차이가 있는 것은 아니었다. 이익성장기업의 이익은 질이 높다고 볼 수 있는데도 불구하고 이익변동성이 다른 기업과 비교하여 유의한 차이를 보이지 않는다는 것은 이익변동성이 이익의 질을 설명하는 변수가 될 수 없음을 나타낸다. 부채비율과 성장률 모두 이익성장기업이 낮은 것이었지만 통계적으로 유의한 것은 아니었다. Ohlson 모형의 주요 변수인 주가, 주당순이익, 장부가치 만이 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타난 것은 흥미로운 것이다.

<표 5> 이익성장기업과 기타기업의 평균의 차이검증

변수	이익성장기업 의 평균(N=484)	기타기업의 평균(N=1517)	t Value*	Pr > t
CP	24987.61	11872.35	4.29	<.0001
EPS	6111.60	-1011.02	11.72	<.0001
EVOL	2.9293980	3.2957613	-0.95	0.3436
BETA	0.8159357	0.8580348	-2.16	0.0306
LEV	1.8929405	2.1058868	-0.71	0.4787
GROWTH	0.2157954	0.2580435	-0.62	0.5342
BV	35633.58	24139.31	4.32	<.0001

* EPS, EVOL은 동분산으로 나타나고, CP, LEV, GROWTH, BV는 이분산성을 가진 것으로 나타나 Satterthwaite의 근사 자유도를 가진 Cochran과 Cox의 근사 t 통계량이다.

이익감소 포트폴리오 기업들은 주가(CP), 주당순이익(EPS), 장부가치(BV)의 평균은 다른 기업보다 유의하게 낮은 것으로 나타났으며, 베타(β)는 유의하게 높은 것으로 나타나 이익성장기업과 정반대되는 결과를 나타낸다. 특이한 것은 이익감소기업 포트폴리오의 이익변동성이 기타 기업 보다 유의하게 낮은 것으로 나타났는데 이와 같은 결과는 이익변동성이 이익의 질을 나타낼 수 없다는 것을 다시 한번 증명해 준다고 할 것이다.

4) 전체표본에서 이익성장기업을 제외한 기업

5) 유의수준이 5% 이하를 유의하다고 함.

서 보 옥

<표 6> 이익감소기업과 기타기업 변수의 평균 차이검증

변수	이익감소기업의 평균값(N=409)	기타기업의 평균값(N=1592)	t Value	Pr > t
CP	9149.36	16559.21	-5.28	<.0001
EPS	-5748.12	2371.40	-11.36	<.0001
EVOL	2.3897009	3.4171550	-3.45	0.0006
BETA	0.8807965	0.8393881	2.00	0.0452
LEV	1.4719609	2.2040084	-1.54	0.1238
GROWTH	0.2431009	0.2490381	-0.08	0.9327
BV	18857.61	28990.72	-3.77	0.0002

* BETA, BV는 동분산으로 나타나고, CP, EPS, EVOL, GROWTH는 이분산성을 가진 것으로 나타나 Satterthwaite의 근사 자유도를 가진 Cochran과 Cox의 근사 t 통계량이다.

<표 7>은 이익흐름형태별 자본이익율의 특성과 이익변동성(EV) 측정치의 평균값을 나타낸다. 전체 표본기업의 자본이익률 평균은 0.31이다. 이익성장기업은 1.64로 나타나고, 흑자전환기업도 2.33으로 현저하게 높게 나타났다. 반면에 이익감소기업은 -1.33, 적자전환기업은 -1.54를 나타내 다른 기업들의 자본이익률보다 현저하게 낮은 것으로 나타났다. 그러나 이익변동성의 측정치인 EVOL은 이익감소기업이 제일 낮은 것으로 나타나고, 흑자전환기업과 적자전환기업의 EVOL이 현저하게 높은 것으로 나타나 이익변동성(EVOL)이 이익의 질을 나타내는 측정치로서는 문제가 있음을 보여 준다. 변이계수로 측정한 이익변동성은 이익의 수준과 추세를 반영하지 못하는 문제가 있다. 즉 적자를 기록하고 있는 기업도 손실의 변동폭이 크지 않으면 이익변동성이 낮게 나타나 이익의 질이 높은 것처럼 다루어질 수 있기 때문이다. 지금까지의 연구에서 이익변동성의 연구결과가 일관된 연구결과를 가져오지 못하였는데, 회귀계수가 양(+)으로 나온 경우는 이익의 질 보다는 위험을 나타내는 것으로 보는 경우이며⁶⁾, 음(-)으로 나온 경우⁷⁾는 이익의 질로 평가하는 등 상반된 결과가 나타나 연구결과를 해석하는데 어려움을 겪고 있다. 이와 같은 상반된 연구결과는 이익의 수준이 고려되지 않은 이익변동성 측정치가 문제를 안고 있기 때문이다. <표 7>에서 이익성장기업과 이익감소기업의 자본이익률은 현저한 차

6) Litzemberger & Rao(1971), Barth, Elliott, and Finn(1997)에서는 이익변동성(earning variability)을 위험 대용치(risk proxy)로 사용하고 있다. 이익변동성과(EV)과 주식 수익률의 변동성이 양(+)의 상관관계를 가지고 있음을 나타내는 연구에는 Beaver, Kettler, and Scholes(1970), Rosenberg and Mckibben(1973), Lev and Kunitzky(1974), Bowman(1979) 등이 있다.

7) Haugen & Baker(1996)는 이익변동성(EV)과 미래의 주식수익률과는 음의 상관관계가 있음을 제시하면서 미래의 주식수익률과 현금흐름/가격 비율과는 역의 상관관계를 가지고 있음을 발견하였다.

회계이익흐름의 형태와 이익의 질에 관한 연구

이를 보이고 있지만 이익변동성(EVOL) 평균이 비슷하게 나타난 것은 지금까지의 결과와 일관된 것으로 볼 수 있다.

<표 7> 이익흐름형태별 자본이익률의 특성과 이익변동성

	이익흐름형태	N	자본이익률				EVOL 평균값
			평균값	표준편차	최소값	최대값	
EGD	이익성장기업	484	1.6371230	5.3092271	-5.1290000	90.1694000	2.9293980
	기타 기업	1517	-0.1137136	4.0524019	-36.2016000	61.1056000	3.2957613
EDD	이익감소기업	409	-1.3279253	4.1322531	-36.2016000	9.6632000	2.3897009
	기타 기업	1592	0.7305185	4.4347101	-26.7500000	90.1694000	3.4171550
ETI	흑자전환기업	155	2.3346490	5.7666634	0.0026000	57.7768000	4.6822806
	기타 기업	1846	0.1397581	4.2817561	-36.2016000	90.1694000	3.0832855
ETL	적자전환기업	102	-1.5422481	4.3236132	-36.1542000	-0.0022000	4.8478422
	기타 기업	1899	0.4092540	4.4377521	-36.2016000	90.1694000	3.1190198
EBD	성장-쇠퇴기업	229	0.2516580	2.7534544	-13.6844000	21.7980000	3.2221182
	기타 기업	1772	0.3172880	4.6264031	-36.2016000	90.1694000	3.2052107
전체		2001	0.3097771	4.4516988	-36.2016000	90.1694000	3.2071457

<표 8>은 Ohlson 모형에 기초한 (식 2)에 기업의 여러 가지 이익흐름형태를 더미변수로 추가한 증분검증모형(식 3)으로서 1998년부터 2002년까지 전체 기업을 횡단면·기간 모두에 대해 pooling을 하여 회귀분석을 한 것이다. 연구결과는 주당 순이익과 이익흐름형태 더미변수에 의한 상호작용항은 주당순이익에 대한 증분이익 배수(incremental earning multiple)를 나타내는데, 이익성장기업(EGD)은 이것이 매우 유의하게 높게 나타났다($t=7.22$, $p < 0.0001$). 이것은 이익성장기업의 이익배수(earnings multiple)가 이익성장 이외 기타기업의 이익배수 보다 아주 유의하게 크다는 것을 나타낸다. 따라서 연구가설1은 강하게 지지된다. 이익감소기업을 나타내는 상호작용항(EDD)은 회귀계수부호가 음(-)이며 유의하게 낮은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 Barth, Elliott, Finn(1999)의 연구결과와 일치하는 것이며 연구가설2를 강하게 지지하는 결과이다.

흑자전환기업의 증분이익변수가 기대부호와는 달리 음(-)으로 나타나고, 매우 유의한 것으로 나타나 흑자전환에도 불구하고 다른 기업보다 유의하게 이익배수가 낮다는 것을 나타낸다. 이와 같은 결과는 계속적인 적자(2년 이상 적자)를 기록하다가 검증년도에 흑자로 전환된 기업을 말하는데 적자에서 흑자로 전환된 것만 측정하고 그 수준을 측정하지 않았기 때문인지 아니면 흑자전환 바로 직후의 기간이기

서 보 록

때문에 이익의 역할이 아직 제대로 반영되지 않은 결과인지에 대해서는 추가적인 연구가 필요하다. 따라서 연구가설3은 지지되지 않는다. 적자전환기업의 경우 부호는 음(-)으로 나타났으나 유의성이 없는 것으로 나타나 연구가설4는 지지되지 못했다. 적자전환기업 포트폴리오 역시 적자전환 직후의 기간이기 때문에 흑자전환기업과 마찬가지로 이익의 역할이 제대로 반영되지 않은 결과일 수 있다. 독립변수간의 중요성을 파악하기 위해 표준화 추정치(standardized estimate)를 보면 장부가치(BV)가 0.44, 주당순이익(EPS)이 0.26, 이익성장기업(EGD)이 0.14, 이익감소기업(EDD)이 -0.16로 나타나 이익성장기업, 이익감소기업의 회귀계수 부호가 반대이며 또 그 차이가 매우 유의한 것으로 나타나므로(p<0.0001) 이익흐름패턴이 주가를 설명하는데 있어서 상당히 중요한 역할을 한다는 것을 알 수 있다.

통계목적으로 투입된 변수 가운데는 베타(β)만이 주가에 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 이익변동성은 유의성은 약하지만 회귀계수의 부호가 음(-)으로 나타나 이익의 질로 해석될 수 있는 여지를 남겨놓고 있다.

<표 8> 증분검증모형의 회귀분석 결과

$$V_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \gamma_1 EPS_{it} * EGD_{it} + \gamma_2 EPS_{it} * EDD_{it} + \gamma_3 EPS_{it} * ETL_{it} + \gamma_4 EPS_{it} * ETI_{it} + \gamma_5 EPS_{it} * EBD_{it} + \alpha_2 EVOL_{it} + \alpha_3 BETA_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 GROWTH_{it} + \alpha_6 BV_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	회귀계수	t 값	Pr > t	표준화 추정치
INTERCEPT	-252.88534	-0.14	0.8921	0
EPS	0.89418	9.53	<.0001	0.26721
EPS * EGD	0.43757	7.22	<.0001	0.14009
EPS * EBD	0.68831	3.42	0.0006	0.06293
EPS * ETL	-0.12952	-0.82	0.4115	-0.01633
EPS * EDD	-0.69620	-6.88	<.0001	-0.16610
EPS * ETI	-0.55340	-6.11	<.0001	-0.11569
EVOL	-150.44370	-1.61	0.1066	-0.02767
BETA	4789.08077	2.57	0.0103	0.04436
LEV	-86.59459	-0.91	0.3646	-0.01546
GROWTH	-291.93494	-0.61	0.5417	-0.01045
BV	0.36874	22.27	<.0001	0.44493
R ² = 0.42, F=134.20***, N=2002				

EGD : 이익성장기업 더미 EDD : 이익감소기업 더미
 EBD : 이익성장-쇠퇴기업 더미 ETI : 흑자전환 기업 더미
 ETL : 적자전환기업 더미

<표 9>는 이익흐름형태별 포트폴리오를 각각 분리해서 (식 2)의 모형을 회귀 분석 한 결과이다. 먼저 표준화 추정치에 의한 비교에 의하면 이익감소기업의 경우

회계이익흐름의 형태와 이익의 질에 관한 연구

장부가치(BV)가 주가를 설명하는 정도(표준화 추정치 0.67)가 전체표본(0.50)이나 이익성장기업(0.59) 보다 높게 나타났다. 이익감소나 적자전환의 경우 이익(EPS) 보다는 장부가치(BV)가 주가를 설명하는데 보다 중요한 역할을 한다는 것을 알 수 있다. 기업의 경영실적이 악화되는 경우 주가를 설명하는데 있어서 이익의 역할은 감소하고 장부가치의 역할은 커지게 된다는 것을 알 수 있다.

이익배수(earning multiple)를 나타내는 주당순이익(EPS)의 회귀계수를 보면 이익성장기업과 성장후 쇠퇴 기업의 경우 부호가 양(+)이고 또 유의한 것이었다. 성장후 쇠퇴기업은 쇠퇴 보다는 성장의 영향이 여전히 남아 있는 것으로 추정된다. 그리고 이익감소기업과 적자전환기업의 경우 주당순이익(EPS) 회귀계수의 부호가 음(-)이고 또 유의한 것으로 나타나 기대와 일치하는 것이었다. 흑자전환기업의 경우 이익배수 회귀계수의 부호가 음(-)으로 나타나 기대부호와 일치하지 않았지만 유의한 것은 아니었다.

<표 9> 모형 $V_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_2 EVOL_{it} + \alpha_3 BETA_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 GROWTH_{it} + \alpha_6 BV_{it} + e_{it}$

	절편	EPS	EVOL	Beta	LEV	Growth	BV	R ²	N
전체모형	112.32365 (0.06)	0.62061 (9.38)***	-161.6075 6 (-1.66)*	4688.8793 0 (2.41)**	-137.9064 5 (-1.38)	-234.09885 (-0.47)	0.42256 (25.49)** *	0.37	2001
	표준화 추정치	0.18546	-0.02972	0.04343	-0.02462	-0.00838	0.50985		
이익성장기업	-18637 (-3.50)**	1.34560 (6.12)***	-653.4335 9 (-2.36)**	13528 (2.46)**	-228.9214 3 (-0.58)	781.48060 (0.49)	0.74485 (15.12)** *	0.57	484
		0.23615	-0.07075	0.07456	-0.01727	0.01466	0.59343		
이익감소기업	3679.3411 0 (2.02)**	-0.10779 (-2.05)**	-210.0606 2 (-1.39)	1031.1206 5 (0.58)	-47.26055 (-0.64)	-399.59380 (-0.71)	0.24451 (16.43)** *	0.41	409
		-0.08219	-0.05360	0.02250	-0.02435	-0.02749	0.67384		
흑자전환기업	4275.9772 2 (2.74)***	-0.01312 (-0.29)	130.17933 (1.36)	997.63835 (0.69)	-50.78886 (-0.60)	-116.59168 (-0.39)	0.06367 (3.81)***	0.08	155
		-0.02369	0.11218	0.05304	-0.04643	-0.03068	0.30124		
적자전환기업	-3771.83 248 (-0.84)	-0.75475 (-4.67)** *	24.65072 (0.14)	2761.1306 4 (0.63)	-208.7512 6 (-0.78)	1793.33428 (0.38)	0.30705 (8.36)***	0.59	102
		-0.35696	0.00910	0.04454	-0.05033	0.02983	0.64812		
성장-쇠퇴기업	1050.0225 6 (0.21)	1.31660 (6.19)***	-166.2457 3 (-0.73)	4819.1948 (0.93)	34.50682 (0.12)	-1038.78689 (-0.72)	0.39388 (9.49)***	0.48	229
		0.32744	-0.03512	0.04583	0.00579	-0.03506	0.51052		

* 10% 유의수준에서 유의함
 ** 5% 유의수준에서 유의함
 *** 1% 유의수준에서 유의함

V. 결 론

처음 이익변동성과 시장가치를 연관시키려는 연구의 동기가 결국 이익흐름형태에 관한 연구로 초점이 이행하게 되었다. 선행연구에서는 이익변동성을 제대로 측정하지 않거나, 또는 이익수준과 추세를 반영하지 않은 이익변동성 측정치를 사용함으로써 이익의 질을 설명할 수 있는 변수가 될 수 없었다. 결과적으로 연구결과가 상반되게 나타나거나 또는 그 설명력이 낮은 것으로 나타났다. 본 연구에서는 전통적인 이익변동성 측정치가 이익의 질을 설명할 수 없음을 자본이익율의 차이, 지분가치 설명력의 차이로 규명하였다. 그리고 이익변동성에 대한 대안으로서 이익흐름의 형태별로 기업을 분류한 포트폴리오를 대상으로 Ohlson 모형에 기초한 검증모형에 통제변수를 추가한 다음 회귀분석을 실시하였다. 연구결과에 의하면 이익성장기업과 이익감소기업은 이익변동성의 차이가 유의하게 크지 않음에도 불구하고 검증모형에서는 회계이익(EPS)이 주가를 설명하는 정도가 아주 유의하게 다르게 나타났다. 특히 이익의 역할이라고 할 수 있는 이익배수의 부호와 유의성은 두 이익흐름 패턴에 따라 정반대의 결과를 나타내 주었다. 즉 이익성장기업의 이익배수는 다른 기업 보다 유의하게 높은 것으로 나타나고, 이익감소기업은 유의하게 낮은 것으로 나타났다.

본 연구는 지금까지 사용되어 온 이익변동성의 측정치는 이익의 질을 나타내는 대용변수가 되는 데는 문제가 있다는 것을 밝혔으며, 이익의 질은 변동성 측정치 그 자체가 아니라 이익흐름의 형태가 어떤 것인가를 보고 이익의 질을 평가해야 한다는 것을 나타내고 있다. 경영자는 기업목표와 납세 등 여러 가지 경영환경을 고려하여 이익목표수준을 직전년도와 대비한 이익의 지속적인 증가를 나타낼 수 있는 것으로 삼기 때문에 이익의 지속적인 증가는 자본시장에서 평가에 높게 반영될 것이다.

이 연구는 이익변동성이 이익의 질을 구성하는 요소가 될 수 없음을 밝히고 이에 대한 대안으로서 이익흐름의 패턴이 고려되어야 한다는 것을 제시해 준다는 점에서 의의를 찾을 수 있다. 그러나 본 연구의 이익흐름패턴 포트폴리오 구성과 기간 결정은 상당히 임의적(ad-hoc)인 것이었다. 앞으로의 연구에서는 이와 같은 이익흐름 패턴의 분류와 분류 기간 등에 대해 추가적인 연구가 수행되어야 할 것이다.

참고문헌

- 김문철, 최 관, "이익의 질의 개념에 관한 연구", 「회계저널」, 제8권 1호, 1999, pp. 221-249.
- 김찬홍, "회계이익과 주가 사이의 관계에 영향을 미치는 요인에 관한 실증적 연구", 서울대학교 박사학위논문, 1991.
- 송인만, 김석웅, 김정교 역 (Philip Brown 저), 「자본시장회계론」, 신영사, 1997.
- 윤성준, "이익반응계수의 결정요인에 관한 연구", 동아대학교 박사학위논문, 1994.
- 이창우, 김갑순, 이성원, "현금흐름재무비율을 이용한 영업이익의 질의 정보유용성에 대한 연구", 「회계와 감사연구」, 제36호, 한국공인회계사회, 2000.
- 이창우, 김갑순, 이수미, "이익의 질의 정보유용성에 대한 연구", 「회계와 감사연구」, 제35호, 한국공인회계사회, 1999.
- 임창우, "회계이익의 지속계수와 이익공시의 정보효과에 관한 실증적 연구", 「회계학연구」, 제11호, 한국회계학회, 1990.
- 전영순, "외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질", 「경영학연구」, 제32권 제4호, 한국경영학회, 2003., pp.1001-1032.
- 정혜영, 김지홍, 주진규, 전성빈, 윤성식, 「자본시장과 회계정보」, 양영각, 1993.
- 최종화, "이익반응계수에 관한 실증적 연구", 서울대학교 석사학위논문, 1992.
- Ball, Ray and Philip Brown, "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research* 6, 1968, pp.159-178.
- Barth, M. E., J. A. Elliott and M. W. Finn. "Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings". *Journal of Accounting Research* 37: 1999, pp. 387-414.
- Beaver, W., and D. Morse, "What determines price-earnings ratios?", *Financial Analyst Journal*, 1978, pp.65-76.
- Beaver, W., P. Kettler, and M. Scholes, "The association between market-determined and accounting determined risk measures", *The Accounting Review* 45, 1970, pp. 654-682.
- Bernard, V., and J. Thomas, "Post-earnings announcement drift : Delayed price response or risk premium", *Journal of Accounting Research* 27, 1989, pp. 1-48.
- Bernard, V., and J. Thomas, "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings", *Journal of Accounting and Economics* 13, 1990, pp. 305-340.
- Bowman, R, "The theoretical relationship between systematic risk and financial(accounting) variables", *The Journal of Finance* (June), 1979, pp. 617-630.
- Chaney, P. K., and C. M. Lewis, "Earnings management and firm valuation under asymmetric information", *Journal of Corporate Finance : Contracting, Governance and Organization* 1, 1995, pp. 319-345.
- Dechow, P. M., and R. G. Sloan, "Returns to contrarian investment strategies: Tests of naive expectations hypotheses", *Journal of Financial Economics* 43, 1997, pp. 3-27.
- Haugen, R, and N. Baker, "Commonality in the determinants of expected stock returns", *Journal of Financial Economics* 41, 1996, pp. 401-439.
- Hunt, A., S. E. Moyer, and T. Shevlin, "Earnings volatility, earnings management, and equity value", Working paper, University of Washington, Seattle, WA, 1997.

서 보 옥

- Imhoff, G. and J. Thomas. "Economic Consequences of Accounting Standards: The Lease Disclosure Rule change", *Journal of Accounting and Economics* 10: 1988, pp. 277-310.
- Kormendi, R. and Lipe, R , "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns", *Journal of Business*, 1987, pp.323-345.
- Lakonishok, J. A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Contrarian investment, extrapolation, and risk", *The Journal of Finance* 49, 1994, pp. 1541-1578.
- LaPorta, R. "Expectation and the cross-section of stock returns", *The Journal of Finance* 51, 1996, pp. 1715-1742
- Lev, B., "On the Usefulness of Earnings and Earnings research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, 1989(Supplement), pp.153-192,
- Lev, B., and S. Kunitzky, "On the association between smoothing measures and the risk of common stocks", *The Accounting Review* 48, 1974, pp. 259-270
- Lipe, R.C., "The Relationship between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information", *The Accounting Review*, 1990, pp.49-71.
- Litzenberger, R. H., and C. U Rao, "Estimates of the marginal rate of time preference and average risk aversion of investors in electric utility shares: 1960-66", *Bell Journal of Economics and Management Science* 2, 1971, pp.265-277.
- Ohlson, J. A. "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research* 11 : 1995, pp.661-688
- Ronen, J., and S. Sadan, "Smoothing income numbers: Objectives, means, and Implications", Reading, MA, Addison-Wesley, 1981.
- Rosenberg, B., and W. Mckibben, "The prediction of systematic and specific risk in common stocks," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (March), 1973, pp.317-333.
- Sloan, R. "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?", *The Accounting Review* 71, 1996, pp.289-315.

ABSTRACT

**A Study on the Accounting Earnings Stream
Pattern and Earnings Quality**

Suh, Bo-Wook*

The purpose of this paper is to know whether the market more highly values firms which deliver a continuously increasing stream of earnings. I'm interested in the earnings variability as variable indicating the quality of earning. Most measures like CV(coefficient of variation) and standard deviation have limitations, because earnings variability can not consider the level of earnings. If loss firms have low EV, can we consider that information as good quality of earnings? So I made portfolio groups by the pattern of earning streams. The portfolio of increasing earnings firms indicates four consecutive increase of earnings. The portfolio of decreasing earnings firms indicates four consecutive decrease of earnings. Basically I use the Ohlson Model(1995) and add the control variable as Earning Variability, Beta, Leverage, Growth. The results show that the patterns of earnings streams have significant effects on market price of stock. The portfolio of increasing earnings firms has incremental earnings multiple(coefficient). And the portfolio of decreasing earnings firms has negative incremental earnings multiple(coefficient). ROEs differ by the pattern of earnings streams. Increasing earnings firms have high ROEs, and decreasing earnings firms have very low ROEs. Both increasing earnings firms and decreasing earnings firms have similar EV. Therefore we can't use the EV for the quality of earnings. Instead I recommend using the patterns of earnings stream.

Key Words : *Earnings Stream Pattern, Earnings Quality, Earnings Variability*

* Associate Professor, School of Management, Catholic University of Daegu