

코스닥 기반 제조업 중견기업 중심으로 현금흐름과 그 발생액 및 발생액 요소가 기업이익 지속성과 기업가치에 미친 실증적 연구

The Emphatical study on the Relationship among Corporate Cash Flow, its Accruals and its Factors with the Sustainability of Profit and Corporate Value of KOSDAQ-based Manufacturing Companies

김종휘, 양동우
호서대학교 벤처전문대학원 경영학과

Jong Hwee Kim(jhweekim@naver.com), Dong Woo Yang(dwyang@hoseo.edu)

요약

본 논문은 코스닥 제조업 중심으로 2004년부터 2014년까지 11년 동안 기업들의 현금흐름과 그 발생액 및 발생액 요소가 기업 영업이익의 지속성과 기업가치에 미치는 관계를 회귀분석을 통하여 살펴보았다. 이 실증적 관계분석을 통하여 기업운영의 효율성을 제고하였고, 투자자 입장에서는 좀 더 합리적인 투자 판단을 하기 위한 기초 정보를 제공하는데 본 연구의 목적을 찾을 수 있다. 본 연구의 결과, 현금흐름과 그 발생액 및 발생액 요소들은 지속적으로 기업 영업이익과 기업가치에 유의미적인 관계를 나타냈다. 이는 기업의 영업활동으로 인한 현금흐름 총액, 발생액 총액과 그 주요 요소인 매출채권의 증감, 재고자산의 증감이 기업이익에 정(+)의 영향을 미치고, 또한 매입채무의 증감은 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편 기업 시장가치에는 영업활동으로 인한 현금흐름과 영업활동관련 발생액 총액인 자산부채변동은 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

■ 중심어 : | 현금흐름 | 발생액 | 현금흐름 발생액 요소 | 기업가치 | 영업이익 지속성 |

Abstract

This paper examined the relationship among corporate cash flow, its accruals, and its factors with its continuity of profit and corporate value by regression analysis of KOSDAQ based midsize manufacturing enterprises for 11 years from 2004 to 2014 year. Through this empirical analyze, corporate operators can have a chance to find opportunities to improve the efficiency of business operations, and to the potential investors, it can give the perspective through providing the basic information for the rational investment decisions. Through this analysis, its cash flow, accruals and its factors showed continually a significant relationship with its corporate operating profits and its market values. Thought out the relation analysis, its cash flow, its accruals and the factors of the accruals, account receivables, inventories affected the positive(+) impact on its business profits. But, its account payables affected negative(-) impact on its business profit. The other hand, the cash flow from operating activities and accruals related to capitalization of assets and liabilities fluctuations affected a positive(+) effect on the company market value.

■ keyword : | Accruals | Cash Flow | Corporate Profit | Corporate Value |

I. 서론

1. 배경 및 목적

시장에서 아직 성숙하지 못한 중견기업들이 의욕적으로 높은 성장률을 보여주기 위하여 매출 및 이익에 목표를 두고 영업을 강조를 하다가 현금흐름에 문제가 생겨 끝내는 부도 또는 도산을 하게 되는 사례가 많이 발생하고 있다. 코스닥 시장에 등록된 업체들의 현금흐름을 분석한 결과 현금흐름이 매우 불량한 업체가 37.6%나 되는 것으로 조사되었다. 이러한 것은 영업활동 현금흐름과 투자활동 현금흐름이 동시에 저조한 기업들이며, 174개사 중 벤처기업이 109개에 이르며 이 벤처기업들의 현금흐름이 특히 좋지 않은 것으로 설명되고 있다[1].

이는 영업활동 현금흐름의 문제로 과도한 현금 차입 구조를 만들고 관련된 이자비용의 확대에 인하여 이익이 감소되고, 궁극적으로 현금유동성 위험에 직면하게 되어 결국 부도를 맞게 되는 것이다. 오늘날 인터넷 상거래의 발달로 현금흐름 사이클이 빨라지고, 국제간의 거래가 활성화 된 시점에서 볼 때 이러한 현상은 더욱더 많아 질 것으로 예상된다. 따라서 본 연구에서는 단순한 손익계산서 순이익 또는 영업이익에 기초한 기업의 가치평가에서 벗어나 기업의 현금흐름 관점에서 기업가치를 재조명하여 보고자 하였다. 특히 이것에 영향을 미치는 현금흐름 발생액과 그 요소들에 대한 기업가치 영향을 알아보려고 하였다.

기존에 기업가치의 합리적 측정을 위하여 현금흐름 및 발생액에 관련한 유사한 연구들이 많이 진행되어 왔으나, 대부분이 기업규모와 산업에 상관없이 전체 기업을 대상으로 진행되어 실질적인 분석내용을 특정 산업에 적용하기가 힘들었다. 본 연구에서는 코스닥 등록 제조업체를 중심으로 분석하여 기업규모를 중견기업으로 한정하였다. 또한 제조 산업 특성에 따른 현금흐름과 그 발생액 요소와 기업가치의 실증분석을 통하여 기업규모와 산업특성을 고려한 연구결과를 통하여 신뢰성을 높이려고 했다.

통상적으로 현금흐름 발생액이란 재무제표 손익계산서 당기 순이익과 기업영업활동 현금흐름과의 차이를

말한다. 기업의 통상적인 영업거래에 대한 회계기록 기준이 거래의 발생주의 원칙과 수익비용대응원칙에 기반하여 거래를 기록하게 되어 있어서 실제 거래가 발생한 시점과 현금이 유입 또는 유출되는 시점에 차이가 나타나게 된다[2].

이러한 현상에서 볼 때 잠재적으로 기업은 현금흐름 위험에 노출이 되고 있다. 통상적으로 대부분의 매출이 현금으로 거래되는 것이 아니라 일정한 기간 현금이 묶여있는 매출채권이 발생된다. 또한 생산은 향후 거래가 될 재고를 발생시키며 향후 판매되어 현금이 유입되기 까지 일정기간 소요된다. 그리고 생산을 위한 원자재 구매는 매입채무를 발생시키는 것들이 주요 현금흐름 발생액으로 구성되고 있다.

이러한 발생액 및 그 요소들과 함께 통합적인 측면에서 볼 때 미래의 현금유입 요소인 매출채권, 재고와 현금유출이 되는 매입채무 요소와의 상계를 통하여 잔액에 기반을 둔 현금흐름 회전기간을 고려한 현금흐름 주기(cash flow cycle)를 매출액대비 주요 요소로 설정하였다. 그래서 같은 시차를 두고 영업이익과 시장가치인 기업주가의와의 영향도를 분석하여 보기로 하였다.

이는 사업운영자의 입장에서 운영 및 투자 결정을 위한 현금흐름 포지션을 쉽게 파악하고, 위험성을 고려한 안정적인 운영 판단을 하기위하여 현금흐름 주기를 간편하게 계산하여 경영의사 결정에 도움을 주고자하는 것에 본 연구의 부분적 의의를 둔다. 또한 투자자 입장에서는 상시적이고 잠재적인 위험에 노출되고 있는 단순한 매출액과 영업이익 보다는 매출과 이익에 연계된 현금흐름 요소를 파악하여 좀 더 합리적인 투자판단을 할 수 있다는 점에서 본 연구의 의의를 두고자 한다.

II. 이론적 고찰

1. 현금흐름과 발생액의 기업이익 관계성

최근에 현금흐름에 대한 연구는 현금흐름과 발생액을 포함하는 이익에 대하여 기업의 미래에 대한 이익추정과 시장가치에 대한 정보효과를 비교하면서 시작되었다[3]. 이는 기업이익의 질을 평가하는데 있어서 기존

의 공식적인 재무제표인 현금흐름표와 손익계산서의 유용성을 연구하면서 시작하였다고 볼 수 있다.

과거의 사례를 볼 때 거래의 발생에 기반을 둔 손익계산서 이익과 실제 현금흐름과의 차이, 즉 발생액이 회계 이익에 대한 영향을 주는지에 대한 의문점을 가져왔다. 발생주의에 근거한 회계이익과 현금흐름과의 차이가 손익계산서가 제공하는 단순한 회계이익보다는 추가적인 정보효과가 있는 것으로 나타났다[4].

반면에 재무제표가 공시된 이후에 현금흐름과 발생액은 이익 이외에 주가가치의 변동에 대한 추가적인 설명력이 없는 것으로 나타났다고 하는 보고서도 있다[5].

이러한 관계로 이익을 현금흐름과 현금흐름 발생액으로 구분하고 미래의 이익을 추정하고 기업가치를 설명하기 위한 연구들이 최근에 매우 활발히 진행되어 왔다.

회계이익만을 변수로 하는 1차 모형, 현금흐름과 발생액으로 분리한 2차 모형, 발생액을 주요 구성요소인 매출채권, 재고 그리고 매입채무로 구별하여 상관관계를 검증하는 3차 모형으로 발전되었다[6]. 그 검증 결과 이익을 구체적인 발생액 구성요소로 구별하였을 때 더 높은 유의적인 상관관계를 보였다.

2. 현금흐름과 발생액의 기업가치 연계성

기업의 이익을 구성하는 현금흐름과 현금흐름 발생액에 있어서 이익의 지속성을 예측하는데 서로 다른 특성과 차이를 보이고 있다는 것은 1996년 Sloan에 의하여 밝혀졌다. 그는 현금흐름과 발생액의 지속성 차이에 기반을 둔 미래이익의 예측과 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다[7].

그 결과 현금흐름과 발생액은 이익예측에 있어서 서로 다른 영향과 가중치를 가지고 있다는 것이 분석되었다. 뿐만 아니라 현금흐름 발생액과 현금흐름 구성요소로 구분하여 차별적으로 가중치를 부여한다면 향후 기업 이익과 기업 가치를 좀 더 정확하게 예측할 수 있다는 결론을 내놓았다[8].

그러나 회계정보 이용자들은 이익의 지속성을 파악하기 위하여 기업가치 평가에 이를 활용하지 못하고 있는 것으로 평가하였다. 이는 기업 가치평가에 있어서

아직도 손익계산서 상의 순이익이 기업가치 평가의 가장 큰 지표임을 시사하고 있는 것이다[3].

III. 연구결과

1. 연구범위 및 방법

본 연구의 분석대상 기업은 코스피의 대기업 대비 현금흐름 노출 위험성이 큰 코스닥 기업을 대상으로 하였으며, 제조기업 기반으로 서비스업종을 제거하여 업종의 유사성을 가지 법인으로 한정하여 다음과 같은 조건을 만족시키는 기업으로 선정하였다.

첫째, 2004년부터 2014년까지의 코스닥 제조업 기업으로 선정하였다. 1997년 11월부터 시작된 IMF 외환위기 등 비정상적인 경제 환경으로부터 벗어나 정상적인 경영환경이 시작되는 연도를 그 기준으로 하여 왜곡현상을 통제하였다.

둘째, 12월말 결산하는 동일한 시점과 재무구성 항목을 가진 기업으로 제한하였다.

셋째, 기업회계 데이터 정보의 적정성 및 신뢰성을 위하여 감사의견 적정으로 확인된 기업에 한정하였다.

넷째, 한국신용평가정보(Kis Value Library)에서 이용 가능한 기업에 한정하였다.

다섯째, 기업의 현금흐름은 기업활동 본연의 목적을 수행하는 것을 기반으로 하여 현금흐름표상 영업현금흐름과 그 주요 발생액에 한정하여, 자산부채 변동분을 발생액으로 정의하였다. 더불어 그 주요 발생액 요소인 매출채권, 재고, 매입채무 및 현금흐름 사이클 등을 변수로 정의하여 현금흐름과 발생액 및 그 요소들과 영업이익과 기업가치의 상관관계를 분석했다.

기존의 선행연구[2-4] 대부분은 기업가치에 주요 영향을 끼치는 영업이익, 순이익 이외에 현금흐름 총액 및 발생액 총액으로 기업가치와 연관관계를 연구하였다.

여섯째, 왜도 및 첨도에서 정규성 가정을 충족한 기업으로 한정하여 위와 같은 조건에 충족한 코스닥 기업 중 데이터 정보가 가능한 537개 기업을 대상으로 분석하였다.

2. 연구대상의 특성

본 연구는 대상 기업의 특성을 파악하기 위해 주요변수에 대한 기술통계량을 산출하였으며, 그 결과는 [표 1]과 같다.

평균 산출결과, 영업활동으로 인한 현금흐름 3,440(백만), 영업활동관련 자산부채변동 2,115(백만), 매출채권 증감 1,123(백만), 재고자산 증감 793(백만), 매입채무 증감 388(백만)으로 나타났다. 현금흐름사이클은 현금흐름 전환하여 평균 113(백만)으로 계산되었다. 기업 업력 22년, 기업규모 61,133(백만), 영업이익 3,234(백만) 그리고 기업 시장가치는 66,786(백만)으로 나타났다.

표 1. 기술통계

변수	M(SD)	최소치	최대치
영업활동으로 인한 현금흐름*	3,440.997 (4,057.557)	-11,202.02	21,014.32
영업활동관련 자산부채변동*	2,155.589 (1,826.925)	-4,239.91	10,795.91
매출채권의 증감*	1,123.009 (1,306.476)	-2,162.16	6,979.67
재고자산의 증감*	793.957 (940.661)	-2,017.59	4,698.66
매입채무의 증감*	388.488 (680.294)	-1,923.41	3,214.00
현금흐름 사이클	113.948 (86.065)	-368.00	558.00
기업 업력	22.173 (8.979)	8.00	45.00
기업규모*	61,133.637 (53,051.434)	3,920.48	456,068.05
영업이익*	3,234.508 (3741.000)	-7,140.96	19,603.17
기업 시장가치*	66,786.919 (70,395.674)	10,001.55	786,867.99

* 단위: 백만

한편, 연구대상 기업의 산업 분야에 대해 빈도분석(Frequency analysis)을 실시한 결과 전자, 컴퓨터, 영상, 음향, 통신장비 제조업(30.7%)로 가장 많았으며, 전기장비 및 기타 제조업(23.3%)도 상대적으로 많았다.

표 2. 산업 분야

산업 분야	N	%
식, 음료품	11	2.0
섬유, 의복, 가방	11	2.0
목재, 가구, 펄프 및 종이제품	10	1.9
화학물질 및 화학제품	29	5.4
의료용 물질 및 의약품	45	8.4
고무제품 및 플라스틱제품	22	4.1
비금속 및 금속 광물제품	51	9.5
전자, 컴퓨터, 영상, 음향, 통신장비	165	30.7
의료, 정밀, 광학기기 및 시계	29	5.4
전기장비 및 기타	125	23.3
자동차 및 트레일러, 운송장비	39	7.3
전체	537	100.0

3. 변수 간 상관관계

본 연구에서 활용된 주요 독립변수, 통제변수, 매개변수, 그리고 종속변수 간의 상관관계를 파악하고자 피어슨의 상관관계 분석(Pearson's correlation analysis)을 실시하였다.

전반적으로 상관계수는 모두 0.9 미만으로 나타나 변수들 간의 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단되었다. 영업이익은 영업활동으로 인한 현금흐름, 영업활동관련 자산부채변동, 매출채권의 증감, 재고자산의 증감, 매입채무의 증감과 유의한 정(+)적 상관관계를 보였으며($r>0, p<.01$), 현금흐름 사이클과는 유의한 부(-)적 상관관계를 보였다($r<0, p<.05$).

기업 시장가치는 영업활동으로 인한 현금흐름, 영업활동관련 자산부채변동, 매출채권 증감, 재고자산 증감, 매입채무 증감, 현금흐름 사이클과 모두 유의한 정(+)적 상관관계를 보였다($r>0, p<.01$).

3.1 영업이익에 영향을 미치는 요인

영업이익에 영향을 미치는 요인을 파악하기 위해 다중회귀분석(Multiple regression analysis)을 실시하였다.

영업활동으로 인한 현금흐름, 영업활동관련 자산부채변동, 매출채권 증감, 재고자산 증감, 매입채무 증감, 현금흐름 사이클을 독립변수로 투입하였고, 기업 연역,

표 3. 변수 간 상관관계

변수	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. 영업활동으로 인한 현금흐름* 1										
2. 영업활동관련 자산부채변동* .102*	1									
3. 매출채권의 증감* .151**	.736**	1								
4. 재고자산의 증감* .097*	.615**	.324**	1							
5. 매입채무의 증감* .202**	.354**	.582**	.424**	1						
6. 현금흐름사이클 -0.219**	.095*	-0.11	.250**	-.130**	1					
7. 기업 업력 -0.037	-.019	-.057	.093*	-.063	-.025	1				
8. 기업규모* .441**	.478**	.414**	.292**	.411**	-.335**	.241**	1			
9. 영업이익* .810**	.367**	.393**	.328**	.286**	-.088*	.008	.472**	1		
10. 기업 시장가치* .336**	.370**	.340**	.271**	.175**	.113**	-.266**	.148**	.376**	1	

** p<.01, * p<.05

기업규모, 그리고 산업분류를 통제변수로 투입하였다. 산업분류는 범주형 변수이기 때문에 더미변환을 하였는데, 가장 빈도가 높은 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업을 참조 범주로 하여 더미변수를 생성하였다.

회귀분석 결과 수정된 R제곱은 .789로 나타나 독립변수 및 통제변수가 종속변수인 영업이익을 78.9%로 나타냈다. F=109.886(p<.001)으로 나타나 회귀모형은 유의한 것으로 판단되었다.

Durbin-Watson 통계량은 1.0에서 3.0 사이의 값에 보이면 잔차의 독립성 가정을 충족한다고 할 수 있는데, DW 통계량은 1.9로 나타나 잔차의 독립성 가정도 문제없는 것으로 판단되었다. 한편 각 변수의 VIF 값이 10이상이면 다중공선성 문제가 있는 것으로 판단하는데, 모두 10미만으로 나타나 다중공선성 문제도 없는 것으로 판단되었다. 회귀계수의 유의성 여부를 검증한 결과 영업활동으로 인한 현금흐름, 매출채권의 증감, 재고자산의 증감은 영업이익에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며($\beta > 0$, $p < .001$), 매입채무의 증감은 영업이익에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났($\beta > 0$, $p < .01$).

표 4. 영업이익에 영향을 미치는 요인

Variables	β	t	p	VIF
영업활동으로 인한 현금흐름	.807***	33.716	.000	1.422
영업활동관련 자산부채변동	.007	0.156	.876	4.761
매출채권의 증감	.293***	7.388	.000	3.904
재고자산의 증감	.186***	5.705	.000	2.647
매입채무의 증감	-.103**	-3.342	.001	2.339
현금흐름사이클	.017	0.695	.488	1.545
기업 업력	.045	1.913	.056	1.359
기업규모	-.033	-1.014	.311	2.617
산업분류				
식, 음료품	.073**	3.475	.001	1.095
섬유, 의복, 가방	.028	1.328	.185	1.106
목재, 가구, 종이	.026	1.256	.210	1.093
화학제품	.032	1.466	.143	1.176
의료,약품	.018	0.753	.452	1.408
고무, 플라스틱	.006	0.266	.790	1.112
비금속, 금속 광물	.114***	4.761	.000	1.412
정밀, 광학기기	.022	1.030	.303	1.181
전기장비 및 기타	.083**	3.418	.001	1.458
운송장비, 트레일러	-.006	-0.258	.797	1.190

R2=.796, AdjR2=.789, F=109.886(p<.001)

*** p<.001, ** p<.01

3.2 기업 시장가치에 영향을 미치는 요인

기업 시장가치에 영향을 미치는 요인을 파악하기 위해 다중회귀분석(Multiple regression analysis)을 실시

하였다. 영업활동으로 인한 현금흐름, 영업활동 관련 자산부채변동, 매출채권 증감, 재고자산 증감, 매입채무 증감, 현금흐름 사이클을 독립변수로 투입하였고, 기업 연역, 기업규모, 그리고 산업분류를 더미변수를 통제변수로 투입하였다.

회귀분석 결과, 수정된 R제곱은 .384로 나타나 독립변수 및 통제변수가 종속변수인 기업 시장가치를 38.4% 정도 설명하는 것으로 판단되었고, F=19.115 (p<.001)로 나타나 회귀모형은 유의한 것으로 판단되었다. DW 통계량은 1.836으로 나타나 잔차의 독립성 가정도 문제없는 것으로 판단되었다.

한편, 각 변수의 VIF 값이 모두 10미만으로 나타나 다중공선성 문제도 없는 것으로 판단되었다. 회귀계수 유의성 여부를 검증한 결과 영업활동으로 인한 현금흐름은 기업 시장가치에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며($\beta>0$, $p<.001$), 영업활동관련 자산부채변동은 기업 시장가치에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났($\beta<0$, $p<.01$). 반면에 매출채권 증감, 재고자산 증감, 매입채무 증감, 현금흐름 사이클은 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 판단되었다.

표 5. 기업시장가치에 영향을 미치는 요인

Variables	β	t	p	VIF
영업활동으로 인한 현금흐름	.315***	7.706	.000	1.422
영업활동관련 자산부채변동	.234**	3.127	.002	4.761
매출채권의 증감	.077	1.133	.258	3.904
재고자산의 증감	.023	0.415	.678	2.647
매입채무의 증감	-.001	-0.010	.992	2.339
현금흐름사이클	.052	1.212	.226	1.545
기업 업력	-.236***	-5.902	.000	1.359
기업규모	.020	0.359	.720	2.617
산업분류				
식, 음료품	.026	0.715	.475	1.095
섬유, 의복, 가방	-.092*	-2.560	.011	1.106
목재, 가구, 종이	-.050	-1.399	.162	1.093
화학제품	.093*	2.503	.013	1.176
의료, 약품	.269***	6.620	.000	1.408
고무, 플라스틱	-.033	-0.911	.363	1.112
비금속, 금속 광물	-.043	-1.044	.297	1.412
정밀, 광학기기	.065	1.740	.082	1.181
전자장비 및 기타	.003	0.065	.948	1.458
운송장비, 트레일러	-.073	-1.946	.052	1.190

R²=.405, AdjR²=.384, F=19.115(p<.001)

*** p<.001, ** p<.01, * p<.05

3.3 영업이익의 매개효과

독립변수들과 기업 시장가치 사이에 영업이익의 매개효과를 검증하기 위해 베론과 케니의 위계적 회귀분석(Baron and Kenny's hierarchical regression analysis)을 실시하였다. 앞서 영업이익과 기업 시장가치에 모두 영향을 미치는 독립변수는 영업활동으로 인한 현금흐름 뿐인 것으로 나타났다. 따라서 독립변수에는 영업활동으로 인한 현금흐름만을 투입하였다. 그리고 통제변수는 영업이익과 기업 시장가치 중 하나라도 영향을 미치는 변수를 모두 투입하였는데, 결과적으로 기업 연역과 산업분류를 통제변수로 투입하였다.

그 결과 1단계에서는 영업활동으로 인한 현금흐름이 영업이익에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 2단계에서는 영업활동으로 인한 현금흐름이 기업 시장가치에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 3단계에서는 영업이익이 기업 시장가치에 유의한 정(+)의 영향을 미치며 영업활동으로 인한 현금흐름이 기업 시장가치에 미치는 영향은 2단계에서보다 크게 감소하는 것으로 나타났다($\beta=.360 \rightarrow .103$). 즉 영업활동으로 인한 현금흐름과 기업 시장가치 사이에서 영업이익의 매개효과는 유의한 것으로 판단되었다.

그리고 3단계에서 영업활동으로 인한 현금흐름이 기업 시장가치에 미치는 영향이 유의하지 않게 나타났기 때문에, 영업이익은 영업활동으로 인한 현금흐름과 기업 시장가치 사이에서 완전매개역할을 하는 것으로 판단되었다.

표 6. 영업이익의 매개효과

종속변수	독립변수	β	t	p
기업 시장가치	영업활동으로 인한 현금흐름	.360	9.648***	.000
	영업이익	.103	1.588	.113
기업 시장가치	영업이익	.308	4.824***	.000

*** p<.001

한편 추가적으로 소벨 테스트(Sobel test)를 실시하여 매개효과 유의성을 검증한 결과, 영업이익의 매개효

과가 유의한 것으로 나타났다($p < 0.01$).

표 7. 소벨 테스트

경로	Z	p
영업활동으로 인한 현금흐름 → 영업이익 → 기업 시장가치	6.786***	.000

*** $p < 0.001$

IV. 요약 및 결론

본 연구의 실증적 분석 결과는 [표 8]를 바탕으로 설명될 수 있다.

표 8. 실증적 분석 결과

종속변수	독립변수	결과
영업이익	영업활동으로 인한 현금흐름	정(+)의 영향
	영업활동관련 자산부채변동	-
	매출채권의 증감	정(+)의 영향
	재고자산의 증감	정(+)의 영향
	매입채무의 증감	부(-)의 영향
	현금흐름사이클	-
기업 시장가치	영업활동으로 인한 현금흐름	정(+)의 영향
	영업활동관련 자산부채변동	정(+)의 영향
	매출채권의 증감	-
	재고자산의 증감	-
	매입채무의 증감	-
	현금흐름 사이클	-
영업활동으로 인한 현금흐름 → 영업이익 → 기업 시장가치		완전매개효과

영업이익에는 영업활동으로 인한 현금흐름, 매출채권의 증감, 재고자산의 증감이 정(+)의 영향을 미치고, 매입채무의 증감은 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 매출채권의 증가는 매출이 증가한다는 것을 의미하고, 매출증가는 영업이익 규모를 높이는 결과를 가져온다는 측면에 기인한다. 그러나 매출채권의 증가는 현금흐름에 부(-)의 영향을 미치며 궁극적으로는 영업이익의 지속성을 약화 시키는 결과를 가져온다.

재고 역시 재고자산 증가는 매출단가를 낮추는 효과가 있어, 영업이익에 정(+)의 영향을 미치나 현금흐름

측면에서는 부(-) 영향을 미쳐, 이 역시 진부화 재고를 포함하여 영업이익의 지속성에 궁극적으로 부(-) 영향을 끼친다. 따라서 영업이익의 지속성은 단순한 손익계산서 상의 매출과 매출원가 등 손익측면만을 고려하는 것에서 벗어나, 현금흐름 측면의 요소들과 균형을 맞추는 것이 영업이익의 지속성을 유지하는 기반이 된다고 할 수 있다.

한편 기업 시장가치에는 영업활동으로 부(-)의 영향을 끼칠 것으로 현금흐름, 영업활동관련 자산부채변동은 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 결과적으로 영업활동으로 인한 현금흐름과 기업시장가치 사이에서 영업이익은 완전매개역할을 하는 것으로 나타났다.

이는 기업 가치를 대변하는 기업주가가 아직까지는 영업이익 등 손익계산서 상의 주요 이익지표에 영향을 더 받는다는 것을 알 수 있다. 이는 장기적인 관점에서 영업이익의 지속성을 위한 현금흐름 및 발생액 요소부터 기업가치가 고려되는 것이 아니라 단기적인 영업이익에 더 영향을 받는다는 것을 의미한다.

따라서 본 실증적 분석은 현금흐름, 발생액 및 그 요소들이 이익의 지속성에 대한 투자자들의 예측능력과 주가의 효율성에 영향을 미치는 중요한 요소임을 확인하였다는 점에서 그 의미를 찾을 수 있다.

본 연구는 연구대상이 코스닥 제조업의 특성을 반영하여 연구되었으나, 향후에는 제조업 업종별로 연구가 진행되어 현금흐름과 그 발생액 및 요소의 질에 대한 논의가 추가적으로 이루어져서 실질적으로 업종별로 세분화된 현금흐름 구조에 기반한 발생액 및 그 요소의 질적 분석이 이루어지기를 바란다.

참고 문헌

- [1] <http://legacy.www.hani.co.kr/section-004.html>
- [2] 이호갑, "기업성과측정치로서 회계이익과 현금흐름의 상대적 우월성," 회계연구, 제6권, 제2호, pp.205-222, 2001.
- [3] 권수영, 기은선, 서호준, "발생액의 질이 미래이익에 대한 추가 정보성에 미치는 영향," 경영학연구,

제41권, 제1호, pp.139-169, 2012.

- [4] G. P. Wilson, "The Relative Incremental Information Content of Accruals and Cash Flows :Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Date," Journal of Accounting Research, pp.165-200, 1986.
- [5] V. Bernard and T. Stober, "The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals," The Accounting Review, Vol.76, No.October, pp.624-652, 1989.
- [6] M. Barth, D. Cram, and K. Nelson, "Accrualsand the Prediction of Future Cash Flows," The Accounting Review, Vol.76, pp.27-58, 2001.
- [7] R. Sloan, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?," The Accounting Review, Vol.71, pp.289-316, 1996.
- [8] 김지홍, 백혜원, 고재민, "발생액의질과재무분석가의정보환경이이익예측정확도에미치는영향," 회계학연구, 제35권, pp.1-35, 2010.

양 동 우(Dong Woo Yang)

중신회원



- 1986년 2월 : 한양대 경영학과 (경영학석사)
 - 1986년 6월 : 한양대 경영학과 (경영학박사)
 - 2005년 3월 ~ 현재 : 호서대교 교수
 - 2015년 10월 ~ 현재 : 호서대 글로벌창업대학원 원장
- <관심분야> : 창업, 중소벤처경영, 기술경영

저 자 소 개

김 종 휘(Jong Hwee Kim)

정회원



- 1994년 5월 : Western Illinois University, USA 회계학(학사)
- 1996년 5월 : Illinois CPA License
- 1997년 5월 : Western Illinois University MBA
- 1997년 10월 : PWC & 삼일회계

법인

- 2000년 7월 : SAP Korea
- 2004년 1월 : KAL 경영전략본부
- 2016년 2월 : 호서벤처대학원 경영학 박사수료
- 2008년 1월 ~ 현재 : SAP Korea

<관심분야> : 기업 경영성과, 기업가치 혁신, 기업 소프트웨어