

## 재무분석가의 현금흐름예측과 발생액 이상현상\*

김종현

한양대학교 회계세무학과 교수

장석진

대진대학교 경영학과 조교수

## Analysts' Cash Flow Forecasts and Accrual Anomaly

Jong-Hyun Kim<sup>a</sup>, Seok-Jin Chang<sup>b</sup>

<sup>a</sup>Department of Accounting and Tax, Hanyang University, South Korea

<sup>b</sup>Department of Business and Administration, Daejin University, South Korea

*Received 31 August 2020, Revised 16 September 2020, Accepted 21 September 2020*

### Abstract

**Purpose** - The purpose of this study is to investigate whether financial analysts' cash flow forecasts mitigate the accrual anomaly. In addition, we examine whether the more accurate analysts' cash flow forecasts are the greater the decline of the accrual anomaly.

**Design/methodology/approach** - Data used in the empirical tests are extracted through KIS-VALUE and FN-GUIDE, and the sample consists of firms listed on Korea Stock Exchange for 7 years from 2005 to 2011. We test the hypotheses using multiple regression analysis and we also estimate the regressions with the decile ranks of the explanatory variables to minimize the influence of outliers.

**Findings** - We have failed to capture evidence that the provision of financial analysts' cash flow forecasts itself reduces the accrual anomaly. However, we find the accrual anomaly to be less severe when financial analysts provide more accurate cash flow forecasts. The findings are consistent in the regression models with the decile ranks as well as in the robustness tests that controlled the accruals quality.

**Research implications or Originality** - This study contributes to the expansion of related studies in the Korea by providing empirical evidence partially that the financial analysts' cash flow forecasts mitigate the accrual anomaly.

**Keywords:** New Audit Report, Key Audit Matters, Value Relevance of Non-Accounting Information, Ohlson Model, Financial Industry

**JEL Classifications:** C12, C31, M41

### I. 서론

재무분석가는 전문 지식과 다양한 정보를 활용하여 자본시장 참여자들에게 유용한 예측정보를 제공하고 있으며, 자본시장 참여자들은 전문가인 재무분석가가 제공한 예측정보를 적극적으로 투자 의사결정에 활용하고 있다. 이러한 배경에서 재무분석가는 과거에 매출액과 이익을 중심으로 예측정보를 제공하던 것에서 벗어나 목표주가,

\* 이 논문은 2019년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2019S1A5C2A04083153)

<sup>a</sup> First Author, E-mail: jhkim04@hanyang.ac.kr

<sup>b</sup> Corresponding Author, E-mail: changsj@daejin.ac.kr

© 2020 The Institute of Management and Economy Research. All rights reserved.

현금흐름 등에 대한 예측정보를 추가적으로 제공하고 있다. 재무분석가가 제공하는 현금흐름예측치는 이익예측치와 더불어 기업의 경영성과를 판단하는데 중요한 정보라는 점에서 자본시장 참여자들이 의사결정에 유용한 정보로 활용할 가능성이 높다.

한편, 당기순이익과 영업활동현금흐름의 차이를 의미하는 발생액은 학계에서 중요한 주제로 연구되어 왔다. 특히 자본시장 참여자들이 발생액의 지속성을 정확하게 평가하지 못하기 때문에 나타나는 발생액의 이상현상은 재무회계 분야에서 매우 흥미로운 주제로 인식되어 왔다. 발생액 이상현상(accrual anomaly)이란 발생액이 현금흐름에 비해 낮은 지속성을 보임에도 불구하고 자본시장 참여자들이 발생액의 지속성을 과대평가하기 때문에 나타나는 가격결정오류를 의미한다.

본 연구는 재무분석가의 현금흐름예측치 제공이 발생액의 이상현상에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 발생액 이상현상은 자본시장 참여자들이 발생액의 지속성을 정확하게 평가하지 못하기 때문에 발생한다. 재무분석가가 이익예측치와 더불어 현금흐름예측치를 추가적으로 제공한다면 자본시장 참여자들은 현재 발생액 정보뿐만 아니라 미래 발생액에 대한 예측을 용이하게 수행할 수 있다. 따라서 자본시장 참여자들이 발생액의 지속성을 보다 정확하게 평가할 수 있고, 그 결과 발생액의 이상현상이 완화될 것으로 추론된다. 이러한 논리에서 본 연구는 재무분석가가 현금흐름예측치를 제공한 기업에서 발생액 이상현상의 발생이 완화되는지를 검토하고자 한다.

재무분석가가 현금흐름예측치를 제공하는 것에 대해 자본시장 참여자들이 중요하게 고려하지 않을 가능성도 존재한다. 구체적으로, 자본시장 참여자들이 제공된 현금흐름예측치 중에서 정확하다고 판단한 예측정보만을 선택적으로 활용할 가능성이 존재한다. 즉, 자본시장 참여자들은 부정확한 재무분석가의 현금흐름예측치를 부정적으로 인식하고 정확한 현금흐름예측치만을 의사결정에 선택적으로 활용할 가능성이 높다. 따라서 본 연구는 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높을수록 발생액 이상현상의 발생이 감소하는지를 추가적으로 분석한다.

분석결과에 따르면, 재무분석가의 현금흐름예측치가 제공된 기업과 제공되지 않은 기업 간에 발생액 이상현상은 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다. 하지만 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높을수록 발생액 이상현상은 감소되는 것으로 나타났다. 이는 자본시장 참여자들이 제공된 현금흐름예측치를 단순하게 활용하는 것이 아니라 현금흐름예측치의 정확성까지 고려하여 의사결정을 수행한다는 것을 의미한다. 즉, 본 연구의 결과는 자본시장 참여자들이 재무분석가가 제공한 현금흐름예측치의 정확성까지 고려하여 발생액의 지속성을 평가한다는 간접적인 증거로 해석된다.

본 연구가 갖는 공헌점은 첫째, 비록 부분적인 증거이기는 하나 재무분석가의 현금흐름예측치가 발생액 이상현상을 완화시킨다는 실증적 증거를 제시함에 따라 발생액 이상현상에 관한 국내 연구를 확장하는 계기를 마련하였다는 점이다. 발생액 이상현상에 관한 해외 선행연구는 발생액 이상현상의 존재뿐 아니라 그 원인 및 감소방안에 대한 탐색까지 확장되고 있다(Sloan 1996; Xie 2001; Pincus et al. 2007; Call et al. 2013; Richardson et al. 2005; Mohanram 2014; Gordon et al. 2014 등). 반면에 국내에서는 실증연구 기간 및 표본에 따라 발생액 이상현상의 존재 여부조차 일관되지 않은 결과가 도출됨으로써 발생액 이상현상 관련 연구가 기초 단계에 머무르고 있다. 이러한 상황에서 본 연구의 실증적 증거는 국내 자본시장을 대상으로 한 발생액 이상현상에 관한 연구를 확장하는데 상당한 기여를 할 수 있을 것으로 기대된다. 둘째, 재무분석가가 제공하는 현금흐름예측정보의 유용성에 대한 추가적인 실증적 증거를 제시한다는 점이다. 즉, 자본시장 참여자들이 제공된 재무분석가의 현금흐름예측치에 순수하게 반응하는 것이 아니라 현금흐름예측치의 정확성까지 고려하여 의사결정을 수행한다는 본 연구의 결과는 재무분석가, 투자자 및 기업 등이 발생액의 가치관련성을 평가하고 이해하는데 도움을 줄 수 있을 것이다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구와 설정 가설을 기술한다. 제Ⅲ장에서는 연구설계를 기술하며, 제Ⅳ장에서는 가설을 검증하고 그 강건성 분석에 대한 결과를 정리한다. 마지막 제Ⅴ장에서는 요약과 결론을 제시한다.

## II. 선행연구 및 연구가설

### 1. 선행연구 검토

기업과 자본시장 참여자들 간에 존재하는 정보비대칭을 감소시키기 위해 많은 정보증개인이 존재한다. 그 중 재무분석가는 전문 지식과 다양한 정보를 활용하여 유용한 예측정보를 제공한다는 점에서 자본시장에서 중요한 정보증개인으로 인식되고 있다. 이러한 측면에서 재무분석가가 제공하는 예측정보의 종류도 다양화되고 있는 추세이다. 구체적으로 재무분석가는 매출액과 영업이익 등 기업의 성과와 관련한 예측정보뿐만 아니라 목표주가, 현금흐름 등과 같은 정보를 제공하고 있다. 최근에는 재무분석가의 현금흐름예측정보에 초점을 두고 다양한 연구들이 수행되고 있다. 선행연구들은 크게 재무분석가가 현금흐름예측정보를 제공하려는 유인을 분석한 연구와 현금흐름예측 정확성에 대한 연구로 구분된다.

우선, 재무분석가가 현금흐름예측정보를 제공하고자 하는 유인을 분석한 연구를 살펴보면, DeFond and Hung(2003)은 발생액의 절대값이 클 때 재무분석가가 이익예측치뿐 아니라 현금흐름예측치를 제공한다는 결과를 제시하였다. 발생액의 절대값이 클수록 이익의 질이 낮다는 것을 의미하므로 DeFond and Hung(2003)의 결과는 이익의 질이 낮을수록 자본시장 참여자들의 현금흐름예측정보에 대한 수요가 높다는 것으로 해석할 수 있다. 신호영과 오현민(2014)은 이익의 질에 대한 대응치인 유동재량발생액의 변동성이 재무분석가의 현금흐름예측정보 제공에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 유동재량발생액의 변동성이 감소할수록(이익의 질이 높을수록) 재무분석가가 현금흐름예측정보를 제공하려는 성향이 감소하는 것으로 나타났다. 즉, 이익의 질이 낮을수록 재무분석가가 현금흐름예측정보를 제공한다는 것이다 백혜원과 서영미(2018)는 유가증권상장기업을 대상으로 기업의 특성에 따라 재무분석가가 현금흐름예측정보를 추가적으로 제공하는지를 분석하였다. 분석결과에 따르면, 이익의 질이 낮을수록 재무분석가가 현금흐름예측정보를 제공하는 것으로 나타났다. 또한 유형자산, 대기업 여부 등이 재무분석가의 현금흐름예측정보 제공여부에 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

이상의 연구결과는 재무분석가가 이익의 질을 고려하여 현금흐름예측정보 제공 여부를 판단한다고 요약할 수 있다. 즉, 이익의 질이 낮을수록 해당 기업에 대한 자본시장 참여자들의 정보 수요는 높아질 것으로 예상된다. 따라서 선행연구의 결과는 이익의 질이 낮아짐에 따라 높아진 자본시장 참여자들의 정보 수요를 만족시키기 위해 재무분석가가 추가적으로 현금흐름예측정보를 제공하는 것으로 요약할 수 있다.<sup>1)</sup>

다음으로, 현금흐름예측 정확성에 대한 선행연구를 살펴보면, 김종현 등(2014)은 현금흐름의 지속성이 높을수록 재무분석가가 현금흐름예측정보를 제공하는지를 살펴보았다. 분석결과, 현금흐름의 지속성이 높을수록 즉, 현금흐름의 예측이 용이할수록 재무분석가가 현금흐름예측정보를 제공하는 것으로 나타났다. 또한 현금흐름의 지속성이 높을수록 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높음을 보고하였다. Call et al.(2013)은 재무분석가가 현금흐름예측정보를 제공할 때 보다 정교한 방법을 사용하며, 자본시장 참여자들이 이를 유용한 정보로 활용한다는 연구결과를 제시하였다. 이는 재무분석가가 현금흐름 예측정확성을 높이기 위해 노력을 기울이고 있으며, 자본시장 참여자들이 이를 긍정적으로 평가한다는 것을 의미한다. 현지원 등(2016)은 국내에서 이익예측정보와 더불어 현금흐름예측정보를 동시에 제공하는 재무분석가들의 이익예측 정확성이 높은지를 분석하였다. 분석결과를 살펴보면, 이익예측 정보만을 제공하는 재무분석가의 이익예측 정확성과 현금흐름예측정보를 동시에 제공하는 재무분석가의 이익예측 정확성 간에는 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다.

1) 이와는 달리, 정보제공 공급자 측면에서 Bilinski(2004)는 이익의 질이 낮을 때보다는 오히려 높을 때 재무분석가가 현금흐름예측치를 제공하려는 유인이 강하다는 연구결과를 보고하였다.

현금흐름예측 정확성에 대한 선행연구를 종합해보면, 재무분석가가 현금흐름의 속성을 이해하고 예측정보를 제공할 경우 현금흐름예측 정확성은 향상된다는 것을 알 수 있다. 그러나 국외의 경우와는 달리 국내 재무분석가의 현금흐름예측 정확성에 대한 실증적 증거는 명확하지 않다. 즉, 이익예측정보와 더불어 현금흐름예측정보를 동시에 제공하는 재무분석가의 이익예측 정확성이 높지 않다는 현지원 등(2016)의 결과는 정확하지 않은 재무분석가의 현금흐름예측정보가 자본시장에 제공될 가능성이 있다는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 자본시장 참여자들이 정확한 현금흐름예측정보만을 선택적으로 투자 의사결정에 활용할 것으로 예상되지만 이는 어디까지나 실증의 문제가 된다. 이러한 관점에서 본 연구는 재무분석가의 현금흐름예측정보가 발생액의 이상현상에 미치는 영향뿐만 아니라 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높을수록 발생액 이상현상의 발생이 완화되는지를 검토하고자 한다.

한편, 본 연구와 동일한 관점에서 재무분석가의 현금흐름예측정보가 발생액의 이상현상에 미치는 영향을 검토한 해외 선행연구도 존재한다. Mohanram(2014)은 재무분석가의 현금흐름예측정보가 발생액의 이상현상을 완화시키며, 재무분석가의 현금흐름예측이 정확할수록 발생액의 이상현상이 감소됨을 보고하였다. Gordon et al.(2014)은 20개국을 대상으로 재무분석가가 이익예측정보만을 제공하는 경우보다 이익예측정보와 현금흐름예측정보를 동시에 제공하는 경우에 발생액의 이상현상이 완화된다는 결과를 제시하였다. 또한 이러한 결과는 성문법(code law) 체계를 따르는 나라들보다 관습법(common law) 체계를 따르는 나라들에서 더 명확하게 나타남을 보고하고 있다.

해외 선행연구(Sloan 1996; Xie 2001; Pincus et al. 2007; Call et al. 2013; Richardson et al. 2005; Mohanram 2014; Gordon et al. 2014 등)와는 달리, 국내 자본시장을 대상으로 한 발생액 이상현상 실증연구는 기초 단계에 머무르고 있다. 즉, 발생액 이상현상의 존재 여부에 대해서만 검토하고 있으며, 연구결과도 일관되지 않고 있다.<sup>2)</sup> 주된 이유는 연구자마다 상이한 연구 기간 및 표본을 사용하고 있고, 국내 자본시장이 지니고 있는 특성(예: 성문법 체계, 공적 공시 등) 때문인 것으로 판단된다(이화득 외 2008; 남천현 2009). 그러나 본 연구는 국내 자본시장을 대상으로 재무분석가의 현금흐름예측치가 발생액의 이상현상을 완화시키지를 분석한다는 점에서 기초 단계에 머물고 있는 국내 선행연구를 확장하는데 크게 기여할 수 있을 것으로 기대한다. 뿐만 아니라 재무분석가의 현금흐름예측정보가 발생액 이상현상을 완화시키는지를 비교분석한 Gordon et al.(2014)의 연구에는 우리나라가 포함되지 않았다는 점에서 이들 연구와 차별된다.

## 2. 연구가설 설정

발생액 이상현상이란 발생액이 현금흐름에 비해 낮은 지속성을 보임에도 불구하고 자본시장 참여자들이 발생액의 지속성을 과대평가하기 때문에 나타나는 가격결정오류를 말한다. 즉, 자본시장 참여자들이 보고이익에 대해 기능적 고착화 현상을 보임으로써 미래 주가에 발생액의 특성이 충분히 반영되지 못하는 것이다. 이와 같은 측면에서 Sloan(1996)은 발생액이 큰 기업일수록 발생액의 지속성이 낮고 미래의 주가가 과대평가된다는 결과를 제시하였다. 또한 Xie(2001)와 Richardson et al.(2005)은 경영자가 발생액을 통해 이익조정을 수행하기 때문에 자본시장이 발생액 정보의 신뢰성을 낮게 평가하여 발생액의 가격결정오류가 나타난다고 주장하였다. 이와 같이 국외에서는 발생액 이상현상이 일반적으로 나타나는 것으로 알려져 있다. 국내에서도 남천현(2009)은 발생액 정보의 특성을 자본시장 참여자들이 제대로 이해하지 못하기 때문에 발생액 이상현상이 발생한다고 주장하였다. 즉, 국내에서도 자

2) 예를 들어, 최관과 백원선(2007)은 발생액의 질의 높고 낮음과 무관하게 모두 시장에서 과대평가되는 경향, 즉 발생액 이상현상이 존재한다고 주장하였다. 반면에 황이석 등(2005)은 외국인 및 기관투자자 지분율이 높은 기업에서만 발생액 이상현상이 발생한다는 결과를 보고하였으며, 김지홍 등(2008)은 이익을 조정하지 않은 기업에서만 발생액 이상현상을 발견할 수 있고 오히려 이익을 조정한 기업에서는 발생액 이상현상이 발생되지 않는다고 주장하였다.

본시장 참여자들이 발생액의 지속성을 과대평가하여 미래에 비기대수익률이 낮아진다는 것이다. 따라서 자본시장 참여자들이 발생액의 지속성을 제대로 평가할 수 있다면 국내에서 발생액의 이상현상이 발생하지 않을 가능성이 존재한다.

한편, 재무분석가는 전문 지식과 다양한 정보를 활용하여 자본시장 참여자들에게 유용한 예측정보를 제공하고 있으며, 자본시장 참여자들은 재무분석가의 예측정보를 활용하여 의사결정을 수행하고 있다. 이러한 측면에서 재무분석가는 과거에 매출액과 이익을 중심으로 예측정보를 제공하던 것에서 벗어나 목표주가, 현금흐름 등에 대한 정보를 추가적으로 제공하고 있다. 재무분석가가 제공하는 현금흐름예측치는 이익예측치와 더불어 기업의 경영성과를 예측하는데 중요한 정보라는 점에서 자본시장 참여자들에게 유용한 정보로 활용되고 있다(인창열 등 2017).

자본시장 참여자들은 재무분석가가 제공하는 이익예측치와 현금흐름예측치를 통해 해당 기업의 발생액 예측치를 용이하게 평가할 수 있다. 즉, 재무분석가가 제공하는 예측정보를 활용하여 당기순이익과 영업활동현금흐름 간의 차이를 의미하는 발생액이 미래에 어느 정도 수준일 것인지에 대한 예측이 가능해진 것이다. 뿐만 아니라 자본시장 참여자들은 재무제표를 통해 파악한 현재 해당 기업의 발생액 수준과 재무분석가가 제공하는 예측정보를 통해 측정된 미래 발생액 예측치를 통해 해당 기업의 발생액 지속성을 과거에 비해 보다 손쉽게 평가할 수 있다. 따라서 발생액의 지속성을 과대평가하기 때문에 나타나는 가격결정오류를 의미하는 발생액 이상현상이 발생할 가능성은 감소될 것으로 추론된다.

요약하면, 자본시장 참여자들이 재무분석가가 제공하는 이익예측치와 현금흐름예측치를 통해 해당 기업의 발생액 지속성을 보다 정확하게 평가할 수 있으며, 이로 인해 발생액의 이상현상이 나타날 가능성은 감소할 것으로 예상된다. Gordon et al.(2014)과 Radhakrishnan and Wu(2014)도 이와 같은 논리에서 재무분석가가 현금흐름예측정보를 제공할수록 발생액 이상현상이 완화된다는 결과를 제시하였다. 본 연구는 국내에서도 재무분석가의 현금흐름예측정보가 긍정적인 영향을 미치는지를 살펴보고자 한다. 이러한 논리와 선행연구 결과에 근거하여 다음과 같이 가설 1을 설정한다.

**H1** 재무분석가의 현금흐름예측정보가 제공되지 않은 기업에 비해 제공된 기업에서  $t$ 기 발생액과  $t+1$ 기 수익률 간에 음(-)의 관련성은 더 낮게 나타날 것이다.

한편, 현지원 등(2016)에 따르면 재무분석가가 이익예측정보와 현금흐름예측정보를 동시에 제공하는 경우 이익예측 정확성은 높지 않은 것으로 나타났다. 자본시장에서 전문가로 인정받고 있는 재무분석가의 예측정보가 부정확할 수 있다는 점은 자본시장 참여자들의 입장에서 매우 주의해야 할 부분일 것이다. 왜냐하면 재무분석가가 제공하는 예측정보가 부정확하다면 자본시장 참여자들이 재무분석가의 예측정보를 활용하여 합리적인 의사결정을 수행할 수 없기 때문이다. 따라서 자본시장 참여자들은 재무분석가의 예측정보가 단순 제공되는 것에 주목하는 것이 아니라 예측정보가 얼마나 정확한가를 더 중요하게 생각할 가능성이 높다. 즉, 재무분석가가 예측정보를 제공한다고 해서 자본시장 참여자들이 이를 바로 의사결정에 활용하는 것이 아니라 정확하게 예측된 정보만을 선택적으로 활용할 가능성이 존재하는 것이다.

이와 같은 관점에서 재무분석가의 현금흐름예측정보 활용과 관련하여 재무분석가가 정확하게 현금흐름을 예측할수록 현금흐름예측정보의 유용성은 향상될 것으로 예상된다. 즉, 자본시장 참여자들이 정확하다고 판단한 현금흐름예측정보만이 선택되고 활용될 것이다. 이러한 관점에서 Mohanram(2014)도 재무분석가의 현금흐름예측이 정확할수록 발생액의 이상현상이 감소한다는 결과를 보고하였다. 따라서 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높을수록 자본시장 참여자들이 해당 정보를 활용하여 발생액의 지속성을 보다 정확하게 평가할 것이고, 이를 통해 발생액의 이상현상은 감소할 것으로 예상된다. 이러한 기대에 따라 가설 2를 다음과 같이 설정한다.<sup>3)</sup>

**H2** 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높을수록  $t$ 기 발생액과  $t+1$ 기 수익률 간에 음(-)의 관련성은 더 낮게 나타날 것이다.

### III. 연구설계

#### 1. 연구모형

본 연구에서는 재무분석가의 현금흐름예측치가 제공된 기업과 제공되지 않은 기업 간에 발생액 이상현상의 발생 정도에 차이가 있는지를 살펴보기 위해 연구모형을 식 (1)과 같이 설정한다. 연구모형 (1)에서의 종속변수는 미래 비기대수익률에 대한 대응치인  $SAR_{t+1}$ 로  $t+1$ 연도의 4월부터  $t+2$ 연도 3월까지 1년 동안의 규모조정수익률이다. 독립변수로 설정된 변수들을 살펴보면  $TACC$ 는 총발생액으로 당기순이익에서 영업활동현금흐름을 차감하여 계산한다. 모형에서  $TACC$ 의 회귀계수( $\beta_1$ )가 음(-)의 값으로 유의하다면 현재 발생액이 미래 비기대수익률에 부정적인 영향을 미친다는 것을 나타내는 것이다. 즉, 자본시장 참여자들이 현재 발생액을 과대평가함으로써 미래의 비기대수익률이 낮아진다는 것을 의미한다. 따라서 국내에서 발생액의 이상현상이 존재한다고 할 수 있다.  $CFE$ 는 재무분석가의 현금흐름예측치가 존재하면 1, 아니면 0의 값을 갖는 디미변수이다. 모형 (1)에서 주된 관심변수는  $TACC$ 와  $CFE$ 의 상호작용변수인  $TACC \cdot CFE$ 이다. 만일,  $TACC \cdot CFE$ 의 회귀계수( $\beta_2$ )가 유의한 양(+의) 값을 나타낸다면 재무분석가의 현금흐름예측정보가 발생액의 이상현상을 완화시킨다는 것을 의미한다. 따라서 본 연구의 가설 1은 지지된다고 할 수 있다.

$TACC$ 와  $CFE$ 를 제외한 통제변수들은 미래 비기대수익률에 영향을 미치는 변수들로 설정한다(Fama and MacBeth 1973; Pincus et al. 2007; 이화득 등 2008; Gordon et al. 2014). 구체적으로, 기업 규모가 미래 비기대수익률에 미치는 영향을 통제하기 위해 자기자본의 시장가치에 자연로그를 취한 값  $MVE$ 를 통제변수로 추가한다. 또한 기업의 성장성이 종속변수에 미치는 영향을 통제하기 위해 장부가치 - 시장가치비율( $BM$ )을 모형에 포함한다. 추가적으로 이익과 주가의 이상현상을 억제하기 위해 이익 - 주가비율을 의미하는  $EP$ 를 통제변수로 설정한다. 마지막으로 단기 수익률의 추세를 통제하기 위해 당기의 규모조정수익률을 의미하는  $SAR_t$ 를 모형에 추가한다.<sup>4)</sup>

가설 2를 검증하기 위한 연구모형 (2)를 살펴보면,  $ACCURACY$ 를 제외한 종속변수와 통제변수는 연구모형 (1)과 동일하다.  $ACCURACY$ 는 재무분석가의 현금흐름예측 정확성을 나타내는 변수로 주당 현금흐름 예측치에서 실제 주당현금흐름을 차감한 값에 절대값을 취한 후 12월말 주가로 나누어 계산한다. 결과 해석의 용이성을 위해 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높을수록 해당 값이 큰 값을 갖도록 (-1)을 곱하여 분석에 사용한다. 따라서 재무분석가가 실제 현금흐름에 가까운 값을 예측할수록  $ACCURACY$ 는 0에 가까운 값을 보이게 되며, 예측정확성이 낮아질수록  $ACCURACY$ 는 음(-)으로 값이 작아지는 속성을 갖게 된다. 따라서 발생액과 재무분석가 현금흐름예측 정확성의 상호작용변수인  $TACC \cdot ACCURACY$ 의 회귀계수( $\beta_2$ )가 유의한 양(+의) 값을 보인다면 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높을수록 발생액의 이상현상이 감소할 것이라는 본 연구의 가설 2가 지지된다고 할 수 있다.

$$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t + \beta_2 TACC_t \cdot CFE_t + \beta_3 CFE_t + \beta_4 MVE_t + \beta_5 BM_t + \beta_6 EP_t + \beta_7 SAR_t + \epsilon_{t+1} \quad (1)$$

3) 본 연구는 가설 2를 검증하는데 있어 재무분석가가 현금흐름예측치를 제공한 기업만을 대상으로 분석을 수행한다. 구체적으로 재무분석가의 현금흐름예측 정확성을 측정할 수 있는 기업만이 가설 2의 분석표본이 된다.

4) 본 연구에서는 단기수익률 추세를 통제하기 위해 Jagadeesh and Titman(1993), 이화득 등(2008)의 연구와 일관되게 연구모형에  $SAR_t$ 를 포함하고 있으나, Gordon et al.(2014)의 연구에서는 고려하고 있지 않다.

$$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t + \beta_2 TACC_t \cdot ACCURACY_t + \beta_3 ACCURACY_t + \beta_4 MVE_t + \beta_5 BM_t + \beta_6 EP_t + \beta_7 SAR_t + \epsilon_{t+1} \quad (2)$$

- $SAR_{t(t+1)}$  : t(t+1) 회계연도 4월부터 다음연도 3월까지 1년간의 규모조정수익률
- $TACC_t$  : 총발생액/기초총자산
- $CFF_t$  : 재무분석가의 현금흐름예측치가 존재하면 1, 아니면 0
- $ACCURACY_t$  :  $(-1) \times |E(CFPS)_t - CFPS_t| / P_t$ 로 측정된 재무분석가의 현금흐름예측 정확성.  $E(CFPS)_t$ 와  $CFPS_t$ 는 각각 주당현금흐름 예측치와 실제치를 의미하며,  $P_t$ 는 12월말 주가
- $MVE_t$  : 자기자본의 시장가치에 대한 자연로그 값
- $BM_t$  : 장부가치-시장가치 비율
- $EP_t$  : 이익주가비율

## 2. 표본선정

본 연구의 분석기간은 2005년도부터 2011년도까지로 설정하였으며<sup>5)</sup>, 유가증권시장에 상장되어 있는 12월 결산법인을 대상으로 분석을 수행한다. 분석에 필요한 재무자료와 주가자료는 Kis-Value와 FN-Guide에서 추출하며, 금융업에 속하는 기업 및 자본잠식 기업을 제외한다. 또한 이상치가 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 이익 및 이익구성요소 변수들이 상·하위 1%를 벗어나는 경우 제거(truncation)한다. 이러한 절차에 따라 가설 1의 분석 표본은 3,338개 기업-연도 자료이며, 가설 2의 경우 재무분석가의 현금흐름예측치 자료가 입수 가능한 1,019개의 기업-연도 자료가 된다.

Table 1. 연구표본의 선정

표본 선정절차	표본 수(기업-연도)
2005년부터 2011년까지 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인	4,725
Kis-Value와 FN-Guide에서 재무자료 및 주가자료를 입수할 수 없는 기업	(1,207)
자기자본이 음(-)인 기업	(7)
이익 및 이익구성요소가 상·하 1%에 속하는 기업	(173)
가설 1의 표본	3,338
재무분석가의 현금흐름예측 정확성 자료를 입수할 수 없는 기업	(2,319)
가설 2의 표본	1,019

분석표본의 산업별 분포를 살펴보면, 가설 1 검증을 위한 분석표본 3,338개 중 제조업에 속한 기업-연도는 총 2,307개로 가장 많은 것을 알 수 있다. 다음으로 전문업(289개), 도매 및 소매업(229개)에 속한 기업의 순으로 나타났다. 연도별로 보면, 2005년부터 2011년까지 표본수가 증가하는 것으로 나타났다. 2011년의 표본수가 가장 많은 것으로 파악되었다. 그러나 가설 2 검증을 위한 분석표본인 재무분석가의 현금흐름예측치가 제공된 기업의 수는 점차 감소하는 추세를 보이고 있다. 구체적으로 2005년에 173개로 가장 많았으나, 2011년에는 92개로 가장 적게 나타났다. 이러한 분포가 나타난 이유 중 하나는 2011년도부터 국제회계기준의 도입으로 연결재무제표가 주재무제표가 됨에 따라 재무분

5) 본 연구에서 7개 연도(2005년-2011년)를 분석기간으로 설정한 이유는, 2011년도부터 국제회계기준의 도입으로 연결재무제표가 주재무제표가 되었기 때문에 자료의 비교가능성을 제고하기 위함이다.

석가가 현금흐름예측치를 제공하는 것이 다소 부담으로 작용했을 가능성을 들 수 있다. 즉, 연결기준으로 현금흐름예측치를 제공해야 하는 상황이기에 예측업무 수행을 위한 재무분석가의 추가적인 노력이 더 크게 요구되기 때문일 것으로 추론된다.

**Table 2.** 분석표본의 연도-산업별 분포

구 분	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	계
광업	0	1	1	1	1	1	1	6
농업	5	5	4	3	5	5	5	32
제조업	311	320	322	311	337	346	360	2,307
전기, 가스 및 수도사업	8	8	8	7	8	9	9	57
건설업	25	25	26	23	24	22	22	167
도매 및 소매업	28	31	33	31	36	34	36	229
운수업	14	13	14	15	16	16	17	105
숙박업	1	1	1	1	1	1	1	7
출판업	11	12	14	15	14	14	17	97
부동산서비스업	1	1	1	1	1	1	1	7
전문업	38	40	42	42	40	40	47	289
사업	0	1	2	3	3	3	3	15
교육	0	0	1	1	1	1	1	5
예술	1	1	2	2	3	3	3	15
계	443	459	471	456	490	496	523	3,338
재무분석가 현금흐름예측	173	174	169	149	143	119	92	1,019

주: 산업구분은 한국표준산업분류에 따른 것임.

## IV. 실증분석 결과

### 1. 기술통계량 및 상관관계분석

실증분석에 사용된 주요 변수들의 기술통계량을 요약하면 <Table 3>과 같다. 구체적으로 살펴보면, 미래의 비기대수익률을 의미하는 SART+1의 평균은 -0.011로 나타났다. 당기의 비기대수익률을 의미하는 SART의 평균과 중위수는 각각 -0.024와 -0.106의 값을 보였다. 재무분석가의 현금흐름예측치 제공 여부를 의미하는 CFF의 평균값은 0.305로 전체 표본 중 약 30.5%(3,338개 중 1,019개)의 기업에 대해 재무분석가가 이익예측치와 함께 현금흐름예측치를 제공하고 있음을 알 수 있다. 가설 2를 검증하기 위한 변수인 ACCURACY의 평균은 -0.175로 나타나 약 17.5% 정도 수준의 현금흐름예측오차가 발생하는 것으로 나타났다.

총발생액을 의미하는 TACC의 평균값과 중위수는 모두 -0.011로 나타났다. 기업규모를 의미하는 MVE의 평균값은 25,790으로 전체 표본의 시가총액 평균이 약 1,587억 원이라는 것을 알 수 있다. 장부가치-시장가치 비율을 나타내는 BM의 평균과 중위수는 각각 1.491과 1.264의 값을 보임으로써 전체 표본 중 저성장기업이 차지하고 있는 비중이 높다고 할 수 있다. 한편 이익주가비율인 EP의 평균은 0.047로 나타나 평균적으로 전체 표본이 주가의 약 4.7% 수준에 해당하는 이익을 획득하는 것으로 분석되었다.

Table 3. 주요 변수의 기술통계량

변 수	N	평 균	표준편차	최 소	중위수	최 대
$SAR_{t+1}$	3,338	-0.011	0.433	-0.868	-0.096	5.490
$SAR_t$	3,338	-0.024	0.590	-0.913	-0.106	24.337
$CFI_t$	3,338	0.305	0.461	0.000	0.000	1.000
$ACCURACY_t$	1,019	-0.175	0.386	-5.153	-0.064	-0.000
$TACC_t$	3,338	-0.011	0.075	-0.286	-0.011	0.232
$MVE_t$	3,338	25.790	1.750	22.198	25.381	32.680
$BM_t$	3,338	1.491	1.023	0.090	1.264	9.865
$EP_t$	3,338	0.047	0.883	-25.434	0.084	7.120

주: 1. 변수설명

- $SAR_{t(t+1)}$  : t(t+1) 회계연도 4월부터 다음연도 3월까지 1년간의 규모조정수익률  
 $CFI_t$  : 재무분석가의 현금흐름예측치가 존재하면 1, 아니면 0  
 $ACCURACY_t$  : 재무분석가의 현금흐름예측 정확성  
 $TACC_t$  : 총발생액/기초총자산  
 $MVE_t$  : 자기자본의 시장가치에 대한 자연로그 값  
 $BM_t$  : 장부가치-시장가치 비율  
 $EP_t$  : 이익주가비율

## 2. ACCURACY의 표본수는 1,019개 기업-연도 자료이다.

주요 변수들의 상관관계분석결과는 <Table 4>와 같다. 분석결과, 당기의 발생액( $TACC$ )과 미래 비기대수익률( $SAR_{t+1}$ ) 간에는 유의한 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 한편,  $TACC$ 와 당기의 비기대수익률을 의미하는  $SAR_t$  간에는 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 따라서 국내 자본시장에서 당기 발생액에 대해 과대평가가 이루어지고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 국내에서 발생액 이상현상이 존재한다고 보고한 선행연구 결과와 일치하는 것으로써 당기의 발생액에 대한 과대평가로 인해 미래이익이 기대보다 낮게 되고 이에 따라 미래에 음(-)의 비기대수익률이 발생하는 것으로 해석할 수 있다(이화득 등 2008).

Table 4. 주요 변수의 Pearson 상관계수

	$SAR_{t+1}$	$TACC_t$	$MVE_t$	$BM_t$	$EP_t$
$TACC_t$	-0.063 ***				
$MVE_t$	0.027	0.027			
$BM_t$	0.042 **	0.012	-0.449 ***		
$EP_t$	0.031 *	0.214 ***	0.053 ***	-0.063 ***	
$SAR_t$	0.011	0.038 **	0.128 ***	-0.155 ***	0.060 ***

주: 1. 변수설명은 <Table 3>과 동일함.

2. \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의성을 나타냄(양측검정).

## 2. 가설검증 결과

### 1) 가설 1의 검증 결과

(Table 5) Panel A는 본 연구의 가설 1을 검증한 결과를 보여준다. 구체적으로 살펴보면, TACC의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 이는 당기의 발생액에 대한 과대평가로 인해 미래에 음(-)의 비기대수익률이 발생한다는 것으로 국내에서 발생액의 이상현상이 존재한다는 것을 의미한다. 그러나 가설 1 검증에서 주된 관심변수인 TACC · CFF는 유의하지 않은 회귀계수로 포착되었다. 즉, 재무분석가의 현금흐름예측치가 제공된 기업의 경우 발생액 이상현상이 완화됨으로써 t기 발생액과 t+1기 수익률 간에 음(-)의 관련성이 더 낮아질 것이라는 본 연구의 가설 1은 지지되지 않았다. 이러한 결과는 자본시장 참여자들이 단순히 재무분석가 현금흐름예측치의 제공에 반응하는 것이 아니라 얼마나 정확한 예측정보가 제공되는냐를 보다 중요하게 인식하기 때문에 나타난 것으로 판단된다. 따라서 가설 2의 검증을 통해 이를 추가로 살펴볼 필요가 있다.

통제변수를 살펴보면, BM과 EP 모두 유의한 양(+)의 계수를 보임으로써 장부가치-시장가치 비율과 이익주가비율이 높을수록 미래에 초과수익률을 획득할 수 있음을 보여주고 있다. 또한 당기의 비기대수익률을 의미하는 SAR도 유의한 양(+)의 계수를 보임으로써 단기적 수익률 추세가 존재한다는 것을 알 수 있다. 그러나 기업규모를 의미하는 MVE는 예상과 달리 유의한 양(+)의 계수를 나타내는 것으로 분석되었다.

### 2) 가설 2의 검증 결과

(Table 5) Panel B는 본 연구의 가설 2에 대한 검증결과이다. 분석결과를 살펴보면 Panel A와 동일하게 TACC는 유의한 음(-)의 회귀계수를 나타내고 있다. 또한 주된 관심변수인 TACC · ACCURACY의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값으로 포착되었다. 이는 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높아질수록 발생액의 이상현상이 감소된다는 것을 의미하는 것이다. 따라서 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높을수록 t기 발생액과 t+1기 수익률 간에 음(-)의 관련성이 더 낮아질 것이라는 가설 2는 지지된다고 할 수 있다. Panel A와 Panel B의 결과에 기초할 때, 자본시장 참여자들은 정확한 재무분석가 현금흐름예측치만을 선택적으로 활용하여 투자의사결정을 수행하고 있음을 알 수 있다. 따라서 재무분석가와 같은 전문가들은 자본시장에 정보를 제공함에 있어 보다 정확한 정보를 제공하도록 주의를 기울일 필요가 있을 것이다.

통제변수의 결과를 보면 Panel A에 제시된 결과와 약간의 차이를 보이고 있다. 즉, BM과 SAR은 유의한 양(+)의 계수를 나타내고 있으나, 기업규모를 의미하는 MVE와 이익주가비율을 의미하는 EP의 회귀계수는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

**Table 5. 가설검증 결과**

Panel A (가설 1 검증결과)					
$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t + \beta_2 TACC_t \cdot CFF_t + \beta_3 CFF_t + \beta_4 MVE_t + \beta_5 BM_t + \beta_6 EP_t + \beta_7 SAR_t + \epsilon_{t+1}$					
변수	기대 부호	계수	t-값	계수	t-값
TACC	-	-0.439	-4.30***	-0.346	-2.83***
TACC · CFF	+			-0.294	-1.34
CFF	?			0.015	0.68
MVE	-	0.014	2.98***	0.011	1.80*
BM	+	0.031	3.81***	0.031	3.79***

<i>EP</i>	+	0.023	2.69 ***	0.023	2.60 ***
<i>SAR</i>	+	0.011	0.86	0.012	0.91
수정 $R^2$		0.010		0.010	
F값		7.42***		5.65***	
N		3,338			

Panel B (가설 2 검증결과)

$$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t + \beta_2 TACC_t \cdot ACCURACY_t + \beta_3 ACCURACY_t + \beta_4 MVE_t + \beta_5 BM_t + \beta_6 EP_t + \beta_7 SAR_t + \epsilon_{t+1}$$

변수	기대 부호	계수	t-값	계수	t-값
<i>TACC</i>	-	-0.636	-3.77 ***	-0.413	-2.15 **
<i>TACC*ACCURACY</i>	+			0.850	2.34 **
<i>ACCURACY</i>	?			0.011	0.32
<i>MVE</i>	-	0.002	0.19	0.002	0.23
<i>BM</i>	+	0.059	3.44 ***	0.062	3.55 ***
<i>EP</i>	+	-0.009	-0.51	-0.008	-0.46
<i>SAR</i>	+	0.125	3.90 ***	0.121	3.78 ***
수정 $R^2$		0.031		0.035	
F값		7.54***		6.24***	
N		1,019			

주: 1. 변수설명은 <Table 3>과 동일함.

2. \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의성을 나타냄(양측검정).

### 3. 추가분석

본 연구에서는 이상치가 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 이익 및 이익구성요소 변수의 상·하위 1%를 제거(truncation)하는 방식을 취하였다. 그럼에도 불구하고 나머지 설명변수의 이상치가 연구결과에 미칠 수 있는 영향을 통제할 목적으로 *CFF* 변수를 제외한 설명변수의 10분위수를 이용하여 회귀분석을 다시 수행하였다. 구체적으로, 설명변수로 사용된 각 변수의 연도별 본래 값을 기준으로 10개 집단으로 구분하고, 집단별 10분위수값(0-9)을 9로 나누어 0에서 1까지의 값을 갖는 순위변수로 전환하여 분석에 사용한다.

순위변수를 이용한 가설검증 결과를 요약하면 <Table 6>과 같다. 분석결과를 살펴보면, 관심변수의 회귀계수 크기가 다소 작아지고 유의성이 높아진 점을 제외하면 <Table 5>에서의 분석결과와 질적인 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다.

Table 6. 순위변수를 이용한 가설검증 결과

Panel A (가설 1 검증결과)

$$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t^{dec} + \beta_2 TACC_t^{dec} \cdot CFF_t + \beta_3 CFF_t + \beta_4 MVE_t^{dec} + \beta_5 BM_t^{dec} + \beta_6 EP_t^{dec} + \beta_7 SAR_t^{dec} + \epsilon_{t+1}$$

변수	기대 부호	계수	t-값	계수	t-값
<i>TACC</i>	-	-0.124	-5.14 ***	-0.113	-3.90 ***
<i>TACC*CFF</i>	+			-0.030	-0.59
<i>CFF</i>	?			0.039	1.19
<i>MVE</i>	-	0.106	3.85 ***	0.082	2.46 **
<i>BM</i>	+	0.162	5.85 ***	0.163	5.89 ***

<i>EP</i>	+	0.113	4.47 ***	0.111	4.42 ***
<i>SAR</i>	+	0.092	3.69 ***	0.095	3.80 ***
수정 $R^2$		0.029		0.028	
F값		20.56***		14.92***	
N		3,338			

**Panel B (가설 2 검증결과)**

$$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t^{dec} + \beta_2 TACC_t^{dec} \cdot ACCURACY_t^{dec} + \beta_3 ACCURACY_t^{dec} + \beta_4 MVE_t^{dec} + \beta_5 BM_t^{dec} + \beta_6 EP_t^{dec} + \beta_7 SAR_t^{dec} + \epsilon_{t+1}$$

변수	기대 부호	계수	t-값	계수	t-값
<i>TACC</i>	-	-0.141	-3.56 ***	-0.335	-4.78 ***
<i>TACC*ACCURACY</i>	+			0.382	3.01 ***
<i>ACCURACY</i>	?			-0.264	-3.51 ***
<i>MVE</i>	-	0.101	1.38	0.119	1.61
<i>BM</i>	+	0.177	3.42 ***	0.145	2.67 ***
<i>EP</i>	+	0.090	1.83 *	0.100	2.04 **
<i>SAR</i>	+	0.159	3.85 ***	0.157	3.79 ***
수정 $R^2$		0.031		0.041	
F값		7.57***		7.24***	
N		1,019			

- 주 1.  $TACC_t^{dec}$ ,  $MVE_t^{dec}$ ,  $BM_t^{dec}$ ,  $EP_t^{dec}$ ,  $SAR_t^{dec}$ ,  $ACCURACY_t^{dec}$ ,  $TACC_t^{dec} \cdot ACCURACY_t^{dec}$ 는 각각  $TACC_t$ ,  $MVE_t$ ,  $BM_t$ ,  $EP_t$ ,  $SAR_t$ ,  $ACCURACY_t$ ,  $TACC_t \cdot ACCURACY_t$ 의 본래 값을 기준으로 10개 집단으로 구분하고 집단별 10분위수값 (0-9)을 9로 나누어 0에서 1까지의 값을 갖도록 설정한 순위변수임  
 2. \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의성을 나타냄(양측검정).

한편, 선행연구에서는 이익의 질(quality)이 낮을수록 자본시장 참여자들의 현금흐름예측정보에 대한 수요를 충족시키기 위해서 재무분석가가 현금흐름예측치를 제공하려는 유인이 있음을 보고하고 있다(DeFond and Hung 2003; 신호영과 오현민 2014; 백혜원과 서영미 2018). 이러한 선행연구의 결과를 고려하여, 본 연구에서는 이익의 질을 통제한 상황에서도 재무분석가의 현금흐름예측치 제공 자체가 발생액의 이상현상을 완화시키는지, 그리고 현금흐름예측 정확성이 높을수록 발생액 이상현상의 발생이 더욱 감소하는지를 추가적으로 검토하였다. 구체적으로, 이익의 질에 대한 대응치로 발생액의 품질(AQ)<sup>6)</sup>을 회귀모형에 추가하여 분석하였으며, 그 결과를 제시하면 <Table 7>과 같다.

<Table 7>을 살펴보면, 발생액의 품질(AQ)을 통제했음에도 불구하고 가설 2는 강하게 지지되는 것으로 나타났다. 그러나 가설 1은 여전히 지지되지 않는 것으로 나타나 <Table 5>에서의 검증결과와 질적인 차이가 없는 것으로 분석되었다. 또한 전반적인 분석결과는 순위변수 회귀모형에서 더욱 유사함을 확인할 수 있다.

6) 발생액 품질(AQ)은 Dechow and Dichev(2002)의 방식으로 측정한다. 구체적으로, 식 (3a)와 같이 산업-연도별 횡단면 자료를 사용하여 운전자본발생액을 종속변수로, 과거·현재·미래의 현금흐름을 독립변수로 포함시킨 회귀식에 따라 5개년(t-4년부터 t년까지)의 잔차( $\nu_{j,t}$ )를 추정한다. 이후 식 (3b)을 이용하여 그 5개년 잔차의 표준편차( $\sigma_{resid}$ )를 계산한다.  $\sigma_{resid}$ 가 크다는 것은 운전자본 발생액이 과거, 현재 및 미래 영업현금흐름의 실현정도를 충분히 반영하지 못한다는 것을 의미한다. 즉, 운전자본발생액에 포함된 추정 오차가 커짐에 따라 발생액의 품질이 낮음을 뜻한다.

$$\Delta WC_{j,t} = \phi_0 + \phi_1 CFO_{j,t-1} + \phi_2 CFO_{j,t} + \phi_3 CFO_{j,t+1} + \nu_{j,t} \quad (3a)$$

$$\sigma_{resid} = \sigma(\nu_{t-4}, \nu_{t-3}, \nu_{t-2}, \nu_{t-1}, \nu_t) \quad (3b)$$

한편, 결과 해석의 용이성을 위해 실증분석에서는 발생액 품질(AQ)이 높을수록 큰 값을 갖도록  $\sigma_{resid}$ 에 (-1)을 곱하여 사용한다.

**Table 7.** 발생액의 품질(AQ)을 고려한 가설검증 결과

**Panel A** (가설 1 검증결과)

$$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t + \beta_2 TACC_t \cdot CFF_t + \beta_3 CFF_t + \beta_4 MVE_t + \beta_5 BM_t + \beta_6 EP_t + \beta_7 SAR_t + \beta_8 TACC_t \cdot AQ_t + \beta_9 AQ_t + \epsilon_{t+1}$$

$$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t^{dec} + \beta_2 TACC_t^{dec} \cdot CFF_t + \beta_3 CFF_t + \beta_4 MVE_t^{dec} + \beta_5 BM_t^{dec} + \beta_6 EP_t^{dec} + \beta_7 SAR_t^{dec} + \beta_8 TACC_t^{dec} \cdot AQ_t^{dec} + \beta_9 AQ_t^{dec} + \epsilon_{t+1}$$

변수	기대 부호	기본 회귀모형		순위변수 회귀모형	
		계수	t-값	계수	t-값
TACC	-	-0.054	-0.32	-0.151	-3.27 ***
TACC*CFF	+	-0.359	-1.57	-0.044	-0.84
CFF	?	0.012	0.56	0.046	1.36
MVE	-	0.013	2.03 **	0.104	2.98 ***
BM	+	0.028	3.22 ***	0.161	5.44 ***
EP	+	0.026	2.62 ***	0.109	4.15 ***
SAR	+	0.011	0.85	0.103	3.93 ***
TACC*AQ	+	8.198	1.88 *	0.136	1.80 *
AQ	?	0.608	1.66 *	-0.080	-1.76 *
수정 R <sup>2</sup>		0.010		0.029	
F값		4.35***		10.52***	
N		2,866			

**Panel B** (가설 2 검증결과)

$$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t + \beta_2 TACC_t \cdot ACCURACY_t + \beta_3 ACCURACY_t + \beta_4 MVE_t + \beta_5 BM_t + \beta_6 EP_t + \beta_7 SAR_t + \beta_8 TACC_t \cdot AQ_t + \beta_9 AQ_t + \epsilon_{t+1}$$

$$SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_t^{dec} + \beta_2 TACC_t^{dec} \cdot ACCURACY_t^{dec} + \beta_3 ACCURACY_t^{dec} + \beta_4 MVE_t^{dec} + \beta_5 BM_t^{dec} + \beta_6 EP_t^{dec} + \beta_7 SAR_t^{dec} + \beta_8 TACC_t^{dec} \cdot AQ_t^{dec} + \beta_9 AQ_t^{dec} + \epsilon_{t+1}$$

변수	기대 부호	기본 회귀모형		순위변수 회귀모형	
		계수	t-값	계수	t-값
TACC	-	0.229	0.79	-0.420	-4.42 ***
TACC*Accuracy	+	0.878	2.22 **	0.336	2.44 **
Accuracy	?	0.011	0.29	-0.242	-2.95 ***
MVE	-	0.000	0.04	0.125	1.53
BM	+	0.063	3.37 ***	0.159	2.67 ***
EP	+	-0.003	-0.06	0.102	1.94 *
SAR	+	0.107	3.13 ***	0.149	3.32 ***
TACC*AQ	+	32.049	2.96 ***	0.245	1.81 *
AQ	?	0.096	0.11	-0.150	-1.89 *
수정 R <sup>2</sup>		0.037		0.037	
F값		4.90***		4.93***	
N		914			

주: 1.  $AQ_t$ 와  $AQ_t^{dec}$ 를 제외한 변수설명은 <Table 3> 및 <Table 6>과 동일함.

$AQ_t$  : Dechow and Dichev(2002) 방식으로 측정된 발생액 품질

$AQ_t^{dec}$  : 발생액 품질( $AQ_t$ )을 토대로 구성된 10분위수 집단(0-9)의 값을 9로 나눈 값

2. \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의성을 나타냄(양측검정).

## V. 결론

본 연구의 출발은 재무분석가가 제공하는 현금흐름예측치가 발생액의 이상현상을 감소시키는 요인 중 하나로 작동할 수 있는지를 검토하는데 있었다. 그러나 국외의 경우와는 달리 국내 재무분석가의 현금흐름예측 정확성에 대한 실증적 증거가 명확하지 않은 상황에서 자본시장 참여자들이 제공된 현금흐름예측치를 순수하게 활용하는 것이 아니라 예측정보의 정확성까지 고려할 가능성이 존재한다. 따라서 본 연구는 재무분석가의 현금흐름예측치의 제공 및 현금흐름예측 정확성이 발생액 이상현상에 미치는 영향을 분석하였다.

분석결과에 의하면, 재무분석가의 현금흐름예측치가 단순히 제공되는 것 자체만으로는 발생액 이상현상을 완화시키지 못하는 것으로 나타났다. 그러나 재무분석가의 현금흐름예측 정확성이 높을수록 발생액 이상현상은 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 순위변수 회귀모형에서 뿐만 아니라 발생액의 품질을 통제한 회귀모형에서도 지지되었다. 따라서 자본시장 참여자들은 제공된 현금흐름예측치를 단순히 활용하는 것이 아니라 현금흐름예측치의 정확성까지 고려하여 자신들의 의사결정을 수행한다고 할 수 있다. 즉, 자본시장 참여자들은 재무분석가가 제공한 현금흐름예측정보의 정확성까지 고려하여 발생액의 지속성을 평가하고 있는 것이다. 이는 재무분석가와 같은 자본시장 정보중개인들이 투자자들에게 정보를 전달함에 있어 보다 정확한 정보를 전달하도록 노력해야 할 필요성이 있음을 시사한다.

본 연구가 갖는 공헌점은 첫째, 비록 부분적인 증거이기는 하나 재무분석가의 현금흐름예측치가 발생액 이상현상을 완화시킨다는 실증적 증거를 제시함에 따라 발생액 이상현상에 관한 국내 연구를 확장하는 계기를 마련하였다는 점이다. 발생액 이상현상에 관한 해외 선행연구는 발생액 이상현상의 존재뿐만 아니라 그 원인 및 감소방안에 대한 탐색까지 확장되고 있다(Sloan 1996; Xie 2001; Pincus et al. 2007; Call et al. 2013; Richardson et al. 2005; Mohanram 2014; Gordon et al. 2014 등). 반면에 국내에서는 실증연구 기간 및 표본에 따라 발생액 이상현상의 존재 여부조차 일관되지 않은 결과가 도출됨으로써 발생액 이상현상 관련 연구가 기초 단계에 머무르고 있다. 이러한 상황에서 본 연구의 실증적 증거는 국내 자본시장을 대상으로 한 발생액 이상현상에 관한 연구를 확장하는데 상당한 기여를 할 수 있을 것으로 기대된다. 둘째, 재무분석가가 제공하는 현금흐름예측정보의 유용성에 대한 추가적인 실증적 증거를 제시한다는 점이다. 즉, 자본시장 참여자들이 제공된 재무분석가의 현금흐름예측치에 순수하게 반응하는 것이 아니라 현금흐름예측정보의 정확성까지 고려하여 의사결정을 수행한다는 본 연구의 결과는 재무분석가, 투자자 및 기업 등이 발생액의 가치관련성을 평가하고 이해하는데 도움을 줄 수 있을 것이다.

본 연구의 분석기간이 7년(2005년~2011년)으로 비교적 짧고, 유가증권시장에 상장되어 있는 기업만을 대상으로 분석을 수행했다는 점에서 재무분석가의 현금흐름예측치가 발생액 이상현상에 미치는 영향을 포괄적으로 검토하지 못했다는 한계점을 지닌다. 또한 발생액 이상현상이 국내 자본시장에서 존재하는지에 대한 충분한 합의가 이루어지지 않은 상황이기에 본 연구결과의 해석에 주의를 기울일 필요가 있을 것이다.

## References

- 김중현, 장석진, 박희진 (2014), “현금흐름지속성이 재무분석가의 현금흐름예측에 미치는 영향”, *회계정보연구*, 32(3), 251-280.
- 김지홍, 고재민, 김상일 (2008), “이익조정 여부에 따른 발생액 이상 현상의 차이”, *회계학연구*, 33(3), 103-139.
- 남천현 (2009), “한국 자본시장의 발생액 이상현상”, *회계저널*, 18(3), 201-234.

- 백혜원, 서영미 (2018), “재무분석가의 현금흐름 예측 요인 분석”, *세무와회계저널*, 19(1), 9-31.
- 신호영, 오현민 (2014), “이익의 질과 재무분석가의 이익 및 현금흐름예측의 동시 발행”, *회계정보연구*, 32(3), 113-137.
- 이화득, 고종권, 김종현 (2008), “이익기업과 손실기업의 이익지속성과 자본시장의 반응”, *세무와회계저널*, 9(4), 85-119.
- 인창열, 김태희, 이명곤 (2017), “재무분석가의 현금흐름예측 활동이 정보비대칭에 미치는 영향”, *회계세무와 감사연구*, 59(2), 31-69.
- 최관, 백원선 (2007), “현금전환가능성에 따른 발생액의 질과 시장이상현상”, *회계학연구*, 32(3), 1-26.
- 현지원, 김영준, 이준일 (2016), “재무분석가의 영업현금흐름예측 여부와 이익예측 정확성”, *회계세무와 감사연구*, 58(4), 221-253.
- 황이석, 김문현, 이우중, 손병철 (2005), “발생액의 효율적평가에 영향을 미치는 요인”, *회계학연구*, 30(1), 59-91.
- Bilinski, P. (2014), “Do Analysts Disclose Cash Flow Forecasts with Earnings Estimates When Earnings Quality Is Low?”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 41(3-4), 401-434.
- Call, A., S. Chen, and Y. Tong (2013), “Are Analysts' Cash Flow Forecasts Naive Extensions of Their Own Earnings Forecasts?” *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 438-465.
- Dechow, P. and I. Dichev (2002), “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors”, *The Accounting Review*, 77(Supplement), 35-59.
- DeFond, M. and M. Hung (2003), “An Empirical Analysis of Analysts' Cash Flow Forecasts”, *Journal of Accounting and Economics*, 35, 73-100.
- Fama, E. and J. MacBeth (1973), “Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests”, *Journal of Political Economy*, 81, 607-636.
- Gordon, E., K. Petruska and M. Yu (2014), “Do Analysts' Cash Flow Forecasts Mitigate the Accrual Anomaly? International Evidence”, *Journal of International Accounting Research*, 13(1), 61-90.
- Jagadeesh, N. and S. Titman (1993), “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency”, *The Journal of Finance*, 48, 65-91.
- Mohanram, P. (2014), “Analysts' Cash Flow Forecasts and the Decline of the Accruals Anomaly”, *Contemporary Accounting Research*, 31(4), 1143-1170.
- Pincus, M., S. Rajgopal and M. Venkatachalam (2007), “The Accrual Anomaly: International Evidence”, *The Accounting Review*, 82, 169-203.
- Radhakrishnan, S. and S. Wu (2014), “Analysts' Cash Flow Forecasts and Accrual Mispricing”, *Contemporary Accounting Research*, 31(4), 1191-1219.
- Richardson, S., S. Sloan, M. Soliman, and I. Tuna (2005), “Accrual. Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices”, *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 437-485.
- Sloan, R. (1996), “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?”, *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Xie, H. (2001), “The Mispricing of Abnormal Accruals”, *The Accounting Review*, 76(3), 357-373.