

한국과 중국의 회계정보 가치관련성 비교연구*

鄭泰範**

<목 차>

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

1. 서론

2005년 이후 우리나라는 외국 주식의 국내 공모·상장에 대비하여 지속적인 제도 보완을 추진해오고 있으며, 현재 외국기업과 외국지주회사의 1차 상장(primary listing)까지 허용하고 자본금, 부채 비율 등의 상장요건을 국제적 정합성에 부합하도록 보완, 유지하고 있다. 외국기업 주식의 국내 상장은

* 이 논문은 2011년도 숙명여자대학교 교내연구비 지원에 의해 작성되었음.

** 숙명여자대학교 경영학부 부교수

기본적으로 동등주의 원칙에 따라 국내기업과 동일한 요건을 적용하나, 여러 곳에 산재되어 있는 관련 법령의 체계적인 파악을 위한 가이드북을 발간, 배포하는 등, 국내 주식 시장에 참여를 희망하는 외국기업을 위한 꾸준한 노력을 기울이고 있다. 2012년 12월 현재 우리나라에 상장되어 있는 외국기업은 유가증권시장에 5개사, 코스닥시장에 11개사로서 총 16개사에 이르고 있다. 이들 중 중국기업은 각각 3개사, 10개사로서 국내 상장 외국기업의 81%를 차지하고 있다. 따라서 우리나라의 주식시장이 외국기업에 개방된 이후 지금까지 진입한 외국기업은 중국기업에 편재되어 있는 한계점을 갖고 있다. 이는 향후 IR활동 등을 통하여 개선해 나아가야 할 과제일 것이다.

우리나라에서 주식 거래가 이루어지는 중국기업들의 주식 분포 상황을 살펴보면 최대주주 및 특수관계자의 지분이 평균 54%, 소액주주 지분율이 평균적으로 42%를 보이고 있다. 이는 우리나라에 상장한 중국기업의 대부분이 중소기업에 해당하는 규모의 기업으로서 아직까지는 대주주 지분이 과반수를 유지한다고 볼 수 있다. 소액주주는 발행주식 총수의 1%미만의 주식을 소유하는 주주를 말하며 따라서 소액주주들의 투자 결정은 주로 해당 기업이 제공하는 기본적인 회계정보에 의존할 것이다. 따라서 정기적으로 제공하는 재무제표를 비롯한 회계정보는 우리나라 상장 중국기업에 대한 투자의사결정의 주요 참고자료로서의 기능을 갖는지에 대한 근본적인 질문에 답할 수 있는 실증자료의 축적이 필요하다. 한편, 중국기업의 국내 상장과 관련하여 2011년에는 중국고성공고유한공사의 주식 거래가 정지되는 사건이 발생하면서 중국기업의 회계정보 신뢰성에 대한 시장의 평가는 커다란 의문을 제기함에 충분하다. 동 회사의 재무제표는 2010년 결산 재무제표에 회사의 은행 예금과 관련한 회계기록과 은행으로부터 획득한 독립적인 정보 사이에 불일치가 존재하였으며, 이러한 사실이 초래한 회사 회계기록의 적정성, 완전성, 정확성에 의문을 제기하여 외부감사인으로부터 계속적으로 의견거절 표명을 받고 있다 또한 이러한 감사의견거절로 발생한 상장폐지사유로 2012년 12월까지 주권의 매매거래가 계속 정지되고 있다.

상기의 중국기업 사례는 국내 증시에 상장하고 있는 중국기업의 주요 투자 의사결정 자료로서 활용되는 재무제표의 신뢰성에 대한 심각한 의구심을 제기 하며, 중국기업의 회계정보가 주식의 시장가치를 얼마나 잘 설명하는지와 관련된 회계정보 가치관련성에 대한 실증자료의 탐색을 요구하게 된다. 정태범 (2012)의 연구에서는 국내에 상장한 중국기업의 재량적 발생액을 살펴본 결과 국내 기업보다 유의한 수준으로 재량적 발생액이 높은 분석 결과를 제시함으로써 이러한 중국기업의 회계정보 신뢰성에 대한 의문을 지지하는 실증자료를 제시하고 있다.

본 연구에서는 자본시장의 개방으로 우리가 직면하고 있는 외국기업 중 특히 중국기업의 회계정보가 가지고 있는 가치관련성에 대한 실증분석 자료를 제공하고자 하며, 우리나라 기업의 가치관련성과의 비교 분석도 아울러 수행하고자 한다.

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

2. 연구배경, 가설의 도출

2.1 가치관련성의 등장 및 정의

다른 학문분야에서와 마찬가지로 회계학 분야에서도 1960년대 중반까지만 하더라도 연역적인 접근방법에 의한 회계원칙의 제정에 주로 관심을 가진 규범적 회계연구(normative approach)를 기반으로 하고 있었다. 이 접근방법에서는 어떠한 회계처리방법이 기업의 내재가치(intrinsic value)를 잘 측정

하느냐가 가장 중요한 관심사였으며 회계정보의 이용자는 회계처리방법에 대한 이해가 완벽하지 않으므로 어떠한 회계처리방법을 선택, 적용하느냐에 따라 정보 이용자를 체계적으로 오도할 수 있다는 사상을 전제로 하고 있다. 이러한 전제 하에서는 어떤 회계처리방법이 가장 최선의 방법인지에 대한 연역적인 고찰이 매우 중요한 기능을 담당한다. 그러나 이러한 규범적인 접근방법 하에서는 어떠한 회계원칙이라도 필연적으로 가질 수밖에 없는, 역사적 원가와 같은 과거의 거래에 의한 회계정보가 실질적으로 정보이용자의 투자 의사결정에 어떻게 사용되는지에 대한 궁금증을 해결할 수는 없었다.

Ball and Brown(1968)의 연구로서 회계정보가 공시되는 시점에 주가의 변화에 영향을 미침으로서 회계정보가 주식 시장에 새로운 정보로서의 역할을 하고 있다는 실증분석 증거가 제시됨으로써 그 이전의 규범적 접근방법의 회계학 연구방법은 자본시장을 토대로 하여 회계정보의 기능을 연구하는 방향으로 변화하게 된다. 이를 소위 정보적 관점(information perspective)의 연구 방법이라고 칭한다. 회계이론의 목적은 규범적인 것에서 벗어나 회계실무를 설명하고 예측하는 것이라는 실증회계이론(positive accounting theory)이 주를 이루게 되었다. 이 당시에는 미래현금흐름의 현재가치의 합으로 정의되는 기업가치는 그 기업의 주가로 관찰 가능하며 이러한 주가의 변화를 회계정보(주로 회계이익 정보)가 얼마나 잘 반영하느냐가 회계정보의 유용성을 결정하였다. 불확실성과 불완전성이 존재하는 시장에서 회계정보는 투자자의 의사결정에 도움이 된다는 회계정보의 정보적 관점이 대두된 것이다.

실증회계이론이 그 기반으로 하고 있는 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)은 회계처리방법의 차이가 기업의 가치에 영향을 주지 않는(즉, 미래 현금흐름의 차이를 가져오지 않는) 것이라면 이는 더 이상 주가의 변동에 영향을 주지 않는다는 것을 의미하며 정보이용자를 오도하지도 않음을 전제로 하고 있다. 하지만 이러한 시장의 효율성이 입증되지 않는 시장의 비효율성에 대한 실증분석결과가 누적되면서, 이러한 시장의 비효율성의 존재는 기업에 대한 기본적 분석 등을 통한 기업가치의 측정을 통하여 초과수익을 실현할 수

있다는 가능성을 보이고 있다. Ohlson(1995)이 초과이익모형(residual income model)을 근간으로 한 기업의 가치평가모형을 구축하면서 회계학의 연구 방향은 가치측정의 시각(measurement perspective)으로 전환된다. Ohlson모형 이전의 기업가치 즉, 주가는 배당할인모형에 따른 미래배당액의 현재가치 합으로 정의되었으며, 회계정보는 미래 배당을 추정하는 하나의 유용한 정보를 제공하는 간접 변수로서의 역할을 수행하였다. Ohlson의 연구로써 기업가치는 평가시점의 관찰가능한 회계변수로 나타낼 수 있게 되었으며, 비로소 회계정보가 기업가치를 결정하는 중요 변수로서의 기능을 하여 회계정보와 기업가치가 이론적으로 연결되게 되었다. Feltham과 Ohlson(1995)은 Ohlson모형을 확장하여 기업의 활동을 재무활동과 영업활동으로 세분한 가치평가모형을 개발하였으며, 동 모형에 따르면 '기업가치 = 평가시점의 순자산 장부금액 + 향후 초과이익 예상치의 현재가치 합'으로 표현된다. 기업의 향후 순이익의 예상치는 현재 시점의 순이익 정보를 토대로 예측할 수 있으며, 따라서 기업가치는 해당 기업의 순자산 장부금액과 순이익을 가지고 추정할 수 있다는 함축적인 의미를 담고 있다. 기본적으로 회계정보의 가치관련성이란 기업의 재무상태와 영업성과를 축약하고 있는 요약적 지표로서의 순자산 장부금액과 순이익 정보가 공시된 이후 기업의 주가를 얼마나 잘 설명하고 있는지를 판단기준으로 제시하고 있다. Barth et al.(2001)은 주가가 기업가치에 대한 시장의 믿음을 대변한다는 가정 하에 회계정보가 주가와 연관관계에 있을 때 가치관련성이 있다고 정의한다. 이러한 정의는 기업의 회계정보가 기업가치에 영향을 주는 여러 정보를 잘 요약한다면 가치관련성이 있다고 할 수 있다.(권수영 등, 2010)

본 연구에서는 국내 상장 중국기업을 대상으로 하여, 기업의 요약적 지표로서의 순자산 장부금액과 순이익 정보가 기업의 주가를 얼마나 잘 설명하는지를 실증분석하고자 한다.

2.2 가치관련성과 관련한 선행연구

순자산의 장부금액과 순이익으로 대표되는 회계정보의 가치관련성과 관련한 기존의 연구를 살펴보면 다음과 같다. Collins, Maydew and Weiss(1997)은 1953년부터 1993년까지의 기간 동안 미국의 주요 주식시장에 상장되어 있는 기업들을 대상으로 순자산과 순이익의 가치관련성 추세를 실증분석하였다. 순자산과 순이익의 결합 가치관련성은 40년 동안 증가하는 추세를 보였으며, 구체적으로는 순이익이 가져오는 추가적인 가치관련성은 감소하여 왔지만, 순자산의 추가적인 가치관련성이 증가 추세가 이를 상쇄하고 남음이 있음을 보이고 있다. 이러한 순이익의 가치관련성에서 순자산의 가치관련성으로 전이되는 추세는 순이익의 구성하는 항목 중 일시적 항목의 빈도 증가, 순손실 빈도의 증가, 전자부품 산업과 같이 무형의 재산에 대한 집중도가 높은(intangible-intensity) 산업의 등장 등을 그 원인으로 제시하고 있다. Francis and Schipper(1999)도 순자산의 주가 설명력은 증가하지만, 순이익의 주가 설명력은 감소함을 실증분석 결과로 제시하고 있다. King and Langli(1998)은 독일, 노르웨이, 영국 3국을 대상으로 순이익과 순자산의 주가설명력에 대한 실증분석을 수행하였다. 독일, 노르웨이, 영국의 주가설명력은 각각 40%, 60%, 70%으로 나타났으며, 순자산 및 순이익의 증분 설명력은 기간별, 국가별로 상이한 결과를 얻었다. 또한 독일과 노르웨이의 경우 순자산의 주가설명력이, 영국의 경우 순이익의 주가설명력이 보다 높음을 알 수 있었다. Graham, King and Bailes(2000)은 태국의 상장기업의 회계정보 가치관련성을 분석한 결과 미국 기업의 가치관련성보다 상대적으로 낮음을 보고하였으며, 회계이익의 주가설명력이 순자산의 주가설명력보다 낮음을 지적하고 있다. 특히 바트화 폭락이후에도 예상과 다르게 전체적인 회계정보 가치관련성의 하락을 발견할 수 없었다. Li and Park(2011)은 중국 상하이 증권거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 2006년 중국이 국제회계기준을 도입하면서 회계정보의 가치관련성에 차이가 발생하였는지 조사하였다. 중국기업은 국

제회계기준 도입 이후 회계정보의 주가 설명력이 증가(R2값이 0.264에서 0.476으로 증가)하였으며, 주가를 설명하는 주요 역할 변수가 순자산의 장부금액에서 회계이익 정보로 변화하였다.

본 연구는 중국기업의 회계정보 가치관련성을 한국기업과 비교 분석함으로써 국적이 상이한 기업간 횡단면 분석을 수행한 점이 선행 연구와 차별된다.

2.3 가설의 설정

본 연구는 국내에 상장한 중국기업의 재무제표 항목 중 요약적 지표로서의 기능을 하는 순자산 장부금액과 순이익 정보가 기업의 주가를 얼마나 잘 설명하는 지를 살펴봄으로써 회계정보 가치관련성을 살펴보고자 한다. 기업가치의 대용 변수로 사용하는 기업의 주가는 주식 시장에서의 수요와 공급 법칙에 의하여 결정되며 이는 시장참여자의 의사결정의 결과라고 할 수 있다. 따라서 순자산 장부금액과 순이익 정보와 같은 회계정보는 시장 참여자가 투자 의사결정시 사용하는 많은 정보 중 한쪽 축을 형성하고 있으며 이러한 회계정보가 실제로 투자 의사결정에 사용되기 위해서는 회계정보에 대한 신뢰성을 기반으로 한다. 최근 우리나라에 상장한 중국기업 재무제표의 신뢰성에 의문이 제기되는 상황을 전제할 때 이러한 중국기업의 주가가치 결정에 회계정보의 역할이 기대 이하일 것으로 예상되며, 본 연구에서는 다음의 가설을 설정한다.

(가설 1) 국내 상장 중국기업의 회계정보 가치관련성은 국내기업의 가치관련성보다 낮을 것이다.

Ohlson의 기업가치모형은 기업의 시장가치에 영향을 줄 수 있는 여러 변수들 중 순자산장부금액과 순이익이라는 두 가지 회계정보만으로 기업가치를 설명할 수 있음을 제시하여 회계정보의 위상을 제고하였다. 국내 상장 중국기

업의 회계정보 가치관련성이 높지 않을 것이라는 가설 1의 전제하에서는 상기 두 가지 회계정보가 기업가치를 설명함에 있어 각각의 증분 설명력 역시 높지 않을 것이라고 예측할 수 있다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

(가설 2) 국내 상장 중국기업의 순자산 장부금액 및 순이익의 주가에 대한 증분 설명력은 높지 않을 것이다.¹⁾

3. 연구 설계

3.1 연구 방법 및 변수의 정의

본 연구의 목적은 우리나라의 증권시장에 상장한 중국기업의 회계정보 가치관련성을 분석하고자 한다. 이와 아울러 국내 기업의 회계정보 가치관련성과도 횡단면적으로 비교 분석하고 유의적으로 차이가 있는지를 검증한다. 중국 기업과 국내 기업을 각각의 검증 표본으로 하여 두 표본 집단에 대한 회계정보(순자산 및 순이익 정보)의 주가 설명력을 산출한 후 이를 상호 비교 분석하기로 한다. 회계정보의 가치관련성은 주가를 종속변수로 하고, 순자산과 순이익을 독립변수로 한 회귀분석을 실시한다. 회귀분석식의 결정계수값(R^2)이 동 모형의 전체 설명력을 나타내는 것이므로 이 결정계수값이 높은지 또는 낮은지에 따라 독립변수가 종속변수를 얼마나 잘 설명할 수 있는지를 판단할 수 있다. 회귀분석 모형으로는 기존의 가치관련성 연구에서 일반적으로 사용하고 있는 Ohlson모형을 기반으로 한 다음과 같은 식을 사용한다.

1) 증분 설명력이라 함은 순자산 장부금액 (또는 순이익)만 포함된 가치관련성 검증 모형에 추가적으로 순이익(또는 순자산 장부금액)을 포함시킴으로써 전체 설명력이 얼마나 증가하는지를 뜻한다.

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{i,t} + \alpha_2 BV_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$P_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$P_{i,t}$: 기업*i*의 *t*기말 주가(보통주 1주당 시장가치)

$E_{i,t}$: 기업*i*의 *t*기말 보통주 1주당 순이익

$BV_{i,t}$: 기업*i*의 *t*기말 보통주 1주당 순자산(자기자본) 장부금액

위의 식(1)은 기업가치(즉, 기업의 주당 시장가치)를 설명하는 변수로 그 기업의 순이익과 순자산 장부금액의 두 독립변수를 사용하였으며, 식 (2)와 식(3)은 독립변수로서 각각 순이익과 순자산 장부금액 하나만을 사용한 모형이다. 각각의 회귀모형에서 얻어지는 결정계수값(R^2)은 독립변수가 종속변수인 기업의 주가를 얼마나 잘 설명하고 있는 정도를 의미한다. 또한 식(1)과 식(2)의 차이는 독립변수로 순자산 장부금액이 포함되어있는지 여부의 차이이므로 두 회귀분석식에서의 R^2 의 차이는 순자산장부금액의 증분 설명력이라고 할 수 있다. 마찬가지로 식(1)과 식(3)의 R^2 의 차이를 가지고는 순이익의 증분 설명력을 구할 수 있다.

상기 회귀분석식에서의 종속변수 및 독립변수의 측정은 다음과 같다. 먼저 기업의 주당 순이익은 각 회계연도의 당기순이익을 당기의 가중평균 유통보통주식수로 나눈 수치를 사용하며, 재무제표의 주식사항에서 얻을 수 있다. 기업의 순자산 장부금액은 각 회계연도말 순자산(자기자본)을 기말 현재 보통주식수로 나눈 값을 사용한다. 종속변수인 기업의 주가(1주당 시장가치)는 대부분의 연구에서 기업가치를 대표하는 변수이다. 이 주가 정보는 어느 시점의 주가를 사용하는지에 따라 달라질 수 있는 바, 동 연구에서는 독립변수인 순이익 및 순자산 장부금액 수치가 모두 재무제표에 공시되어 모든 투자자들이 이러한 정보를 모두 알 수 있는 시점의 주가를 사용한다. 우리나라의 경우 상장기업의 재무제표는 외부감사인의 감사를 마친 후 정기주주총회에서 확정되는데 그 시한은 사업연도 종료후 90일 이내로 되어 있다. 따라서 본 연구에서는 사

업연도 종료후 3개월 후(12월 법인의 경우 3월말) 주가를 사용하기로 한다.

3.2 표본의 선정

우리나라 증권시장에 외국기업으로서 중국기업의 상장은 2007년부터 이루어졌으며, 본 연구에서는 2007년부터 2011년까지의 기간을 대상으로 하여 표본을 추출하였다. 우리나라의 증권시장에 상장한 중국기업은 모두 한국표준산업분류(KSIC: Korea Standard Industry Code)상 하나의 산업, 즉 대분류로 전문, 과학 및 기술서비스업 내 중분류로 전문서비스업(M71000)에 포함되어 있다. 따라서 중국 기업과 비교하기 위한 국내 기업은 동 산업에 속하는 기업만을 선정하기로 한다.²⁾ 각 기업의 재무자료를 수집하기 위해서 KisValue의 데이터베이스를 활용하였다. 각 기업의 대상으로 연구의 독립변수와 종속변수를 얻을 수 없는 기업을 제외하였으며, 최종 표본의 구성은 <표 1>과 같다.³⁾

<표 1> 표본의 구성

기준연도 그룹	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	합계
국내기업	54	55	54	53	57	273
중국기업	2	3	11	22	23	61
합계	56	58	65	75	80	334

- 2) 국내 상장 중국기업은 모두 비금융 지주회사로서 전문서비스업으로 분류된다. 가장 먼저 우리나라에 상장한 중국기업은 3노드디지털그룹유한공사로서 2007년 8월에 상장하였다.
- 3) 표본이 단일 산업에 국한되어 있으므로 전체적인 표본수는 많지 않다. 중국기업의 경우 사업보고서만을 사용할 경우 표본수가 37개로서 매우 작으므로 본 연구에서는 반기보고서까지 확장하여 추가적인 24개의 표본수를 확충하여, <표 1>에 보이는 것처럼 총 61개의 표본 기업을 대상으로 하였다. 회귀분석의 결과에 의미 있는 해석을 부여하기 위해 가능한 한 충분한 표본수를 확보하려고 하였다.

4. 실증분석 결과

4.1 주요 변수의 기술 통계량 및 상관관계 분석

<표 2>에서는 각 국내기업과 중국기업, 그리고 전체 표본에 대해 본 연구에서 사용한 주요 변수 기술 통계량을 제시하고 있다. 1주당 시장가치는 전체 표본에서 평균 29,923원이며, 이를 국내기업과 중국기업으로 구분하여 보았을 때, 국내기업은 32,961원, 중국기업은 3,572원으로서, 중국기업의 주가가 현저히 낮은 사실을 알 수 있다. 우리나라 기업의 경우 주가의 최대값과 최소값의 차이 및 표준편차가 중국기업에 비해 매우 높은 값을 보임으로써, 주가의 범위가 매우 넓게 퍼져 있음을 알 수 있으며, 대기업과 중소기업이 표본에 혼재되어 있음을 짐작할 수 있다. 각 집단의 순자산 장부금액 및 주당 순이익 수치도 주가 자료에서처럼 중국기업은 국내기업에 비해 상대적으로 작은 값을 나타내고 있다. 이러한 특성은 우리나라에 상장한 중국기업의 대부분이 중소기업에 해당하는 기업으로서 주가를 비롯한 순자산 및 순이익 규모도 역시 높지 않음을 말하고 있다.

연구에서 사용할 변수의 기술 통계량 이외에 동 변수를 사용하여 계산할 수 있는 기타 투자지표로서 주가수익비율(PER: Price Earning Ratio)과 주가순자산비율(PBR: Price Book-value Ratio)이 있다. 주가수익비율은 주가를 주당 순이익으로 나누어 구할 수 있으며, 주가순자산비율은 주가를 1주당 순자산금액으로 나누어 구할 수 있다. 주가수익비율이 기업의 현재 또는 미래의 수익가치와 비교한 상대적 주가수준을 나타내는 지표인 반면, 주가순자산비율은 현재의 자산가치와 비교해 상대적 주가수준을 측정한 지표라는 점에서 차이가 있다. 국내기업의 평균 주가수익률은 102.12이고 중국기업의 평균 주가수익률은 33.54로서 중국기업의 주가수익률이 낮음을 알 수 있다. 이는 동일

<표 3> 주요 변수의 상관관계(피어슨 상관계수)

	P(주당 시장가치)	BV(주당 순자산 장부금액)	E(주당 순이익)
패널 A. 전체표본			
P	1		
BV	0.7489***	1	
E	0.5921***	0.6473***	1
패널 B. 국내기업			
P	1		
BV	0.7357***	1	
E	0.5769***	0.6339***	1
패널 C. 중국기업			
P	1		
BV	0.3937**	1	
E	0.5281***	0.7198***	1

***, ** : 1%, 5% 수준에서 유의함

<표 3>은 본 연구에서 사용하고 있는 변수들 간의 상관계수 값을 제시하고 있다. 종속변수인 주가와 독립변수인 주당 순자산금액 및 주당 순이익의 상관계수를 살펴보면, 국내기업 및 중국기업 모두 유의한 수준의 상관관계를 보이고 있다. 이는 독립변수인 순자산 장부금액과 주당 순이익 회계정보가 기업의 시장가치와 유의한 관계를 가지고 있음을 나타내는 것으로 두 독립변수 모두가 주가를 설명하는 유의한 설명변수라고 잠정적으로 결정할 수 있게 도와준다. 다만, 중국기업의 유의확률(p-value)이 국내기업의 유의확률보다 다소 높음으로서, 두 독립변수가 중국기업의 주가를 설명하는 설명력이 상대적으로 약할 수 있음을 생각할 수 있다.

추가적으로 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익도 서로 매우 높은 유의수준의 상관관계를 보이고 있으며, 이는 자산가치가 높은 기업도 수익가치가 높

음을 의미한다.

4.2 회귀분석 결과

본 연구의 목적은 국내에 상장한 중국기업의 재무제표에서 요약적 지표인 순자산장부금액과 주당 순이익이 주가를 얼마나 잘 설명하는지를 검증하는 것이다. 이를 위하여 중국기업뿐만 아니라 국내기업의 주가설명력과도 비교할 것이다. 주가설명력은 순자산 장부금액과 주당 순이익을 독립변수로, 주가를 종속변수로 한 회귀분석식을 통하여 검증할 수 있으며 그 결과는 <표 4>와 <표 5>에 제시되어 있다. 모형 1은 두 가지 독립변수를 모두 회귀분석식에 포함시킨 모형이며, 모형 2와 모형 3은 각각 순자산장부금액과 주당 순이익 변수만을 회귀분석식에 포함한 모형이다. 본 절에서의 설명의 편의를 위하여 아래에서는 모형 1을 결합모형이라고 칭하고, 모형 2와 모형 3을 각각 순자산 모형, 순이익모형이라고 칭하고자 한다. 그리고 각 회귀분석식에서의 결정계수값(R^2)은 회귀식의 적합도(goodness of fit)를 나타내며 이는 각 모형의 주가설명력을 의미한다. 결정계수는 회귀분석식에 의해 예측한 종속변수의 예상 값이 평균에서 떨어져 있는 차이의 제곱합을 종속변수의 실제 관측치가 평균 값에서 떨어져 있는 차이의 제곱합으로 나누어 계상되는 수치로서, 동 수치가 1에 가까울수록 회귀분석식에 의한 종속변수의 예상 값이 실제 관측치를 대부분 설명하고 있음을 의미하기 때문이다.

먼저 각 모형에서 독립변수인 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익 변수의 회귀계수값에 대한 유의성을 살펴보면, 국내기업은 세 가지 모형에서 모두 독립변수의 회귀계수값이 매우 높은 유의성을 보이고 있어 순이익정보와 순자산 정보가 주가의 형성에 있어 중요한 역할을 하고 있다고 보인다. 그러나 중국기업에서는 결합모형에 포함된 주당 순자산 장부금액의 유의성이 관찰되지 않고 있어 중국기업의 주가 형성에는 순자산의 정보력이 떨어짐을 알 수 있다.⁴⁾

<표 4> 국내기업의 주당 시장가치(P)에 대한 회귀분석 결과

모형1 : $P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{i,t} + \alpha_2 BV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형2 : $P_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형3 : $P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
변수	모형 2(순자산모형) 회귀계수(t값)	모형 1(결합모형) 회귀계수(t값)	모형 3(순이익모형) 회귀계수(t값)
절편	8,433.594 (4.13)***	7,451.053 (3.69)***	17,703 (7.75)***
<i>BV</i> (주당 순자산 장부금액)	0.636 (19.4)***	0.535 (12.88)***	
<i>E</i> (주당 순이익)		1.409 (3.85)***	4.396 (12.62)***
R^2	0.5398	0.5589	0.3308
R^2 차이 ¹⁾ (모형 1과 2)	0.0191		
R^2 차이 ²⁾ (모형 1과 3)	0.2281		

1) 주당 순이익 정보의 증분 설명력을 의미함

2) 주당 순자산 장부금액의 증분 설명력을 의미함

***, ** : 1%, 5% 수준에서 유의함

다음으로 국내기업과 중국기업의 추가설명력 차이를 살펴보자. 국내기업의 결합모형의 설명력은 55.89%로서 비교적 높은 설명력을 보이고 있다. 그러나 중국기업에 대한 결합모형의 설명력은 23.68%로서 국내기업의 설명력의 절반에도 미치지 못한다. 이는 중국기업 재무제표에서 얻을 수 있는 요약지표인

4) 국내기업과 중국기업을 대상으로 한 모형 1의 독립변수간 다중공선성의 문제를 파악하기 위하여 분산확대지수(variance inflation factors)를 산출한 결과 국내기업 모형 1에서는 1.672, 중국기업 모형 1에서는 2.075를 보이고 있어, 중국기업의 모형 1에서는 약간의 다중공선성의 문제가 발견되었다. 그러나 본 연구의 초점은 독립변수의 회귀계수값의 해석에 있는 것이 아니라 모형의 설명력인 R^2 의 증감여부를 살펴보는 것이므로 본 문제에 대한 추가적인 고려를 수행하지 않았다.

순자산 장부금액과 주당 순이익 회계정보가 주가를 설명하는 힘이 매우 약함을 뜻하고 중국기업의 회계정보 가치관련성이 매우 약하다는 실증분석 결과라고 할 수 있다. 이는 국내시장에 상장한 중국기업의 경우 선행연구에서 밝혀진 것처럼 재무제표의 신뢰성에 상당한 의구심을 가지고 있으며, 따라서 신뢰성에 의문이 있는 회계정보는 기업가치를 설명하는데 있어 매우 약한 가치관련성을 가질 수밖에 없다고 결론지을 수 있다. 동 결과는 향후 중국기업을 비롯한 외국기업의 국내 증시 상장에 있어 보다 효과적인 관리, 감독이 필요하며, 무계획적인 증시 개방이 시장전체에 미칠 수 있는 부작용을 예상하고 대처할 필요성을 제기한다.

<표 5> 중국기업의 주당 시장가치(P)에 대한 회귀분석 결과

모형1 : $P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{i,t} + \alpha_2 BV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형2 : $P_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형3 : $P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
변수	모형 2(순자산모형) 회귀계수(t값)	모형 1(결합모형) 회귀계수(t값)	모형 3(순이익모형) 회귀계수(t값)
절편	2,181.771 (3.30)***	2,063.896 (3.32)***	2,107.147 (4.02)***
<i>BV</i> (주당 순자산 장부금액)	0.649 (2.53)**	0.047 (0.13)	
<i>E</i> (주당 순이익)		3.128 (2.42)**	3.253 (3.68)***
수정 R^2	0.1328	0.2368	0.2582
R^2 차이 ¹⁾ (모형 1과 2)	0.1040		
R^2 차이 ²⁾ (모형 1과 3)	-0.0214		

1) 주당 순이익 정보의 증분 설명력을 의미함

2) 주당 순자산 장부금액의 증분 설명력을 의미함

***, **: 1%, 5% 수준에서 유의함

마지막으로 각 독립변수의 증분 설명력에 대한 실증분석 결과이다. 결합모형과 순자산모형의 차이는 독립변수에 주당 순이익 변수를 포함시켰는지 여부이다. 이는 결합모형의 설명력과 순자산모형의 설명력이 차이가 결국은 주당 순이익이 독립변수에 포함됨으로 인해 얼마나 설명력이 증가하였는지를 의미하는 것으로 이를 주당 순이익의 증분 설명력이라고 한다. 이와 마찬가지로 결합모형과 순이익모형의 각각의 설명력 차이는 주당 순자산 장부금액의 증분 설명력이라고 할 수 있다. 주당 순이익의 증분 설명력은 국내기업의 경우 1.91%이고 중국기업의 경우 10.4%이다. 한편, 주당 순자산 장부금액의 증분 설명력은 국내기업의 경우 22.81%, 중국기업의 경우 -2.14%이다. 이는 국내기업의 경우 주당 순자산 장부금액이 추가됨으로서 추가설명력이 매우 높아지며, 중국기업의 경우에는 이와 반대로 주당 순이익이 추가됨으로서 추가설명력이 제고됨을 알려주는 결과이다. 특이한 사항으로는 중국기업은 순이익모형이 가장 높은 설명력을 보이며, 주당 순자산 장부금액이 추가되면 설명력을 증가시키지 못하고 반대로 감소시키는 결과이다. 결합모형에서 순자산 장부금액의 회귀계수값이 유의성을 보이지 못하고 있는 것과 함께 고려하여 판단한다면, 이는 중국기업에 대해서는 주식시장에서 자산가치에 의한 평가보다는 수익가치에 의한 평가를 중시한다는 사실을 알려준다. 그러나 국내기업에 대해서는 주식시장에서 기업가치를 판단함에 있어 주당 순이익뿐만 아니라 주당 순자산 장부금액도 중요하게 사용하여 수익가치에 더하여 자산가치가 추가적인 역할을 수행함을 짐작케 한다.

5. 결 론

2000년대 들어 회계산업에 있어서는 세계적으로 국제회계기준의 적용 국가가 증가하면서 이제는 국경을 넘어 하나의 회계기준을 적용하는 추세를 보이

고 있다. 우리나라도 2011년도부터 모든 상장기업의 국제회계기준을 적용하여 재무제표를 작성, 공표하고 있다. 이러한 회계기준의 통일은 자국의 증권시장에 주권을 상장하던 시대에서 이제는 다른 나라의 증권시장에도 교차상장(cross listing)하는 시대로의 변화를 가속화시키고 있다. 심지어는 각국의 증권시장이 서로 통합하는 사례를 보이고 있다. 따라서 외국기업의 주식에 투자할 수 있는 기회가 많이 증가한 것이 사실이다. 투자의사결정에 있어 가장 중요한 기업가치의 평가에 사용되는 기본적인 요약 지표로서의 회계정보가 주식 가치를 얼마나 잘 설명하고 있는지에 대한 회계정보 가치관련성에 대한 연구는 이제 자국 기업에 국한되지 않고 자국 증권시장에 상장되어 있는 외국기업에까지 확장하여 서로 비교 분석이 필요하다. 우리나라의 경우 2007년부터 외국기업의 국내 증권시장 상장이 시작되었으며 지금까지 우리나라에 상장한 외국기업의 대부분은 중국기업으로 구성되어 있다. 기존 연구에 의하며 우리나라에 상장된 중국기업의 재무제표는 국내 기업과 비교할 때 이익조정 정도가 심하여 그 회계정보의 질에 의문을 제기한 바가 있다(정태범, 2012). 본 연구에서는 이러한 기존 연구의 결과를 확장하여 신뢰성에 의문이 가는 우리나라에 상장한 중국기업의 회계정보가 기업의 주가를 설명하는 정도인 가치관련성에 대한 실증분석을 수행하였다. 분석 결과 우리나라에 상장한 중국기업은 국내 기업과 비교할 때 현저히 낮은 가치관련성을 보이고 있으며, 기업의 자산가치를 나타내는 순자산보다는 수익가치를 나타내는 순이익 정보가 기업의 주가를 설명함에 있어 상대적으로 중요한 역할을 하고 있음을 알 수 있었다. 이러한 연구 결과는 중국기업의 회계정보의 질에 의문을 제기한 기존 연구의 결과를 한층 강화하는 것으로서, 기업가치의 설명에 주요 변수로 활용되지 않는 중국기업의 회계정보는 그 목적적합성도 상대적으로 떨어짐을 의미한다.

국내 상장 중국기업의 재무제표에 이익조정이 많다는 선행연구 결과와 회계정보의 가치관련성도 작다는 본 연구의 결과는 회계정보의 질을 설명하는 신뢰성과 목적적합성이라는 두 가지 대표적인 질적 속성에 모두 적신호가 존재함을 암시한다. 따라서 향후 중국기업의 회계정보가 기업가치를 잘 설명할 수

있는 목적에 적합한 정보를 산출할 수 있도록 제반 환경을 조성하는 노력이 필요하다.

증권시장의 국제화로 중국기업에 투자하는 일이 어렵지 않은 상황에서 투자의사결정의 주체인 투자자 보호를 위해 중국기업의 회계정보 역할에 대한 연구가 필요한 시점에서 중국기업의 회계정보 가치관련성을 검증하고자 한 것을 본 연구의 공헌도로 말할 수 있다. 그러나 아직까지는 우리나라에 상장한 중국기업의 숫자가 많지 않고 그 상장 기간도 짧은 점이 국내기업과 단순 비교하는 과정에서 무리가 있을 수 있다는 한계점을 갖고 있다. 또한 향후 중국내 증권시장에 상장한 기업과 국내 기업에 대한 비교 연구를 통하여 이러한 문제점을 보완할 필요성을 제기한다.

< 參考文獻 >

- 금융감독원 전자공시시스템, <http://dart.fss.or.kr>
- 금융감독원. 2007. 외국기업의 국내 공모·상장 추진에 따른 공시 제도 정비 등. 금융감독원 정례브리핑자료.
- 권수영, 김문철, 손성규, 최관, 한봉희. 2010. 자본시장에서의 회계정보 유용성. 신영사.
- 정태범. 2012. 국내 상장 중국기업의 이익조정 분석. 《중국학논총》 제35집: 225-243.
- 한국거래소. 코스닥시장기업정보센터. <http://ikosdaq.krx.co.kr>
- 한국거래소. 2012. 상장외국기업 주간동향.
- Ball, R. and Brown P., 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of Accounting Research* 6: 159-178.
- Barth, M. E., H. Beaver and W. R. Landsman., 2001. "The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View." *Journal of Accounting and Economics* 32: 77-104.
- Collins, D., E. Maydew and I. Weiss., 1997. "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years." *Journal of Accounting and Economics* 24: 39-67.
- Feltham, G. and J. Ohlson. 1995. "Valuation and Clean Surplus Accounting for

- Operating and Financial Activities.” *Contemporary Accounting Research*(Spring): 689-731.
- Francis, J. and K. Schipper., 1999. “Have Financial Statements Lost Their Relevance?” *Journal of Accounting Research* 37: 319-352.
- Graham, R., R. King, and J. Bailes., 2000. “The Value Relevance of Accounting Information During Financial Crisis: Thailand and the 1997 Decline in the Value of the Baht.” *Journal of International Finance Management & Accounting* 11(2): 84-107.
- King, R. and J. Langli., 1998. “Accounting Diversity and Firm Valuation.” *The International Journal of Accounting* 33: 529-567.
- Li, Jing and S. Park, 2011. “The Value Relevance Effects of IFRS Adoption: The Case of the People’s Republic of China.” *Korea International Accounting Review* 38: 199-218.
- Ohlson, J., 1995. “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation.” *Contemporary Accounting Research*(Spring): 661-687.
- Watts, R. and J. Zimmerman, 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, N. J., Prentice-Hall.

< ABSTRACT >

After Korea stock exchange allowed foreign firms to list their stocks on Korea stock market, many Chinese firms have listed their stocks. But prior studies raised the reliability problems on Chinese firms’ financial statements on the viewpoint of earnings management. This results gave the motivation of testing the value relevance of accounting information of Chinese firms.

This paper has taken the empirical test of value relevance of Chinese firms using the book value of net assets and earnings per share to verify the level of explanation of stock price. As a result, Chinese firms have less value relevance of accounting information comparing with Korean companies. And the income information has the incremental explanation power of stock prices while the net

assets have not. This kind of results reinforce the previous studies where Chinese firms' accounting information has less reliability. Therefore, it requires additional concern on Chinese firms in Korea stock market.

KEYWORDS: Chinese firms, Value relevance, BPS(Book-value per share), EPS(Earnings per share)

원고접수일	심사일정	1차수정	게재확정	출간
2012. 12. 30.	2013. 2. 13.	2013. 2. 19.	2013. 2. 21.	2013. 2. 28.