

중국기업의 이익반응계수*

鄭泰範**

<목 차>

1. 서론
2. 연구배경, 가설의 도출
 - 2.1 이익반응계수의 의미
 - 2.2 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

기업의 언어라고 할 수 있는 재무제표는 재무상태표, 포괄손익계산서, 자본변동표, 현금흐름표로 구성되어 있다. 이중 일정시점의 재무상태를 나타내는 재무상태표와 일정기간의 영업성과를 나타내는 포괄손익계산서를 가장 전통적이며 상대적으로 중요시되고 있는 재무제표라 할 수 있다. 과거부터 이러한 양대 재무제표의 중요성에 대해서는 동태론과 정태론으로 대표된다. 두 이론

* 이 논문은 2012년도 숙명여자대학교 교내연구비 지원에 의해 작성되었음.

** 숙명여자대학교 경영학부 부교수.

은 회계의 중심과제 또는 재무상태표의 본질과 목적을 재산계산에 있다고 보는지 아니면 손익계산에 있다고 보는지에 대한 논쟁으로 귀결된다. 정태론은 상법의 채권자보호사상으로부터 유래되었다. 대차대조표(재무상태표)를 처음 규정한 상법은 1673년의 프랑스의 商業條例(Ordinance de Commerce)로, 당시에는 상인간의 부정으로 인해 파산이 많았으므로 회계장부를 정리하여 재산상태를 밝힘으로써 기업의 채권자를 보호해야 할 필요성을 절감하였다. 채권자의 관심인 기업의 재산상태를 파악하는 수단으로서의 대차대조표의 기능을 상법의 채권자 보호 정신을 지지하는 방법으로 본다. 이와 대조적으로 동태론은 정태론의 채권자보호 입장은 달리 투자자보호의 입장을 취하고 기업의 수익력을 강조한다. 여기서는 대차대조표가 재산상태를 표시하는 것이 아니라 손익계산의 수단이 된다. 즉, 대차대조표는 수익, 비용의 미결산상태를 표시하는 표로서 기간손익계산을 가능하게 하는 수단으로 본다. 계속기업을 전제로 한 기업의 영업활동의 쏠기에서 발생하는 총손익을 각 기간에 정확히 배분하고 차기 이후에 이연시킬 부분은 대차대조표에 표시하는 것이다. 1900년대 이후 주식회사 제도의 발전, 증권시장의 발전과 더불어 미국에서 발전된 손익계산서 중시나 이익 중시의 회계사고, 투자자보호의 증권시장을 중심으로 하는 회계이론과 비슷한 것이다(남상오, 정운오 2007).

근본적으로 대차대조표의 목적과 본질에 대해 견해가 나누어졌던 정태론과 동태론은 손익계산서의 중요성이 가미되면서 자산평가와 이익측정의 관계로 발전한다. 손익계산서의 순이익이 대차대조표(재무상태표)의 이익잉여금으로 집계되면서 두 재무제표는 서로 불가분의 연계성을 가지고 있다. 따라서 자산의 평가기준을 어떻게 사용하는가에 따라 해당기간의 이익측정치도 변화할 수밖에 없으며, 기초와 기말의 자본가치를 비교하여 순이익을 측정하는 방법을 자본유지개념 또는 재산법이라 할 수 있고, 일정기간 기업에서 발생한 거래를 식별하여 수익과 비용으로 대응하여 순이익을 측정하는 방법이 소위 거래법 또는 손익법이라 할 수 있다.

재무상태표와 손익계산서 중 어느 재무제표가 우위성을 가지는지에 대한 그

동안의 여러 이론들은 나름대로의 주장의 근거를 갖고 있으며, 결국은 재무상태표와 손익계산서에서 알 수 있는 회계정보 각각의 유용성을 어떻게 활용하는지가 현재의 관심사라고 할 것이다. 특히 재무보고(financial reporting)의 목적이 투자자, 채권자 등이 미래 기업의 순현금흐름을 예측하는 데 유용한 정보를 제공하는 데 있다는 재무회계개념체계(conceptual framework)의 내용은 회계정보가 기업의 가치를 측정함에 있어 활용될 수 있어야만 그 정보의 가치를 인정할 수 있다고 설명할 수 있다. Ball and Brown(1968)의 연구로 비롯된 자본시장회계연구(market-based accounting research)에서는 기업의 가치 평가에 있어 회계정보의 역할을 주된 연구대상으로 하고 있으며, 최근 많이 사용하고 RIM 또는 Ohlson모형에 의하면 기업가치는 현 시점의 주당순자산가액과 미래 초과이익의 현재가치의 합수로 설명된다. 여기서 순자산가액은 재무상태표에서 얻을 수 있으며, 미래 초과이익의 예측치를 얻기 위한 기초자료는 손익계산서에서 얻을 수 있는 당기의 순이익 정보가 그 출발점이 된다. 즉, 대차대조표와 손익계산서의 회계정보 모두 그 유용성을 지니고 있다는 방증이다.

기존의 연구 결과에 따르면 우리나라에 주권을 상장하고 있는 중국기업에 대한 회계정보의 기업가치 평가 관련 가치관련성은 우리나라 기업과 비교할 때 상대적으로 그 관련성이 떨어지는 것으로 나타났다. 정태범(2013)의 연구에 따르면 주당 순자산장부금액과 주당순이익을 독립변수로 사용한 결합모형에서 국내기업의 주식가치를 설명하는 정도는 약 56%임에 비해 중국기업의 주식가치 설명정도는 약 24%에 그치고 있음을 알려주고 있다. 이는 중국기업의 기업가치 평가에 있어 회계정보의 유용성이 현저히 기대수준에 미치지 못함을 의미한다. 다만, 기업의 수익가치를 나타내는 순이익 정보는 자산가치를 나타내는 순자산장부금액보다 그 증분설명력이 높아 중국기업의 회계정보 중 순이익정보가 순자산장부금액보다 상대적인 우월성을 가짐을 짐작케 하고 있다.

본 연구에서는 우리나라의 자본시장에서 중국기업의 회계정보 중 순이익의

정보 유용성에 대한 실증분석을 수행하고자 한다. 앞서 설명된 것처럼 기업의 순이익 정보는 그 기업의 수익가치를 측정하는데 있어 중요한 역할을 담당하고 있다. 중국기업이 보고하는 순이익 정보 중 비기대치에 해당하는 부분에 대한 주가의 반응을 살펴보는 이익반응계수(earnings response coefficient)를 우리나라 기업과 비교하여 분석함으로써 순이익 정보의 유용성에 대한 또 다른 시각에서의 검증결과를 제시하고자 한다.¹⁾ 중국기업에 대한 투자의사결정시 회계정보 중 순이익 정보가 얼마나 중요한 역할을 하는지에 대한 자본시장 대상의 연구 결과의 축적은 앞으로 우리나라 증권시장의 국제화와 관련하여 의미 있는 자료로 기대된다.

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 이익반응계수의 의미

회계이익의 정보유용성 문제를 실증분석하는 연구에서 종속변수 또는 독립변수를 주식가격 자체 또는 순이익 금액 자체를 사용하기보다 그들의 변화액 형태로 측정한 변수를 사용한다. 주식 가격 자체 또는 순이익 금액 자체를 사용하는 price-level regression에 의존하지 않는 이유는 회계변수와 주식 가격과의 관계에 대한 엄격한 이론 모형이 아니었기 때문이다. 이론 모형이 없는

1) 순이익의 유용성은 순이익과 주가의 상호관련성을 분석하여 설명할 수 있다. 즉, 순이익의 변화가 기업가치(즉, 주가)의 변화와 관련성을 나타낸다면 이는 순이익 정보가 투자의사결정에 사용됨을 의미하는 것으로 본다(권수영 외 2010).

상태에서는 누락변수 문제(correlated omitted variables problem)때문에 회귀계수 추정치에 대한 해석이 어려워지는 문제가 있다(김권중, 김문철 2002). 이러한 이유로 주식가격과 회계이익 변수 모두 변화액 형태로 측정하는 방법을 사용하고 있다. Ball and Brown(1968)의 연구를 포함한 수많은 실증연구들에서 회계이익의 정보 유용성 분석에 사용된 변화액 변수는 주식초과수익률(abnormal return)과 비기대이익(unexpected earnings)이다. 연구결과 일관성 있게 비기대이익과 주식초과수익률 사이에는 양(+)의 상관관계가 있음을 밝혀 회계이익 정보의 유용성을 검증하였다. 이 때 기업에 따라 그 관계가 차이가 발생하는데 그 차이에 대한 연구주제를 갖고 있는 것이 이익반응계수(earnings response coefficient: ERC) 연구이다. 구체적으로 이익반응계수란 비기대순이익 1원에 대한 주가수익률의 반응정도를 가리키며 다음의 회귀식에서 회귀계수인 b 의 크기로 정의할 수 있다. b 의 값이 유의한 양(+)의 값을 가진다면 회계이익의 정보효과를 의미한다.

$$CAR_{i,t} = a + bUE_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

$CAR_{i,t}$: i 기업 주식의 t 기 주식누적초과수익률

$UE_{i,t}$: i 기업의 t 기 비기대순이익(총자산금액으로 deflate된 수치)

식(1)의 연구모형에서 독립변수로 사용되는 UE(비기대순이익)는 발표된 회계이익 수치가 당해 기업의 미래현금흐름에 대한 새로운 정보를 제공하는가를 분석하기 위해 사용되는 측정치이다. 그러나 회계이익이 발표되기 이전에도 투자자들은 다른 정보원천을 통해 기업의 이익 수준을 예상할 수 있으므로 회계이익 발표시에 새로운 정보가 되는 것은 예상하지 못했던 이익의 변화 부분으로 한정하여야 할 것이다. 그래서 회계이익 수치를 그대로 사용하지 않고 기대 이익과 달라지는 부분인 비기대순이익을 사용한다. 종속변수로 사용되는 CAR(주식초과수익률)는 해당 기업의 대상 기간 동안의 주식수익률에서 기대수익률을 차감한 것으로, 차감되는 기대수익률은 시장조정모형(market-

adjusted method) 등의 방법을 사용한 수익률을 사용한다.

본 연구에서는 국내 상장 중국기업을 대상으로 하여, 기업의 주식초과수익률이 비기대순이익에 유의적으로 반응하는 지를 관찰함으로써 중국기업의 회계이익이 추가(기업가치)에 영향을 미치는 요인을 반영하여 투자자의 의사결정에 사용되는지를 확인하고자 한다.

2.2 선행연구

Easton and Harris(1991)는 기존의 이익반응계수에 관한 연구에서 결정계수(R^2)가 낮은 문제점을 개선하기 위하여, 변화 금액(earnings change variable)뿐만 아니라 당기말의 순이익 금액(earnings level)을 모두 독립변수로 사용한 모형을 사용하였다. 두 변수 모두에서 유의한 결과를 얻어 비기대이익의 측정치로 두 변수 모두 주식수익률에 대한 정보효과를 제시하였다.

심한택, 손장익(2001)은 국내기업 중 주권을 해외 증권시장에 상장하고 있는 기업들을 대상으로 한 해외상장기업의 이익반응계수를 분석하였다. 해외상장기업은 각국의 증권거래소에서 요구하는 엄격한 상장요건과 공시 및 보고요건을 충족시켜 이익정보의 신뢰성이나 질이 높다고 기대하고 이러한 기업들의 비기대순이익이 갖는 이익반응계수는 해외비상장기업들의 이익반응계수보다 높다는 가설을 설정하였다. 연구결과 이 가설은 통계적 유의성을 갖고 지지되었으며, 해외상장 여부가 주식시장에서 good news로 작용함을 추론하였다.

정태범(2012, 2013)은 우리나라에 상장된 중국기업을 대상으로 회계정보의 신뢰성 및 가치관련성에 대한 실증분석 결과를 제시하였다. 중국기업의 재량적 발생액이 국내기업의 재량적 발생액보다 유의하게 크다는 연구결과를 얻었으며 이는 우리나라에 상장한 중국기업의 회계이익에 경영자의 재량에 의한 이익조정이 포함되어 회계정보의 신뢰성 저하를 지적하고 있다. 또한 주당 순자산장부금액과 주당순이익의 주가가치 설명력을 토대로 한 회계정보의 가치

관련성 실증분석에서는 중국기업의 가치관련성이 현저히 낮은 결과를 제시하고 중국기업의 회계정보가 목적적합성이 부족할 것이라는 가능성을 주장하였다. 다만, 주당순이익이 가지고 있는 주식가치에 대한 증분 설명력은 유의하게 높은 분석결과를 보이고 이를 기업의 수익가치를 통한 기업가치의 평가가 상대적으로 중요한 역할을 하고 있다.

2.3 가설의 설정

국내기업과 비교할 때, 국내 상장 중국기업의 회계정보 유용성이 높지 않지만 주당 순이익의 주가 설명력은 나름대로 그 기능을 유지하고 있다는 기존의 연구결과를 토대로 하여, 본 연구에서는 회계정보 중 회계이익에 한정하여 순이익의 변화분(비기대순이익)에 대한 주식초과수익률의 반응정도를 비교하고자 한다. 이를 위하여 다음의 가설을 설정한다.

(가설) 국내 상장 중국기업의 주식초과수익률이 기업의 비기대순이익에 반응하는 이익반응계수는 통계적으로 유의할 것이다.

3. 연구 설계

3.1 연구 방법 및 변수의 정의

본 연구에서는 국내 상장 중국기업의 이익반응계수를 관찰하고 이를 국내기업의 이익반응계수와 비교함으로써 중국기업의 회계이익 정보가 투자 의사결정에 유의적으로 사용되는지 여부를 분석하고자 한다. 분석에 사용한 회귀분

석식은 다음과 같다.

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 UE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 UE_{i,t} + \beta_2 UE_{i,t} * D_t + \beta_3 D_t + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DEBT_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

$R_{i,t}$: 기업 i 의 주식누적초과수익률(12개월의 월별 누적초과수익률)

$UE_{i,t}$: 기업 i 의 t 기 비기대순이익[(당기 순이익- 전기 순이익)/전기말 자산총액]

D_t : 더미변수(중국기업의 경우 1, 국내기업의 경우 0)

$SIZE_{i,t}$: 기업규모변수(기업 i 의 t 기의 시가총액의 자연로그 값)

$DEBT_{i,t}$: 부채비율(기업 i 의 t 기의 부채비율)

종속변수인 R 은 주식누적초과수익률로서 전기의 순이익의 공시가 완료되는 전기의 결산 종료 후 3개월 후부터 당기의 회계이익의 정보효과를 보기 위한 주식초과수익률의 누적을 시작한다.²⁾ 따라서 전 사업연도의 종료 후 4월말 주식초과수익률부터 다음 사업연도 시작 후 3개월 말까지의 매월 초과수익률을 누계한 누적수익률을 사용한다. 12월 결산법인의 경우를 예로 든다면 당기의 4월말부터 다음 기의 3월말까지의 누적초과수익률을 뜻한다. 이는 당해 연도의 회계이익의 유용성을 검증하기 위해서는 전기의 순이익 공시가 완료되는 시점부터 당기의 순이익 공시가 완료되는 시점까지의 기간 동안 순이익과 주가수익률의 상호관련성을 분석하는 것이 회계이익의 정보유용성을 파악할 수 있기 때문이다. 독립변수 UE 는 기업 i 의 t 기 비기대순이익 금액으로서 구체적으로는 t 기(당기) 순이익에서 $t-1$ 기(전기) 순이익을 차감하여 산출한다. 또한 다른 변수들이 수익률 또는 재무비율로서 변수간의 분포 범위가 상이함으로 인한 연구결과의 오도를 방지하기 위하여 비기대순이익 금액을 전기말 자

2) 초과수익률이라 함은 주식시장에서 기대되는 종합주가지수를 활용한 지수의 수익률을 초과하는 표본기업의 실제수익률을 의미한다.

산총액으로 deflate하였다. 비기대순이익을 구하는 이론적인 접근은 당기의 순이익에서 당기의 기대 순이익을 차감하는 것이며 이 때 기대 순이익을 구하는 방법에는 시계열모형과 재무분석가의 이익예측치 등이 사용될 수 있으나 이익의 발생에 랜덤워크 모형을 가정할 경우 전기의 실제 순이익을 당기의 기대 순이익으로 보는데 큰 무리는 없을 것이다. 또한 대부분의 기존 연구에서도 비기대순이익의 측정을 이와 같이 하고 있다. UE 변수의 회귀계수 값(β_1)이 기본적인 이익반응계수(ERC)를 의미한다. D 변수는 더미변수로서 본 연구에서 살펴보고자 하는 중국기업이 국내기업과 비교하여 이익반응계수에 차이가 있는지를 검증하고자 사용하는 변수이다. 즉, 기업이 중국기업일 경우 동 더미변수를 1로 지정하였으며, 만약 중국기업이 국내기업보다 이익반응계수가 유의적으로 크다면 동 변수의 회귀계수 값(식 (3)에서의 β_2)이 유의한 양(+)의 결과를 보일 것이다. 식(2)의 경우 더미변수를 포함하지 않은 회귀분석 식으로서 이 경우에는 중국기업과 국내기업을 별도의 검증 표본으로 하여 각각의 표본 집단에 대한 회귀분석을 수행하여 이익반응계수 β_1 을 상호 비교 분석할 것이다.

마지막으로 SIZE 와 DEBT 변수는 통제변수로서 기존의 연구에서 많이 사용한 이익정보의 시장반응에 영향을 많이 주는 대표적인 변수이다. SIZE 변수는 기업 규모에 따른 주식시장의 반응을 통제하기 위한 것이며, DEBT 변수는 부채비율에 따른 주식시장의 반응을 통제하기 위한 것이다. 일반적으로 기업의 규모가 증가하면 이해관계자 수가 증가하며 이에 따라서 기업에 대한 분석가의 수도 증가하여 순이익 공시 이전에 많은 정보가 시장에 전달된다. 이로 인하여 순이익 정보는 상당 부분이 이미 주가에 반영되어 있어 순이익의 정보 효과(informativeness)는 하락하고 이익반응계수는 감소한다. 부채비율이 높은 기업은 기업의 경영성과가 증가하면 채권자에 대한 채무상환가능성이 높아지고, 이 경우 주주의 부의 증가보다는 채권자에게 더 많은 효익을 가져다주게 된다. 따라서 부채비율이 높은 기업의 이익반응계수는 낮게 나타난다.

3.2 표본의 선정

중국기업의 국내 증시 상장은 2007년부터 이루어졌으며, 본 연구에서는 2007년부터 2012년까지의 기간을 대상으로 하여 표본을 추출하였다. 국내 상장 중국기업의 한국표준산업분류(KSIC: Korea Standard Industry Code)상 산업분류는 '전문, 과학 및 기술서비스업' 내 전문서비스업(M71000)에 포함되어 있다. 따라서 본 연구에서 표본으로 사용한 표본은 이 산업에 포함되어 있는 국내기업과 중국기업을 대상으로 하였다. 기업의 재무자료는 KisValue의 데이터베이스에서 수집하였으며, 본 연구에서 사용하는 변수인 주식초과누적수익률, 순이익, 총자산, 부채비율, 시가총액 등을 얻을 수 없는 기업을 제외한 후 최종 표본의 구성은 <표 1>과 같다. 표본이 단일 산업에 국한되어 있으므로 전체적인 표본 수는 많지 않다.

<표 1> 표본의 구성

기준연도 그룹	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	합계
국내기업	66	69	76	80	84	91	466
중국기업	2	7	12	13	13	11	58
합계	68	76	88	93	97	102	524

4. 실증분석 결과

4.1 주요 변수의 기술 통계량 및 상관관계 분석

<표 2>에서는 전체표본 및 국내기업, 중국기업 각각의 표본에 대해 본 연구에서 사용한 주요 변수의 기술 통계량을 제시하고 있다. 주식누적초과수익률

(R)은 국내기업의 경우 9.67%, 중국기업의 경우 -7.84%로서 중국기업의 경우 평균적으로 표본기간동안 종합주가지수를 가지고 기대할 수 있는 수익률을 초과하지 못하고 이를 하회한다는 것을 알 수 있다. 특히 주식초과수익률의 중위수가 부(-)의 수치인 점과 표준편차가 국내기업의 표준편차보다 크다는 점을 감안한다면 평균 이상의 중국기업이 종합지수에서 얻을 수 있는 수익률을 달성하지 못한다고 볼 수 있고, 이는 우리나라에 상장한 중국기업의 주식수익률이 상대적으로 저조한 상황을 짐작할 수 있다. 반대로 자산총액으로 deflate한 비기대순이익 금액(UE)의 경우 중국기업은 그 평균값이 0에서 많이 떨어져 있음에 비해 국내기업은 0에 가까움을 알 수 있다. 비기대순이익의 분포를 나타내는 표준편차는 국내기업이 더 높다. 이러한 결과는 중국기업의 경우 당기 순이익이 전년도 순이익과 많은 차이를 보이고 있으며 이는 중국기업의 순이익 추세가 매우 심하게 변동하고 있다고 할 수 있다. 반면 국내기업의 경우 평균적으로 순이익의 변화가 많지 않고 안정적인 행태를 예측할 수 있다.

기업의 주식 시가총액으로 측정된 기업규모 변수는 양쪽 모두 비슷한 통계량을 보이고 있지만, 부채비율은 중국기업이 약 50% 정도 높으며 그 분포도 국내기업보다 넓은 양상을 보이고 있다. 비기대순이익의 모양과 부채비율의 크기를 중심으로 추정할 수 있는 기술통계량의 특징은 중국기업의 재무상태의 안정성이 국내기업보다 상대적으로 불안정적인 형태임을 개관할 수 있다.

〈표 3〉은 본 연구에서 사용하고 있는 변수들 간의 피어슨 상관계수 값을 제시하고 있다. 전체표본에서 볼 수 있는 상관계수에서는 연구의 종속변수인 주식누적초과수익률이 비기대순이익 변수와 매우 유의한 수준을 갖고 있다. 이러한 유의성의 원천은 국내기업 및 중국기업 모두로 부터의 특징임을 알 수 있다. 다만, 국내기업의 유의성이 중국기업의 유의성보다 상대적으로 높다. 또한 국내기업 및 중국기업 모두에서 본 연구에서 통제변수로 사용하려는 기업 규모변수와 부채비율이 종속변수와 양(+)의 관계를 나타내고는 있지만 그 유의성이 없는 점이 특징적이다. 독립변수간의 상관계수 값은 중국기업의 경우

에서만 유의한 결과를 보이고 있다. 즉, 중국기업의 경우 기업규모가 클수록 비기대순이익이 높으며, 반면에 부채비율은 작아짐을 알 수 있다. 기업규모가 큰 기업이 순이익의 변화가 심하며, 반대로 재무상태는 안정적이라는 설명이 가능할 것이다.

〈표 2〉 주요 변수의 기초통계량

변수	평균값	중위수	최대값	최소값	표준편차
패널 A. 전체표본					
R	0.0855	0.0225	1.7938	-1.2476	0.4198
UE	0.0132	-0.0011	3.8532	-0.7213	0.2191
SIZE	25.9616	25.7259	30.5179	22.2413	1.5293
DEBT	0.6351	0.4262	8.6787	-4.3468	0.8176
패널 B. 국내기업					
R	0.0967	0.0311	1.7938	-1.2475	0.4172
UE	0.0099	-0.0023	3.8532	-0.7213	0.2277
SIZE	26.0150	25.7589	30.5180	22.8237	1.5440
DEBT	0.6036	0.4196	5.8219	-4.3468	0.7111
패널 C. 중국기업					
R	-0.0784	-0.1773	1.0496	-0.6706	0.4310
UE	0.0397	0.0392	0.2855	-0.6155	0.1252
SIZE	25.3080	25.4595	27.2837	22.2413	1.1663
DEBT	0.9113	0.4288	8.6787	-0.4149	1.4296

〈표 3〉 주요 변수의 상관관계(피어슨 상관계수)*

	R	UE	SIZE	DEBT
패널 A. 전체표본				
R	1			
UE	0.2118***	1		
SIZE	0.0573	0.0569	1	
DEBT	0.0521	-0.0092	-0.0001	1
패널 B. 국내기업				
R	1			
UE	0.2197***	1		
SIZE	0.0396	0.0244	1	
DEBT	0.0410	0.0429	0.0214	1
패널 C. 중국기업				
R	1			
UE	0.3023*	1		
SIZE	0.0245	0.5795***	1	
DEBT	0.0017	-0.2023	-0.3227*	1

***, * : 1%, 10% 수준에서 유의함.

4.2 회귀분석 결과

본 연구의 목적은 국내에 상장한 중국기업의 재무제표에서 추정할 수 있는 비기대순이익 회계정보가 주식시장에서 정보효과를 얼마나 가지고 있는지에 대한 실증분석 자료를 제시하고자 하는 것이다. 국내기업의 정보효과도 분석

하여 두 그룹간의 비교분석도 같이 수행한다. 분석결과는 <표 4>에 제시하였다. 여기서는 국내기업과 중국기업을 모두 포함한 전체표본을 대상으로 연구 모형에서 제시한 식(2)의 모형을 적용한 회귀분석결과와 두 그룹을 각각 분리하여 동일한 모형을 적용한 분석결과를 포함하고 있다.

<표 4> 전체표본 및 국내기업, 중국기업에 대한 회귀분석 결과

모형 : $R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 UE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + e_{i,t}$			
	전체표본	국내기업	중국기업
변수 ¹⁾	회귀계수 (t값)	회귀계수 (t값)	회귀계수 (t값)
절편	-0.2592 (-0.79)	-0.1587 (-0.47)	1.8328 (0.89)
UE	0.9502 (4.41)***	0.9689 (4.40)***	3.0970 (1.93)*
SIZE	0.0121 (0.95)	0.0089 (0.68)	-0.0778 (-0.95)
DEBT	0.0369 (1.14)	0.0227 (0.63)	0.0109 (0.09)
R ²	0.0498	0.0504	0.1258
1) 변수 정의; R : 주식누적초과수익률 UE : 비기대순이익 SIZE : 기업규모변수 DEBT : 부채비율 ***, * : 1%, 10% 수준에서 유의함			

비기대순이익의 정보효과는 독립변수 UE의 회귀계수 값인 β_1 의 통계적 유의성으로 검증할 수 있다. 만약 표본기업의 재무제표에서 산출할 수 있는 비기대순이익 회계정보가 정보효과를 갖는다면 이는 해당기간의 그 기업의 주식누

적초과수익률이 종합지수에서 기대할 수 있는 기대수익률을 초과할 것이다. 즉, 기업의 비기대순이익이 내포한 회계정보의 의미를 숙지한 투자자는 이를 활용한 투자사결정을 할 것이며 따라서 기업의 특유의 정보가 역할을 하지 않는 주식시장에서 일반적으로 기대할 수 있는 수익률과는 차이를 보일 것이라는 것이다.

분석결과 국내기업만을 대상으로 하였을 경우 비기대순이익의 회귀계수 값은 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였으나 중국기업의 경우에는 그 유의성이 10%로서 국내기업보다 약간 떨어진다. 그러나 유의성 수준의 단순 비교로 비기대순이익의 정보효과의 높고 낮음을 단정할 수는 없을 것이며, 중국기업의 경우에도 비기대순이익이 정보효과를 갖는다는 분석결과라고 말할 수 있다. 전체표본에서 얻을 수 있는 회귀계수 값도 매우 유의한 수준이다. 전체적으로 UE 변수의 회귀계수 값(β_1)이 0.9502이라는 것은 자산총액 대비 비기대순이익 비율의 약 95%가 기업의 주식누적초과수익률에 반영됨을 의미한다.

국내기업과 중국기업 모두에서 비기대순이익이 정보효과를 갖는다는 <표 4>에서의 분석결과를 다른 방법으로 재분석하기 위해 더미변수를 사용한 회귀분석을 추가로 수행하였다. 중국기업일 경우 더미변수를 1로 지정하여 검증함으로써 국내기업과 중국기업의 비기대순이익의 정보효과 차이를 분석하는 것이다. 그 결과는 <표 5>에 제시되어 있다. 연구모형의 식(3)의 회귀식을 사용하여 전체표본에 대한 검증을 실시하였다. 중국기업의 경우 $D=1$ 이기 때문에 이익반응계수는 $(\beta_1 + \beta_2)$ 이라고 정의할 수 있다. 따라서 비기대순이익(UE)과 더미변수(D)의 상호작용 여부를 검증하기 위한 UE * D 회귀계수 값(β_2)이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는다면 중국기업의 비기대순이익 정보가 보다 많은 정보효과를 가짐을 추측할 수 있다. 분석 결과 β_2 의 부호는 양(+)의 값을 가지고 있지만 통계적 유의성은 가지지 못하고 있다. 따라서 비기대순이익으로 대표되는 순이익의 정보효과가 국내기업과 중국기업 사이에 차이가 없다고 보아야 할 것이다. 한편, $D=1$ 일 때 β_3 의 값은 국내기업과 중

국기업의 주식누적초과수익률의 절편의 차이를 설명하는 역할을 하며 이 값이 유의한 부(-)의 값을 가지고 있다는 것은 중국기업의 주식누적초과수익률이 국내기업의 그것보다 유의적으로 낮음을 의미한다. 이러한 결과는 <표 2>에서의 기본적인 기술통계량 분석에서 살펴본 바와 같은 결과를 재확인하고 있다.

<표 5> 더미변수를 사용한 회귀분석 결과

모형 : $R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1UE_{i,t} + \beta_2UE_{i,t}^*D_t + \beta_3D_t + \beta_4SIZE_{i,t} + \beta_5DEBT_{i,t} + e_{i,t}$		
변수 ¹⁾	회귀계수	t값
절편	-0.0991	-0.30
UE	0.9366	4.30***
UE*D	1.2419	1.03
D	-0.1881	-2.43**
SIZE	0.0063	0.49
DEBT	0.0403	1.25
R ²	0.0636	
1) 변수 정의: R : 주식누적초과수익률 UE : 비기대순이익 D : 더미변수(중국기업일 경우 1) SIZE : 기업규모변수 DEBT : 부채비율 ***, ** : 1%, 5% 수준에서 유의함		

지금까지는 기업의 비기대이익을 산출함에 있어 순이익 정보를 활용하였다. 이러한 순이익 정보는 기업의 모든 활동의 결과물이라고 할 수 있으며, 주요 영업활동 이외의 부수적인 활동의 결과에 의해서도 영향을 받을 수밖에 없다.

그래서 본 연구에서는 추가적으로 보다 지속 가능성이 높은 영업이익을 가지고 비기대이익을 산정하여 위의 회귀분석 모형에 독립변수로 사용하여 보았다. 그 결과는 <표 6>에 표시하였다. 영업이익을 사용한 경우에도 회귀분석 결과는 순이익을 사용했을 때와 큰 차이가 없었다. 즉, 비기대영업이익 정보는 국내기업과 중국기업 모두에서 유의한 정보효과를 보이고 있으며, 두 그룹간에 정보효과의 차이는 발견되지 않았다.

<표 6> 영업이익을 사용한 회귀분석 결과

모형1: $R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 UOI_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + e_{i,t}$ 모형2: $R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 UOI_{i,t} + \beta_2 UOI_{i,t} * D_t + \beta_3 D_t + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DEBT_{i,t} + e_{i,t}$			
변수 ¹⁾	모형 1(국내기업) 회귀계수(t값)	모형 1(중국기업) 회귀계수(t값)	모형 2 회귀계수(t값)
절편	-0.1723 (-0.51)	1.2897 (0.67)	-0.1370 (-0.41)
UOI	1.5225 (5.10)***	2.5305 (1.96)*	1.4847 (4.96)***
UOI*D			0.5068 (0.47)
D			-0.2053 (-2.60)***
SIZE	0.0100 (0.77)	-0.0570 (0.75)	0.0083 (0.66)
DEBT	-0.0002 (-0.00)	0.0142 (0.12)	0.0192 (0.59)
R ²	0.0657	0.1292	0.0778
1) 변수 정의: R : 주식누적초과수익률 UOI : 비기대영업이익 D : 더미변수(중국기업일 경우 1) SIZE : 기업규모변수 DEBT : 부채비율 ***, * : 1%, 10% 수준에서 유의함			

5. 결론

우리나라의 주식시장의 개방되면서 외국기업의 상장실무도 증가하고 있는 추세이다. 그러나 형식적인 측면에서의 증시 개방은 결과적으로는 국내 투자 환경의 개선에 걸림돌이 될 수 있음은 항상 염두에 두어야 할 것이다. 현재 우리나라의 증시에 상장한 외국기업의 대부분이 중국기업에 집중되어 있고, 이러한 국내 상장 중국기업을 대상으로 한 기존의 연구에서는 중국기업의 회계정보 신뢰성 및 목적적합성이 국내 기업과 비교할 때 미흡하다는 결론을 도출하고 있다. 정태범(2012, 2013)에 따르면 회계정보 기록의 불완전성으로 주식 거래가 정지되는 사례와 재량적 발생액으로 측정한 중국기업의 이익조정 정도가 상대적으로 높다는 연구 결과를 제시하였으며, 이는 중국기업이 제공하는 회계정보의 신뢰성에 문제를 제기할 수밖에 없다. 또한 중국기업의 재무제표에서 얻을 수 있는 대표적인 회계정보인 순자산장부금액과 순이익 정보가 기업가치의 대용치로 사용되는 주식 가치의 설명에 중요한 역할을 수행하지 못하는 낮은 가치관련성을 보인다는 연구결과는 중국기업의 회계정보의 유용성에 전반적인 회의를 가지게 한다. 다만, 순이익을 사용한 기업의 수익가치는 주식가치 설명에 있어 상대적으로 양호한 수준을 보이고 있음이 작은 위안이 될 수 있다.

본 연구에서는 우리나라에 상장한 중국기업의 회계정보 중 순이익 정보의 정보효과에 국한하여 회계정보의 유용성을 확인하고자 하였다. 전기의 순이익과 당기순이익의 차이로 측정한 비기대순이익의 정도가 기업의 연간 주식누적 초과수익률에 얼마나 유의하게 반영되는지 회귀분석모형을 통한 이익반응계수에 대한 실증분석을 수행하였다. 분석결과 중국기업의 이익반응계수는 통계적으로 유의한 수준을 확인할 수 있었으며, 이는 국내기업의 이익반응계수 유의성과 큰 차이가 없음을 알 수 있었다. 중국기업의 순이익 정보가 기업가치의

평가에 있어 나름대로의 역할을 하고 있다는 기존 연구의 결과와 연관하여 본 연구의 결과를 해석할 때, 우리나라에 상장한 중국기업의 회계정보 중 순이익 정보는 그 가치관련성뿐만 아니라 정보효과를 일정 부분 유지하고 있다는 주장을 가능케 한다.

기업의 가치를 평가하여 올바른 투자의사결정을 유도하기 위해서는 그 출발점인 기업에 대한 기본적 분석에서 사용되는 회계정보의 유용성이 중요시되는 상황이다. 또한 증권시장의 국제화를 통해 자본조달이 용이해 지는 현 상황에서 외국기업에 대한 관심도 점차 증가할 것이다. 본 연구는 우리나라에 주권이 상장되어 있는 중국기업의 회계정보 중 순이익 정보가 가지고 있는 이익반응계수의 특성을 실증분석함으로써 향후 중국기업의 기업가치 평가 실무에 참고가 될 수 있는 분석 자료를 제공하였다는 측면에서 그 공헌점을 찾고자 한다. 다만, 우리나라에 상장되어 있는 중국기업만을 대상으로 하였다는 한계점이 있으며 향후 연구에서 보다 폭넓은 표본을 확충할 필요성을 제안한다.

<參考文獻>

- 금융감독원 전자공시시스템, <http://dart.fss.or.kr>
- 권수영, 김문철, 손성규, 최관, 한봉희, 《자본시장에서의 회계정보 유용성》, 신영사, 2010.
- 김권중, 김문철, 《기업가치 평가와 회계연구》, 한국회계학회 특별연구서, 2002.
- 남상오, 정운오, 《회계이론》, 다산출판사, 2007.
- 심한택, 손장익, <해외상장기업의 이익반응계수>, 《경영연구》 제16권 제1호, 2001.
- 정태범, <국내 상장 중국기업의 이익조정 분석>, 《중국학논총》 제35집, 2012.
- 정태범, <한국과 중국의 회계정보 가치관련성>, 《비교연구》 제39집, 2013.
- Ball, R. and Brown P., An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research* 6, 1968.
- Easton, P. D. and T. S. Harris, Earnings as an Explanatory Variable for Returns,

Journal of Accounting Research 29, 1991.

Watts, R. and J. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, N. J., Prentice-Hall, 1986.

<ABSTRACT>

Financial statements have two major accounting information which are book value of net assets and net income. According to the previous researches, the Chinese firm whose stock is listed on Korea stock market shows significantly large earnings management and has less value relevance of accounting information comparing with Korean companies. However net income has the incremental explanation power on the stock value.

In this research, the earnings response coefficient(ERC) of Chinese firms is analyzed empirically using the unexpected earnings and cumulative abnormal returns of stock price to confirm the information content and usefulness of net income. The results produces evidence that ERC of Chinese firms is as significant as that of Korean firms. It means that Chinese firms' accounting income can be used properly when measuring the business analysis.

Key words: Chinese firms, Earnings Response Coefficient, Unexpected earnings, Abnormal returns

원고접수일	심사일정	1차수정	게재확정	출간
2013. 9. 30.	2013. 11. 15.	2013. 11. 22.	2013. 11. 26.	2013. 11. 30.