

中國 證券去來所에서의 會計情報 價値關聯性

鄭泰範*

<목 차>

1. 서론
2. 선행연구 및 연구의 필요성
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

1970년대까지만 하더라도 중국의 모든 자본은 중앙에서 관리하고 계획경제 체제 하에서 기업에 분배되는 형태였다. 그러나 1978년 12월 중국 공산당의 중앙위원회전체회의에서 경제개혁개방전략을 도입하면서 중국의 자본시장이 태동되었다. 경제개혁 이후 주식회사 초기 형태의 기업이 등장하고, 국유기업과 집단소유기업에서도 소유구조 개혁이 시작되면서 국유기업재편프로그램이 확대되면서 기업의 지분의 전부 또는 1/2을 일반에 공개하기 시작하였다.¹⁾

1981년 국채발행을 재개하고 1985년에는 회사채와 금융채 발행이 도입되

* 숙명여자대학교 경영학부 교수

1) 1986년 국무원의 "개혁추진과 기업재편에 관한 제규정"

면서 채권시장이 형성되기 시작하고, 1990년에 상해증권거래소, 1991년에 심천증권거래소가 설립되면서 본격적인 자본시장의 모습을 갖추기 시작하였다. 그러나 그 동안 중국 주식시장에 대한 지나친 개입과 경제여건의 변화에 따라 급등락을 거듭하는 불안정한 모습을 보여 왔음을 인정할 수밖에 없다. 특히 주식시장을 내국인 대상 A주 시장과 외국인 대상 B주 시장으로 구분하여 외국인(기관, 개인 포함)은 A주 거래를 금지시킨 초기 제도는, 자본시장의 발전을 근본적으로 저해하는 거래 형태였다. 이후 2002년에 QFII(적격 외국인 기관투자자)제도 도입으로 외국인에 외화로 자금을 조달하여 중국 내 A주 시장에 투자를 허용하고, 2011년에는 RQFII(위안화 적격 외국인 기관투자자) 제도로 중국 외에서 조달한 위안화를 이용하여 A주 시장에 투자를 허용하는 등의 점차적인 개방 정책을 펴왔다. 최근에는 2014년 11월에는 후강통제도를 도입하여 외국인 개인투자자도 홍콩거래소의 상장주식을 경유하여 간접적으로 상해증권거래소의 주식을 매매할 수 있게 되었으며, 2016년 12월 5일내에는 선강통제도를 시행하여 심천증권거래소 주식도 홍콩증권거래소를 통해 매매가능하게 되면서 이제 개인 투자자에게도 일부 중국내 증권시장에의 투자 기회가 개방되었다.

최근 이슈가 되고 있는 후강통, 선강통 제도의 시행은 투자자와 자본시장 모두에게 큰 기회를 제공하는 기회이다. 그동안 중국의 자본시장은 과도한 개인투자자들의 매매비중과 높은 회전율로 인해 좋지 않은 평가를 받아온 것이 사실이다. 또한 상장기업의 재무제표 및 공시의 불투명성, 관리감독체계의 미비 등은 중국자본시장이 세계로 진출하는 발목을 잡는 걸림돌로 작용하였다. 중국본토 A주들이 아직도 MSCI EM지수에 편입되지 못하고 있는 점은 중국 자본시장의 한계를 반영하는 점일 것이다. 우리나라의 사례에서도 알 수 있듯이 자본시장의 발전에는 외국인 투자자는 매우 중요한 역할을 하는 주체이다. 장기적으로 보면 후강통, 선강통 제도의 시행으로 외국인 투자자들의 장기적인 시장참여가 확대되면서 중국 자본시장의 도약도 한층 가속화될 것이다.

자본시장에 기업이 정기적으로 작성, 공시하는 재무제표는 그 기업의 외부

에 존재하면서 끊임없이 기업으로부터의 정보를 수요로 하는 외부 이해관계자 집단과의 의사소통 수단이라고 할 수 있다. 기업은 그 존재의 의미를 추구하기 위해서는 계속적인 외부자금을 필요로 하며, 이러한 자금을 공급하는 외부 이해관계자는 자신의 희소한 자원을 어떻게 하면 가장 합리적으로 배분할 것인지에 대한 투자사결정을 요구받는다. 따라서 자본의 수요자와 공급자를 원활히 연결시켜주는 역할을 기업의 재무제표가 수행한다. 재무제표를 작성함에 있어 기준이 되는 「일반적으로 인정되는 회계원칙」의 출발점은 경영자가 주주로부터 위임받은 경영활동에 대한 수탁책임보고(stewardship)에서 살펴볼 수 있다. 전통적인 회계기준은 이러한 수탁책임보고 기능을 토대로 하고 있었으나, 자본시장이 발달하면서 단지 기존 주주와 경영자간의 계약기능에 근거한 수탁책임보고보다는 미래의 잠재적인 투자자까지 주요 정보이용자로 등장하면서 이들의 의사결정에 유용한 정보를 강조하는 방향으로의 변화가 이루어졌다. 특히 효율적 자본시장 가설에 있어 현재의 주가가 공시되어 있는 정보를 충분히 반영하지 못함에 따라 발생하는 비효율성이 존재할 경우 회계정보의 역할은 적정한 기업가치의 평가를 도와주는 회계수치의 평가적 관점을 강조하게 된다. Ohlson(1995)은 기업가치를 평가함에 있어 할인배당모형을 기반으로 한 전통적인 사고에 변화를 주어 기업의 가치를 기업의 장부금액과 기대초과이익의 현재가치의 합으로 표시하면서 회계수치를 이용한 기업가치 평가의 기초를 마련하였다. 이러한 평가적 관점(valuation perspective)에서의 회계정보의 유용성은 회계수치 자체를 기업가치의 평가 모형에 직접 사용하는 모멘텀을 제시하고 있다.

회계정보를 사용하여 직접 기업가치의 평가에 사용한다는 측면에서 바라볼 때, 최근 후강통, 선강통 제도의 시행으로 외국인 투자자에게 개방되는 중국의 자본시장은 합리적이고 이성적인 투자자에게는 매우 좋은 투자기회가 제공되는 것이라는 데는 이견이 없을 것이다. 그러나 단지 투자기회의 확대라는 신천지의 탄생이 아니라 기존 중국 자본시장에서의 회계정보의 기능에 대한 고찰 없이는 선부른 기대로 인한 실망감으로 귀결될 가능성도 존재한다. 따라서 본

논문에서는 그동안 중국 자본시장에서 기업의 가치를 평가하는 데 있어 회계 정보가 얼마나 중요한 역할을 하고 있는지 실증분석을 수행하고자 한다.

이후 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 연구배경을 제시하고, 3장에서는 연구에 사용된 연구모형과 표본에 대하여 설명한다. 4장에서는 실증 분석 결과를 제시하고 마지막으로 5장에서 본 연구의 결과를 요약하고 결론 및 한계점을 제시한다.

2. 선행연구 및 연구의 필요성

중국의 주식시장을 대상으로 한 회계정보의 가치관련성 동향에 대한 최근의 연구로 다음의 두 연구를 소개할 수 있다. Lam, Sami and Zhou(2013)는 중국의 회계제도의 개혁이 실현된 1994년부터 2008년까지의 기간을 대상으로 회계정보의 가치관련성의 증가가 있었는지를 실증분석하였다. 수정 결정계수로 가치관련성의 정도를 측정하였으며 순자산장부금액의 가치관련성은 향상되었으나, 순자산장부금액과 주당순이익 모형에서는 가치관련성이 반대로 감소하는 결과를 보이고 있다. 특히 낮은 성장률을 가지고 있는 중소기업의 경우에 가치관련성의 향상이 양호한 것으로 분석되었다. Qu and Zhang(2015)도 1991년부터 2010년까지의 기간 동안 공정가치회계(fair value accounting)의 도입으로 인한 가치관련성의 변화를 분석하였다. 주당순이익의 가치관련성은 약간 감소하는 양상을 보이고 있으나, 순자산장부금액의 가치관련성은 유의하게 증가하는 결론을 보이고 있다.

한편, 최근 들어 중국기업에 대한 관심이 집중되면서 우리나라에서도 중국기업의 회계정보 유용성에 대한 연구가 늘고 있다. 홍영도 등(2015)은 국내에 상장된 중국기업이 시장에서 신뢰를 얻지 못하는 이유를 중국기업의 상장전후의 이익조정으로 보고 중국기업이 같은 기간에 상장한 한국기업보다도 상장전

후에 이익조정이 더 크지를 검증하였다. 실증분석 결과 한국 상장 중국기업은 같은 기간에 상장한 한국기업보다 상장 직전년도와 상장년도에 이익조정을 더 많이 하는 것으로 분석되었다. 또한 이러한 이익조정결과 중국기업들의 ROA가 상장 이후에 한국기업에 비하여 하락폭이 더 큰 것으로 나타났다. 그리고 중국고섬공고유한공사의 상장폐지 사태 이후에는 중국기업이 보고한 회계이익의 기업가치 반영 정도가 사태 이전에 비하여 유의하게 약화되었음을 확인하였다. 정태범(2013)은 국내 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, 특히 기업의 자산가치를 나타내는 순자산은 수익가치를 나타내는 순이익 정보보다 기업의 주가를 설명함에 있어 상대적으로 미약한 관련성을 갖고 있음을 제시하고 있다. 이정·박상규(2011)는 상해증권거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 2006년 국제회계기준 도입 이후 회계정보의 가치관련성에 어떠한 변화가 있었는지를 연구하였다. 그 결과 국제회계기준 도입 이전에는 순자산 장부금액이 주가를 설명하는데 큰 역할을 하였으나, 도입 이후에는 회계이익이 더 중요한 역할을 하는 것으로 나타났다. 이춘의 등(2010)은 중국기업의 회계투명성을 저해하는 요인을 문헌연구를 통하여 고찰하였다. 그 저해 요인으로는 사회주의 국가의 독특한 소유구조, 회계정보 이용자의 정보 욕구가 낮고, 감사환경의 열악성 등을 제시하고 있다.

위에서 설명한 우리나라에서 이루어진 중국기업에 대한 최근의 연구는 주로 우리나라 증권시장에 상장한 중국기업을 대상으로 하거나, 중국내 증권시장 중 한 곳(즉, 상해증권거래소)만을 대상으로 한 연구이다. 서론 부분에서 설명한 바와 같이 후강통 및 선강통 제도의 도입과 관련하여 우리나라에서도 중국시장에의 투자에 대한 수요가 발생하고 있다. 이러한 투자기회의 확대와 맞물려 우리나라 기업에 익숙해져 있는 투자자들에게는 중국의 증권거래소 전반에 대한 연구로 확대하여 추가적인 판단 자료가 필요한 실정이다. 본 논문에서는 이러한 관점에서 중국 증권거래소에 상장되어 있는 기업들의 회계정보 가치관

련성을 우리나라 기업의 가치관련성 특성과 비교분석하는 출발점을 제시하고자 한다. 특히 현재 중국의 특별행정자치구로 1국가 2체제(일국양제) 원칙에 따라 운영되고 있는 홍콩의 경우 1997년 중국에 반환되기 이전까지는 영국의 지배를 받아 왔으며, 1914년에 설립된 홍콩증권거래소는 이미 아시아에서는 2위, 세계 6위의 글로벌 금융시장으로서의 자리를 차지하고 있다. 따라서 이미 선진 자본시장의 체제가 형성되어 있는 홍콩증권거래소까지 포함한 중국의 3군데 증권시장을 모두 포함한 가치관련성 비교가 중국 자본시장에 대한 올바른 이해를 증진시킬 것으로 기대된다. 이를 통하여 향후 중국의 증권시장에 대한 관심을 가지고 있는 이해관계자들에게 중국 시장에 대한 적절한 이해 및 조언이 될 수 있는 실증자료를 제시하고자 한다.

3. 연구 설계

3.1 연구 방법 및 변수의 정의

본 논문은 중국의 증권거래소에 상장되어 있는 중국기업의 회계정보 가치관련성에 대한 실증분석을 다루고자 한다. 기존의 선행연구에서 있었던 한국의 증권시장에 상장된 중국기업들을 대상으로 하여 중국기업과 한국기업의 회계정보 가치관련성을 살펴본 연구를 확장하여 실제 중국내 증권시장에 상장되어 있는 기업들을 대상으로 하였다. 연구를 위하여 중국내 증권시장인 상해, 심천, 홍콩증권거래소 상장기업들을 대상으로 하였으며, 한국기업과의 가치관련성 비교를 위하여 한국 증권시장에 상장되어 있는 한국기업들을 검증 표본에 추가하였다. 회계정보 가치관련성 분석을 위한 관심변수로는 재무제표를 통한 회계정보 중 가장 대표적인 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익을 사용하였으며 이 두 변수는 각각 기업가치를 측정함에 있어 자산가치와 수익가치를 대

변한다고 할 수 있다. 이러한 회계정보가 궁극적으로는 투자자들의 기업가치 측정에 영향을 주며 그 결과 증권시장에서의 주식에 대한 수요와 공급의 형태로 작용하여 해당 기업 주식의 시장가치를 결정할 것이다. 따라서 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익 정보가 기업의 주가 변화에 어떠한 영향을 주는지를 회귀분석을 이용하여 실증분석한다. 회계정보의 가치관련성 연구에서 주로 사용하는 회귀분석 모형은 Ohlson모형이며 본 연구에서도 동 모형을 사용할 것이다. 구체적인 회귀분석식은 다음과 같다.

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

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

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

$$P_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 BV_{i,t} + \delta_2 E_{i,t} + \delta_3 BV_{i,t} G_i + \delta_4 E_{i,t} G_i + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

$P_{i,t}$: 기업 i 의 t 기말로부터 3개월 후 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

G_i : 더미변수(중국기업이면 1, 한국기업이면 0)

회귀분석식에서 사용한 종속변수 P 는 주당 시장가치(즉, 주가)로 측정하며 이는 자본시장에서 거래되는 해당 기업의 주식 1주당 가격을 말한다. 기업이라는 실체의 적정한 가치는 시장에서 형성되는 주가가 이를 대변하며 장기적인 관점에서 볼 때는 그 기업의 본질가치(또는 내재가치)에 수렴한다고 할 수 있다. 이러한 기업의 가치에 영향을 주는 여러 요소들은 일정 시차를 두고 주가에 반영될 수밖에 없다. 회계정보 역시 기업 가치를 결정하는 가장 중요 요소임에도 불구하고 재무제표의 작성, 외부감사 등의 절차를 거쳐 일정 기간 이후에 확정되며 이러한 기간을 고려한 이후 시점의 주가를 사용하는 것이 적절하다. 본 논문에서는 종속변수로 사용하는 주가를 기존 연구에서 보편적으로 사용하는 것처럼 사업연도 종료 후 3개월 후의 주가로 측정하였다.

기업의 주가에 영향을 주는 독립변수는 주당 순자산 장부금액(BV)과 주당 순이익(E)을 사용한다. 주당 순자산 장부금액은 회계연도말 순자산 금액을 기말 현재 유통보통주식수로 나누어 계산하며 기말 현재 1주당 가치를 나타내는 척도로서 기업의 자산과 부채가 공정가치에 근접한 속성으로 측정될 경우 주당 순자산 장부금액은 기말 현재의 청산가치를 추정하는데 유용한 평가기준이 될 것이다. 이를 기업가치 평가를 다루는 영역에서는 자산가치라고 할 수 있다. 주당 순이익은 회계연도 순이익 금액을 가중평균 유통보통주식수로 나누어 계산하며, 기업이 당기에 벌어들인 순이익을 모두 주주에게 나눠준다고 가정했을 때 보통주 1주당 얼마나 귀속되는지를 의미한다. 이는 기업이 향후 계속적인 영업활동을 통하여 얻을 수 있는 현재 또는 미래의 수익가치를 측정할 수 있는 중요 지표로서의 역할을 지니고 있다. 통상적으로 기업의 가치를 평가함에 있어서는 그 기업이 보유하고 있는 본질가치(내재가치)를 측정하게 되는데, 이 본질가치를 구성하는 요소가 자산가치와 수익가치이다. 따라서 기업의 가치를 대변하는 1주당 시장가치는 자산가치와 수익가치를 대변하는 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익으로 설명할 수 있다는 주장이 앞의 회귀분석식에서 사용하는 독립변수의 선정에 담겨져 있는 논리이다.

종속변수와 독립변수를 적절히 선정하였다고 하더라도 기업의 주가가 언제나 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익으로만 결정되는 것이 아니므로 회귀분석식의 오차항은 1주당 시장가치에 영향을 주는 기타 변수 또는 시장의 비효율성 등에 따라 발생하는 잔차를 나타낸다.

독립변수로 사용한 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익의 회귀계수 값의 통계적 유의성은 해당 변수가 기업의 주가 결정에 유의한 영향력을 주는지를 알려주는 지표로서 기업이 가치를 결정함에 있어 자산가치와 수익가치가 چه 역할을 수행하는지를 나타낸다. 따라서 식(1) 내지 식(4)에서의 BV 변수와 E 변수의 회귀계수값은 통계적으로 유의한 값을 가져야 할 것이다.

회귀분석 결과 얻어지는 수정결정계수(수정 R^2) 값은 회귀분석식에서 사용한 독립변수들(주당 순자산 장부금액과 주당 순이익)이 종속변수(주가)를 일

하나 잘 설명하는지를 나타내는 척도이며 오차항의 크기를 알려주는 간접적인 역할을 한다. 즉, 수정결정계수 값이 클수록 주어진 회귀모형의 설명력이 높으며 생략변수 등의 존재 가능성을 최소화할 수 있다. 위의 식(1)은 식(2) 또는 식(3)에 주당 순이익 또는 주당 순자산 장부금액 변수를 추가한 것으로 식(1)의 수정결정계수 값과 식(2) 또는 식(3)의 수정결정계수 값의 차이는 추가되는 변수가 가지는 종속변수(기업의 주가)에 대한 추가적인 설명력을 나타낸다. 이를 살펴보기 위하여 본 연구에서는 식(1), 식(2), 식(3) 각각을 연구모형으로 사용한다. 한편, 식(4)에서는 중국기업과 한국기업의 회계정보 가치관련성 차이를 분석하고자 더미변수인 G 를 사용한다. 표본 기업이 중국기업일 경우 $G=1$ 로 측정되어 BV 또는 E 변수가 P 에 미치는 영향을 증가(또는 감소)시키는지를 밝힐 수 있다. 구체적으로는 G 변수와 BV 또는 E 변수의 상호작용변수인 $BV \times G$ 또는 $E \times G$ 의 회귀계수 값이 유의한 양(+) 또는 부(-)의 값인지에 따라 중국기업이 한국기업에 비해 해당 독립변수가 주가에 미치는 영향을 증가(또는 감소)시키는지를 관찰할 것이다.

3.2 표본의 선정

연구를 위한 표본은 Bureau van Dijk의 Osiris 데이터베이스를 활용하였다. 이 데이터베이스에서는 각 나라의 증권거래소에 상장되어 있는 기업들의 재무자료와 주가자료를 이용할 수 있다. 2011년부터 2015년까지 중국내 증권거래소와 한국의 증권거래소 각각에 계속 상장되어 있는 기업을 대상으로 하였으며, 자료의 극단치를 제거하기 위하여 분포상 평균으로부터 표준편차의 3배 이상의 차이를 보이는 표본을 제외하였다. 또한 본 연구에서 독립변수 및 종속변수로 사용하는 주당 순이익, 주당 장부금액, 주가 자료 등을 얻을 수 없는 기업도 최종 표본에서 제외하였다. 각 연도별 표본의 구성은 <표 1>과 같다. 2) 한국의 증권거래소 상장기업의 표본 수는 중국의 증권거래소에 상장되

어 있는 기업들보다 표본 수가 매우 적은 양상을 보이고 있는 바, 이는 Osiris 데이터베이스에 한국 기업의 재무자료 등이 많은 영역에 있어 제대로 등록되어 있지 않기 때문인 것으로 파악되었다.³⁾

〈표 1〉 표본의 구성

연도 거래소	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	합계
중국 홍콩	110	116	123	137	150	636
중국 상해	736	775	785	824	907	4,027
중국 심천	965	1,109	1,186	1,283	1,511	6,054
한국	36	44	51	47	26	204
합계	1,847	2,044	2,145	2,291	2,594	10,921

4. 실증분석 결과

4.1 주요 변수의 기술 통계량 및 상관관계 분석

〈표 2〉에서는 중국기업과 한국기업의 표본에 대해 본 연구에서 사용한 주요 변수의 기술 통계량을 보여주고 있다. 주당 시장가치(P)는 중국기업 전체 표

- 2) 최초 표본은 2011년부터 2015년까지 계속 상장기업을 대상으로 하였으나, 극단치에 해당하는 표본을 제외함에 따라 연도별 최종 표본수가 일정하지 않다.
- 3) 이러한 문제를 해결하기 위해 한국 기업의 표본을 별도의 데이터베이스에서 추출할 수 있지만, 그렇게 할 경우 중국기업 자료는 달러화로 표시되어 있고 한국 기업의 자료는 원화로 표시되어 있어 두 데이터베이스의 자료를 함께 사용하여 두 나라의 회계정보 가치관련성을 비교 분석하기 어려운 점이 있다. 따라서 본 연구에서는 Osiris 데이터베이스만을 사용하여 연구하였으며 한국 기업의 표본수가 작은 것은 연구의 한계점으로 남아 있다. 그러나 우리나라 기업만을 대상으로 한 기존의 연구 결과와 비교하여 볼 때, 본 연구에서의 한국기업의 회귀분석 결과는 크게 차이가 없고, 결과 해석에는 큰 문제가 없는 것으로 판단한다.

본에서 평균 1.81달러이며, 한국기업은 4.69달러로서 한국기업의 주당 시장 가치가 상대적으로 높은 양상을 보이고 있다. 그러나 주가의 최대값은 각각 17.9달러와 18.19달러로서 비슷한 수준을 나타낸다. 중국기업만을 상대로 주가 수준을 보면 상해, 심천거래소는 전체적으로 비슷한 분포를 보이고 있으나, 홍콩거래소 상장기업이 평균 0.45달러, 최대값 7.31달러 등으로서, 위 두 거래소의 기업보다 전반적으로 낮은 수준을 유지하고 있다.

주당 순자산 장부금액(BV)의 경우 중국기업의 평균은 1.16달러, 한국기업의 평균은 6.07달러로서 이 변수 역시 한국기업이 높음을 알 수 있다. 중국기업 내에서는 홍콩거래소 상장기업이 평균 2.50달러를 나타내 상해 또는 심천거래소 상장기업보다 높은 통계량을 가지고 있다.

주당 순이익(E)은 중국기업이 평균 0.09달러, 한국기업이 평균 -0.20달러로서 한국기업의 평균 주당 순이익이 음수의 값을 보이고 있다. 그러나 중위수를 보면 각각 0.04, 0.05로서 큰 차이를 보이지 않으며 표본에 포함된 한국기업 중 상대적으로 큰 금액의 당기순손실을 기록한 기업이 있음을 추측할 수 있으며, 주당 순이익의 최소값에서 한국기업의 경우 -43.03달러를 보여 이러한 추측이 합리적임을 반증한다. 중국기업의 주당 순이익 수치는 홍콩거래소 기업이 상해, 심천거래소 기업보다 높은 수치를 유지하고 있다.

주요 독립변수인 주당 시장가치, 주당 순자산 장부금액, 주당 순이익 변수를 이용하여 2차적으로 구할 수 있는 주가수익비율(PER)과 주기순자산비율(PBR)을 보면 한국기업, 홍콩기업보다 상해, 심천거래소 기업이 높은 비율을 보이고 있으며 이는 중국 본토의 상해, 심천거래소 기업의 주가가 고평가되어 있음을 암시한다.

주요 변수의 기술통계량 분석을 전체적으로 요약하면 상해, 심천거래소 기업은 상호 비슷한 분포 형태를 취하고 있으며, 이 분포 특징은 홍콩 또는 한국기업의 통계량과 작지 않은 차이를 보이고 있음을 알 수 있다. 이러한 분포 차이가 다음 장에서 살펴볼 회계정보의 가치관련성에 유의한 영향을 미칠 수 있다는 개연성을 제시한다.

〈표 3〉에서는 본 연구에서 사용한 독립변수들과 종속변수 간의 스피어만 상관계수 값을 볼 수 있다. 독립변수로 사용한 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익은 일반적으로 기업의 자산가치 및 수익가치의 대용치로 사용가능하며, 종속변수인 주당 시장가치와 유의한 상관관계를 기대할 수 있다. 예상과 같이 중국기업 및 한국기업 모두 주가와 주당 순자산 장부금액, 주당 순이익은 유의한 수준의 상관관계를 보이고 있다. 이는 상관관계 분석과 같은 단순한 분석을 통해볼 때 대표적 회계정보인 순자산 장부금액과 순이익 정보가 기업의 시장가치를 설명하는 유의한 설명변수임을 나타낸다. 그러나 상관관계 분석만으로는 중국기업과 한국기업의 유의성 차이를 식별할 수 없으며, 추가적인 회귀분석을 실시하여 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익의 주당 시장가치와의 유의성을 좀 더 세부적으로 살펴볼 필요가 있다.

〈표 2〉 주요 변수의 기초통계량(단위: 달러)*

변수	평균값	중위수	최대값	최소값	표준편차
패널 A. 중국기업 전체					
P	1.8106	1.3578	17.9003	0.0157	1.5735
BV	1.1667	0.7122	43.8849	-1.0754	1.7232
E	0.0915	0.0446	7.0753	-1.7140	0.2339
PER	71.7789	24.2149	21,065.21	-1,1377.39	343.71
PBR	5.0089	1.9676	5,910.60	-398.25	73.1929
패널 B. 홍콩					
P	0.7609	0.4556	7.3174	0.0157	1.0347
BV	2.5006	1.6068	43.8849	-0.4417	3.8717
E	0.2065	0.1008	7.0753	-1.7140	0.5044
PER	6.2218	3.4495	348.4566	-243.6861	26.489
PBR	0.6896	0.3137	62.4758	-21.0135	3.2724
패널 C. 상해					
P	1.6939	1.3139	16.7727	0.1912	1.3343
BV	1.0492	0.6384	39.1738	-0.6810	1.6780
E	0.0848	0.0382	3.8881	-0.9450	0.2204
PER	85.3829	25.5049	21,065.21	-4,132.09	439.40
PBR	5.9139	2.0473	3,314.24	-269.4314	67.6704

변수	평균값	중위수	최대값	최소값	표준편차
패널 D. 심천					
P	1.9967	1.4972	17.9003	0.0981	1.7104
BV	1.1019	0.7326	23.9258	-1.0754	1.2674
E	0.0841	0.0456	5.8356	-1.2684	0.1896
PER	69.7003	27.0599	4,526.65	-11,377.39	283.197
PBR	4.8653	2.0990	5,910.60	-398.2565	80.2554
패널 E. 한국기업					
P	4.6917	3.9488	18.1934	0.2674	3.8939
BV	6.0711	2.7502	159.7550	0.2206	13.9709
E	-0.2067	0.0569	2.2899	-43.0370	3.2601
PER	8.7214	7.9861	2,419.88	-3,573.63	309.843
PBR	1.6970	1.1061	14.2548	0.0501	1.8778

*) 변수 정의 :

P: 주당 시장가치

BV: 주당 순자산 장부금액

E: 주당 순이익

PER: 주가수익비율($P \div E$)

PBR: 주가순자산비율($P \div BV$)

<표 3> 주요 변수의 상관관계(스피어만 상관계수)*

	P	BV	E
패널 A. 중국기업 전체			
P	1		
BV	0.2879 (<.0001)	1	
E	0.3238 (<.0001)	0.6748 (<.0001)	1
패널 B. 한국기업			
P	1		
BV	0.7970 (<.0001)	1	
E	0.4386 (<.0001)	0.5890 (<.0001)	1

*) 괄호안의 수치는 유의확률(p-value)를 의미하며 각 상관계수 값의 유의수준을 나타냄.

4.2 회귀분석 결과

본 논문에서는 중국의 증권거래소 상장기업의 회계정보 중 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익이 해당 기업의 주당 시장가치를 얼마나 잘 설명하는지를 검증하고자 하는 것이다. 이러한 목적을 달성하기 위해서는 일반적으로 주당 순자산금액과 주당 순이익을 독립변수로 하고 주당 시장가치를 종속변수인 회귀분석을 수행한다. 회귀분석에서 사용하는 회귀방정식의 수정 결정계수 값(수정 R^2)은 동 방정식에서의 독립변수가 종속변수를 얼마나 잘 설명하는지를 보여주며 회귀방정식의 적합도를 의미한다. 독립변수의 회귀계수 값의 통계적 유의성은 그 부호에 따라 독립변수가 종속변수에 양(+)의 영향을 주는지 부(-)의 영향을 미치는지를 해석할 수 있다.

〈표 4〉는 중국 증권거래소 3곳에 상장되어 있는 전체 기업들을 대상으로 수행한 회귀분석의 결과이다. 독립변수는 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익으로 두 변수를 각각 하나씩 포함한 단순회귀분석 모형(모형 2와 모형 3)과 두 변수를 모두 독립변수로 포함한 다중회귀분석 모형(모형 1)을 사용하였다. 분석 결과 각 독립변수의 회귀계수 값은 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지고 있다. 이는 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익이 기업의 주당 시장가치에 유의한 (+)의 영향을 미친다고 해석된다. 다만, 각 모형의 수정 결정계수 값은 4% ~ 6%대의 수치를 보이고 있고, 각 모형별 설명력도 약 1%내외로 큰 차이를 보이고 있지 않다. 이러한 낮은 설명력은 회계정보의 가치관련성을 분석하는 대부분의 연구에서 보다 낮은 설명력을 나타내고 있다. 그 이유로는 회귀분석식의 오차항에 포함될 수 있는 생략변수의 영향이 많다고 할 수 있다. 중국 본토내의 증권거래소의 경우 최근까지 A시장, B시장으로 구분되어 투자자를 제한하여 운용되어 오는 등 다른 국가에 비해 특수한 형태의 거래 형태를 유지하였다. 이러한 특수성이 주식의 시장가치 형성에 있어 주당 순자산 장부금액과 주당순이익이라는 기본적인 변수 이외의 다른 변수에 더 많은 의존을 보이고 있을 가능성을 열어 두어야 할 것으로 보인다.

〈표 4〉 중국기업 전체에 대한 회계정보 가치관련성 회귀분석 결과

모형1: $P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{i,t} + \alpha_2 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형2: $P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형3: $P_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
변수1)	모형 2 회귀계수(t값)	모형 1 회귀계수(t값)	모형 3 (회귀계수(t값))
절편	1.5815(88.25)***	1.6228(90.29)***	1.6555(104.84)***
BV	0.1963(22.80)**	0.0501(3.80)***	
E		1.4130(14.55)***	1.6946(26.95)***
수정 R2	0.0461	0.0645	0.0634
수정 R2 차이2)	0.0184(모형 1과 2) / 0.0011(모형 1과 3)		

1) 변수 정의:

P: 주당 시장가치

BV: 주당 순자산 장부금액

E: 주당 순이익

2) 모형 1과 2의 수정 R2 차이는 주당 순이익 정보의 추가 설명력을 의미하고, 모형 1과 3의 수정 R2 차이는 주당 순자산 장부금액의 추가 설명력을 의미함
***, **: 1%, 5% 수준에서 유의함

〈표 5〉 중국 증권거래소별 회계정보 가치관련성 회귀분석 결과

모형1: $P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{i,t} + \alpha_2 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형2: $P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형3: $P_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
변수1)	모형 2 회귀계수(t값)	모형 1 회귀계수(t값)	모형 3 회귀계수(t값)
패널 A: 홍콩증권거래소 기업			
절편	0.4382 (10.24)***	0.4949 (12.03)***	0.5255 (14.24)***
BV	0.1290 (13.88)*	0.0252 (1.67)*	
E		0.9831 (8.51)***	1.1398 (16.38)***
수정 R2	0.2319	0.3096	0.3077
수정 R2 차이1)	0.0777(모형 1과 2) / 0.0019(모형 1과 3)		

패널 B: 상해증권거래소 기업			
절편	1.5136 (62.50)***	1.5538 (63.71)***	1.5625 (71.73)***
BV	0.1719 (14.05)**	0.0167 (0.80)	
E		1.4445 (9.01)***	1.5487 (16.79)***
수정 R2	0.0465	0.0651	0.0652
수정 R2 차이1)	0.0186(모형 1과 2) / -0.0001(모형 1과 3)		
패널 C: 심천증권거래소 기업			
절편	1.5486 (55.75)***	1.5905 (57.25)***	1.7693 (77.11)***
BV	0.4067 (24.59)***	0.2464 (11.18)***	
E		1.6023 (10.87)***	2.7039 (24.44)***
수정 R2	0.0907	0.1079	0.0897
수정 R2 차이1)	0.0172(모형 1과 2) / 0.0182(모형 1과 3)		

1) 변수 정의 및 R2 차이의 의미는 <표 4>의 설명 참조

***, **: 1%, 5% 수준에서 유의함

중국기업의 회계정보 가치관련성을 살펴본 회귀분석 결과 자산가치와 수익 가치를 나타내는 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익 정보의 주가에 대한 설명력이 매우 낮다는 특이성을 보다 자세히 분석하기 위하여 거래소별 회귀분석을 추가적으로 실시하였다. <표 5>는 그 결과를 요약한 것이다. 거래소별로 회귀분석을 수행한 결과 중국기업의 회계정보가 주가에 유의한 영향력을 미치고는 있지만 그 전체적인 설명력이 낮은 원인은 중국 본토 내에 있는 상해증권거래소와 심천증권거래소 기업들이라는 추론을 가능케 한다. 홍콩 증시에 상장되어 있는 기업들의 회귀분석식의 설명력은 23%, 30% 등으로서 대부분의 가치관련성 관련 연구에서 보이고 있는 설명력 수준을 보이고 있으나, 상해 또는 심천 증시에 상장되어 있는 기업들의 회귀분석식 설명력이 4% 내지

10%의 수준을 보이고 있어 동 표본들로 인하여 중국기업 전체 표본의 자산가치, 수익가치의 주가 설명력이 낮다는 결론을 얻을 수 있다. 각 모형별 설명력의 차이는 상해 또는 심천 증시 기업 표본에서는 큰 설명력 차이를 발견할 수 없었으며, 홍콩 증시의 경우 순자산만을 독립변수로 사용한 경우와 두 변수를 모두 독립변수로 사용한 모형의 설명력 차이는 상대적으로 유의미한 값이라고 판단된다. 이는 홍콩 증시의 경우 순이익 변수가 독립변수에 추가됨으로 인하여 회계정보의 주가 설명력이 한층 더 높아짐을 의미하며 홍콩 증시에 상장된 중국 기업의 경우 순자산 정보보다는 순이익 정보가 보다 중요한 회계정보로 고려되는 것을 추론할 수 있다.

한편, 독립변수로 사용한 주당 순자산 장부금액과 주당 순이익이 주당 시장가치에 유의한 영향력을 주는지를 나타내는 각 독립변수의 회귀계수 값은 모든 모형에서 그 유의성이 입증되었다. 다만, 주당 순자산 장부금액 변수의 경우 상해 기업의 모형 2에서는 그 유의성이 검증되지 않았고, 홍콩 기업의 모형 1과 모형 2에서는 다른 경우에서 보다 그 유의성이 약간 감소하는 것으로 나타났다. 이는 중국기업의 경우 순자산 정보보다는 순이익 정보의 주가에 대한 가치관련성이 우수하다고 해석된다.

〈표 4〉와 〈표 5〉의 회귀분석결과를 요약하여 보면 중국기업의 경우 순이익 정보의 가치관련성이 보다 더 우수하며, 상해와 심천 증시와 같은 중국 본토내의 증권거래소 기업들은 순자산과 순이익 정보 두 회계정보만을 가지고 주식의 시장가치를 설명하는 것은 완전하지 못하고 두 변수 이외에 추가적으로 주식의 시장가치에 영향을 주는 요소에 대한 연구 필요성을 제기한다.

〈표 6〉 한국기업의 회계정보 가치관련성 회귀분석 결과

모형1: $P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{i,t} + \alpha_2 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형2: $P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
모형3: $P_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
변수1)	모형 2 회귀계수(t값)	모형 1 회귀계수(t값)	모형 3 회귀계수(t값)
절편	4.0098(14.7)***	3.0339(12.5)***	4.5031(17.26)***
BV	0.1123(6.26)***	0.3090(12.69)***	
E		1.0551(10.11)***	0.3323(5.05)***
수정 R2	0.1582	0.4391	0.1092
수정 R2 차이2)	0.2809(모형 1과 2) / 0.3299(모형 1과 3)		

1) 변수 정의:

P: 주당 시장가치

BV: 주당 순자산 장부금액

E: 주당 순이익

2) 모형 1과 2의 수정 R2 차이는 주당 순이익 정보의 추가 설명력을 의미하고,

모형 1과 3의 수정 R2 차이는 주당 순자산 장부금액의 추가 설명력을 의미함

***: 1% 수준에서 유의함

이상의 중국 증시에 상장된 기업들의 회계정보 가치관련성 분석결과를 한국의 기업 표본과 비교하기 위하여 동일한 모형을 한국기업에 적용하여 회귀분석을 수행하였다. 그 결과는 〈표 6〉에 표시하였다. 한국기업의 경우 모든 모형에서 독립변수인 순자산과 순이익 정보가 매우 유의한 영향력을 보이고 있으며 이는 회계정보의 높은 가치관련성을 의미한다. 특히 회귀분석식의 설명력에 있어서는 주당 순자산 장부금액 또는 주당 순이익 정보 중 하나만을 독립변수로 사용한 회귀식에서는 15.8%, 10.9%의 설명력만 보이지만 두 변수를 모두 사용한 모형 1에서는 설명력이 43.9%로 크게 증가하고 있다. 이러한 한국기업 표본에 대한 실증분석 결과를 중국기업과 비교하여 보면, 중국기업은 회계정보(특히 순자산 정보)의 주식 가치 설명력이 상대적으로 미비함을 주장할 수 있다. 또한 회귀분석모형에 순자산 정보 또는 순이익 정보가 추가됨에 따라

얻어지는 회귀분석식의 주식 가치에 대한 추가 설명력이 한국기업에서는 의미 있는 증가를 가져왔지만 중국기업의 경우에는 그 두 변수 모두에서 의미 있는 증가를 살펴볼 수 없었고, 중국기업의 입장에서 상대적으로 낮은 추가설명력을 보이고 있다.

〈표 7〉 중국기업과 한국기업의 비교

$$\text{모형} : P_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 BV_{i,t} + \delta_2 E_{i,t} + \delta_3 BV_{i,t} G_i + \delta_4 E_{i,t} G_i + \epsilon_{i,t}$$

변수1)	전체	홍콩&한국	상해&한국	심천&한국
절편	1.6506 (90.09)***	1.1255 (14.62)***	1.6264 (61.46)***	1.6496 (58.07)***
BV	0.3837 (34.64)***	0.4121 (30.05)***	0.3850 (37.72)***	0.3838 (32.05)***
E	1.2917 (25.05)***	1.3815 (22.15)***	1.2958 (27.36)***	1.2918 (23.23)***
BV*G	-0.3433 (-20.05)***	-0.4896 (-14.84)***	-0.3965 (-15.95)***	-0.1644 (-6.57)***
E*G	0.1451 (1.29)	-0.1113 (-0.43)	0.2360 (1.27)	0.3539 (1.16)
수정 R2	0.1424	0.5296	0.2731	0.1989

1) 변수 정의:

P: 주당 시장가치

BV: 주당 순자산 장부금액

E: 주당 순이익

G: 중국기업의 경우 1, 한국기업의 경우 0인

더미변수

***: 1%, 5% 수준에서 유의함

중국기업의 회계정보 중 주당 순자산 장부금액의 가치관련성이 약간 떨어진다는 실증분석 결과를 보다 강건하게 만들기 위하여 하나의 회귀분석식에 중국기업과 한국기업 표본 모두를 포함하여 순자산과 순이익 정보의 가치관련성 차이를 비교해보고자 한다. 〈표 7〉은 전체 표본을 사용하고 중국기업 표본을 의미하는 더미변수(G)를 독립변수에 추가하여 회귀분석을 실시하였다. 기존

의 독립변수인 BV 과 E 에 G 변수를 곱한 두 변수간의 상호작용변수를 활용함으로써 G 변수 추가에 따른 주식 가치 영향력에 어떠한 영향을 주는지를 검증할 수 있다. 즉, $BV \times G$ 또는 $E \times G$ 의 회귀계수 값이 유의하게 (-)값을 가진다면 이는 중국기업이 한국기업에 비하여 해당 회계정보의 가치관련성이 감소함을 의미한다. 회귀분석은 중국기업과 한국기업 전체를 포함하는 전체 표본뿐만 아니라 중국의 증권거래소별(홍콩, 상해, 심천)로 중국기업과 한국기업을 포함하는 하위 그룹별로 이루어졌다. 연구 결과 $BV \times G$ 변수의 회귀계수 값이 모든 경우에서 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 나타냈으며, $E \times G$ 변수의 회귀계수 값은 그 통계적 유의성을 얻을 수 없었다. 이는 앞서 얻은 분석 결과를 보강하여 주는 결과로서 중국기업이 한국기업에 비해 순자산 회계정보의 가치관련성이 약하다는 결론을 강화해주고 있다.

이상의 모든 실증분석 결과를 종합해보면 중국내 상해 또는 심천증권거래소에서 주식이 상장되어 거래되고 있는 중국기업의 회계정보의 가치관련성은 주당 순이익 회계정보에서는 그 의미를 찾을 수 있지만 주당 순자산 장부금액의 회계정보 가치관련성은 한국기업과 비교할 때 상대적으로 미약하다고 결론할 수 있다. 또한 순자산 정보와 순이익 정보의 주가에 대한 추가 설명력을 중국기업의 표본에서는 발견할 수 없었다. 이러한 결과는 한국의 증권거래소에 상장한 중국기업을 표본으로 사용한 선행연구인 정태범(2013)의 연구에서의 결과와 대부분 일치하였으며, 회계정보 가치관련성 연구에 있어서 중국기업의 특징을 이해하는데 도움을 준다. 특히 중국기업의 주식 가치를 결정하는데 있어서 순자산 정보 또는 순이익 정보로 대변되는 자산가치와 수익가치의 설명력이 매우 부족하다는 분석결과는 중국기업의 경우 회계정보로서 설명할 수 없는 보이지 않는 설명변수의 존재에 대한 추가적인 연구의 방향을 제안한다.

5. 결 론

자본시장의 발전을 위해서는 자본시장의 국제화가 필수적이다. 이를 위해서 각국의 자본시장에는 외국인 투자자의 진입이 자유로워지는 추세를 보이고 있다. 중국 본토의 증권시장의 경우 최근까지만 해도 A주와 B주로 구분하여 외국인 투자가 일부 제한되어 왔다. 그러나 2014년 시행된 후강통과 2016년 후반에 시행 예정인 선강통 제도의 도입으로 상해증권거래소와 홍콩증권거래소 간의 교차매매 또는 심천증권거래소와 홍콩증권거래소 간의 교차매매를 통해 일반 외국인 개인투자자들도 중국 본토 A주에 대한 투자의 길이 열렸다. 이미 시행된 후강통 제도 도입의 성과를 예단하기에는 아직 시간이 부족한 점은 있지만 다소 실망의 목소리도 보이는 것이 현실이다. 후강통 제도의 실시 이후 오히려 중국 내 개인과 기관투자자들의 기대감으로 시행 이전 2,500이던 상해 증시지수가 1년 새 5,000까지 급등하였으나 그 이후 2,000선 아래로 급락하는 큰 변동성을 보였다. 이는 기초 체력에 대한 이해가 부족한 상황에서 초반에 형성되었던 기대감으로 거품이 발생한 결과라고 할 수 있다. 따라서 중국시장의 개방과 관련한 투자기회의 확대는 이에 대한 철저한 준비와 중국 시장 자체에 대한 이해가 먼저 있어야 할 것이다.

본 논문에서는 기업의 가치를 측정함에 있어 회계정보의 유용성이 강조되고 있는 상황에서 과연 중국의 증권시장에서도 우리나라에서의 회계정보의 가치 관련성과 비교할만한 여건을 지니고 있는지 실증분석하였다. 증권시장에서 형성되는 주식의 시장가치가 장기적으로 볼 때는 그 기업의 본질가치에 수렴한다는 측면에서 기업의 주가가 현재의 회계정보로 잘 설명될 수 있는지는 중국 기업에 관심을 가지고 있는 투자자에게는 매우 중요한 정보가 될 것이다. 기업 가치를 평가함에 있어 대표적인 회계정보인 순자산 정보와 순이익 정보를 독립변수로 하고 기업의 주당 시장가치를 종속변수로 한 회귀분석의 결과는 다

음과 같다. 첫째, 순자산과 순이익이 기업의 주가를 설명하는 설명력이 비정상적으로 낮은 수치를 보이고 있어 중국기업의 경우 회계정보 이외의 보이지 않는 요소가 주가 결정에 많은 영향을 준다는 가능성을 제시한다.

둘째, 중국 본토 내 증권거래소 상장기업들은 순자산보다는 순이익 정보에 유의한 가치관련성을 보이고 있다. 이는 한국기업이 순자산과 순이익 정보에 대해 모두 유의한 가치관련성을 보이고 있는 것과 매우 대조적인 결과이다. 중국의 경우 기업의 자산과 부채에 대해 공정가치 평가를 지향하고 있는 국제회계기준이 추구하는 장기적 관점에서의 기업가치를 반영하는 주가의 형성이 제대로 이루어지지 않는다고 볼 수 있다.

후강통과 선강통 제도의 도입으로 국제화에 첫 발을 내디딘 중국 증권시장에 대한 적절한 이해를 위하여 수행된 본 연구는 중국기업의 회계정보 가치관련성이 우리나라의 그것과 차이를 가지고 있음을 제시하였으며 중국 주식시장에 진입시 참고하여야 할 것이다. 향후 회계정보 가치관련성의 차이를 보이고 있는 구체적인 이유(예를 들어 중국기업 특유의 소유구조, 지배구조 등)에 대한 추가적인 연구가 수행되어야 할 것이다.

< 參考文獻 >

- 권수영, 김문철, 손성규, 최관, 한봉희. 2010. 자본시장에서의 회계정보 유용성. 신영사.
- 김경석. 2010. 중국 자본시장법제의 변화. 법학논문집 제34집 제2호: 161-178.
- 김도현. 2016. 성장의 전환점을 맞이하는 중국 자본시장. <http://bit.ly/2dZPpSo>
- 김정재. 2011. 재무회계이론. 신영사.
- 배상빈. 2003. 중국의 자본시장 현황과 향후과제. 한국동북아논총 제29집. 255-272.
- 이정, 박상규. 2011. 국제회계기준 도입이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향(중국 상장기업을 대상으로). 국제회계연구 제38집: 199-218.
- 이춘의, 박길영, 김문태. 2010. 중국의 회계환경과 회계투명성에 관한 고찰. 국제회계연구 제30집: 203-220.
- 정태범. 2013. 한국과 중국의 회계정보 가치관련성 비교연구. 중국학논총.

- 홍영도, 양동훈, 김령, 2015. 한국 상장 중국기업의 이익조성과 가치평가. 회계저널 제24권 제5호: 245-279.
- Feltham, G. and J. Ohlson. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*(Spring): 689-731.
- Lam, Kevin C.K., Heibatollah Sami and Haiyan Zhou. Changes in the value relevance of accounting information over time: Evidence from the emerging market of China. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 9: 123-135.
- Ohlson, J., 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*(Spring): 661-687.
- Qu, Xiaohui and Guohua Zhang. 2015. Value-relevance of Earnings and Book Value Over the Institutional Transition in China: The Suitability of Fair Value Accounting in This Emerging Market. *The International Journal of Accounting* 50: 195-223.

< Abstract >

The implementation of Shanghai-Hong Kong Stock Connect(滬港通) and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect(深港通) helps China to globalize its capital market. More individuals are expected to make an investment in Chinese companies. But appropriate understanding on the China capital market is needed before direct investment.

This paper has taken the empirical test of value relevance of Chinese firms listed on Hongkong, Shanghai and Shenzhen stock market using the book value of net assets and earnings per share to verify the level of explanation of stock price. The results says Chinese firms' net income information is more value relevant than the book value of net assets comparing with Korean companies. In other words, the Chinese firms' net assets has no incremental explanation power of stock prices while the net income has. And the total explanation

power of net income and net assets is abnormally low suggesting the possibilities of omitted variables in the regression equation. This results requires additional research on Chinese firms' attributes which affects the stock price.

Key Words: China capital market, Value relevance, Net income, Net assets

원고접수일	심사일정	1차수정	계재확정	출간
2016. 10. 31.	2016. 12. 09.	2016. 12. 11.	2016. 12. 15.	2016. 12. 31.