creative commons
COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

경영학석사 학위논문

중국기업의 무형자산이 기업가치에 미치는 영향

2015년 8월

부 경 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

KONG XIANYUE

경 영 학 석 사 학 위 논 문

중국기업의 무형자산이 기업가치에 미치는 영향

지도교수 김 진 황

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함.

2015년 8월

부 경 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

KONG XIANYUE

KONG XIANYUE의 경영학석사 학위논문을 인준함.

2015년 8월 21일

위 원 장 경영학박사 김확열 (인)

위 원 경영학박사 이진수 (인)

위 원 경영학박사 김진황 (인)

목차

표 목차 ····· iii

Abstract ····· iv

제 1 장 서론 ····· 1

제 1 절 연구의 필요성 및 목적 ····· 1

제 2 절 연구방법 및 구성 ····· 3

제 2 장 이론적 배경 및 선행연구 ····· 5

제 1 절 이론적 배경 ····· 5

제 2 절 선행연구 ····· 15

제 3 장 연구설계 ····· 29

제 1 절 연구가설 ····· 29

제 2 절 연구모형 ····· 31

제 3 절 변수의 정의 및 측정 ····· 33

제 4 절 표본의 선정 ····· 38

제 4 장 실증분석 ·····39
제 1 절 기술통계량 ·····39
제 2 절 상관관계 분석 ·····41
제 3 절 회귀분석 ·····43
제 4 절 분석결과 및 해석 ·····46

제 5 장 결론 ·····49

참고문헌 ·····51

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY 부경대학교

표 목차

<표 2-1> 일반기업회계기준에 무형자산의 분류·····8
<표 2-2> 국외의 선행연구 ·····20
<표 2-3> 국내의 선행연구 ·····27
<표 4-1> 변수의 기술통계량 ·····39
<표 4-2> 변수의 상관계수 ·····41
<표 4-3> 회귀분석 결과 ·····43

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY 부경대학교

Impact of Intangible Assets on the Firm Value of Chinese Listed Companies

KONG XIANYUE

Department of Business Administration, The Graduate School,
Pukyong National University

Abstract

Under the condition of knowledge economy, intangible assets play an important role in the enterprise value creation process. The intangible assets have gradually became the core competitive advantage under the condition of new economy situation. Especially, in Chinese companies, the value that Chinese company has created depends more and more on the intangible assets, and the competition of intangible assets between two enterprises will also affect the strength of enterprises. Therefore, the management of intangible assets have got more and more attention.

The purpose of this study was to examine the impact of intangible assets on the firm value of listed corporations in China, as earlier studies established that intangible assets are associated with firm value on a long-term basis.

This study has selected listed corporations in China and their's relevant financial data in 2009-2013 for research. As a result of making an empirical analysis of the listed Chinese enterprises, the following findings were given:

First, we found that in listed Chinese companies, there was a significant

positive correlation between intangible assets and current firm value. The empirical results show that the intangible assets' contribution to current firm value in listed Chinese companies is greater than the contribution of tangible assets.

Second, the multiple regression analysis shows that the investment of R&D in the listed corporations in China was found to have been statistically significantly influential. In the study of the listed corporations in China, the R&D of the year exerted positive influence on firm value.

Finally, according to regression results, in the long run of value creation about intangible assets, we put forward some recommendations. For example, strengthening the management awareness of intangible assets; increasing the quantity of intangible assets; attaching importance to the disclosure of intangible assets; perfect relevant laws and regulations of intangible assets; strengthening law enforcement efforts to strengthen the protection of intangible assets, by these ways, maximize the function of intangible assets in the enterprise value creation process.

Key word : Intangible Assets, R&D, Listed Chinese Companies, Firm Value

제 1 장 서론

제 1 절 연구의 필요성 및 목적

시대의 흐름에 따라 지식경제시대에서 무형자산이 기업의 생존 및 발전에 중요한 항목이 되었다. 21 세기 기업 간의 경쟁의 요인은 기계설비 등 유형자산 아니라 지식 및 창의적인 아이디어 등의 무형자산이다. 시대적 흐름에 따라 무형자산이 유용한 정보가 되었다. 무형자산은 기술의 혁신 및 브랜드 창조 등의 수단으로 생산 효율을 제고한다.

기업은 영리 조직으로써 기본적 목표는 기업가치의 증가와 이익 최대화이다. 기업 내의 각종 자원과 자산이 가치 창조의 원천을 될 수 있다. 공업 시대에는 유형자산과 금융자산이 핵심이었지만 시대 발전에 따라 현대 지식경제사회에는 지식, 기술, 관리 능력, 창의적인 능력 등 무형자산이 기업발전에 중요한 요소가 되었다. Barch Lev의 연구에서 미국 시장에 장부가치와 시장가치의 차이가 갈수록 커진다는 것을 보여주고 있다. 사실은 미국뿐만 아니라 전 세계도 마찬가지다. 기업의 장부가치와 시장가치의 차이가 커진다는 것은 무형자산이 기업가치를 결정하는 중요한 항목이 되었기 때문이다. 따라서 최근의 연구동향은 무형자산의 유용성에 대한 인식과 측정이라는 새로운 연구과제가 대두되게 되었다.

중국의 연구자들은 90년대부터 무형자산의 가치, 계산방법, 관리 등에 대해서 연구를 시작하였고 2001년부터 무형자산과 개발비에 대해서 실증분석을 시작하였다. 그 이후 일부의 학자들은 무형자산이 기업 장부가치, 기업 시장가치 등의 상관성에 관한 연구를 하였지만 초기 연구는

중국의 상장기업 재무정보의 부실 공시와 업종을 고려하지 않았기 때문에 연구가 더 필요하다. 이로 인하여 邵红霞는 중국의 상장기업은 첨단과학 기술기업과 일반기업으로 나눠서 연구하여 업종별로 무형자산이 기업가치에 미치는 영향이 다르다는 결과를 보여주고 있다. 중국의 회계기준은 IFRS를 도입한 후 공시제도가 점점 개선되면서 무형자산에 대한 연구가 더 필요하게 되었다.

중국의 개혁개방 이후 경제가 빠른 속도로 발전하면서 중국의 기업도 많이 성장하였지만 국제 시장에서 경쟁력이 부족한 중요한 원인 중 하나는 중국의 기업들이 무형자산에 대한 개발, 보호 그리고 관리에 대한 인지도가 부족한 것이다. 이로 인해 자사의 브랜드를 만들지 못하거나 중요한 기술을 다른 회사가 모방하거나 자사 기술을 도난당하는 일이 많이 일어났다. 일반적으로 투자자가 투자의사결정을 할 때 회사의 공시한 재무정보만 이용할 수 있다. 하지만 상장기업이 공시한 정보는 부실공시이거나 자료가 부족한 현상이 많이 존재하였기 때문이기도 하고 투자자는 회사의 규모, 발전, 이익 등만 고려하기 때문에 투자자가 잘못된 투자 결정을 하는 경우가 많았다. 따라서 본 연구의 목적은 회계정보유용성과 관련하여 중국기업의 무형자산이 기업가치와 관련성이 있는지를 연구한다.

제 2 절 연구방법 및 구성

기업의 무형자산은 중요성이 증가하고 있으며 이러한 무형자산은 연구개발을 통해 기업의 성장과 발전이 국가적 차원에서의 발전을 이끈다. 기업은 무형자산에 대한 인식과 투자가 증가하고 있는 상황에서 기업성장의 발판을 마련해 줄 무형자산에 대해 여러 국가의 연구자들은 많은 연구를 진행하였다. 연구결과를 보면, 무형자산이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 경우와 부정적인 영향을 미치는 경우 그리고 전혀 영향을 미치지 않는 경우 등 다양한 결과가 있다. 선행연구에 의하면 대부분 연구결과는 무형자산이 기업가치에 유의한 영향을 미치는 것을 알 수 있고 무형자산이 기업의 중요한 자원이라는 것을 보여주고 있다. 하지만 중국기업의 무형자산에 대한 실증분석은 많이 부족하다. 기존 중국학자의 연구는 신기업회계준칙 시행이전 연도를 대상으로 상하이 증권시장, 심천 증권시장에 한정되어 있어 본 연구에서는 중국 전체 상장기업을 대상으로 무형자산이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증분석를 하고자 한다.

실증연구는 아래와 같이 실시하였다.

첫째, 당기의 재무상태표(중국에서 자산부채표라고 함)에서 공시된 무형자산의 총액과 포괄손익계산서(중국에서 이윤표라고 함)에서 공시된 연구개발비를 이용하여 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석하였다. 이때 무형자산과 연구개발비는 총발행주식수로 나누어 주당 무형자산과 주당 연구개발비를 사용하였다.

둘째, 중국기업의 기업가치는 시장가치인 주가를 사용하였다.

셋째, 중국기업의 무형자산이 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위하여 다중회귀분석을 실시하였다. 또한 기업 간 규모효과의 차이를 통

제하기 위하여 총발행주식수로 나누고 이분산성의 문제를 해결하였다.

넷째, 중국기업의 최근 5년간 중국 CCER 데이터베이스 자료를 이용하였다. 동질성을 확보하기 위해 자료의 이용이 가능한 비금융업만을 대상으로 하였다.

다섯째, 가설을 검증하기 위하여 SPSS 19를 이용하여 통계분석을 하였다.

본 연구는 제1장 서론을 포함해서 5개의 장으로 구성되어 있다.

제2장, 연구에 대한 이론적 배경과 선행연구로 무형자산, 무형자산의 분류 및 역할, 무형자산이 기업가치에 미치는 영향에 대한 국내외 선행연구를 검토하였다.

제3장, 선행연구를 바탕으로 실증연구와 관련하여 가설설정, 연구모형의 설계, 변수의 정의 및 측정방법 그리고 표본의 선정 및 자료수집에 관하여 기술하였다.

제4장, 중국기업의 무형자산을 바탕으로 데이터를 이용하여 상장기업의 무형자산과 연구개발비가 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 그 결과를 해석하였다.

제5장, 본 연구에서 실시한 결과의 요약 및 시사점을 정리하고 연구의 한계 및 미래연구의 방향에 관하여 기술하였다.

제 2 장 이론적 배경 및 선행연구

제 1 절 이론적 배경

1. 무형자산

무형자산은 유형자산과 달리 물리적 실체가 없는 식별 가능한 비화폐성 자산으로서 재화나 용역의 생산, 타인에 대한 임대 또는 관리에 사용할 목적으로 기업이 보유하고 있는 자산이다. 무형자산은 구체적, 물질적 특수성을 가지고 있지 않으면서도 기업이 소유함으로써 효익을 얻을 수 있는 권리를 말한다.

국제회계기준에서 무형자산으로 정의되기 위한 세 가지 조건은 식별가능성, 자원의 통제 및 미래 경제적 효익의 존재이다. 기초가 되는 자원에서 유입되는 미래 경제적 효익을 확보할 수 있고 그 효익에 대한 제3자의 접근을 제한할 수 있다면 기업이 자산을 통제하고 있는 것이다. 무형자산의 미래 경제적 효익에 대한 통제능력은 일반적으로 법원에서 강제할 수 있는 법적권리에서 나오며 법적권리가 없는 경우에는 통제를 제시하기 어려우나 다른 방법으로도 미래 경제적 효익을 통제할 수 있기 때문에 권리의 법적 집행가능성이 통제의 필요조건은 아니다. 또한 시장에 대한 지식과 기술적 지식에서도 미래 경제적 효익이 발생할 수 있는데 이러한 지식이 저작권, 계약상의 제약이나 법에 의한 종업원의 개발 및 유지의무 등과 같은 법적 권리에 의하여 보호된다면 기

업은 그러한 지식에서 얻을 수 있는 미래 경제적 효익을 통제하고 있는 것이다. 무형자산의 미래 경제적 효익은 제품의 매출, 용역수익, 원가절감 또는 자산의 사용에 따른 기타 효익의 형태로 발생할 수 있는데 제조과정에서 지적재산을 사용하면 미래 수익을 증가시키기보다는 미래 제조원가를 감소시킬 수 있다.

한국의 K-IFRS 제 1038호 무형자산의 목적은 국제회계기준에서 특별히 다루고 있지 않은 무형자산의 회계처리에 관한 사항을 정하는 데 있다. 국제회계기준의 세 가지 조건을 충족하는 경우만 무형자산을 인식하도록 요구하며, 무형자산의 장부금액을 측정하는 방법과 무형자산에 관한 공시사항을 정하고 있다.

중국에서는 소유권제도 및 경제체제 때문에 오랫동안 무형자산이라는 단어가 존재하지 않았다. 개혁개방이후 경제발전과정 중에 무형자산도 새롭게 생겨났다. 무형자산에 대한 관점은 몇 가지가 있다.

첫째, 무형고정자산 관점. 이 관점은 무형자산의 형태에 따라 무형자산이 고정자산의 일부로 생각하기 때문이다. 영국회계기준 중에서 무형자산이 실체가 없는 비화폐성 고정자산으로 정의하며 일본의 회계학 사전에서도 무형고정자산이 유형자산과 반대 개념으로 정의한다.

둘째, 권리 관점. 이 관점은 무형자산의 특성에 대해서 제시한다. 무형자산은 기업이 미래 경제적 효익을 유입할 수 있는 권리를 말한다. 즉, 무형자산은 특허권, 저작권, 상표 등 법적으로 보호하고 있는 권리 등을 말한다. 또 한편 무형자산은 기업비밀, 비특허기술, 인력자원 등 일반 권리도 포함한다.

셋째, 자원집합 관점. 이는 무형자산이 권리 및 특별한 자원의 집합을 말한다. 예를 들면, 특허권, 인력자원, 연구개발 능력, 브랜드, 경영권, 기업이미지 등 능력의 집합을 말한다.

따라서 무형자산은 실체가 없으며 권리를 포함하고 미래에 이익을 창조하는 능력을 가지고 있는 비회폐성 자산을 말한다.

현재 중국의 회계준칙에서 무형자산이 '기업이 소유하거나 통제할 수 있는 실체가 없지만 식별 가능한 비화폐성 자산'이라 정의한다. 이 정의는 고객관계, 인력자원 등 기업이 미래 경제적 효익의 유입을 통제하기 어려운 항목은 무형자산으로 인식하지 못하며 브랜드, 간행물 명칭, 발행물, 고객리스트 등 업무에 구분이 어려운 항목도 무형자산으로 인식을 못하고 있다.

2. 무형자산의 범위, 분류 및 역할

무형자산의 범위와 관련하여 국제회계기준의 회계처리는 국제회계기준 제 1038호에 규정되어 있다. 무형자산은 물리적 실체는 없지만 식별가능한 비화폐성자산으로 컴퓨터소프트웨어, 특허권, 저작권, 영화필름, 고객목록, 모기지관리용역권, 어업권, 수입할당량, 프랜차이즈, 고객이나 공급자와의 관계, 고객충성도, 시장점유율과 판매권 등이 있다. 그러나 위에서 예시된 모든 항목이 무형자산의 정의인 식별가능성, 자원에 대한 통제와 미래 경제적 효익의 존재를 충족하는 것은 아니며 국제회계기준 제 1038호의 적용범위에 해당하는 항목이 무형자산의 정의를 충족하지 않는다면 그것을 취득하거나 내부적으로 창출하기 위하여 발생한 지출을 발생시점의 비용으로 인식하며, 이러한 항목을 사업결합으로 취득하는 경우에는 취득일에 인식하는 영업권의 일부로 본다. 또한 사업결합으로 취득하고 무형자산으로 인식한 진행중인 연구·개발 프로젝트의 취득후의 지출은 연구관련 지출과 무형자산의 인식기준을 충족하지

않는 개발관련지출인 경우에는 발생시점에 비용으로 인식하고 무형자산의 인식기준을 충족하는 개발 관련 지출인 경우에는 취득한 진행중인 연구·개발 프로젝트의 장부금액에 가산한다. 사업결합으로 인식하는 영업권은 사업결합에서 획득하였지만 개별적으로 식별하여 별도로 인식하는 것이 불가능한 자산 사이의 시너지효과나 개별적으로 재무제표상 인식기준을 충족하지 않는 자산으로부터 발생할 수 있다. 영업권을 인식하기 위해서 ①자산에서 발생하는 미래 경제적 효익이 기업에 유입될 가능성이 높고, ②자산의 취득원가를 신뢰성 있게 측정할 수 있어야 한다.

한국의 일반기업회계기준에 의하면 무형자산은 재화의 생산이나 용역의 제공, 타인에 대한 임대 또는 관리에 사용할 목적으로 기업이 보유하고 있으며 물리적 형체가 없지만 식별가능하고 기업이 통제하고 있으며 미래 경제적 효익이 있는 비화폐성자산을 말한다. 무형자산은 사업상 비슷한 성격과 용도를 가진 종류별로 분류하여 표시한다. 무형자산의 종류는 다음 <표 2-1>과 같다.

<표 2-1> 일반기업회계기준에 무형자산의 분류

구분	분류
무형자산	• 산업재산권(특허권, 실용신안권, 의장권, 상표권, 상호권, 및 상품명 포함) • 라이선스와 프랜차이즈 • 저작권 • 컴퓨터 소프트웨어 • 개발비(제조비법, 공식, 모델, 디자인 및 시작품 등의 개발) • 임차권리금 • 광업권, 어업권 등

중국 기업회계준칙에서는 사회적 무형자산과 자연적 무형자산으로 나뉜다. 사회적 무형자산은 특허권, 비특허기술, 상표권, 저작권, 경영특허권, 토지사용권 등이 포함되며 자연적 무형자산은 자연에서 천연가스와 같은 형태가 없는 물질을 포함된다.

무형자산에 대한 분류는 학문에 따라 다르다. 현재는 회계학, 법학, 경영학에 따라 분류할 수 있다. 그 중에 회계학의 무형자산은 지식적 무형자산, 기술적 무형자산, 권리적 무형자산으로 구분할 수 있다. 지식적 무형자산은 특허, 저작권, 상표권 등이 포함되고 있으며, 기술적 무형자산은 비특허기술 등을 포함하고 있으며, 권리적 무형자산은 토지사용권 경영특허권 등의 권리를 포함한다. 지식적 무형자산과 기술적 무형자산은 특허기술, 디자인, 소프트웨어, 상표 등 무형자산을 이용하여 경영활동 과정 중에 이익을 창조하며, 권리적 무형자산은 특허권을 가지고 창조한다. 예를 들면, 광산물 채굴권, 토지사용권, 생산허가 등 무형자산을 이용해서 기업의 이익을 향상시킨다. 기업 무형자산의 역할은 다음과 같이 나타난다.

첫째, 무형자산은 가치를 창조 할 수 있다. 무형자산은 회계에 근거하여 가치를 계산할 수 있으며 기업이 활용하면서 가치를 창조할 가능성이 있다.

둘째, 무형자산은 기업의 인지도를 높여 줄 수 있다. 현대 지식 사회에서 기업의 인지도와 신용은 매우 중요하다. 제품과 브랜드가 유명하게 되면 기업의 발전과 수익에 매우 유리한 영향을 준다. 그래서 기업이 경영활동과 더불어 무형자산을 관리하고 기업의 인지도를 높일수록 더 큰 이익을 창조한다.

셋째, 무형자산은 기업의 경쟁력을 높일 수 있다. 기업이 무형자산, 좋은 신용, 좋은 브랜드를 보유하는 것은 시장에서 경쟁력이 있으며 생존,

발전을 할 수 있다는 것이다.

3. 연구개발비

연구개발 활동은 기업의 제품개발과 관련되어 있으며 장기적으로 미래의 성장에 영향을 미치게 된다. 연구개발비는 연구단계에서 발생한 모든 지출이 발생한 기간의 비용으로 인식하고, 개발단계에서 발생한 지출이 무형자산의 인식기준을 모두 충족할 경우에는 자산으로 인식하고 그 외에는 발생한 기간의 비용으로 인식한다. 개발단계는 연구단계보다 훨씬 더 진전되어 있는 상태이기 때문에 프로젝트의 개발단계에서는 무형자산을 식별할 수 있으며, 그 무형자산이 미래 경제적 효익을 창출할 것임을 입증할 수 있다. 하지만 중국은 연구개발비용에 대한 인식과 투자가 아직도 많이 부족하다. 1990년에 중국기업이 연구개발에 대한 투자총액이 125억 위안이었고 당해 연도의 GDP의 0.68%를 차지하였으며 1998년에 중국기업의 연구개발에 대한 투자총액이 551억 위안이었고 당해 연도의 GDP의 0.69%를 차지하였다. 동기에 미국의 연구개발비용 총액은 2279.3억 달러이었으며 미국 GDP의 2.79%를 차지하였고 1997년에 독일의 연구개발비용의 총액은 875.4마르크이었고 GDP의 2.33%를 차지하였다. 일본의 연구개발비용이 GDP의 2.92%를 차지하였고 한국은 2.89%를 차지하였다. 최근에 중국의 연구개발에 대한 투자가 증가하였지만 선진국과 비교하면 차이가 크다.

미국 경제학자 Kendrick는 1929년부터 1990년까지 미국기업이 무형자산에 대한 투자가 63% 증가하였으며 유형자산에 대한 투자가 31% 감소한 것을 보고하였다. 무형자산의 성격을 가지고 있는 연구개발비가

매우 중요하다. 한국에서의 연구개발비를 회계처리하는 방법은 1980년부터 2007년까지 두 번의 개정을 거치면서 다음과 같이 변화하였다. 1980년부터 1990년 이전까지는 신제품·신기술의 개발된 경상적이지 않은 연구개발비는 시험연구비 계정으로 이연자산에 계상하고 경상적으로 지출되는 것은 경상시험연구비 계정으로 개발비와 함께 비용처리하였다. 1990년도 기업회계기준 개정에서는 시험연구비 계정이 연구개발비 계정으로 명칭만 조정되었다. 1997년 한국 경제를 강타한 금융위기 이후 1998년 말에 연구개발비 관련 기업회계 기준이 대대적으로 개정되었는데 내용 중 하나가 자산화 대상 연구개발비의 범위를 대폭 축소하는 것이었다. 개정된 기업회계기준은 연구개발 활동과 관련된 지출액을 연구비와 개발비로 구분하고 미래 경제적 효익의 불확실성이 큰 연구비의 경우 발생연도에 전액 비용화하고, 개발비의 경우 경상개발비는 자산성이 없는 것으로 보는 반면 일정한 요건을 충족하는 비경상적인 개발비에 한하여 자본화하여 개발비의 명칭으로 무형자산을 계상하도록 규정하고 있다.

하지만 중국에서 자산으로 인식된 연구개발지출은 개발지출으로 명명하고 있는데 비용처리된 연구개발지출은 포괄손익계산서(중국에서는 이윤표라고 함)의 관리비용에서 연구개발비로 명명하고 있다. 중국에서는 2006년에 제정한 《신회계준칙》 중 《기업회계준칙 제6호-무형자산》에서 연구개발비 자본화에 대한 연구단계와 개발단계로 구분해서 조건에 부합된 연구개발 지출이 무형자산으로 인정한다는 규정을 발표하였다. 이는 연구개발비의 자산화 처리에 대한 규정이다. 현재까지는 연구비와 개발비로 회계처리 시 회계담당자의 개인적 판단으로 조작하거나 정보를 구분할 때 자의성이 개입될 가능성이 크다. 《기업회계준칙 제6호-무형자산》중에 기업의 연구단계의 연구개발에 대한 지출이 당기 손

익으로 계상하며 개발단계의 지출을 아래 조건을 만족한 금액이 당기 무형자산으로 계상되고 있다. 첫째, 해당 무형자산이 사용할 수 있거나 판매 가능성이 있다. 둘째, 해당 무형자산이 사용하거나 판매 의도가 있다. 셋째, 해당 무형자산이 미래 경제 효익을 얻을 수 있다. 해당 무형자산을 이용하여 만든 제품이 판매시장이 있거나 해당 무형자산의 자체가 시장이 있는 것을 증명할 수 있어야 하고 해당 무형자산이 유용하다는 것을 증명해야 한다. 넷째, 해당 무형자산에 대한 개발이 완성하기 위해 기업이 충분한 기술과 자원의 지지를 가져야 하며 해당 무형자산에 대한 사용과 판매하는 능력을 있어야 한다. 다섯째, 해당 무형자산의 연구단계의 원가를 계산할 수 있어야 한다. 연구단계와 개발단계에 대한 지출이 구분할 수 없으면 모두 비용화 하여야 하고 당기손익으로 계상되어야 한다.

중국의 회계기준이 연구개발비용의 구성이 무엇인지에 대한 규정이 없지만 연구개발비에 대한 인식시간과 인식기준을 규정되고 있다.

4. 무형자산이 기업가치에 미치는 영향

기업은 영리적 조직으로써 이익을 창조하는 것이 목적이다. 이익을 창조하기 위해서 기업이 소유하거나 통제할 수 있는 자원을 활용해야 한다. 이 자원은 유형자산(공장, 설비, 제품 등) 및 무형자산(토지사용권, 기술 등)을 말할 수 있다. 기업은 경영활동 과정 중에 이런 자원이 자신의 능력을 전환해서 기업의 이익을 향상시킨다. 사회가 발전하면서 무

형자산은 유형자산과 다름없이 기업가치에 중요한 영향을 미치고 있다. 심지어 무형자산이 기업가치에 더 큰 영향을 미친다고 할 수 있다. 무형자산이 다중 용도로 서로 다른 분야에서 사용할 수 있으며 브랜드, 상표 등을 통해서 기업의 이미지를 향상시키고 이익을 향상시킬 수 있다.

하지만 과거에 무형자산이 원가계산의 불명확성 때문에 기업의 재무제표에서 무형자산의 가치를 반영할 수 없었다. 또한 기업의 경영자는 기업 내의 자원을 효율적으로 이용해서 사회에 제품이나 서비스를 제공을 통해 이윤을 획득한다. 따라서 기업의 가치는 기업이 끊임없이 발전하면서 창조된다. 유형자산의 가치가 기업 발전을 연속적으로 유지하는 것이며 무형자산은 기업이 어느 정도의 성장 후에 기업에게 초과이익을 창조하는 요소를 말하며 기업에게 초과이익을 창조할 때 무형자산의 가치를 인정 할 수 있다. 또한 기업에게 초과이익을 창조할 수 있는 특성 때문에 기업가치에 큰 영향을 미칠 것이다. 현대 사회에는 무형자산을 활용해서 기업가치를 최대화할 수 있다.

연구자들은 무형자산이 기업가치에 미치는 영향에 대한 다양한 연구를 하였다. 이러한 무형자산은 재무제표에 인정된 항목이나 인정되지 않은 무형자산을 대상으로 할 수 있으며 재무상태표(중국에서 자산부채표라고 함)에 공시한 항목이나 주석에서 표시된 무형자산의 항목일 수도 있다. 중국의 선행연구 중에 종속변수인 기업가치는 주로 기업의 장부가치 또는 기업의 시장가치를 이용하여 무형자산이 기업의 시장가치 또는 장부가치에 미치는 영향을 연구하였다. 장부가치에 대한 연구는 장부에서 변동한 지수(영업이익, 순이익 등)와 상대적 지수(영업이익률, 총이익률 등)를 이용한 연구이며, 시장가치에 대한 연구는 주가 및 주식수익률을 이용한 연구라고 말할 수 있다. 선행연구에 의하여 무형자산

이 장부가치 또는 시장가치에 유의한 영향을 미친다. 본 연구는 기업의 시장가치를 종속변수를 설정해서 무형자산이 기업가치에 미치는 영향을 분석할 것이다.

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY
부경대학교

제 2 절 선행연구

무형자산 등의 기업가치 관련성에 관한 최근의 연구는 연구개발비 투자가 기업가치를 설명할 수 있는 유용한 변수로 채택될 수 있는가와 또 한편으로 현행 기업회계기준에 따라 인식된 무형자산 관련 회계정보가 기업가치 평가에 적합한지를 실증적으로 분석한 논문이 주류를 이루고 있다. 기존의 선행연구를 국내연구와 국외연구로 나누어 살펴보겠다.

1. 국외의 선행연구

무형자산의 특성 때문에 무형자산에 대한 연구는 최근에 연구의 초점이 되었다. 학자들은 다양한 방법으로 많은 연구를 하였고 초기에는 무형자산의 확인 및 회계처리 방법을 많이 연구를 하였으며 과학기술의 발전에 따라 무형자산의 비중이 증가할수록 학자들은 무형자산이 기업에 대한 미치는 영향에 주목하였다.

Bublitz and Ettredge(1989)는 1974년부터 1983년 동안 내구재산업과 비내구재산업으로 구분하여 광고선전비와 연구개발비가 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 연구개발비지출은 긍정적인 영향을 미치며, 그 효과가 장기간 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Chan et al.(1990)은 1979년부터 1989년 동안 연구개발지출이 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석하였다. 그 결과 연구개발비는 기업가치에 긍정적이며 산업별로는 첨단기업의 경우 기업가치에 긍정적이며, 비첨단산업의 경우 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Lev and Sougiannis(1996)는 1975년부터 1991년 동안 자산화 처리된

연구개발비가 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 그 결과 자산화 처리된 연구개발비는 기업가치에 유의한 영향을 미치며 이는 당기보다 5년에서 9년 동안에 걸쳐 미래의 주식수익률에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Amir and Lev(1996)는 무선통신산업을 대상으로 무형자산이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 무형자산은 기업가치에 양의 영향을 미치며 고객 수 등 재무제표에 공시되지 않은 무형자산이 재무제표에서 공시된 자료보다 더 유의한다는 결과가 나타났다.

Burghstahler and Dichev(1997a)는 연구개발비투자비용이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 그 결과는 연구개발비투자비용과 기업가치간에 통계적으로 유의하지만 비선형적인 관련성이 있는 것으로 나타났다.

Ely and Waymire(1999)의 연구는 다른 무형자산 항목과 주가에 대한 실증연구이다. 이 연구는 1927년 뉴욕증권거래소에서 상장된 기업 중에서 무형자산을 있는 146개 기업을 대상으로 무형자산과 기업가치의 관련성이 있는지를 연구하였다. 그 당시에는 특허나 상표 같은 무형자산과 기업가치에 영향을 미치는 지를 분석하였다. 이 연구에서는 주가를 종속변수, 그리고 재무상태표상의 무형자산과 유형자산의 순자산가치와 순이익을 독립변수로 선정하고 검증하였다. 분석결과는 무형자산이 기업가치인 주가와 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Choi et al.(2000)는 실증분석을 통하여 무형자산의 보고된 가치 및 그에 따른 상각비용과 기업가치와의 관계를 연구하였다. 대응 포트폴리오(Matched Pair Portfolio)분석에 기초한 실증분석결과 기업가치는 재무상태표상에서 보고된 무형자산 가치와 긍정적인 관계를 가지나 손익계산서 상에서의 무형자산 상각비는 큰 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

Klock and Megna(2001)의 연구는 무선통신산업에서 광고, 연구개발비, 전파배급허가권, 확보된 고객의 수를 4가지 대상으로 무형자산과 기업가치의 관련성을 검토하였다. 결과는 전파배급허가권이 기업가치에 가장 큰 영향을 미치고 무형자산을 과소평가 할 경우에는 재무제표 유용성이 떨어지는 것으로 나타났다.

Bong and Manry(2004)는 1988년부터 1998년 동안 자산화 처리된 연구개발비와 광고선전비가 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 그 결과는 자산화 처리된 연구개발비는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 광고선전비는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Hunter et al.(2005)는 호주기업을 대상으로 한 검증에서 미래 경제적 효익을 가져오는 것이 확실한 무형자산일수록 재무제표에 인식되는 경향이 있다는 결과를 제시하고 있다. 즉 기술력이 높을수록, 특허 확보 등을 통해 기술에 대한 통제가 클수록, 기술의 순환주기가 짧을수록 기업은 무형자산을 재무제표에 인식하고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 무형자산에 대한 회계실무가 GAAP에서 추구하는 방향과 일치하게 이루어지고 있음을 시사한다, 추가로 Wyatt는 기업에 무형자산으로 인식할 선택권을 주는 것이 강제적으로 인식 또는 인식하지 못하게 하는 것보다 재무상태표의 품질을 높이는 방향이라고 제시하고 있다.

Coombs and Bierly(2006)는 1994년 연구개발비의 투자수준이 기술역량 및 기업성과에 미치는 영향에 대해 미국의 201개 기업을 대상으로 분석하였다. 그 결과는 연구개발비의 투자수준의 집약도는 기술역량 및 기업성과인 매출액이익률 그리고 총자산이익률과는 통계적으로 부정적인 영향을 미치며, 기업성과의 매출액이익률과는 통계적으로 부정적인 영향을 미치며, 기업성과의 매출액이익률과 총자산이익률과는 전혀 관

계가 없는 것으로 나타났다.

중국은 외국보다 무형자산에 대한 실증분석이 늦게 이루어졌고 무형자산의 정보공시와 무형자산이 기업업적과 기업가치에 대한 연구 위주로 진행하였다.

薛云奎, 王志台(2001)은 1995년부터 1999년까지 상하이증권거래소에서 상장된 기업을 대상으로 연구개발비의 정보공시에 대한 연구하였으며 공시된 무형자산이 기업가치인 주가에 대한 실증분석을 하였다. 결과는 무형자산이 기업가치에 유의한 관계를 나타내고 유형자산의 회계계수 보다 크게 나타났다. 그런데 이 연구는 연도별 업종별로 구분하지 않고 연구한 것이 한계점이다.

李青原(2006)는 중국 상장기업 중 제조업을 대상으로 연구하였다. 중국 상장기업의 연구개발비지출이 가치 관련성이 높다는 결과를 나타냈다. 그러므로 연구개발비지출이 발생한 당기 자본화해야 하며 후기는 무형자산을 처리해야하는 것을 주장하였다. 이 연구는 당 연도의 신기업회계기준에서 연구개발비가 자본화하는 규정에 대하여 이론적 지지를 제공하였다.

张若如, 许敏(2007)는 심천증권거래소에 상장한 첨단기업 중에서 83개 기업을 대상으로 2003년부터 2005년까지 그 기업들의 재무제표 주석중의 연구개발비용을 연구하였다. 83개 기업중에는 15개 기업만 3년 연속적으로 연구개발비용을 공시하고 있다.

陈娟(2009)는 2004년부터 2008년까지의 중국 첨단기업을 대상으로 무형자산이 기업의 시장가치에 대한 연구를 하였다. 연구에 의하면 중국 첨단기업의 무형자산이 기업의 시장가치에 유의한 양의 영향을 미치며 고정자산에 비해 더 유의한 결과를 나타냈다.

赵敏, 徐文超(2011)는 2009년 중국 상장기업을 대상으로 업종별로 무

형자산이 기업가치에 대한 영향을 연구하였다. 연구결과에 의하면 업종별로 무형자산이 기업가치에 영향의 차이가 있으며 전반적으로는 무형자산이 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY
부경대학교

<표 2-2> 국외의 선행연구

	연구자	독립변수	종속변수	표본의 선정	결과
국외의 선행연구	Bublitz and Ettredge (1989)	연구개발비	누적초과수익률 (CAR)	1974-1983 (328) 내구재산업, 비내구재산업	(+)장기영향
		광고선전비			(-)단기영향
	Chan외 (1990)	연구개발비 지출	주가	1979-1989 미국기업	(+), 첨단기업
	Lev and Sougiannis (1996)	자산 처리된 연구개발비	주가	1975-1991 (2,600) 제조기업	(+) 5-9년 동안 영향 미침
			조정이익		
			장부가치		
			주식수익률		
	Amir and Lev(1996)	무형자산	주가	1984-1993 무선통신산업	(+)
	Burghstahler and Dichev (1997a)	연구개발비투자비용	가치의 지속성	1976-1994 비금융업	비선형관계
			미래의 이익을 자본화한 가치		
	Ely and Waymire (1999)	무형자산	주가	1927 미국 146개 기업	(+)
	Choi 외(2000)	무형자산	주가	1978-1994 (1024) 미국기업	(+)
		상각비			관련성이 없음
	Klock and Megna (2001)	무형자산 중	토빈 Q	무선통신산업	(+)
	Bong and Manry(2004)	자산 처리된 연구개발비	주가	1988-1998 (3,191) 상장기업	(+)
		광고선전비			(-)
	Coombs and Bierly(2006)	연구개발비투자	기출역량 (ROS)	1994, 미국 201개 기업	(-) (ROS와 ROA 관계없음)
			기업성과 (ROA)		

	연구자	독립변수	종속변수	표본의 선정	결과
국외의 선행연구	薛云奎, 王志台 (2001)	무형자산	주가	1995-1999 중국 상하이증권거래서상 장된 기업	(+)
	李青原 (2006)	연구개발비 지출	토빈 Q	2001-2002 (205) 중국 상장된 제조기업	(+)
	陈娟(2009)	무형자산	영업이익	2004-2008 첨단기업	(+)
	赵敏 ,徐文超 (2011)	무형자산	주가	2009 중국 상장된 기업	(-)

주) 선행연구를 바탕으로 추가 작성

2. 국내의 선행연구

기업이 무형자산으로 인해 기업가치에 영향을 미친다는 연구는 많은 연구자들에 의해 증명되었으며, 한국에서도 무형자산이 기업가치에 미친다는 연구결과들이 존재한다. 그 중에 무형자산이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 경우, 부정적인 영향을 미치는 경우 또는 재무상태표상 자산이 기업가치에 영향을 미치는 경우, 포괄손익계산서상 비용이 기업가치에 영향을 미치는 경우 그리고 자산과 비용이 동시에 기업가치에 영향을 미치는 연구가 있다.

조성표(2000)는 연구개발 지출이 이익에 미치는 영향의 지속기간을 분석함으로써 연구개발 지출의 자산성 효과가 이익에 미치는 영향을 다년간의 기간에 걸쳐서 검증하였다. 연구결과, 연구개발비 지출은 기업의 미래기간 이익에 영향을 미치고 있었으며, 연구개발비 지출의 효익은 2-4년간 지속된다고 주장하여 시차효과가 존재하고 있음을 주장하였다.

이준환(2001)는 재무상태표에 인식된 무형자산의 정보가 다른 자산 및 부채정보에 비하여 기업가치 설명력이 떨어진다고 주장하였다. 그리고 정혜영, 조성인(2004)은 1991년부터 2001년까지의 기간 중에 한국증권거래소에 상장되었던 기업들을 대상으로 무형자산 관련 회계정보가 기업가치 평가에 적합한지를 실증적으로 분석하였다. 분석결과에 의하면 재무상태표상의 무형자산 정보는 평균적으로 무형자산 이외의 다른 항목에 비하여 기업가치 관련성이 낮지 않는 것으로 나타났다.

백원선, 전성일(2004)는 무형자산성 지출의 자산화가 동 지출의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하였다. 구체적으로 무형자산성 지출을 자산화하여 계산된 초과이익의 지속계수가 동 지출을 비용화하여 계산된

초과이익의 지속계수에 비하여 큰 집단에서는 그렇지 않은 집단에 비하여 무형자산성 지출에 대한 주가배수가 클 것이라는 가설을 검증하였다. 1991년부터 2001년 사이에 거래소에 상장된 제조업 중 연구개발비를 자산화한 모형에서는 143개 기업을 광고선전비를 자산화한 모형에서는 259개 기업을 최종표본으로 실증분석을 수행하였다. 분석결과에 의하면, 무형자산성 지출을 자산화 함에 따라 초과이익의 지속계수가 증가한 기업군에서의 무형자산성 지출에 대한 주가배수는 그렇지 않은 기업군에서의 동 주가배수에 비하여 높은 것으로 나타났다. 그러나 이 연구도 기업회계기준서가 제정되기 이전의 자료를 사용하고 있다.

김연용 외(2006)에서는 재무상태표와 손익계산서상의 무형자산 관련 항목을 총괄적으로 분석하여 무형자산 중 영업권과 개발비는 1% 유의수준에서 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치나 산업재산권, 기타무형자산은 비유의적이라 하였고, 비용항목 중에서는 연구개발비가 유의적인 양(+)의 영향을 보이고 광고선전비는 유의적인 음(-)의 영향을 미치며 교육훈련비는 비유의적인 것으로 발표하였다.

이지영(2006)은 2001년부터 2005년 동안 코스닥 기업을 대상으로 이익가산 전 장부가치, 경상이익 및 연구개발비의 기업가치 관련성을 분석하였다. 그 결과 자산 처리된 연구개발비는 부정적인 상관관계가 나타났으나 유의하지 않으며, 비용 처리된 연구개발비는 긍정적인 상관관계에서 유의하게 나타나 기업가치를 설명하는 변수로 비용 처리된 연구개발비라고 보았다.

주부식, 김민철(2007)은 현대사회가 무형자산이 부를 상징하는 주요원천으로 인식되는 지식사회로 빠르게 전환되고 있는 시점에서 회계학에서도 무형자산의 인식과 평가문제가 중요한 문제로 대두되고 있음을 지적하며 Olson(1995)이 제시한 기업가치 평가모형을 기초로 유형자산과

무형자산의 기업가치 관련성을 실증분석한 결과 무형자산 가액이 주가와 유의한 관련성을 보임으로써 무형자산이 기업가치를 설명하는 유용한 변수로 채택될 수 있음을 보였고, 기업가치에 미치는 영향에 대한 비교분석에서도 무형자산의 회귀계수 값이 0.204, 유형자산의 회귀계수 값이 0.309로 통계수준 1%에서 유의적인 결과 값을 보였다.

조인석, 안상봉(2007)는 코스닥시장에 상장된 일반기업과 벤처기업을 대상으로 기업가치 평가에 영향을 미치는 회계정보인 연구개발비와 광고선전비로 대용되는 무형자산성 지출이 기업가치에 어떠한 영향을 주고 있으며 두 시장사이에 무형자산성 지출의 정보효과가 다르게 나타나는지를 연구하였다. 재무제표에 보고된 무형자산성 지출의 장부가액은 경상이익의 부호와 관계없이 기업가치와 유의한 양(+)의 관련성을 나타내고 있었다.

이경민, 이근찬(2007)는 제약산업을 대상으로 연구개발투자가 기업성과에 미치는 영향을 분석하였으며 연구결과에 의하면 전기의 연구개발비 지출은 당기 기업성과에 양(+)의 영향을 미친다는 연구개발 활동의 누적효과는 발생하지 않았다고 밝히고 있다.

김진황(2009)은 유가증권시장의 화학업종과 제약업종을 대상으로 무형자본이 당해 연도와 차기이후 연도의 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 연구 결과에 의하면 화학업종과 제약업종의 경우 연구개발비 등이 당해 연도의 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는 것을 나타났지만 차기연도와 차차기연도 등의 기업가치에 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 이는 무형자본 가치인 연구개발비와 광고선전비 등이 장기적으로 기업가치에 정(+)의 영향을 미치고 있다는 것을 입증하였다.

이원기 외(2011)는 상장기업을 대상으로 무형자산성 지출이 기업의

생산성 향상에 미치는 형향을 분석하였다. 분석결과, 상장기업에서는 인적자산투자, 연구개발투자, 광고선전비 모두 생산성 향상에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 특히 무형자산성 지출 중 인적자산에 대한 투자는 생산성에 가장 큰 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

오상희(2012)는 기업이 기업가치를 증대시키고자 연구개발비를 지출함에 있어 기업의 전략에 따라 기업성과에 미치는 영향이 어떻게 다른지를 분석하면서 원가우위전략을 선택한 기업은 당해 연구개발비와 영업이익이 유의적인 관계를 보이지 않았고 다만, 과거 4년부터 과거 6년까지 지출한 연구개발비와 유의적인 음(-)의 관련성을 나타내었다. 반면 차별화 전략을 취한 기업의 경우 연구개발비가 당기의 경영성과 보다는 미래 경영성과에 영향을 미친다는 가설을 입증하였다.

정재권 외(2012)는 2005년부터 2010년 동안 코스닥시장에 등록된 제조기업을 대상으로 총연구개발비가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 변수로는 총연구개발비와 유형자산이었다.

곽태완, 왕현선(2013)는 2001년부터 2010년 동안 기업별로 연구개발비가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 연구개발비는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 비첨단기업과 성장성이 높은 기업의 연구개발비가 주가관련성이 높고, 첨단기업과 성장성이 높은 기업이 연구개발비를 지속적으로 확대하면 주가에 반영되어 기업가치 증대를 가져오는 것으로 나타났다.

조성표 외(2014)는 기업의 유형자산과 무형자산이 기업의 수익성 및 가치에 미치는 영향에 대하여 종단적으로 분석하였다. 종단적 분석을 위하여 1989년부터 2008년까지 한국 선물증권거래소의 KOSPI 상장기업을 대상으로 하여 20년간의 자료를 수지하여 연구를 수행하였다. 분석

결과는 일관성이 있게 유형자산보다는 무형자산의 영업이익에 대한 기여도가 높게 나타났다. 연구개발비 집약적인 산업에서 이 같은 결과의 차이가 더욱 크게 나타났다.

이상의 선행연구들을 살펴본 결과 무형자산과 연구개발비 등의 무형자산성 지출이 기업가치에 대한 관련성에 대한 연구에서 연구자들마다 연구결과에 차이가 있음을 알 수 있었다. 선행연구에 의하면 국내 외의 연구는 무형자산이 국가, 기업에 적극적인 영향을 미치며 연구를 통해서 무형자산에 대한 규정도 개선되었다. 따라서 투자자 및 이용자에게 유용한 재무제표를 제공할 뿐만 아니라 유용한 무형자산의 정보도 제공한다. 중국은 무형자산에 대한 연구가 국외보다 늦었지만 최근에는 국외의 연구방법을 이용하는 동시에 중국의 실제 상황을 고려하고 있으므로 큰 발전을 하였다. 중국은 국외와 같이 무형자산이 기업의 경영활동 중에 중요한 역할을 하고 있으며 기업가치에 큰 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다.

<표 2-3> 국내의 선행연구

	연구자	독립변수	종속변수	표본의 선정	결과
국내의 선행연구	백원선, 전성일(2004)	연구개발비	주가	1991-2001 (259) 제조업	(+)
	김연용 외 (2006)	무형자산	주가	2000-2004 (1,474) 제조기업	(+)
		개발비			(+)
		연구개발비			(+)
	이지영(2006)	자산 처리된 연구개발비	주가	2000-2005 (1,810) 코스닥기업	(-) 비유의적
		비용 처리된 연구개발비			(+)
	주부식, 김민철(2007)	무형자산	주가	2000-2004 (2,158) 제조업	(+)
	조인석, 안상봉 (2007)	연구개발비	주가	1999-2003 (1,827) 코스닥시장 일반기업과 벤처기업	(+)
	이경민, 이근찬 (2007)	연구개발비	경상이익	2001-2006 (374) 의약품기업	(+)
	김진황(2009)	연구개발비	토빈 Q	2005-2008 (연도별) 화학업종과 제약업종	당해연도(-) 차기연도(+)
	이원기 외 (2011)	연구개발비	영업이익	2004-2008 (150) 상장된기업과 코스닥 기업	(+)
	오상희(2012)	연구개발비	영업이익	1998-2010 (5,395) 상장된 기업	당해 연도 유의하지 않았다.
					과거 4-6년(-)

	연구자	독립변수	종속변수	표본의 선정	결과
국내의 선행연구	정재권 외 (2012)	총연구개발비	토빈 Q	2005-2010 (1,114) 코스닥시장 제조업	(+)
	곽태완, 왕현선 (2013)	연구개발비 지출	주가	2001-2010 (5,886) 상장된 기업	(+) 비첨단기업, 비용 처리된 연구개발비 주가설명력 높음
	조성표 외 (2014)	무형자산 연구개발비 지출	토빈 Q	1989-2008 (197) KOSPI시장에 상장기업	(+)

주) 선행연구를 바탕으로 추가 작성

제 3 장 연구설계

제 1 절 연구가설

오늘날의 기업들은 지식경영의 중요성이 증가되어 가고 있으며 이로 인하여 기업내 무형자산에 대한 비중이 확대 되어 가고 있다. 무형자산은 산업별로 차이가 있지만, 지적 자산으로 대표되는 무형자산이 기업가치에서 차지하는 비중은 점차적으로 증가하고 있다.

선행연구에서 Ely and Waymire(1999)는 각기 다른 회계처리방법으로 인식된 무형자산이 주가와 관련되어 있을 것이라는 실증분석한 연구이다. 이 연구는 기업의 시장가치 즉 주가를 종속변수로 두고, 장부가치를 유형자산의 순자산가치와 경영자의 재량에 의해 계상된 무형자산과 순이익을 독립변수로 하여 무형자산의 기업가치 관련성을 검증하였다. 또한 무형자산과 관련된 지출(손실)과 무형자산간에 상관관계를 검증하였다. 실증분석결과 무형자산은 주식가치에 유의한 양의 영향을 미친다는 것을 검증하였다. 또한 이동규, 김용인(2004)은 한국증권거래소에 상장된 기업들을 대상으로 Ohlson모형을 통해 무형자산과 기업가치 간에 관련성을 실증분석 하였다. 분석결과 재무상태표상에 무형자산은 유형자산과 부채와 더불어 기업가치 관련성이 있으며, 유형자산과 부채에 비하여 회계정보가 질적으로 떨어지지 않은 것으로 나타났다.

이와 같이 무형자산의 기업가치 관련성에 대한 실증연구들을 분석해 볼 때 무형자산은 기업가치와 유의한 관계가 있다는 것을 알 수 있다. 그래서 중국의 상장 기업에서도 무형자산이 기업 가치와 유의한 관계가

있는지 살펴보고자 한다. 따라서 다음의 가설을 설정한다.

가설 1: 중국 상장기업의 무형자산은 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

무형자산성 투자인 연구개발비는 기업마다 주관적인 판단에 따라 회계처리가 다르며 기존의 연구개발비가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구결과도 다양하다. 다수의 선행연구들에서 연구개발비를 자산화 처리에 따라 기업가치에 영향을 미치는 경우(Chamber et al., 1999), 비용화 처리에 따라 영향을 미치는 경우(정군오 외, 2005)처럼 다양한 연구방법이 있다. 본 연구에서는 비용화 처리된 연구개발비를 이용하여 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석하고자 한다.

연구개발비는 기업의 미래의 성장과 발전을 위해 투자하는 무형자산으로 기업가치와 관련 있다는 선행연구 결과를 토대로, 본 연구에서는 중국기업을 대상으로 연구개발비가 기업가치에 미치는 영향에 대해 실증분석하고자 한다. 본 연구는 포괄손익계산서(중국에서는 이윤표라고 함)에서 관리비용 중의 연구개발비 항목이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 따라서 다음의 가설을 설정하였다.

가설 2: 중국기업의 연구개발비가 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

제 2 절 연구 모형

중국은 IFRS 도입 이후 무형자산과 연구개발비에 관한 회계처리는 더욱 중요시 되었다. 무형자산이 기업가치에 미치는 영향에 대한 기존의 선행연구에서 Ely and Waymire(1999)의 연구에서 Ohlson의 모형을 바탕으로 무형자산이 기업가치인 주가와 양(+)의 영향을 미친다고 하였다. 薛云奎, 王志台(2001)는 상하이증권거래소의 상장회사 대상으로 Ohlson의 모형을 이용하여 무형자산이 기업가치의 유의한 양(+)의 영향을 미친 것을 검증하였다. Ohlson의 모형은 객관적으로 기업가치 평가의 기초모형이며 높은 검증가능성 등 특징을 가지고 있다. 본 연구에서 Ohlson(1955)의 모형을 바탕으로 수정해서 단순화된 모형을 사용하였다.

본 연구에서는 중국 상장기업을 대상으로 무형자산이 기업가치에 미치는 영향력을 알아보고자 Ohlson 모형을 바탕으로 하고 기존 선행연구의 분석결과를 토대로 연구모형을 설정하고 가설을 검증하기 위하여 연구모형을 바탕으로 다중회귀분석을 실시하였다. 무형자산에 대한 기업가치 평가모형으로 종속변수인 기업가치는 중국의 상장기업의 주가를 사용하였으며, 독립변수로는 상장기업의 무형자산과 연구개발비 그리고 기업가치에 영향을 미치는 변수를 통제변수로 두었다.

따라서 본 연구의 연구모형은 다음과 같다.

$$P_t = \beta_0 + \beta_1 IA_t/N_t + \beta_2 TR_t/N_t + \beta_3 EPS_t + \beta_4 TA_t/N_t$$
$$+ \beta_5 LIB_t/N_t + \beta_6 DIV_t + \beta_7 YK_t + \epsilon_t$$

P_t = 주당 기업가치

IA_t/N_t = 무형자산 / 주식 수

TR_t/N_t = 연구개발비 / 주식 수

EPS_t = 주당 당기순이익

TA_t/N_t = 유형자산 / 주식 수

LIB_t/N_t = 부채 / 주식 수

DIV_t = 기간 (t-1,t)에서의 순배당흐름

YK_t = 연도별더미변수

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY 부경대학교

제 3 절 변수의 정의 및 측정

본 연구에서는 중국 상장기업의 주당 무형자산과 주당 연구개발비를 독립변수로 사용하고 종속변수인 기업가치의 변수는 중국 상장기업의 주가를 사용하였다. 본 연구는 2009-2013년의 중국 CCER 데이터베스에서 수록된 상장기업의 자료를 사용하고 있으며 주당 유형자산, 주당 당기순이익, 주당 총자산, 순배당흐름 그리고 연도별 더미변수가 통제변수로 사용되었다.

본 연구에서 사용한 변수의 조작적 정의와 측정방법은 아래와 같다.

1. 주당 기업가치(P_t)

본 연구에서는 종속변수인 기업가치의 변수는 중국 상장기업의 주가를 사용하여 기업의 무형자산에 미치는 영향에 대한 실증분석을 하고자 한다. 주가는 상장기업의 실제 가치를 반영하기 때문에 사용하였다.

주당 기업가치 = 주가

2. 주당 무형자산(IA_t/N_t)

기업이 발전하면서 무형자산이 점점 더 중요해지고 있다. 무형자산은 기업이 이익을 창조하는데 중요한 요소가 되었다. 본 연구에서 중국 상장기업의 무형자산을 사용하여 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석을 하였다.

무형자산은 당해 연도의 재무상태표(중국에서는 자산부채표라고 함)에 보고된 기말 무형자산 총액을 사용하여 규모효과의 통제를 위해 주식 수로 나눈다.

주당 무형자산 = 무형자산 / 주식 수

3. 주당 연구 개발비(TR_t/N_t)

투자하는 무형자산으로 연구개발비는 회계담당자의 개인적 판단을 따라 자산이나 비용으로 구분한다. 본 연구에서 당해 연도의 비용화 처리된 연구개발비를 사용하여 기업이 가치에 어떤 영향을 미치는 것을 분석하였다. 본 연구는 중국의 재무제표 주석에서 포괄손익계산서(중국에서는 이윤표라고 함) 안에 관리비용항목 하의 당기 연구개발비총액을 사용하여 주식 수를 나눈 주당 연구개발비를 분석하고자 한다.

주당 연구개발비 = 당기 연구개발비 / 주식 수

4. 주당 당기순이익(EPS_t)

이익변수로 당기순이익, 영업이익 또는 경상이익 중 어떤 것을 사용하더라도 연구결과의 차이는 거의 없다(장지인 외, 2002). 그래서 기업이 운영하는데 이익을 얼마나 창조하느냐에 따라 본 연구에서 당기순이익을 사용하여 기업가치에 미치는 영향을 통제하였다.

주당 순이익 = 당기 순이익 / 주식 수

5. 주당 유형자산(TA_t/N_t)

산업시대에서 무형자산이 아닌 유형자산이 기업가치를 측정하는 중요한 요인이었다. 현대 사회에서도 기계, 설비, 건물과 토지 등 유형자산을 구입으로 인해 기업의 자산을 증가한다. 따라서 유형자산도 기업가치에 평가하는데 매우 중요한다. 赵敏, 徐文超(2011), 김연용 외(2006)의 연구에서는 무형자산이 증가함에 따라 유형자산에 투자하는 비용이 증가하였고, 이로 인해 유형자산이 기업가치에 유의하게 나타났기 때문에 통제하기 위해 본 연구에서 포함되었다.

주당 유형자산 = 유형자산 / 주식 수

6. 주당 부채(LIB_t/N_t)

기업의 생존 발전에는 자금이 필수적이다. 기업은 다른 방법으로 필요한 자금을 조달할 수 있는데 부채는 그 중에 하나이다. 현대 기업은 부채로 투자하거나 잘 이용해서 이익을 창조한다. 부채는 기업의 업적 및 시장가치에 대해서 영향을 미칠 것이다. 陈娟(2009), 김연용 외(2006)의 연구에 의하여 부채가 증가함에 따라 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 따라서 기업의 부채는 무형자산이 기업가치에 미치는 영향을 분석하는데 고려해야 할 항목이었다. 본 연구에서 부채를 주식 수로 나눈 값을 이용하여 기업가치에 미치는 영향을 통제하였다.

주당 부채 = 부채 / 주식 수

7. 순배당흐름(DIV_t)

Ohlson 1995년 모형에서 기업가치를 검증하는데 기간(t-1, t)에서의 순배당흐름 변수를 사용하였다. 본 연구에서는 순배당흐름을 통제변수로 두어 기업가치에 미치는 영향을 통제하였다.

순배당흐름 = t시점의 순배당 - (t-1)시점의 순배당

8. 연도별더미변수(YK_t)

2009년부터 2013년까지 중국기업의 무형자산이 기업가치에 미치는 영향의 연도별 변수의 오차를 측정하기 위해서 연도별 더미변수를 통제변수로 추가하였다.

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY
부경대학교

제 4 절 표본의 선정

중국의 신기업회계준칙은 2007년 1월 1일부터 시행되었는데 본 연구의 가설을 실증적으로 검증하기 위하여 최근 5년 동안 무형자산이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 즉, 본 연구는 2009년부터 2013년까지 중국 CCER 데이터베이스에 수록된 상장기업으로 다음의 선정기준을 만족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

첫째, 중국의 상장기업으로 CCER 데이터베이스에서 자료 이용이 가능한 기업을 표본으로 선정하였다.

둘째, 비금융업으로서 금융업 내지는 보험업에 속하지 않는 기업을 표본으로 선정하였다.

셋째, 실증분석에서 필요한 모든 자료가 이용이 가능한 기업을 표본으로 선정하였다.

넷째, 선정한 기간 내 무형자산이 없는 기업을 제외한 나머지 무형자산이 있는 기업을 표본으로 선정하였다.

다섯째, 결산일이 3월 말일인 기업을 표본으로 선정하였다.

CCER 데이터베이스에서 중국 상장기업의 자료는 10,756개 데이터로 기업가치와 무형자산의 재무자료와 필요한 자료를 없는 기업을 제거하였다. 또한 극단치에 해당하는 상·하위 5%를 제거하여 신뢰성과 설명력을 높였다. 이상의 조건을 만족하는 표본을 구한 결과 2009년부터 2013년 동안 총 4,039개 데이터 표본을 선정하였다.

제 4 장 실증분석

제 1 절 기술통계량

본 연구모형에 대한 실증분석에 각 변수들의 기술통계량은 다음 <표 4-1>과 같다. 변수들의 개별적인 분석을 위해 표본기업 전체의 측정변수에 대한 기술통계량 분석을 실시한 결과이다. 분석 대상기간 동안 각 변수의 평균, 중위수, 표준편차, 최소값, 최대값을 나타내었다.

<표4-1>변수의 기술통계량

(단위:위안)

구분	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
P_t	14.836	13.450	7.672	2.000	85.980
IA_t/N_t	0.496	0.380	0.441	0.036	2.488
TR_t/N_t	0.253	0.141	0.359	0.000	5.332
EPS_t	0.455	0.390	0.414	-2.560	3.610
TA_t/N_t	9.399	6.666	7.003	3.001	35.869
LIB_t/N_t	7.023	4.492	7.622	0.029	69.365
DIV_t	0.436	0.358	3.681	-24.698	23.332

P_t = 주당기업가치 IA_t/N_t = 주당무형자산 TR_t/N_t = 주당연구개발비
EPS_t = 주당당기순이익 TA_t/N_t = 주당유형자산 LIB_t/N_t =부채/유통주식수
DIV_t = 순배당흐름

본 연구는 2009년부터 2013년까지 중국 상장기업을 대상으로 표본 수는 4,039개이고, 중국기업의 주당 기업가치(P_t)의 평균은 14.836위안이고 중위수는 13.450이다. 최소값은 2.000위안과 최대값은 85.980위안으로 기업들 간의 차이가 큰 것으로 나타났다.

주당 무형자산(IA_t/N_t)의 평균과 중위수는 각각 0.496위안과 0.380위안으로 나타났으며 최소값과 최대값은 0.036위안과 2.488위안으로 나타났다. 주당 연구개발비(TR_t/N_t)는 평균이 0.253위안이고 중위수가 0.141위안이며 최소값과 최대값이 각각 0.000위안과 5.332위안으로 중국 상장기업의 연구개발비 지출액이 차이가 많이 나는 것으로 나타났다.

통제변수 중 주당 유형자산(IA_t/N_t)과 주당 부채(LIB_t/N_t)의 최대값과 최소값이 큰 차이를 보이는데 이는 기업 간에 자산과 부채의 차이가 많이 나타나는 것 때문이다. 기업들의 자료에 이익이 많은 기업들이 자료에 포함되어 있어서 최대값과 최소값의 차이가 크다.

제 2 절 상관관계 분석

상관관계 분석은 각 변수들의 관련성을 분석하기 위한 것으로 종속변수, 독립변수, 통제변수가 다른 변수들과의 관련성을 알아보기 위한 분석방법으로 상관계수는 <표4-2>와 같다. 본 연구에서 이분산성 문제와 규모효과에 따라 계수 편의의 문제를 극소화하기 위해 모든 변수는 주식 수로 나누었으며 한 주당 값을 이용하였다.

<표4-2> 변수의 상관계수

구분	P_t	IA_t/N_t	TR_t/N_t	EPS_t	TA_t/N_t	LIB_t/N_t	DIV_t
P_t	1						
IA_t/N_t	0.407**	1					
TR_t/N_t	0.281**	0.238**	1				
EPS_t	0.491**	0.219**	0.143**	1			
TA_t/N_t	0.384**	0.419**	0.480**	0.261**	1		
LIB_t/N_t	0.105**	0.219**	0.106**	0.207**	0.161**	1	
DIV_t	0.061**	0.025	-0.017	-0.067**	-0.088**	0.038*	1

* 상관계수는 5%수준(양쪽)에서 유의함

**상관계수는 1%수준(양쪽)에서 유의함

P_t = 주당기업가치 IA_t/N_t = 주당무형자산 TR_t/N_t = 주당연구개발비

EPS_t = 주당당기순이익 TA_t/N_t = 주당유형자산 LIB_t/N_t =부채/유통주식수

DIV_t = 순배당흐름

변수들 간의 기초적인 상관관계를 알아보기 위해 Pearson 상관계수를 측정하였다. 변수들 간의 상관관계분석 결과에 의하면 종속변수인 주당 기업가치(P_t)는 주당 무형자산(IA_t/N_t)과 1%의 수준에서 0.407의 유의한 상관관계를 가지고 있으며 주당 연구개발비(TR_t/N_t)과 1%의 수준에서 0.281의 유의한 상관관계를 가지고 있다.

주당 기업가치(P_t)는 주당 당기순이익(EPS_t), 주당 유형자산(TA_t/N_t), 주당 부채(LIB_t/N_t), 순배당흐름(DIV_t)에서 양의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 종속변수인 주당 기업가치(P_t)와 변수들 간의 관계에서 주당 당기순이익(EPS_t)의 상관관계가 0.491로 가장 높게 나타났는데, 이는 중국 상장기업의 가치를 평가할 때 가장 영향을 많이 끼치는 변수로 자산에 비해 이익이 많은 기업에서 당기순이익이 높을수록 기업가치가 상승하는 것으로 나타났다.

변수들 간의 상관관계 분석결과에서 주당 유형자산(TA_t/N_t)과 주당 무형자산(IA_t/N_t), 그리고 주당 연구개발비(TR_t/N_t)의 상관관계가 높으며 변수들 간의 다중공선성을 초래하기 때문에 이후 회귀분석에서 다중공선성(VIF)를 측정하고자 한다.

이러한 상관관계의 분석결과는 중국 상장기업의 무형자산이 당해 연도의 기업가치와 유의한 관계가 있음을 보여주고 있다

제 3 절 회귀분석

본 연구는 중국 기업의 무형자산이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 다중회귀분석을 실시하였다. 종속변수는 주당 기업가치(P_t)이며 독립변수는 주당 무형자산(IA_t/N_t)과 주당 연구개발비(TR_t/N_t)이다. 2009년부터 2013년까지 중국 상장기업의 5개년도 자료를 이용하였으며 통제변수인 주당 당기순이익(EPS_t), 주당 유형자산(TA_t/N_t), 주당 부채(LIB_t/N_t), 순배당흐름(DIV_t) 그리고 연도별 더미변수(YK_t)의 변수를 투입하여 수행하였다.

중국 기업의 무형자산이 기업가치에 미치는 영향에 대한 회귀분석의 결과는 <표4-3>과 같다.

<표 4-3> 회귀분석 결과

	비표준화계수		표준화계수	t	유의확률	공선성통계량	
	B	표준오차	베타			공차	VIF
(상수)	7.495	0.227		32.992	0.000		
IA_t/N_t	3.778	0.228	0.217	16.596	0.000	0.781	1.280
TR_t/N_t	3.245	0.287	0.152	11.299	0.000	0.737	1.357
EPS_t	7.740	0.228	0.417	33.974	0.000	0.887	1.128
TA_t/N_t	0.184	0.016	0.168	11.536	0.000	0.631	1.585
LIB_t/N_t	-0.102	0.012	-0.101	-8.337	0.000	0.908	1.102
DIV_t	0.187	0.032	0.090	5.930	0.000	0.585	1.709

(연도별 더미변수포함)				
R	수정된R^2	추정값의 표준오차	F값	Sig.
0.679	0.460	5.6387852	344.674	0.000

P_t = 주당기업가치 IA_t/N_t = 주당무형자산 TR_t/N_t = 주당연구개발비
EPS_t = 주당당기순이익 TA_t/N_t = 주당유형자산 LIB_t/N_t =부채/유통주식수
DIV_t = 순배당흐름

연구결과 R^2는 0.460으로 전체 모형의 46%를 설명해 주고 있으며 모형 전체의 유의성을 나타내는 F값은 344.674로 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 값을 나타내고 있다. 이로써 추정된 회귀모형의 타당성을 보여주고 있다. 독립변수들과 통제변수들은 모두 통계적으로 유의하게 나타났다.

통제변수인 주당 부채(LIB_t/N_t)가 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 주당 당기순이익(EPS_t), 주당 유형자산(TA_t/N_t), 순배당흐름(DIV_t)은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

독립변수인 주당 무형자산(IA_t/N_t)의 비표준화 계수의 베타는 3.778으로 양의 값을 가지고, 그 통계적 유의성은 t값이 16.596으로 통계적으로 유의하게 나타났다. 무형자산으로 인해 미래 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 무형자산의 다중공선성(VIF)을 나타내는 계수는 1.280으로 신뢰성이 있는 회귀분석결과를 보여주고 있다. 또한 투자하는 무형자산인 주당 연구개발비 지출(TR_t/N_t)의 비표준화계수의 베타는 3.245로 양의 값을 가지고 유의성 t값이 11.299로 통계적으로 유

의하게 나타났으며 다중공선성(VIF)은 1.357으로 신뢰할 만한 회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 이 결과는 연구개발비의 증가로 인해 기업의 미래 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다.

분석결과에 의하면 중국 상장기업의 무형자산과 연구개발비가 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다는 연구가설은 채택되었다.

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY
부경대학교

제 4 절 분석결과 및 해석

산업경제사회에서 기업의 생존 발전을 위해 새로운 기술과 제품의 개발을 통해서 경쟁우위를 달성해 기업의 가치가 증가하게 된다고 하였다. 기존의 상장기업의 경우 무형자산이 기업가치에 영향을 미친다는 선행연구결과에 의하면 Ely and Waymire(1999)는 기업의 무형자산은 기업가치에 긍정적인 영향을 주며, 陈娟(2009)는 무형자산이 첨단산업분야일수록 기업가치에 더 많은 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이준환(2001)는 무형자산의 정보가 다른 자산 및 부채정보에 비하여 기업가치 설명력이 떨어진다는 주장도 있고 赵敏, 徐文超(2011)는 무형자산이 기업가치에 부정적인 영향을 준다고 밝히고 있다.

본 연구에서 중국 상장 기업의 당해의 무형자산이 당해의 기업가치에는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 선행연구의 무형자산이 기업가치에 긍정적인 영향이 있는 결과와 일치한다. 사회가 발전하면서 유형자산보다 무형자산이 더 많은 효익을 창조할 수 있기 때문에 더 중요한 역할을 하고 있다. 기업들이 무형자산을 가지고 있기 때문에 더 많은 기업의 미래 효익을 창조할 수 있고 기업가치를 확대시킨다. 이로 인해 무형자산을 증가하면서 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것이다.

중국 상장기업의 당해의 연구개발비(TA_t/N_t)도 당해의 기업가치에는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 Sougiannis(1995)의 연구의 결과와 일치한다. 무형자산의 성격을 가지고 있는 연구개발비를 통해 장기적으로 기업의 미래 수익성에 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 기업은 연구개발활동을 통해 기술이나 제품을 만들고 기업의 인지도와 이미지 등을 높이면서 미래 수익을 창조한다.

본 연구에서 무형자산과 유형자산이 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석 결과는 유형자산에 비해 무형자산이 기업가치에 더 높은 영향을 미치는 것으로 나타났다. 주당 유형자산(TA_t/N_t)의 상관관계는 0.384이며 회귀분석에서 비표준화계수는 0.184이고 t값은 11.536으로 나타났지만, 주당 무형자산(IA_t/N_t)의 상관관계는 0.407이며 회귀분석의 비표준화계수는 3.778이고 t값은 16.596으로 나타났다. 이는 중국 상장 기업의 무형자산이 기업가치에 더 많은 영향을 미치는 것으로 나타나 기업가치에서 무형자산의 중요성을 알려주는 결과이다.

본 연구에서 주당 당기순이익(EPS_t)이 기업가치에 제일 높은 상관관계 0.491을 나타났으며 회귀분석에서 비표준화계수는 7.740이고 t값은 33.974로 나타났다. 주당 당기순이익(EPS_t)의 계수는 다른 변수보다 큰 것은 투자자가 투자 했을 때 기업의 이윤을 기준으로 경영성과를 판단하기 때문이다. 이는 중국 상장기업의 주당 당기순이익이 기업가치에 제일 높은 영향을 주는 것을 알려주는 결과이다. 기업의 이익을 높을수록 기업의 가치는 높게 나온다.

또한 주당 부채(LIB_t/N_t)는 주부식 외(2007)의 연구결과와 일치하는 것으로 통계적으로 1%수준에서 유의하며 기업가치에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 부채가 크면 클수록 높을수록 기업에서 부정적인 영향을 주었으며 투자자가 투자할 때 부채가 불안한 요소로 판단하기 때문에 기업의 부채가 크면 기업의 가치는 낮게 나타나는 것으로 알 수 있다.

순배당흐름(DIV_t)은 Ohlson(1955)의 주식가치에 대한 연구에서 나와 있는데 본 연구에서 통제변수로써 통계적으로 유의하며 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다.

이상의 분석결과를 보면 다중회귀분석의 변수들은 선행연구결과와 일치되는 결과를 보이고 있으며, 중국 상장기업을 대상으로 무형자산이 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석한 결과에 의하면 기업가치에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY
부경대학교

제 5 장 결론

무형자산은 미래의 기업성장과 발전을 위해 투자하는 것으로 장기적으로 무형자산이 기업가치와 관련이 있다. 본 연구에서는 2009년부터 2013년까지 중국 상장기업을 대상으로 무형자산 등이 기업가치에 미치는 영향에 대해 실증분석을 하였으며, 주요한 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 중국 상장기업의 무형자산에 대한 투자가 영향이 있는지 검증하기 위해 회귀분석을 한 결과 당해의 무형자산으로 인해 기업가치에 유의하게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 중국 상장기업에서 무형자산으로 인해 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다는 가설1은 채택되었다. 실증분석결과에 의해서 중국 상장기업의 무형자산에 대한 투자는 기업의 이윤을 향상시킬 수 있으며 무형자산은 유형자산에 비해 기업가치에 더 큰 공헌을 하고 있다. 이는 중국 상장기업의 무형자산이 기업 미래의 경제적 효익을 창출하는데 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 증거를 보여 주었다.

둘째, 비용으로 처리된 연구개발비가 기업가치에 영향이 있는지 검증한 결과는 당해의 비용으로 처리된 연구개발비가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 중국 상장기업에서 연구개발비가 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다는 가설2은 채택되었다. 연구개발비가 비용으로 처리되었지만 미래의 기업가치에 영향을 미치기 때문에 무형자산의 성격을 가지고 있으며 연구개발비의 자산화 규정을 지지하고 있다.

무형자산과 연구개발비가 기업가치에 유의한 영향을 주지만 현재 중국 기업들이 무형자산과 연구개발비에 대한 인식과 투자 그리고 공시가

많이 부족한 상황을 알 수 있다. 앞으로 무형자산과 연구개발비에 대한 관리 및 투자를 강화시키고 공시제도를 개선할 필요가 있을 것 같다. 그리고 중국의 기업의 무형자산의 규모를 증가시키고 연구개발비에 대한 투자로 기업의 가치를 증가시킬 것으로 기대된다.

본 논문은 위와 같이 중국 상장기업의 무형자산과 연구개발비가 기업가치에 영향을 미치고 있는지를 실증적으로 밝혀내는데 기여하였지만 동시에 아래와 같은 연구의 한계를 안고 있다.

첫째, 본 연구는 중국 상장기업의 재무상태표(중국에서는 자산부채표라고 함)에 공시된 무형자산에 대하여 실증분석 하고자 하는데 중국의 학술계에도 중국기업이 얼마나 많은 무형자산을 가지고 있는지를 정확히 추정하지 못하고 있다. 중국에서 자산을 평가할 때 인정된 무형자산이 12개이지만 회계시스템에서 인정된 무형자산이 6개내지 7개밖에 안된다.

둘째, 본 연구는 5년간의 자료만을 사용하여 분석하였기 때문에 연구결과에 대한 해석에 한계가 있다.

마지막으로 현재 무형자산에 대한 중요성이 증가하고 있으며 국가적 차원에서 많은 지원과 노력을 하고 있는 상황에서 무형자산이 기업가치에 미치는 영향은 기업마다 다를 것이다. 따라서 앞으로 보다 세밀한 연구가 진행되어야 할 것으로 보인다.

참고문헌

1. 국내 문헌

권수영, 김문철, 손성규, 최관, 한봉희 (2010). 자본시장에서의 회계정보유용성. 신영사.

곽태완, 왕현선(2013), 기업특성에 따른 연구개발비의 가치관련성에 관한 연구, 국제회계연구, 제 50집, pp. 159-182.

권기정 (2012) 접대비, 광고선전비, 기부금의 상대적 가치관련성 분석, 국제회계연구, 제45집. pp. 321-346.

김연용, 장원경, 기현희 (2006), 무형자산의 기업가치관련성에 관한 연구, 대한경영학회지, 제19권 제1호, pp. 199-216.

김상조, 이희경, 김동영, 염대진(2009), 코스닥기업의 무형자산 회계정보와 기업가치 관련성에 관한 연구, 대한경영교육저널, 제15권, pp. 65-85.

김진황 (2009), 무형자본이 기업가치에 미치는 영향분석, 국제회계연구, 제28집, pp. 179-197.

백원선, 전성일 (2004), 무형자산성 지출의 회계처리, 초과이익 지속성 및 가치평가, 회계학연구, 제29권 3호, pp. 199-226.

손혁, 박성진, 이효익(2010), 국제회계기준 도입에 따른 무형자산 관련 세법 규정의 개정방안, 세무와회계저널, 제11권 제4호, pp. 219-252.

오상희 (2012), 기업의 전략에 따른 연구개발비가 기업성과에 미치는 영향, 회계저널, 제21권 제3호, pp. 285-306.

이경민, 이근찬 (2007), 우리나라 제약산업의 연구개발(R&D)투자가 기업성과에 미치는 영향, 전문경영인연구, 제10권 제2호 통권19호, pp. 81-100.

이동규, 김용인 (2003), 무형자산의 기업가치관련성에 관한 실증연구, 충남대학교 회계논집, 제4권, pp. 81-117.

이원기, 배한수, 박현일 (2011), 무형자산성 지출이 생산성 향상에 미치는 영향, 재무와 회계정보저널, 제11권 제2호, pp. 37-57.

이준환 (2001), 무형자산 가치평가에 대한 연구 : 미국증권시장을 중심으로, 박사학위논문, 경희대학교.

이지영(2006), 연구개발비의 기업가치관련성에 관한 연구, 회계논집, 제7권 제2호, pp. 121-140.

정군오, 장원경, 김연용(2005), 연구개발비와 광고비가 기업가치에 미치는 영향, 대한경영학회지, 제18권 제5호, pp. 1851-1867.

정재권, 조희제, 곽종민, 배수기(2012), 코스닥기업의 연구개발비와 기업가치, 회계정보연구, 제12권 제4호, pp. 57-71.

정혜영, 조성인 (2004), 무형자산 관련 회계정보의 기업가치 관련성에 관한 연구, 회계학연구, 제29권 제3호, pp. 1-31.

조성인 (2003), 무형자산 회계정보의 가치관련성에 대한 연구, 석사학위논문, 경희대학교.

조성표 (2000), 지식자본시대 회계의 과제: 무형자산의 측정과 보고, 회계저널, 제9권 2호, pp. 135-163.

조성표, 박선영, 김성용(2014), 무형자산과 유형자산이 기업성과에 미치는 영향에 대한 종단적 분석, 경영학연구, 제43권 재6

호, pp. 2039-2066.

조인석, 안상봉(2007), 무형자산성 지출이 기업가치에 미치는 영향-코스닥 벤처기업을 중심으로-, 대한경영학회지, 제20권 제2호, pp. 883-912.

주부식, 김민철(2007), 무형자산과 유형자산의 기업가치 관련성에 대한 연구, 국제회계연구, 제18집, pp. 343-362.

하동현, 임샘이(2013), 유·무형자산에 대한 투자가 기업의 경영성과에 미치는 영향에 관한 실증분석, 국제회계연구, 제48집, pp. 241-268.

2. 국외 문헌

Amir E, Lev B. (1996), Value-Relevance of Non-financial Information : The Wireless Communications Industry, Journal of Accounting and Economics, 1996(22 : 8), pp. 3-30.

Bong H. Han, David Manry(2004), The Value Relevance of R&D and Advertising Expenditures : Evidence from Korea, The International Journal of Accounting, 2(39), 158-173.

Bublitz, B. and M. Ettredge(1989), The Information in Discretionary Outlays: Advertising, Research and Development, The Accounting Review, 64, pp. 108-124.

Burghstahler, D. and Dichev, I.(1997a), Earnings, adaptation and equity value, Accounting Review, 4, 187-215.

Burghstahler, D. and Dichev, I.(1997b), Earnings management to avoid earnings decreases and losses, Journal of Accounting and Economics, 24, 99-126.

Chamber, D., R. Jennings., and R. B. Thompson Ⅱ(1999), Evidence on the Usefulness of Capital Expenditures as an Alternative Measure of Depreciation, Review of Accounting Studies, 4, pp. 169-195.

Chan Su Han, Martin John D, Kensinger John W(1990), Corporate research and development expenditures and share value, Journal of Financial Economics, 26(2), pp. 255-276.

Chauvin, K. and M. Hirschey(1993), Advertising, R&D Expenditures, and the Market Value of the Firm, Financial Management, 22(4), pp. 128-140.

Choi, W., S. Kwon., Lobo(2000), Market Valuation of Intangible Assets, Journal of Business Research 49, pp.34－45.

Coombs, J.E. and Bierly, P.E.(2006), Measuring technological capability and performance, R&D Management, 36(4), 421-38.

Ely K. and G. Waymire(1999), Intangible Assets and Stock Price in the Pre － SEC Era, Journal of Accounting Research, pp. 17－51.

Hunter, L., Webster, E., and Wyatt, A. (2005), Measuring intangible capital: a review of current practice, Australian Accounting Review, 15(36), pp. 4-21.

Klock, M. and P. Megna(2001), Measuring And Valuing

Intangible Capital in the Wireless Communications Industry, The Quarterly Review of Economics and Finance 40(4), pp. 519－532.

Lev and Sougiannis(1996), The Capitalization, Amortization and Value Relevance of R&D, Journal of Accounting Economics, 21(1), pp. 107-138.

Ohlson. J. A(1995), Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation, Contemporary Accounting Research, 11, pp. 661－687.

Sougiannis, T. (1995), The Accounting Based Valuation of Corporate R&D, The Accounting Review 69, pp. 44－68.

中国财政部, 《企业会计准则第六号--无形资产》, 2006.

中国国家统计局, 《中国统计年鉴-2013》, 2014.

陈娟(2009), 高新技术企业无形资产的价值相关性研究, 杭州电子科技大学硕士学位论文, 2009.

邓小洋, 周南玉(2006). 无形资产的市场定价--来自中国股市的经验数据. 财经理论与实践, 2006(6), pp. 66-69.

李青原(2006). 研发和广告支出摊销费用化还是资本化－来自我国制造业上市公司的经验证据. 财会通讯, 2006(10), pp. 3-7.

李寿喜, 李若山, 洪剑峭(2005). 无形资产计量与股票定价－来自中国证券市场的经验证据. 会计之友, 2005(6) , pp. 15-17.

潘晶(2005), 企业价值评估中研发费用的处理, 中国资产评估, 2005(11), pp. 10-12.

邵红霞, 方军雄(2006). 我国上市公司无形资产价值相关性研究. 基于无形资产明细分类信息的再检验. 会计研究, 2006(12), pp.

52-54.

汤湘希(2004). 无形资产会计研究的误区及其相关概念的关系研究. 财会通讯, 2004, pp. 57-60.

汤湘希(2003). 无形资产会计的新发展企业核心竞争力会计 . 会计论坛, 2003(1), pp. 60-62.

王化成, 卢闯, 李春玲 (2005), “企业无形资产与未来业绩相关性研究”, 中国软科学, 2005(10), pp. 123-127.

薛云奎, 王志台(2001), 无形资产信息披露及其价值相关性研究－来自上海股市的经验证据. 会计研究, 2001(9), pp. 40-47.

赵丹(2010), 无形资产对企业价值贡献的研究－－基于高新技术企业的视角. 西南财经大学, 2010.

赵敏, 徐文超 (2011), 行业无形资产企业价值贡献的差异分析--基于2009年上市公司行业数据的实证研究, 财会通讯, 2011(11下), pp. 41-43.