



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.

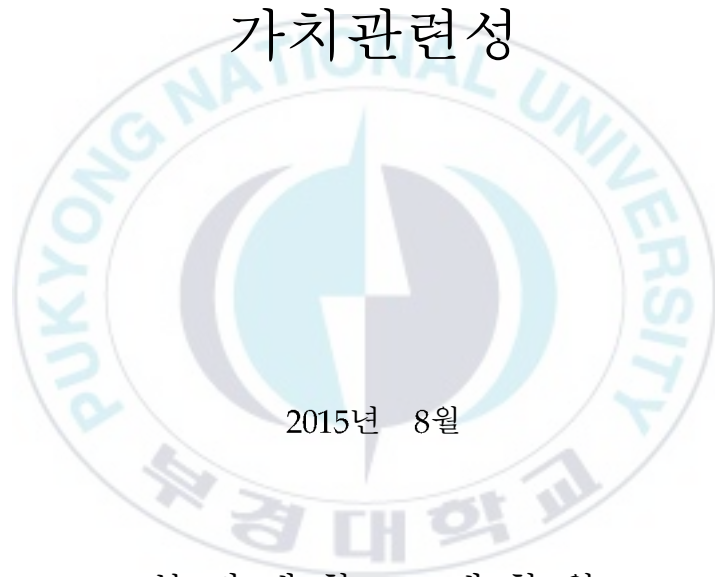
저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경 영 학 석 사 학 위 논 문

중국기업의 회계이익과 순자산의 가치관련성



2015년 8월

부 경 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

GAO MIN

경 영 학 석 사 학 위 논 문

중국기업의 회계이익과 순자산의 가치관련성

지도교수 이 진 수

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함.

2015년 8월

부 경 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

GAO MIN

GAO MIN의 경영학석사 학위논문을 인준함.

2015년 8월 21일



위원장	경영학박사	김진황 (인)
위원	경영학박사	김확열 (인)
위원	경영학박사	이진수 (인)

목 차

Abstract.....	iv
제 1 장 서론.....	1
제 1 절 연구의 배경과 목적.....	1
제 2 절 연구방법 및 논문의 구성	6
제 2 장 이론적 배경 및 선행연구.....	8
제 1 절 이론적 배경.....	8
제 2 절 국내 선행연구	14
제 3 절 국외 선행연구	19
제 3 장 연구설계.....	25
제 1 절 연구가설.....	25
제 2 절 연구모형.....	27
제 3 절 변수의 정의 및 측정.....	29
제 4 절 표본선정.....	33

제 4 장 실증분석.....	34
제 1 절 기술통계량.....	34
제 2 절 상관관계 분석.....	36
제 3 절 회귀분석.....	39
제 4 절 분석결과 및 해석.....	49
제 5 장 결론	50
참 고 문 헌.....	53

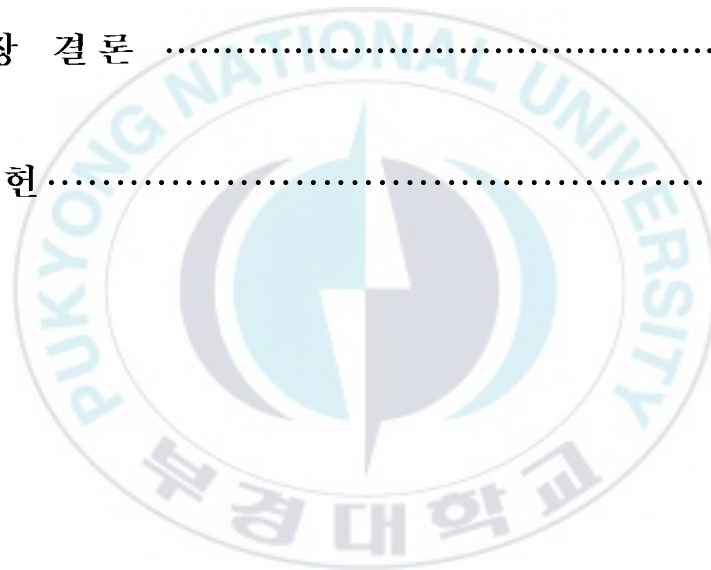


표 목차

<표 4-1> 변수의 기술통계량	34
<표 4-2> 변수의 Pearson 상관계수	36
<표 4-3> 회귀분석결과	39
<표 4-4> 회귀분석결과	40
<표 4-5> 회귀분석결과	42
<표 4-6> 이익기업 회귀분석결과	43
<표 4-7> 손실기업 회귀분석결과	44
<표 4-8> 회귀분석결과 (2009년)	46
<표 4-9> 회귀분석결과 (2010년)	46
<표 4-10> 회귀분석결과 (2011년)	47
<표 4-11> 회귀분석결과 (2012년)	47
<표 4-12> 회귀분석결과 (2013년)	48

Value Relevance of Accounting Income and Net Asset for Chinese
Companies

GAO MIN

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

Abstract

A prominent feature of the stock market is the price fluctuations. There are many factors that influence the stock price, and the financial indicator of the listed companies is the most important one. Many scholars at home and abroad conducted a lot of empirical researches on the relationship between the listed company financial data and the stock price, which are instructive in the actual securities investment. China's stock market has developed over 20 years, and has been developing steadily. China's accounting standards and financial reporting system require listed companies to disclose financial and non-financial data in the various aspects of the accounting reports.

Using the residual income model, this study investigates the effects of accounting income and net asset on firm value of the Chinese listed companies from 2009 to 2013. The residual income model was also expanded to investigate the effects of scale, debt ratio and CFO on firm value.

This study can provide some more informations to build more of the effectiveness of the securities market, to provide investors with

investment-related decisions and value judgments, and to make recommendations to further improve the effectiveness of securities markets.

Key Word : Accounting Income, BPS, Net Asset, EPS, Chinese Companies, Value Relevance.



제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

미국을 중심으로 한 선진국에 관한 선행연구들에 의하면 재무제표의 두 가지 지표인 회계이익과 순자산 장부가액은 기업가치를 예측하는데 사용될 수 있다. 특히 회계이익과 순자산 장부가액의 주가 관련성은 통계적으로 유의하다고 밝혀졌다(Ball and Brown, 1968; Ball, 1972; Kaplan and Roll 1972; Collins and Kothari 1989; Burgstahler and Dichev 1997).

Ohlson(1995)은 이러한 관련성을 모형화 하였고 이후 많은 실증연구를 위한 토대를 제공하였다. Burgstahler and Dichev (1997)는 기업이 현재의 자원을 계속 이용하여 영업을 지속할 경우 상대적으로 회계이익이 주식가격 결정에 있어 보다 중요한 결정요인이 됨을 밝혔다. 또한 기업이 현재의 자원을 지속적인 영업을 위한 투입으로 사용하지 않고 다른 대체적 용도(alternative use)¹⁾로 사용할 가능성이 클 경우에는 순자산 장부가액이 주식가격 결정에 있어 보다 중요한 결정요인이 됨을 실증적으로 제시하였다.

본 연구에서는 미국 등 서방국가와는 경영환경과 회계 관련 법규 등이 상당한 차이를 보이며 경제발전의 단계나 상태에 있어서도 고유한 특성을 지녔다고 판단되는 중국시장을 중심으로 회계이익과 순자산 장부가액

1) 경영환경 등의 변화에 따라 기업의 경영자 입장에서 현재의 영업 상태나 전망이 비관적이거나 불투명하여 기업이 청산에 의한 자산 처분 등을 수행하는 경우를 예로 들 수 있다 (Burgstahler and Dichev 1997).

의 주식 가치 관련성을 Ohlson(1995)이 주식평가모형으로 개발한 모형을 변형/확장하여 분석한다. 중국 자본시장에 대한 본 연구의 가치 관련성 결과는 중국과 유사하면서 미국 등 서방국가와는 차별적인 특성을 지닌 자본시장²⁾에서의 주식가치평가에 대한 또 다른 통찰력을 제시할 수 있을 것으로 판단된다.

중국의 경제나 회계환경과 관련된 주요특성을 살펴보면, 중국 경제는 지난 30년 동안 매년 평균 9.7%의 성장 속도를 유지해 왔다. 중국의 GDP 규모는 2010년 일본을 제치고 세계 2위에 오른 이후 세계 제2의 경제대국으로 확고한 입지를 다지고 있다. 이러한 고속성장을 지속하는 가운데 최근 중국 주식시장은 아시아 및 세계 주식시장에서 주목을 받기 시작했다. 중국이 상하이와 심천에 증권거래소를 개설한지 25년이 지난 현재 중국 주식시장 규모는 이미 한국시장과 홍콩시장을 넘어섰으며, 아시아에서는 한참이나 앞서고 있다. 중국정부는 주식시장의 외형적인 성장을 추구할 뿐만 아니라 투자기업을 적극 육성하고, 시장을 감시·감독하는 기능을 강화하고 있다. 최근에는 기업의 공시제도를 확립하고 투자규제를 완화하는 등 내적으로 주식시장 선진화에 박차를 가하고 있다. 한편 중국 주식시장에 대한 높은 관심에도 불구하고, 한국에서도 중국 주식시장을 다룬 연구는 미진한 편이다. 이는 선진국의 주식시장처럼 주식이 자유롭게 거래된 기간이 짧고, 또 외국인에게 개방된 것이 2000년대 이후이기 때문에 아직까지는 경제모형을 이용해 실증적으로 분석하는데 한계가 있기 때문이다.

중국 재정부는 2006년 3월 16일 ‘국제회계기준’을 시행하였다. 이는 2007년 1월 1일부터 국제회계기준이 상장기업 범위 내에서 적용되었다.

2) 특히 최근에 상당한 경제 성장과정과 성과를 보이는 인도, 베트남 등을 그 예로 들 수 있을 것이다.

원칙은 상장기업만을 대상으로 한 것이지만 은행과 증권 등 금융기관까지 확대 시행하고 있다. 중국경제시장과 국제화시장의 필요에 따라 국제 회계기준을 도입하였다. 미국 및 다른 선진국과 비교하면 중국의 자본시장이 늦게 도입됨에 따라 미흡한 부분이 많고 상장기업 회계부문에서 해결해야 할 문제가 많이 남아있는 상황이다.

1949년 중국 건국이후부터 중국회계제도가 총 3단계의 큰 변화 시기를 겪었다. 마지막 단계인 1978년부터 1992년까지는 중국회계제도의 회복과 정돈시기였다. 이 변화 시기에 회계정보의 중요성이 강조되면서 투자자유도역할은 나날이 증가되고 있었다. 특히 경영성과인 회계이익은 기업경영자를 평가하는 기본수치가 되었다.

새로운 회계기준 도입 후에는 회계정보가 주가를 설명하는데 더 중요한 역할을 하는 것으로 나타날 것으로 기대된다. 현대 주식시장에서 투자자는 수많은 정보량을 필요로 한다(기업의 수익예측정보, 거시경제정보 등). 다른 시장에 비해 주식시장에 대한 정보 요구가 증가되고 있다. 일반적으로 주식은 가치의 예측성, 가치의 불확정성과 정보결정성과 같은 특징을 갖고 있다. 가치의 예측성은 주식의 내재가치 현상은 투자자의 예측과 밀접하게 관련되어 있다. 가치의 불확정성은 주식의 가치가 사람들의 예측과 다른 불확정 요인에 따라 변화가 될 수 있다. 정보결정성은 투자자가 얻은 정보에 의해 주식에 대해 가치평가를 하는 것이다.

중국 주식시장은 빠른 속도로 발전하는 과정 중에서 여러 번 폭등과 폭락을 겪어 왔다. 중국의 증권거래는 1990년부터 시작되었고, 상하이선 중국에서 가장 먼저 주식거래를 위한 증권거래소가 설립된 도시이다. 1978년부터 중국 개혁개방과 사회주의시장경제의 발전과 함께 증권시장은 빠르게 성장하였다. 그리고 1981년에 국고채를 발행하기 시작하였고, 1984년부터 상하이를 중심지역으로 주식과 기업채권을 발행하기 시작하

였다. 1990년 11월 26일에 상하이증권거래소가 설립되어, 12월 19일부터 본격적으로 영업을 시작하였고 21세기 상하이증권시장은 고성장의 이유로 새로운 발전단계에 진입하였으며, 시장규모도 빠르게 확대되고 있다. 중국 쉐먼증권거래소의 역사는 1986년부터이다. 이와 같이 중국 주식시장은 빠른 속도로 발전하고 있다.

중국 주식시장에서 주가가 빈번한 변동성을 갖고 있다. 주가의 수많은 불규칙적인 변동 과정 중에서 어느 정도 일정한 규칙적인 변동을 찾아낼 수 있고 주가의 변동에 영향을 미치는 요인들도 탐색될 수 있다. 주가의 등락에 미치는 요인은 매우 많다. 많은 요인 중에서 주식시장 외부요인으로서 화폐정책, 재무정책과 산업정책이 주가에 크게 영향을 미치고 있다. 두 번째로 주식시장 내부요인도 간과할 수 없는 만큼 주가의 등락에 영향을 미치고 있다. 예를 들면 상장기업의 회계정보 현황, 주식시장 투자자의 미래예측과 시장의 유용성을 위한 감독·관리제도 등은 주가에 크게 영향을 미치고 있다.

공시된 여러 가지 회계 관련 정보들은 투자자가 이를 통해서 각 기업의 손익 현황, 경영 현황과 발전 현황을 효과적으로 파악 할 수 있는 중요한 수단이라고 할 수 있다. 특히, 상장기업이 공시한 회계정보는 투자자 의사결정에 유용한 정보를 제공할 수 있다. 현대주식시장에서 다양한 회계정보들은 투자자의 예측에 영향을 미친다. 특히 주식가격 결정요소로서 회계이익과 순자산 장부가액이 주가에 미치는 영향의 정도는 매우 중요하다고 판단된다.

회계의 목적은 기업의 여러 이해관계자들에게 합리적이고 유용한 정보를 제공하는 것이다. 이러한 회계가 제공하는 가장 중요한 정보 중 하나가 바로 회계이익이다. 재무보고의 주요 목적은 투자자들의 합리적 의사결정에 신뢰성 있고 목적적합한 정보를 제공하는 것이다. 이 논문은 중

국 주식시장에서 회계이익, 순자산과 같은 주요 재무제표 변수들의 유용성이 어떻게 나타나는지를 실증적으로 조사하였다. 회계이익과 순자산이 주식가치의 관련성에 대한 실증분석을 통해 회계정보가 주식가치에 얼마나 영향을 미치는지 또한 회계이익과 순자산의 영향이 차별적인지를 분석할 것이다.

본 논문의 연구목적은 크게 4가지 내용으로 나눌 수 있다. 첫째, 재무제표의 주요지표인 회계이익과 순자산이 차별적인 가치관련성을 보이는지를 조사하여 투자자의 미래수익성의 예측에 도움이 된다. 본 연구에서는 중국주식시장에 대해 실증분석을 하여 이에 대한 증거를 찾을 것이다. 둘째, 주식시장에서 회계정보의 반영을 통해 투자자가 정확한 결정을 내리기 위해 과연 기업들이 어떤 회계정보를 제공해야 하는지를 연구한다. 셋째, Hayn (1995)은 회계손익변수에 대해 이익과 손실로 구분하여 이익기업과 손실기업의 차별적인 주가반응을 살펴보았다. 이익기업은 회계이익의 가치관련성이 높았고 손실기업의 경우에 순자산 장부가치의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 본 연구에서도 이러한 특성을 반영하여 기업이익에 대한 회계정보를 이익표본과 손실표본으로 나누어 손익정보가 차별적으로 주가에 어떠한 영향을 미치는지 연구한다. 마지막으로 회계정보가 주식시장에 전달되는 과정 중에서 나타나는 문제들을 분석하여 이에 관련한 대책과 건의를 제안하는 것이다.

제 2 절 연구방법 및 논문의 구성

본 연구는 전통적인 가치평가모형을 이용하여, 주당순이익, 주당순자산이 가지는 주식가치 관련성에 대해 2009년부터 2013년까지 5년 동안의 표본을 검증할 것이다. 그리고 중국의 제도체계의 특징에 따라서 전통적인 가치평가모형에 기업규모, 부채비율, 주당영업현금흐름과 손실터미 등 4가지 변수를 추가로 투입하여 검증하였다. 즉, 본 연구는 Ohlson모형을 기반으로 하여 주요 회계정보의 기업가치 관련성을 분석하였다. Ohlson(1995)의 가치평가모형을 수정/변형하여 적용한 다중회귀분석(multiple regression)을 수행하여 제조업을 중심으로 주당순이익과 주당순자산이 주식가치와의 관련성에 대해 분석하였다. 본 연구과정 중 실증결과에 따라 이론적인 의미를 해석하였고, 중국의 실제 배경을 결합하여 의미 있는 해석을 제시하기도 하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 1장의 서론에 이은 제2장은 이론적 배경 및 선행연구를 제시한다. 주식가치와 회계정보의 관련성 연구의 발전 과정에 따라 국내·외연구자들의 주요 연구를 정리하였다. 또한 중국의 회계 관련 학계에서 수행된 몇몇 연구들도 간단하게 요약하여 제시하였다. 제3장에서는 검증할 가설을 설정하고 그러한 가설들을 검증한 회귀모형설계를 언급한다. 또한 분석에 투입될 표본의 선택과정을 제시하며 회귀모형의 종속변수와 독립변수 그리고 통제변수들의 정의와 측정을 제시하고 있다. 제4장에서는 수행한 실증분석의 결과를 보여준다. 주요 독립변수인 주당순이익과 주당순자산이 주식가치에 미치는 설명력을 조사한다. 전체 표본분석과 연도별 분석의 방법으로 중국 주식가치와 회계정보 관련성에 대해 전체적인 검증을 진행하고 실증분석 결과와 관련된 의미를 설명할 것이다. 또한 Hayn (1995)의 연구결과를 반영하여 기업이익

에 대한 회계정보를 이익표본과 손실표본으로 나누어 손익정보가 차별적으로 주가에 영향을 미치는지 조사한다. 마지막 부분인 제5장은 연구 결론이다. 이 부분에서 실증분석의 주요결론을 정리를 하였고 이론적인 설명을 추가 하였다.



제 2 장 이론적 배경 및 선행연구

제 1 절 이론적 배경

시간의 흐름에 따른 회계정보의 유용성 변화가 아닌, 기업의 재무적 특성에 따른 회계정보의 유용성 변화를 분석한 연구들이 많이 나타나고 있다. 이들에 의하면 기업의 재무적 특성에 따라 회계정보의 유용성이 차이를 보이고 있다. 이 분야의 연구들은 대부분 Ohlson모형을 사용하고 있으며, 회계이익과 장부가치의 가치관련성이라는 측면에서 회계정보의 유용성을 분석하고 있다. 현대주식시장에서 다양한 회계정보들은 주식투자자의 예측에 영향을 미친다. 주식가치 결정요소로서 특히 주요한 회계정보는 손익계산서의 회계이익과 재무상태표의 순자산이라고 할 수 있다. 두 요소의 상대적인 주식가격에 대한 기여도는 사회환경과 경제여건에 따라 차별적일 수 있다. 본 연구는 회계이익과 순자산의 주식가치의 관련성에 대한 실증분석을 수행하여 회계정보가 주식가치에 어떻게 영향을 미치는지를 분석한다. 특히 한국과 정치·경제적 환경이 다른 중국의 자료를 투입하여 분석을 수행한 점에서 차별적이다.

1. 회계정보

정보는 일반적으로 현상이나 사실, 사건 등을 나타내는 자료가 특정사용자에게 전달되어 지식의 증대 또는 문제해결에 도움을 주는 내용으로 정의될 수 있고 정보는 정세에 관한 자세한 소식으로서 특정의 질서나

규칙성을 갖추어 의사결정에 이용될 수 있는 것을 말한다. 정보의 순환 단계는 수집·처리·저장·배포의 단계로 구성 되므로 정보 이용자는 자신의 의사결정 목적에 타당한 정보를 수취하여 이용함으로써 합리적 의사결정을 내려야 하기 때문에 최소의 비용으로 정보를 어떻게 구할 수 있는지를 결정하여야 한다.

회계의 목적은 기업의 여러 이해관계자들에게 의사결정에 필요한 합리적이고 유용한 정보를 제공하는 것이다. 이러한 회계가 제공하는 가장 중요한 정보 중 하나가 바로 회계이익이다.

기업의 이해관계자인 동시에 정보이용자(투자자, 채권자, 경영자, 정부, 소비자)는 필요한 회계정보를 주로 재무보고 및 원가 관련 자료로부터 얻는다. 그러므로 회계정보의 원천은 재무보고 및 원가자료라고 할 수 있다. 이외에 각종 경제통계자료, 신문, 매스컴의 뉴스, 산업계의 소식, 정부경제부처의 경제소식자료, 회사의 사업계획 뉴스 등을 정보의 원천으로 이용한다. 일반적으로 정보시장이 존재하는 경우, 거래비용은 감소하기 때문에 정보시장이 필요하지만 정보시장에는 통상 정보의 질을 잘 이해하고 이를 직접 이용할 수 있는 이용자와 정보를 잘 이해하지 못하는 이용자가 상존하는 것이 상례이다. 이 경우에 정보를 잘 이해하지 못하는 이용자는 정보시장을 잘 이해하는 중개인을 이용함으로써 또 다른 거래비용이 발생한다. 이상에서 정보시장은 실물시장의 거래를 효율적으로 수행 할 수 있도록 실물시장에 참가하는 사람들이 재화거래 이전에 정보에 익숙해져 의사결정을 할 수 있도록 기능하는 시장이라 할 수 있다. 따라서 정보시장의 성패 여부가 실물시장의 결과로 나타나서 사회적 희소자원의 효율적 배분에 큰 영향을 미치기 때문에 정보시장의 효율성이 무엇보다도 중요하다고 할 수 있다.

회계정보는 회계정보이용자의 합리적인 의사결정에 유용한 정보를 제

공할 뿐만 아니라 기업의 미래 현금창출능력에 대한 정보를 제공한다. 또한 회계정보는 기업의 재무상태와 경영성과 및 재무상태의 변동에 관한 정보를 제공한다. 오늘날 기업은 외부환경과 내부환경이라는 양면적인 환경변화에 직면하고 있다. 이러한 환경변화에 기업은 효율적이고 체계적인 경영활동을 수행할 필요성이 더욱 커지고 있다고 볼 수 있다. 이를 위해 기업은 외적으로나 내적으로 기업과 관련된 정보의 교환이 필요하게 되어 경영정보의 중요성이 부각되고 있다. 경영정보는 기업의 경영활동과 관련되는 의사결정을 위한 정보로서 기업의 목적 달성을 위해서 업무관리, 전략적 의사결정을 합리적으로 수행하는 데 필요한 기업 내외의 정보라고 할 수 있다. 이에 비해 회계정보는 기업 내부자는 물론 외부자를 포함하는 정보이용자가 합리적 의사결정을 하기 위한 정보라는 특징이 있다. 즉, 경영정보가 기업의 궁극적 목표 달성을 위한 정보라면, 회계정보는 기업의 목표 달성을 위한 경영자의 의사결정을 위한 정보는 물론이고 기업을 둘러싸고 있는 이해관계자들의 합리적 의사결정을 위한 정보까지를 포함하는 정보이다. 여기서, 회계정보의 목적 달성을 위한 정보원이 필요한데, 그 대표적인 정보원이 재무제표라 할 수 있다. 그러므로 기업의 이해관계자가 합리적 의사결정을 할 수 있도록 하기 위한 정확한 회계정보의 제공은 주로 재무제표를 통해 이루어지고, 동시에 회계정보의 응용은 재무제표의 활용으로 이루어진다.

회계정보는 정보이용자의 욕구에 부응하여야만 하는데, 경영자는 물론이고 기업과 관련이 있는 채권자, 투자자, 종업원, 소비자, 거래처, 정부 등의 정보욕구에도 대응 할 수 있는 회계정보시스템을 유지해야 한다. 기업경영은 의사결정의 연속이라고 할 수 있다. 즉, 경영자는 업종의 선택, 조직구조의 선택, 자금조달방법, 가격결정, 종업원의 채용, 유통경로 등 여러 분야에 걸쳐 의사결정을 하여야 한다. 만약, 경영자가 의사결정

을 어떻게 하느냐에 따라 기업경영에 막대한 영향을 주기 때문에 기업의 존속 여부와도 관계되는 매우 중요한 의사결정이라고 할 수 있다. 또한, 경영자 이외의 투자자, 채권자, 종업원, 소비자, 정부 등도 기업의 이해관계자로서 그들의 의사결정을 어떻게 하느냐에 따라 기업의 성장 발전에 크게 영향을 주므로 그들에 대한 의사결정도 매우 중요하다고 할 수 있다. 의사결정의 요소로는 의사결정의 목적, 문제의 인식, 의사결정자, 대체안, 미래의 환경, 예상되는 성과 등으로 구성되어진다. 그리고 의사결정의 진행과정은 탐색, 설계, 선택의 단계로 이어진다. 탐색 과정은 의사결정을 필요로 하는 조건에 대한 환경을 조사하는 것이고, 설계는 해결책의 분석 및 타당성을 시험하며, 선택은 해결책 중에 하나를 택하는 것이다. 이와 같은 의사결정의 요소 및 진행과정을 통하여 정보의 생산 측면과 소비 측면에서 기업의 이해관계자는 회계정보를 잘 활용하여 합리적인 의사결정을 하여야 한다. 그런데 중국에서는 대부분의 기업들과 이에 관련된 이해관계자들에게 회계정보가 얼마만큼 제대로 전달되고 있으며, 이용되어 지는가에 대해서는 기업에 따라 다르며 나아가 국가에 따라 다르다. 즉 회계정보의 외부이용자인 투자자가 투자결정을 할 때나 채권자가 여신결정을 할 때 회계정보를 이용하는 정도가 다를 것이며, 외부이용자인 경영자조차 경영의사결정에 회계정보를 이용하는 정도가 다를 것이다. 지금 중국은 기업 환경의 변화가 가속화되어 투자의사결정, 예산편성 및 사업계획수립, 경영평가, 제품 또는 상품의 가격결정, 구매관리, 원가관리, 자금관리, 비용관리, 세무관리 등 중대한 경제적 사건에 대하여 경영 측면에서의 합리적이고 최적의 의사결정을 위한 다양한 회계정보를 요구되고 있다. 그리고 오늘날 중국 기업은 제기된 문제들에 대한 중대한 의사결정을 하여야 할 경우가 많다. 그 예로는 기업확장을 위한 기술도입, 설비투자 여부, 특별주문으로 정상가격보다 낮게 주문을

받는 경우, 고정자산 구입 등의 문제가 발생한다. 이 같은 문제들은 기업에 중대한 관심의 대상이 된다. 따라서 경영자는 회계정보를 정확히 이해하고, 파악하여 그 정보를 수집하여 관리하는 것이 매우 중요하다. 정확하고 목적 적합한 회계정보는 중요한 의사결정의 자료이기 때문이다.

현대주식시장에서 다양한 회계정보들은 주식투자자의 예측에 영향을 미치고 있는데 주식가치 결정요소로서 특히 주요한 회계정보는 손익계산서의 회계이익과 재무상태표의 순자산울 들 수 있다. 두 요소의 상대적인 주식가격에 대한 기여도는 사회환경과 경제여건에 따라 차별적일 수 있다.

2.기업가치의 개념

기업의 가치란 기업의 전체자산과는 달리, 특정시기 기업의 가치를 산출해야 하는 경우 기업의 내재가치를 반영할 수 있는 절대적인 수치를 기업의 가치라고 본다. 최근 기업가치평가는 다양한 요소를 고려한 많은 연구모형이 제시되고 있다. 특히 Ohlson모형은 기업의 미래 수익의 창출에 초점을 맞춘 기업가치 평가모형이다. 기업가치에 대한 정의로 볼 때, 장부 가치와 미래창출이익의 가치를 더하여 산출한 가치가 진정한 기업가치이다.

많은 연구자들은 기업의 가치를 평가함에 있어서 기업가치에 대한 정의를 달리 하고 있지만, 대부분 연구자들은 기업의 가치를 주식시장의 시장 가치로 가정한다. 즉 기업가치 대용치로 주가를 많이 사용하고 있다. 따라서 본 연구에서도 중국 상장기업의 가치를 평가할 때 상장되어

있는 기업의 주가를 기업의 가치로 사용한다. 내재가치는 증권자체의 내재속성 등 요소로 결정한다. 단기 공급과 수요 관계의 변동과 투자자의 심리적인 변화와 같은 외재요소의 영향을 받지 않는다. 증권시장의 추세와 주식가격의 상승과 하락은 여전히 많은 거시요소와 투자자 심리의 변화 등으로 어느정도 미묘한 영향을 받고 있더라도 주식의 내재가치는 기업의 본질적 요소들(fundamentals)에 의해 결정된다.



제 2 절 국내 선행연구

최근 회계학에서 많은 관심을 받고 있는 연구과제의 하나는 재무상태표와 손익계산서에 보고되는 요약지표에 대한 가치평가 문제이다. 이는 구체적으로 자본시장 참여자들이 회계이익과 순자산에 대한 상대적 주가배수를 어떻게 평가하는지의 문제이다. 손익계산서는 두 시점간의 재무상태의 변화를 설명하는 재무제표이기 때문에, 만일 순자산의 순전성이 완전하게 유지된다면, 두 시점의 재무상태표 항목간 차이를 구함으로써 손익계산서에 담긴 정보를 얻을 수 있다. 이러한 경우 손익계산서의 요약지표인 회계이익이나 재무상태표의 요약지표인 순자산 중 어느 하나는 가치평가 목적에서 본다면 중요성이 크게 떨어질 것이다. 하지만 실제로는 이러한 순자산의 순전성이 완전히 유지되지 않기 때문에, 회계이익이나 순자산 중의 어느 하나가 다른 하나에 비하여 주식수익률 또는 시장가치에 대한 추가적인 설명력을 갖는 것으로 나타나고 있다. 이러한 주제를 다루는 연구들은, 어떤 경우에 시장가치를 설명하는 데 있어서 회계이익이 순자산보다 우월하고 혹은 순자산이 회계이익보다 우월한 요약지표인가를 가름하는 분류변수를 식별하는 데 초점을 맞추고 있다.

지금까지 회계정보와 주식가치간의 관련성에 대한 선행연구들 중에서 대부분 회계이익과 순자산이 기업 가치를 대용하는 주가와 유의적인 양(+)의 영향을 미친다는 결과가 입증 되었다.

류지호와 이승희(2000)는 경기변동이 회계이익정보의 유용성 변동에 영향을 미칠 수 있는지를 연구하였다. 분석결과, 기간이 경과함에 따라 보고이익의 가치관련성, 순자산의 가치관련성이 증가하였으며, 확장기일지라도 수축기에 비해 보고이익의 기업가치에 대한 추가적 설명력이 순자산의 보고이익을 초과하지 않는 것으로 나타나고 순자산의 가치관련성

이 보고이익의 가치관련성보다 큰 것으로 나타났다..

김연용, 정군오, 신건권(2007)은 Ohlson모형을 이용하여 회계정보의 기업가치관련성을 분석하였으며 특히 거래소 시장과 코스닥시장과의 차이 및 이익발생기업과 손실발생기업의 차이를 중심으로 분석하였다. 연도별로 회계정보의 기업가치관련성이 어떻게 변화하고 있는지를 분석한 결과, 거래소 상장기업의 경우 코스닥 등록기업에 비해 회계정보의 기업가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 그리고 손실발생기업의 경우 이익에 비해 순자산의 상대적 기업가치관련성이 더 큰 것으로 나타났다. 마지막으로 회계정보의 기업가치관련성은 시간의 흐름에 따라 증가하고 있는 것으로 나타났다.

김연용, 이호정(2009)은 Ohlson모형을 이용하여 상장기간이 회계이익과 장부가치의 가치관련성이 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 상장기간이 증가함에 따라 회계정보의 가치관련성은 증가하는 것으로 나타났다. 이는 상장기간이 길어짐에 따라 회계정보에 포함되어 있는 불확실성이 감소되면서 회계정보의 기업가치관련성이 증가하는 것으로 주장하였다. 또한, 상장기간의 길이는 회계이익과 장부가치의 상대적 가치관련성에 일관성 있는 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 다만, 상장기간이 가장 짧은 집단과 가장 긴 집단의 차이는 비교적 명확하게 나타나고 있다는 것을 주장하였다.

장지인, 장혜정, 이경주(2002)는 1981년부터 2000년까지 회계이익의 증분설명력은 감소하였으나 순자산의 증분설명력은 증가하였다고 주장하였다. 외환위기 이후에는 회계정보의 유용성과 함께 회계이익의 상대적인 가치관련성도 증가하였다고 보고하였다.

김문철(1994)은 Ohlson 모형을 이용하여 주당순이익과 주당 장부가치가 주가를 설명하는지 분석하였다. 분석 결과, 주당 장부가치가 주당순이

익보다 더 높은 설명력을 보였다. 또한 주당순이익과 주당 장부가치의 결합설명력은 신규 공개기업의 연령이 높을수록, 첨단기술 관련 산업에 속할수록 증가함을 발견하였고 주당순이익과 주당 장부가치의 결합설명력은 신규 공개기업의 연령이 높을수록 첨단기술 관련 산업에 속할수록 증가함을 발견하였다.

진유지(2013)는 중국의 상장기업을 대상으로 재무정보와 주가와 가치 관련성을 Ohlson모형 외에 당기순이익을 이용한 옵션모형을 통해 검증했다. 검증결과 두 모형 모두 통계적으로 유의했으며, 당기순이익이 있는 기업은 Ohlson모형이, 당기순손실이 난 기업은 옵션모형이 상대적으로 설명력이 더 높은 것으로 나타났다.

이종석(2001)은 Ohlson 모형을 이용하여 경기상황과 산업특성에 따라 회계정보의 가치관련성을 분석을 하였다. 분석 결과, 장부가치의 주가설명력이 이익의 주가설명력보다 높은 것으로 나타났다. 또한 주가는 이익과 장부가치 이외의 외부경제 여건에 의해서도 영향을 받아, 불황기에는 상대적으로 이익의 관련성이 높으며, 장부가치의 주가설명력은 시계열적으로 대체로 증가하였다.

오성배·김동환(2006)은 벤처기업의 주가 결정 요인에 대해 연구하였으며 부수적 정보인 '성장성 변수'를 추가한 Ohlson모형을 사용하였다. 분석결과, Ohlson모형의 주요 변수인 주당순자산과 주당 초과이익은 벤처기업의 가치결정에서 유효한 변수로 나타났다. 또한 부수적 정보로서 고려한 매출액 증가율, 연구개발투자비중, 산업재산권 비중은 모두 주가에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 이러한 성장잠재력 변수는 모두 일반 기업의 경우보다 벤처기업에서 더 큰 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

최영문(2007)은 1991~2005년 동안 철강산업에 속한 기업을 대상으로

기업가치 평가모형에 철강산업의 신규투자가 기업가치에 어떠한 영향을 미치며 그 투자로 인한 효과가 어떠한 행태로 나타나고 있는지 분석하였다. 부수적 정보로 '신규투자관련 정보'를 고려한 Ohlson모형을 사용하였다. 현재 및 과거의 영업고정자산 투자액 정보는 미래 초과이익과 관련성이 높고, 또한 투자 초기 년도에는 그 효과가 나타나지 않았고, 최소 2년 이상의 기간이 경과해야 효과가 나타나며, 지속기간은 최장 3~4년 정도로 나타났다. 또한 기업규모에 따른 투자효과의 차이가 존재하는 것으로 나타났다.

임학빈·왕안(2005)은 중국 상하이증권거래소와 쑤저우증권거래소에서 A주식만 발행하는 기업은 중국회계기준(GAAP)을, A주식과 B주식을 같이 발행하는 기업은 국제회계기준(IAS)을 따른다는 특성을 고려해, Ohlson모형을 이용하여 상장된 기업을 대상으로 회계정보와 주가의 가치 관련성을 실증분석 하였다. 회계이익과 순자산은 함께 고려하여 회계정보의 가치 관련성을 검증한 결과, 주당순이익은 유의수준 1%에서 음(-)의 회귀계수를 가지며, 순자산은 양(+)의 회귀계수를 보였다. 그리고 손실기업의 경우 회계이익의 가치 관련성은 거의 없었으나 순자산의 가치 관련성은 높게 나타났다. 마지막으로 첨단기술 산업군의 순자산의 가치 관련성 회귀계수는 회계이익의 회귀계수보다 낮게 나타났다.

이미란(2005)은 Ohlson모형을 이용하여 중국의 상해증권거래소와 심천증권거래소에 상장기업을 대상으로 주식시장에서의 기업의 주가와 기업의 장부가치 및 당기순이익과의 관계를 검증했는데, 통계적으로 모두 유의한 것으로 나타났다.

한봉희(1998)는 회계정보의 유용성이 저하되고 있다고 보고하였다. 그는 국내기업을 중심으로 1980년~1995년 15동안 회계이익의 가치관련성을 검증하여 연구결과, 회계이익 정보의 유용성이 저하되었음을 실증적으로

제시하였다. 그는 이익정보의 유용성이 감소하는 원인으로 회계정보의 신뢰성 저하를 주장하였다.

최관(1993)은 우리 나라 기업을 대상으로 주식가격에 영향을 미치는 회계이익과 현금흐름을 주요변수로 하여 회귀분석을 수행하였다. 연구결과, 회계이익의 회귀계수도 유의성을 가졌지만 영업현금흐름의 회귀계수도 역시 통계적으로 유의미한 수치를 보였다. 이러한 결과는 기업 성과 변수로서 손익계산서의 순이익 정보도 중요하지만 현금흐름표의 정보내용도 주식가치 설명에 필요함을 보인다.



제 3 절 국외 선행연구

Blair와 Wallman(2001)은 최근 10년 동안 회계정보의 전반적인 기업가치관련성이 하락하고 있다고 주장했다. 이들은 현행회계기준이 경제환경의 변화를 제대로 반영하지 못하고 있는 것을 그 원인으로 제시하고 있다.

Basu(1997)는 음(-)의 이익과 비반복적인 항목은 회계이익과 가치관련성에 음(-)의 영향을 줄 수 있다고 주장하였다.

Lev and Zarowin(1999)는 투자자의 적합한 정보에 대한 수요증가와 회계정보의 질을 제고하려는 규정 제정자들의 노력에도 불구하고 1977년~1996년 20년 동안 회계정보의 유용성이 오히려 저하되고 있다는 주장하였고 그 원인의 하나로 경영환경의 변화를 들고 있다.

Amir와 Lev(1996)은 무형자산의 비중이 큰 이동통신 업종에 속한 기업들의 경우, 회계이익뿐만 아니라 순자산 또는 현금흐름 등의 회계정보들도 기업가치평가에 거의 관련성이 없다고 주장했다.

Collins, Maydew, and Weiss(1997)는 1953-1993년 40년간 미국의 주식시장을 대상으로 회계이익과 장부가치의 통합된 가치관련성은 증가하였으며, 이러한 연구결과는 선행연구와 반대되는 것이라고 보고했다. 그들의 연구결과, 기업은 비기대 영업손실을 보고 할 때 이익과 주식가치 관련성이 상대적으로 약해지고 순자산과 주식가치 관련성이 반대로 높아진다. 그들은 과거의 40년 동안 비기대 영업손실이 대량 증가가 이런 현상의 원인으로 간주하였다. 또한 그들은 기업규모를 통제하기 위해 표본을 대규모기업과 소규모기업으로 분류하여 분석하였다.

Francis and Schipper(1999)는 회계정보의 유용성이 감소되어 왔는가의 여부를 검증한 결과, 기간의 경과에 따라 이익의 가치관련성은 감소

한 반면 장부가치의 가치관련성은 감소하지 않았다고 보고하였다.

Easton과 Harris(1991)는 회계이익과 순자산장부가치가 상호보완적인 가치관련성을 가지는지에 대하여 실증분석 하였다. 검증결과 이익에 대한 가중치가 높으면 장부가치에 대한 가중치가 낮았고, 반대의 경우에도 유사한 결과를 보였다. 또한 이익에 대한 가중치는 이익의 지속성이 클수록 크고, 장부가치에 대한 가중치는 이익의 지속성이 작을수록 크다는 결과를 제시하였다.

Black(1998)은 기업의 수명주기에 따라 순자산과 순이익의 상대적 중요성이 영향을 받는다고 주장했다. 성장기간에는 미래성과를 위해 지속적인 투자가 필요한 시기이지만 영업현금흐름이 낮은 수준으로 외부적인 자금 의존도가 높다고 보았다. 성장시기에 기업들은 규모가 작고 회계이익의 적자보고 비율이 높으며 이익변동이 크기 때문에 재무적인 위험이 높다고 볼 수 있다. 쇠퇴시기에는 영업상황의 변화를 시도하는 시기로서 자금이 필요하지만 내부적으로 자금조달이 충분하지 않아 외부에서 자금을 지원받지 못할 경우 기업의 존속이 어려울 수도 있다고 주장하였다. 성장시기나 쇠퇴시기에는 순자산의 상대적 중요성이 크고 성숙시기에는 순이익은 상대적 중요성이 큼을 밝혔다.

Jan과 Ou(1995)는 손실을 보고한 기업의 주식가격과 이익간의 관계에서 비정상적인 음(-)의 관계를 주장하였으며, Hayn (1995)은 회계손익변수에 대해 이익과 손실로 구분하여 이익기업과 손실기업의 차별적인 주가반응을 살펴보았다. 이익기업은 회계이익의 가치관련성이 높았고 손실기업의 경우에 순자산 장부가치의 가치관련성이 높았다.

Berger, Ofek 와 Swary(1996)는 순자산 장부가액은 기업의 청산 가치를 반영하고 있기 때문에 청산옵션을 채택할 가능성이 높은 기업들의 경우 순자산의 기업가치관련성이 회계이익에 비해 상대적으로 높다고 주

장하였다.

Burgstahler and Dichev(1997)는 회계이익과 순자산의 상대적 크기와 시장가치와의 관계를 분석하였다. 예를 들어, 기업 A와 기업 B가 있을 때 만일 기업 A의 회계이익 대 순자산의 비율이 기업 B에 비하여 크다면, 기업 A의 영업활동이 기업 B에 비해 효율적으로 이루어지는 것으로 볼 수 있다. 따라서 기업 A의 경우 현재의 영업활동이 효율적으로 운영되고 있으므로 회계이익에 대한 주가배수가 큰 반면에, 기업 B는 영업활동의 효율성이 떨어져서 현재 보유하고 있는 자원을 더 나은 방향으로 사용하려는 선택권을 행사할 가능성이 높기 때문에 회계이익보다 순자산에 대한 주가배수가 클 것으로 예상할 수 있다. 실증분석 결과는 이러한 예상을 지지하였다.

Paek and Song(1998)은 순자산의 순전성이 순자산과 회계이익에 대한 주가배수에 미치는 영향을 분석하였다. 매 회계기말에 손익계산서에서 계산된 회계이익은 대차대조표상의 순자산(이익잉여금)을 수정하게 되는데, 이 때 회계이익이 순자산을 수정하는 비중에 따라 그 비중이 크면 순전한 순자산으로, 그렇지 않으면 순전하지 못한 순자산으로 구분하였다. 회계이익이 순자산을 수정하는 비중이 클수록 가치평가에서 차지하는 회계이익의 역할이 커지는 반면에, 회계이익이 순자산을 수정하는 비중이 작을수록 가치평가에서 순자산이 차지하는 비중이 커진다는 가설을 검증하였다. 순자산이 순전한 기업들과 순전하지 못한 기업들 간의 비교를 통한 실증분석 결과는, 회계이익에 대한 주가배수는 순자산이 순전한 기업의 경우에 크고, 순자산에 대한 주가배수는 순자산이 순전하지 못한 기업의 경우에 큰 것으로 나타나 가설을 지지하였다.

Barth, Beaver 와 Landsman(1998)은 파산 또는 재무적 위기에 처한 기업들의 경우 주가에 대한 순자산의 회귀계수와 증분설명력은 회계이익

에 비해 높은 것으로 나타났다.

Beaver, Clarke 와 Wright(1979)는 1965년부터 1974년까지 276개 상장기업의 데이터를 25개 투자조합으로 나누어 각 투자조합의 회계이익 변동과 주식가치의 변동의 상관관계를 실증분석 하였다. 분석결과로 주식가격의 변동비례와 회계이익의 변동비례 간의 높은 정(+)의 상관관계가 존재하고 있다. 연도별 상관계수의 평균값이 0.74로 나타났으며 통계적으로 유의하였다.

Schaefer, Kennelley(1986)는 1977년부터 1981년까지의 미국 상장기업을 대상으로 회계이익의 주식가치 설명력 이외에 영업활동현금흐름의 추가적인 설명력을 다중회귀분석을 통해 조사하였다. 분석결과, 회계이익은 영업활동현금흐름에 대하여 일관성 있게 추가적인 설명력을 갖지만, 현금흐름은 회계이익에 대하여 일관성 있는 추가설명력을 보여주지 못함을 밝혔다.

Zhang(2000)은 기업가치와 기업가치 평가 기능에 있어서 순이익 및 장부가액 역할을 검토하기 위하여 실증모형을 개발하여 실증분석을 실시하였다. 대단위 투자의사결정에서는 순이익 및 장부가액은 기업가치와 비선형의 관계를 가진다는 가설을 설정하고 분석한 결과, 대단위 투자의사결정에서 순이익과 장부가액은 기업가치와 선형이 아닌 비선형의 관계를 가지는 것으로 나타났으며, 이러한 결과는 기업이 호황기에 있어 수익성이 있는 경우에는 사업규모를 넓혀 나가기 때문에 투자가 확대되고, 반면에 불황에 따라 수익성이 저조한 경우에는 투자를 중단하는 활동을 하기 때문인 것으로 밝혀졌다. 그리고 성장하는 기업에서는 성장 잠재력의 영향을 받아 순이익이 상대적으로 중요한 역할을 하는 것으로 나타났으나, 기업이 침체되어 비효율적인 기업에서는 장부가액이 상대적으로 중요한 역할을 하는 것으로 밝혀졌다.

王建新(2010) 새로운 회계기준 하에 주식가치와 회계정보의 관련성을 분석하였다. 연구결과에 따라, 2007년 새로운 회계기준을 실행한 후, 주당순이익과 주당순자산과 주식가치의 관련성이 높아지고 있다는 것을 주장하였다.

张景奇(2003), 赵宇龙(1998)은 순이익과 주가의 관련성에 대해 연구한 결과 순이익과 주가 간에 유의한 관련성이 있음을 보였다.

陆静(2002)는 Ohlson의 초과이익모형에 기초하여, 중국 A주식시장 상장기업의 1998-2000년도 데이터를 분석하였다. 주당순자산, 주당영업활동현금흐름과 주당순이익의 주식가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 일반적으로 주당순이익과 주식가치 간에 확실한 관련성이 존재하고 있다는 것을 주장하였다. 그러나 여러 정책요인의 큰 변동에 따라서 이러한 관련성이 약해진다고 주장하였다.

陈信元 등(2002)은 초과이익모형을 통해 상하이 A주식 상장기업의 1995-1997년간의 회계이익, 순자산과 초과이익이 주식가치에 미치는 영향을 검증하였다. 그는 모형에 기업규모와 주식거래량이라는 두가지 변수를 더 추가하여 분석하였다. 분석결과, 규모, 주식거래량, 순자산, 회계이익과 초과이익이 주식가치에 영향을 미쳤다. 그중에서 순자산, 이익과 초과이익은 주식가치에 양(+)의 상관관계가 존재하고 있으며, 규모와 주식거래량은 주식가치에 음(-)의 상관관계가 존재하고 있다고 보고하였다.

陆宇峰(1999)는 Collins et al.(1997)와 같은 방법으로 수정된 초과이익모형에 기초하여, 1993-1997년 중국 A주식 상장기업의 회계정보와 주식가치 관련성을 검증하였다. 분석결과, 순이익과 순자산이 주가의 총 설명력이 해마다 높아졌다. 특히 순자산의 변화량은 크게 주가에 영향을 미치지 않는 반면 이익의 변화량은 해마다 주가에 영향은 크게 미친다는

것을 보고하였다.



제 3 장 연구 설계

제 1 절 연구가설

본 연구는 주요한 참고문헌의 연구방법에 기초하여 중국 상장기업 중에서 제조업을 중심으로 2009년부터 2013년까지의 주식과 재무데이터를 표본으로 선정한다.

통계패키지는 SPSS와 SAS를 이용하여 종속변수와 독립변수의 상관관계를 분석한 다음에 주식가치와 관계가 선행연구에서 밝혀진 변수들을 이용해서 다중선형회귀분석(Regression)을 수행한다.

선행연구에서 언급한 논의를 근거로 회계이익과 주당순자산은 기업 가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미칠 것이라 예상하고 다음과 같이 가설을 설정하였다.

<가설1>

중국 주식시장에서 공시된 회계이익은 주식가치에 양(+)의 영향을 미친다.

<가설2>

중국 주식시장에서 공시된 순자산은 주식가치에 양(+)의 영향을 미친다.

<가설3>

중국 주식시장에서 공시된 회계이익과 순자산은 차별적으로 주식가치에 영향을 미친다.



제 2 절 연구 모형

연구모형은 대부분의 선행연구들과 유사하게 Ohlson(1995)의 가치평가모형인 주가-회계정보의 회귀분석식을 이용한다. Ohlson(1995)의 가치평가모형은 회계정보가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 고안된 것으로서 모형의 안정성을 갖추고 있을 뿐만 아니라 경제적인 관점에서는 기회비용을 고려하였다는 점에서 이전의 연구모형에 비해 진일보한 것으로 평가받고 있다. Ohlson(1995)은 장부가치와 회계이익으로 주가를 설명하는 모형을 제시하였다. Ohlson모형의 가장 큰 특징은 기존의 배당할인모형에 명백한 잉여관계만을 추가로 가정함으로써 발생주의 회계가 산출해내는 회계수치를 사용하여 주가를 평가할 수 있다는 것이다. 본 연구는 기업가치의 결정요인으로 Ohlson모형의 기초변수인 주당순이익과 주당순자산을 기반으로 하여 부수적인 통제변수인 부채비율, 기업규모와 주당영업활동현금흐름을 추가하여 아래와 같은 모형 (1)³⁾을 설정한다.

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 EPS + \alpha_2 BPS + \alpha_3 LEV + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 CFO + \epsilon \quad (1)$$

변수설명 :

$$P = t+1기의 3월말 주가$$

3)회귀분석과 관련된 연구수행결과 다승공선성의 문제점이 제기되었다. 특히 영업활동 현금흐름의 VIF(Variance Inflation Factor, 분산팽창계수)가 10을 초과하여 회귀분석의 기본가정을 충족시킬 수 없었다. 따라서 영업활동 현금흐름(CFO)변수를 제거하고 아래와 같은 (1-1)식으로 이후 분석을 진행하였다.

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 EPS + \alpha_2 BPS + \alpha_3 LEV + \alpha_4 SIZE + \epsilon \quad (1-1)식$$

EPS = 주당순이익

BPS = 주당순자산

LEV = 부채비율(부채/ 총자산)

SIZE = 규모 (총자산의 자연로그값)

CFO = 주당영업현금흐름

ϵ = 회귀 잔차

한편, Hayn(1995)은 회계손익변수에 대해 이익과 손실로 구분하여 이익기업과 손실기업의 차별적인 주가반응을 살펴보았다. 이익기업은 회계이익의 가치관련성이 높았고 손실기업의 경우에 순자산 장부가치의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 본 연구에서도 Hayn(1995)의 연구와 유사하게 전체표본(4691개 기업연도 표본)을 이익기업표본(당기순이익인 기업 4175개 기업연도)과 손실기업표본(당기순손실인 기업, 516개 기업연도)으로 나누어 각각 분석을 재 수행한다. 이익기업표본과 손실기업표본의 차별적인 결과를 조사하기 위해 다음과 같이 다중회귀모형 식 (2)을 수립한다.

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 EPS + \alpha_2 BPS + \alpha_3 LEV + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 CFO + \alpha_6 NEG + \epsilon \quad (2)$$

추가변수설명 :

NEG = 손실기업이면 1, 아니면 0인 터미변수

제 3 절 변수의 정의 및 측정

Ohlson의 기업가치평가모형을 사용하여 가치관련성을 분석한 대부분의 선행연구에서는 주당금액을 이용한 회귀분석을 실시하였다. 선행연구에 따라 연구학자들은 적절한 통제변수를 회귀모형에 추가한 다음 회귀분석을 실행하는 방법을 제안하고 있다. 따라서 본 연구에서는 부채비율, 기업규모와 주당영업활동현금흐름을 통제변수로 추가하여 모형을 실시하였다.

1. 종속변수

본 연구 중국 제조업을 표본 기업으로 $t+1$ 기 3월말의 주가(P)를 종속변수로 선정하였다. 기업의 회계정보가 실제 공시되는 시점이 t 시점이 아니기 때문이다. $t+1$ 시점의 주가는 $t+1$ 년 3월 마지막 거래일의 보통주 주당가격을 사용하였다. 왜냐하면 기업의 회계정보의 작성 기준년도와 실제 주식시장에서 공시되는 시점 간에 차이가 있기 때문이다. 12월 결산법인의 경우 3월말까지 재무제표가 공시되고 이에 관한 정보가 주가에 충분히 반영될 것으로 예상되는 시점이 3월말이기 때문에 3월말 $t+1$ 시점에 주가(P)로 측정하는 것이다.

2. 독립변수

(1) 주당순이익(EPS)

이는 기업이 가득한 순이익(당기순이익)을 그 기업이 발행한 총 주식수로 나눈 기본 주당순이익을 사용하였다.

산출 공식은 다음과 같다.

$$\text{주당순이익} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{기말발행주식수}}$$

주당순이익(EPS)은 주식 투자가치에 크게 영향을 미치기 때문에 기업 가치평가 중에서 중요한 역할을 하고 있다. EPS가 높을수록 해당 주식의 투자 가치는 높다고 볼 수 있다. EPS가 높다는 것은 그만큼 경영실적이 양호하다는 뜻이며, 배당 여력도 많으므로 주가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

(2) 주당순자산(BPS)

이는 기업의 자산충실도가 주가에 얼마나 반영되어 있는지를 측정하는 지표이다. 순자산(자산-부채)을 발행주식수로 나눈 것이다. 즉, [순자산/발행주식수]를 의미한다. 주당순자산은 주식이 대표하는 기업의 순자산의 가치를 반영한다. 이는 주식시장에서 주식가격을 지지하는 중요한 지표 중 하나이다. 주당순자산은 해당기업의 특유한 유형자산이나 무형자산 등을 포함하기 때문에 기업이 이익을 창출하는 능력과 관련된다고 하

졌다.

3. 통제변수

(1) 기업 규모(SIZE)

SIZE는 총자산의 자연로그값을 취하여 기업규모를 대표하는 지표이다. 통제변수로서 회귀식에 투입할 경우의 이분산성을 감소시킬 목적으로 총자산에 자연로그값을 취하였다. 기업이 청산 또는 파산에 직면할 가능성이 높을 때 이익보다는 순자산의 장부가치가 상대적으로 가치관련성이 높다는 것이 많은 선행연구에서 나타난 연구결과이다. 일반적으로 소규모 기업은 현재 실현한 이익보다는 미래의 성장가능성이 그 기업의 가치를 좌우하며, 초기 투자비용을 회복하지 못한 채 손실을 보고할 가능성이 높으며, 그리고 재무적으로 곤경에 처하거나 경영에 실패할 가능성이 높다고 사료된다. 따라서 소규모기업에 있어 순자산의 장부가치가 상대적으로 가치관련성이 높다고 할 수 있다. 이러한 근거에 의해 기업규모를 통제변수로 추가하였다.

(2) 부채비율(LEV)

LEV는 부채비율이다. LEV는 기업의 자본구조가 주식의 기업가치에 미치는 영향을 통제한다. 부채비율이란 타인자본과 자기자본간의 관계를 나타내는 대표적인 재무구조 지표로써 일반적으로 100%이하를 표준비율로 보고 있다. 그러나 이와 같은 입장은 여신자 측에서 채권회수의 안정성만을 고려한 것이며, 기업경영의 측면에서는 단기적 채무변제의 압박을 받지

않는 한 투자수익률이 이자율을 상회하면 타인자본을 계속 이용하는 것이 유리할 수 있다. t 시점의 부채비율은 t 연도 말의 총부채를 총자산으로 나누어 측정하였다.

(3)영업활동현금흐름(CFO)

CFO는 투자활동과 재무활동을 제외한 정상적인 '주된' 경영활동으로 발생한 현금흐름으로, 손익계산서의 당기순이익에서 영업활동과 관련된 실제 현금 유입과 유출을 추출한 것이 '영업활동으로 인한 현금흐름'이다.

(4)더미변수(NEG)

Hayn (1995)은 회계손익변수에 대해 이익과 손실로 구분하여 이익기업과 손실기업의 차별적인 주가반응을 살펴보았다. 이익기업은 회계이익의 가치관련성이 높았고 손실기업의 경우에 순자산 장부가치의 가치관련성이 높았다. 이러한 차별적인 결과를 조사하기 위해 손실더미변수를 통제변수로 투입한다. NEG는 이익기업표본과 손실기업표본의 차별적인 결과를 조사하기 위해 손실기업이면 1, 아니면 0인 더미변수이다.

제 4 절 표본선정

본 연구의 표본은 2009년부터 2013년까지 최근 5년 중국상장 기업을 대상으로 다음과 같은 조건을 만족시키는 기업을 선정하였다. 기업의 재무자료와 주가자료는 중국 데이터 베이스인 CCER를 이용하여 추출하였다.

- ① 금융업종에 포함된 기업을 분석에서 제외하기 위해 제조업을 영위하는 기업을 표본으로 선정하였다.
- ② 실증분석에서 필요한 모든 자료가 CCER을 통해 이용 가능한 기업을 표본으로 선정하였다.
- ④ 청산, 해산, 합병 등의 구조조정을 거친 기업을 제외하였다.

제 4 장 실증분석

제 1 절 기술통계량

< 표 4-1 > 변수의 기술통계량

구 분	<i>P</i>	<i>EPS</i>	<i>BPS</i>	<i>LEV</i>	<i>SIZE</i>	<i>CFO</i>	<i>NEG</i>
표본수	4691	4691	4691	4691	4691	4691	4691
평 균	13.162	0.304	3.952	0.475	9.455	0.329	0.110
중 위 수	9.780	0.200	3.478	0.483	9.404	0.213	0.000
표 준 편 차	10.773	0.509	2.461	0.200	0.540	0.552	0.313
최 소 값	1.680	-2.850	0.000	0.010	7.030	-2.880	0.000
최 대 값	107.90	4.090	26.370	0.980	11.570	4.740	1.000

<변수설명>

P = t+1기의 3월말 주가 *EPS* = 주당 순이익

BPS = 주당 순자산 *SIZE* = 규모 (총자산의 자연 로그 값)

LEV = 부채비율(부채/ 총자산)

CFO = 주당 영업현금흐름

NEG = 손실더미

본 연구모형에 대한 실증회귀분석에 앞서, 각각 변수들의 기술통계량은 위의 < 표 4-1 >과 같다. 분석 대상기간동안 각각 변수의 평균, 중위수, 표준편차, 최소값, 최대값을 보여준다.

본 연구는 2009년부터 2013년까지 중국 제조업 기업의 주당순이익, 순자산과 주식가치의 관련성에 대한 5년 표본 수는 4691개이고, $P(t+1)$ 기의 3월말 주가의 평균값과 중위수는 각각 13.162과 9.780이다. 최소값은 1.68과 최대값은 107.90이며 표준편차는 10.773으로 나타나 기업들 간 가치의 차이가 큰 것으로 나타났다.

주당순이익(EPS)에서 평균과 중위수는 각각 0.304과 0.200으로 나타났다으며 최대값은 4.090이고 최소값은 -2.850으로 나타났다.

주당순자산(BPS)의 평균 3.952이고 중위수는 3.478로 유사한 값을 보여 정규분포에 가깝다고 보여 진다.

통제변수 중 기업규모(SIZE, 총자산의 자연로그값)은 평균은 9.455, 중위수는 9.404이다. 부채비율(LEV, 부채/ 총자산)에 대해서는 평균과 중위수는 각각 0.475과 0.483으로 나타났으며 최대값은 0.980이고 최소값은 0.010으로 나타났다. 또한 영업현금흐름(CFO)에 대해서는 평균과 중위수는 각각 0.329과 0.213으로 나타났으며 최대값은 40740이고 최소값은 -2.880으로 나타났다.

손실더미(NEG)는 변수 정의상 최소값은 0이고 최대값은 1이다.

제 2 절 상관관계 분석

< 표 4-2 > 변수의 Pearson 상관계수

	주가(P)	EPS	BPS	LEV	SIZE	CFO
주가(P)	1					
EPS	0.607**	1				
BPS	0.506**	0.572**	1			
LEV	-0.234**	-0.203**	-0.164**	1		
SIZE	-0.016	0.249**	0.446**	0.367**	1	
CFO	0.572**	0.972**	0.632**	-0.172**	0.277**	1
NEG	-0.172**	-0.454**	-0.217**	0.1790**	-0.077**	-0.444**

1) * 상관계수는 5%수준(양쪽)에서 유의함.

* * 상관계수는 1%수준(양쪽)에서 유의함.

2) P = 주가 EPS= 주당순이익

BPS= 주당순자산 SIZE= 규모 (총자산의 자연로그값)

LEV=부채비율(부채/총자산)

CFO=주당영업현금흐름

NEG=손실더미

상관관계분석은 각 변수들 간의 관련성을 알아보기 위한 분석방법으로 < 표 4-2 >와 같다.

변수들의 기초적인 상관관계를 알아보기 위해 Pearson 상관계수를 측정하였다. 변수 간의 상관관계분석 결과에 의하면, 주가(P)과 주당순이익

(EPS)의 상관계수는 0.607이며 주가(P)는 주당순이익(EPS)과 1%의 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 가지고 있다. 이는 당해 연도 주당순이익이 주가에 양(+)의 영향을 미친다는 가설1을 간접적으로 지지하는 증거로 볼 수 있다.

또한, 주가(P)는 주당 순자산(BPS)와 0.506의 상관계수를 보이며 1%의 유의한 양(+)의 상관관계가 있다. 이는 당해 연도 주당순자산이 주가에 양(+)의 영향을 미친다는 가설2을 간접적으로 지지하는 증거로 볼 수 있다.

부채비율(LEV, 부채/총자산)과 주가(P)의 상관관계는 -0.234로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보인다. 이는 기업이 부채를 많이 사용할수록 주식투자자들로부터 부정적인 반응을 얻는다는 것을 의미한다.

기업규모(SIZE, 총자산의 자연로그값)와 주가(P)의 상관관계는 -0.016으로 통계적으로 유의한 관계를 보이지 않는다. 이러한 결과는 기업의 규모가 변동하더라도 주식투자자들의 주식가격 의사결정에 유의적인 영향을 주지 않음을 의미한다.

주당영업현금흐름(CFO)과 주가(P)의 상관관계는 0.572으로 통계적으로 1%의 유의한 양(+)의 상관관계가 있다. 이는 당해 연도 주당 영업현금흐름(CFO)이 주가에 양(+)의 영향을 미친다는 선행연구와 일치하는 결과이다.

손실더미(NEG, 당기순손실이면 1, 아니면 0인 더미변수)와 주가(P)의 상관관계는 -0.172로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보인다. 이는 기업이 많은 당기순손실을 보고할수록 주식투자자들로부터 부정적인 반응을 얻는다는 것을 의미한다.

요약하면, 주가(P)는 주당순이익(EPS)과 양(+)의 상관관계가 가장 높

게 나타났다. 그 다음으로 주당영업현금흐름(CFO)과 양(+)의 상관관계가 높으며 주당순자산(BPS)도 거의 유사한 높은 양(+)의 상관관계를 보인다.

참고로 Spearman 상관계수⁴⁾도 살펴보았다, 대체적으로 Pearson 상관계수와 유사한 결과를 보였다. 다만 기업규모(SIZE, 총자산의 자연로그값)와 주가(P)의 상관관계는 -0.072으로 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보인다. 이러한 결과는 기업의 규모가 클수록 주식가격에 부정적인 영향을 미침을 의미한다.

<표 4-2>의 상관분석은 다른 변수를 고려하지 않은 두 변수 간의 단순한 관련성만 나타내므로 관련된 통제변수를 고려한 다음 절의 다중회귀분석을 통하여 가설검증을 수행할 것이다.

4) Spearman 상관계수

	주가(P)	EPS	BPS	LEV	SIZE	CFO
주가(P)	1					
EPS	0.614**	1				
BPS	0.474**	0.630**	1			
LEV	-0.247**	-0.230**	-0.175**	1		
SIZE	-0.072**	0.258**	0.469**	0.393**	1	
CFO	0.597**	0.978**	0.629**	-0.211**	0.273**	1
NEG	-0.228**	-0.509**	-0.250**	0.173**	-0.078**	-0.511**

제 3 절 회귀분석

본 연구의 가설을 검증하기 위해 다중회귀분석을 수행하였다.

< 표 4-3 > 회귀분석결과

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 EPS + \alpha_2 BPS + \alpha_3 LEV + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 CFO + \epsilon \quad (1)$$

모형	비표준화계수		표준화계수	t	유의확률
	베타	표준오차	베타		
상 수	58.248	2.359		24.696	0.000
<i>EPS</i>	15.692	0.984	0.742	15.949	0.000
<i>BPS</i>	1.563	0.068	0.357	23.045	0.000
<i>LEV</i>	1.758	0.678	0.033	2.591	0.010
<i>SIZE</i>	-5.819	0.276	-2.920	-21.100	0.000
<i>CFO</i>	-5.629	0.906	-2.890	-6.212	0.000
수정된 R 제곱=0.463		추정값의 표준오차=7.89606		F값=808.668	

<변수설명>

P = t+1기의 3월말 주가

EPS = 주당순이익

BPS = 주당순자산

LEV = 부채비율(부채/ 총자산)

SIZE = 규모 (총자산의 자연로그값)

CFO = 주당영업현금흐름

< 표 4-3 > 다중회귀분석을 수행하였으나 영영현금흐름(CFO)변수에

서 통계적 문제점의 하나인 다중공선성이 발견되었다(VIF가 10이상으로 나타남). 따라서 더 이상의 분석을 진행하지 않고 영영현금흐름(CFO)변수를 생략하고 < 표 4-4 > 다중회귀분석을 수행하였으며 < 표 4-4 >에서는 다중공선성의 문제점이 사라졌다.

< 표 4-4 > 회귀분석결과

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 EPS + \alpha_2 BPS + \alpha_3 LEV + \alpha_4 SIZE + \epsilon \quad (1-1)$$

모형	비표준화계수		표준화계수	t	유의확률	공선성통계량	
	B	표준오차	베타			공차	VIF
상수	59.625	2.358		25.291	0.000		
<i>EPS</i>	9.859	0.295	0.466	33.435	0.000	0.593	1.686
<i>BPS</i>	1.533	0.068	0.350	22.571	0.000	0.479	2.087
<i>LEV</i>	1.488	0.680	0.028	2.190	0.029	0.720	1.388
<i>SIZE</i>	-5.947	0.276	-0.298	-21.537	0.000	0.602	1.662
R 제곱		수정된 R 제곱		추정값의 표준오차		F값	
0.459		0.458		7.9296		993.222	

<변수설명>

P = t+1기의 3월말 증가

EPS = 주당순이익

BPS = 주당순자산

LEV = 부채비율(부채/ 총자산)

SIZE = 규모 (총자산의 자연로그값)

다중공선성의 문제점을 완화한 후의 중국 제조업 기업 회계이익, 순자산과 주식가치의 관련성에 대한 회귀분석의 결과는 <표 4-4>와 같다. 연구결과 R^2 은 0.459이고 수정된 R^2 은 0.458로 설명변수들이 종속변수에 대해 45.8%를 설명해 주고 있다. 또한 모형전체의 적합도를 나타내는 F 값은 993.222으로 유의수준1% 통계적으로 유의한 값을 나타내고 있다. 이로써 추정된 회귀모형의 타당성을 보여주고 있다. 종속변수인 주가(P)와 독립변수들은 모두 통계적으로 유의하게 나타났다.

주가(P)와 통제변수간의 회귀분석결과는 규모(SIZE, 총자산의 자연로그값)의 표준화계수의 배타는 -0.298으로 음(-)의 값을 가지고 그 통계적 유의성은 t 값이 -21.537이며 1%수준의 유의확률을 보인다. 부채비율(LEV)의 표준화계수의 배타는 0.028로 양(+)의 값을 가지고 그 통계적 유의성은 t 값이 2.190이며 5%수준의 유의확률을 보인다. 따라서 규모(SIZE)는 주가(P)에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며 부채비율(LEV, 부채/총자산)은 주가(P)에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

독립변수인 주당순이익(EPS)과 주당순자산(BPS)의 표준화계수는(+)로 나오기 때문에 모두가 주가(P)에 긍정적인 영향을 미친다는 것은 가설과 일치하다. 주당순이익(EPS)과 주당순자산(BPS)의 비표준화계수는 배타값은 각 9.859와 1.533로 나왔으며 통계적 유의수준은 각각 1%수준 이하이다. 두 회귀계수의 동일성을 검정하는 F 검증⁵⁾을 수행한 결과 F 값은 612.8이고 1%이하 수준에서 유의성을 보였다. 이러한 결과는 가설3인 즉, 중국 주식시장에서 공시된 회계이익, 순자산은 차별적으로 주식가치

5) 두 회귀계수의 차별성(귀무가설은 동일성)을 통계적으로 검증하기 위해 SAS 9.2 version에서 TEST PROCEDURE를 실행하였다.

에 영향을 미친다는 것과 일치하게 설명하고 있다.

추가로 이익기업표본과 손실기업표본의 차별적인 결과를 조사하기 위해 다음과 같이 모형식 (2)도 실행한다.

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 EPS + \alpha_2 BPS + \alpha_3 LEV + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 CFO + \alpha_6 NEG + \epsilon \quad (2)$$

다중회귀분석 결과는 다음과 같다.

< 표 4-5 > 회귀분석결과

모형	비표준화계수		표준화계수	t	유의 확률	공선성통계량	
	베타	표준오차	베타			공차	VIF
(상수)	58.118	2.342		24.820	0.000		
<i>EPS</i>	11.073	0.320	0.524	34.636	0.000	0.496	2.018
<i>BPS</i>	1.458	0.068	0.333	21.512	0.000	0.473	2.116
<i>LEV</i>	0.732	0.678	0.014	1.079	0.281	0.710	1.408
<i>SIZE</i>	-5.803	0.274	-0.291	-21.174	0.000	0.600	1.667
<i>NEG</i>	3.897	0.416	0.113	9.358	0.000	0.775	1.290
R 제곱		수정된 R 제곱		추정값의 표준오차		F값	
0.469		0.468		7.85742		826.755	

<변수 설명>

EPS = 주당순이익

BPS = 주당순자산

LEV = 부채비율(부채/ 총자산)

SIZE = 규모 (총자산의 자연로그값)

NEG = 손실기업이면 1, 아니면 0인 더미변수

더미변수의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 보여 손실이 날수록 주가는 하락한다는 일반적인 추론과 일치하였다. 나머지 변수들은 위의 표와 유사하여 위의 실증분석결과와 동일하다.

Hayn (1995)은 회계손익변수에 대해 이익과 손실로 구분하여 이익기업과 손실기업의 차별적인 주가반응을 살펴보았다. 그의 연구결과, 이익기업은 회계이익의 가치관련성이 높았고 손실기업의 경우에 순자산 장부가치의 가치관련성이 높았다. 본 연구에서도 유사하게 전체표본을 이익기업(당기순이익인 기업 4175개 기업연도)과 손실기업(당기순손실인 기업, 516개 기업연도)으로 나누어 위에서 수행한 각각 회귀분석을 반복하였다.

< 표 4-6 > 이익기업 회귀분석결과

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 EPS + \alpha_2 BPS + \alpha_3 LEV + \alpha_4 SIZE + \epsilon \quad (1-1)$$

모형	비표준화계수		표준화계수	t	유의확률	공선성통계량	
	베타	표준오차	베타			공차	VIF
상수	62.465	2.555		24.444	0.000		
<i>EPS</i>	13.293	0.359	0.547	37.032	0.000	0.564	1.774
<i>BPS</i>	1.198	0.073	0.268	16.526	0.000	0.466	2.146
<i>LEV</i>	-0.318	0.736	-0.006	-0.432	0.666	0.727	1.375
<i>SIZE</i>	-6.187	0.299	-0.297	-20.722	0.000	0.598	1.673
R 제곱		수정된 R 제곱		추정값의 표준오차		F값	
0.488		0.487		7.95523		992.492	

<변수 설명>

EPS = 주당순이익

BPS = 주당순자산

LEV = 부채비율(부채/ 총자산)

$SIZE$ = 규모 (총자산의 자연로그값)

NEG = 손실기업이면 1, 아니면 0인 더미변수

이익기업(당기순이익인 기업)의 회귀분석결과 다음과 같다. EPS의 회귀계수는 13.293이고 BPS의 회귀계수는 1.198로 나타났고 두 회귀계수 모두 통계적으로는 유의하다. 통계적 유의수준은 각각 1%수준이하이다. 두 회귀계수의 동일성을 검정하는 F검증을 수행한 결과 F값은 890.7이고 1%이하 수준에서 유의성을 보였다. 따라서 Hayn (1995) 등의 선행연구와 일치하게 이익기업표본에서는 순자산 장부가치의 가치관련성보다 회계이익의 가치관련성이 더 높게 나타났다.

< 표 4-7 > 손실기업 회귀분석결과

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 EPS + \alpha_2 BPS + \alpha_3 LEV + \alpha_4 SIZE + \epsilon \quad (1-1)$$

모형	비표준화계수		표준화 계수	t	유의확률	공선성통계량	
	베타	표준 오차	베타			공차	VIF
상수	45.758	3.905		11.716	0.000		
EPS	1.168	0.500	0.100	2.338	0.020	0.848	1.179
BPS	1.638	0.171	0.506	9.605	0.000	0.558	1.793
LEV	3.991	1.192	0.163	3.349	0.001	0.649	1.540
$SIZE$	-4.685	0.475	-0.538	-9.864	0.000	0.519	1.928
R 제곱		수정된 R 제곱		추정값의 표준오차		F값	
0.210		0.204		4.52318		33.982	

<변수 설명>

EPS = 주당순이익

BPS = 주당순자산

LEV = 부채비율(부채/ 총자산)

SIZE = 규모 (총자산의 자연로그값)

NEG = 손실기업이면 1, 아니면 0인 더미변수

손실기업(당기순손실인 기업) 표본의 회귀분석결과 다음과 같다. EPS의 회귀계수는 1.168이고 BPS의 회귀계수는 1.638로 나타났고 두 회귀계수 모두 통계적으로는 유의하다. 통계적 유의수준은 각각 1%수준이하이다. 두 회귀계수의 동일성을 검정하는 F검증을 수행한 결과 F값은 3.22이고 유의확율은 0.0730으로 10%수준에서 유의한 차별성을 보였다. 이러한 결과는 Hayn (1995) 등의 선행연구와 일치하게 손실기업(당기순손실인 기업) 표본에서는 회계이익의 가치관련성 보다 순자산 장부가치의 가치관련성이 더 높게 나타났다.

< 표 4-6 >과 < 표 4-7 >의 결과를 요약하면, 이익기업의 경우 순자산에 비해서 이익의 상대적 기업 가치관련성이 크고 손실기업의 경우에는 이익에 비해서 순자산의 상대적 기업가치관련성이 큰 것으로 나타나고 있다. 이러한 본 연구의 결과는 이익기업은 회계이익의 가치관련성이 높고 손실기업의 경우에 순자산 장부가치의 가치관련성이 높다는 Hayn (1995)의 결과와 일치한다.

다음으로, 위의 회귀분석 결과들은 연도를 통합하여(pooling) 산출한 결과이다. 연구결과의 강건성을 위해 연도별로 각각 회귀분석을 재수행하였다.

< 표 4-8 > 회귀분석결과 (2009년)

모형	비표준화계수		표준화 계수	t	유의 확률	공선성통계량	
	베타	표준 오차	베타			공차	VIF
(상수)	58.662	4.646		12.628	0.000		
EPS	10.705	0.661	0.473	16.196	0.000	0.417	2.400
BPS	2.413	0.133	0.515	18.171	0.000	0.443	2.260
LEV	0.701	1.373	0.012	0.511	0.610	0.674	1.483
SIZE	-5.912	0.545	-0.253	-10.844	0.000	0.651	1.535
NEG	4.328	0.805	0.118	5.376	0.000	0.734	1.362
R 제곱		수정된 R 제곱		추정값의 표준오차		F값	
0.672		0.670		6.84744		378.786	

< 표 4-9 > 회귀분석결과 (2010년)

모형	비표준화계수		표준화 계수	t	유의 확률	공선성통계량	
	베타	표준 오차	베타			공차	VIF
(상수)	70.847	6.247		11.341	0.000		
EPS	15.492	0.949	0.555	16.322	0.000	0.481	2.079
BPS	1.481	0.192	0.270	7.723	0.000	0.453	2.208
LEV	-2.627	1.808	-0.040	-1.453	0.146	0.717	1.394
SIZE	-6.762	0.732	-0.277	-9.243	0.000	0.620	1.613
NEG	4.457	1.360	0.084	3.276	0.001	0.840	1.191
R 제곱		수정된 R 제곱		추정값의 표준오차		F값	
0.485		0.483		9.26759		174.758	

< 표 4-10 > 회귀분석결과 (2011년)

모형	비표준화계수		표준화 계수	t	유의 확률	공선성통계량	
	베타	표준 오차	베타			공차	VIF
(상수)	41.356	4.254		9.722	0.000		
EPS	9.194	0.546	0.575	16.851	0.000	0.473	2.112
BPS	0.973	0.123	0.278	7.893	0.000	0.444	2.254
LEV	-0.004	1.237	0.000	-0.003	0.997	0.700	1.429
SIZE	-4.015	0.497	-0.250	-8.078	0.000	0.575	1.738
NEG	3.049	0.807	0.098	3.777	0.000	0.818	1.223
R 제곱		수정된 R 제곱		추정값의 표준오차		F값	
0.490		0.487		6.27690		177.476	

< 표 4-11 > 회귀분석결과 (2012년)

모형	비표준화계수		표준화 계수	t	유의 확률	공선성통계량	
	베타	표준 오차	베타			공차	VIF
(상수)	28.794	3.483		8.267	0.000		
EPS	9.050	0.450	0.619	20.091	0.000	0.539	1.855
BPS	1.032	0.096	0.340	10.720	0.000	0.509	1.964
LEV	1.451	0.977	0.040	1.485	0.138	0.714	1.401
SIZE	-2.816	0.408	-0.208	-6.905	0.000	0.562	1.779
NEG	4.317	0.553	0.207	7.803	0.000	0.729	1.372
R 제곱		수정된 R 제곱		추정값의 표준오차		F값	
0.520		0.517		5.09700		203.331	

< 표 4-12 > 회귀분석결과 (2013년)

모형	비표준화계수		표준화 계수	t	유의 확률	공선성통계량	
	베타	표준 오차	베타			공차	VIF
(상수)	42.718	4.868		8.776	0.000		
EPS	9.206	0.635	0.512	14.498	0.000	0.532	1.879
BPS	0.988	0.134	0.277	7.370	0.000	0.469	2.131
LEV	0.456	1.312	0.011	0.348	0.728	0.724	1.382
SIZE	-4.080	0.565	-0.251	-7.227	0.000	0.550	1.818
NEG	3.127	0.768	0.120	4.074	0.000	0.763	1.311
R 제곱		수정된 R 제곱		추정값의 표준오차		F값	
0.372		0.368		7.05678		111.975	

위와 같이 연도별로 회귀분석을 수행한 결과, 독립변수인 주당순이익(EPS)과 주당순자산(BPS)의 회귀계수는 전체 표본을 분석한 결과와 일치하게 유의한 양(+)로 나오기 때문에 모두가 주가(P)에 긍정적인 영향을 미친다는 본 연구의 가설1과 가설2와 일치한다.

주당순이익(EPS)과 주당순자산(BPS)의 두 회귀계수의 동일성을 검정하는 F검증을 수행한 결과 각각 연도마다 통계적으로 유의한 수준에서 유의성을 보였다. 이러한 결과는 가설3인 즉, 중국 주식시장에서 공시된 회계이익, 순자산은 차별적으로 주식가치에 영향을 미친다는 것을 지지한다.

제 4 절 분석결과 및 해석

본 연구에서는 2009년부터 2013년까지에 걸쳐 최근 5년 동안 중국 주식시장에서 기업가치와 기업의 주당순이익과 주당순자산의 관계를 분석하였다. 분석 결과, 주당순이익과 주당순자산은 모두 주가와 유의적인 양(+)의 관계가 있으며, 주식시장에서 기업가치가 결정되는 과정에서 큰 영향력을 미치는 변수임이 확인되었다. 주당순이익(EPS)의 회귀계수가 주당순자산(BPS)의 회귀계수보다 유의하게 크게 나타나 중국 주식시장에서 공시된 회계이익, 순자산은 차별적으로 주식가치에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

통제변수인 규모(SIZE)는 주가에 통계적으로 유의한 음(-)인 영향을 미치는 것으로 나타났으며 부채비율(LEV)은 주가에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 더미변수의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 보여 손실이 날수록 주가는 하락한다는 일반적인 추론과 일치하였다.

제 5 장 결론

상장기업이 공시한 회계정보가 투자자들의 투자의사결정에 유용한 정보를 제공하고 있기 때문에 투자의사결정에서 큰 역할을 한다. 현대주식 시장에서 다양한 회계정보들은 투자자의 예측에 영향을 미치고 있다. 투자자들에게 회계정보는 단순히 공시되는 재무제표가 아니라, 기업 경영자의 의사를 파악하여 유의적인 투자의사결정을 낼 수 있는 투명성이 보장된 것이다. 주식가치 결정요소로서 특히 주요한 회계정보는 손익계산서의 회계이익과 재무상태표의 순자산을 들 수 있다. 두 요소의 상대적인 주식가격에 대한 기여도는 사회환경과 경제여건에 따라 차별적일 수 있다. 본 연구는 회계이익과 순자산의 주식가치의 관련성에 대한 실증분석을 수행하여 회계정보가 주식가치에 어떻게 영향을 미치는지를 분석하였다. 특히 한국과 정치·경제적 환경이 다른 중국의 자료를 투입하여 분석을 수행한 점에서 차별적이다.

본 연구에서는 2009년부터 2013년에 걸쳐 최근 5년 동안 중국 주식시장에서 기업가치와 기업의 주당순이익과 주당순자산의 관계를 분석하였다. 본 연구는 Ohlson모형을 기반으로 하여 회계정보의 기업가치관련성을 분석하였다. Ohlson(1995)의 가치평가모형을 수정/확장하고 제조업을 중심으로 주당순이익과 주당순자산의 주식가치 설명력을 분석하였다. 분석 결과, 주당순이익과 주당순자산은 모두 주가와 유의적인 양(+)의 관계가 있으며, 주식시장에서 기업가치가 결정되는 과정에서 큰 영향력을 미치는 변수임이 확인되었다. 따라서 가설1과 2와 일치한 결과로 나타났다.

주가(P)와 통제변수간의 회귀분석결과는 규모(SIZE)는 주가(P)에 부

정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며 부채비율 (LEV)은 주가(P)에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

독립변수인 주당순이익(EPS)과 주당순자산(BPS)의 회귀계수는 유의한 양(+)로 나타나서 모두가 주가(P)에 긍정적인 영향을 미친다는 것은 가설1, 2와 일치하며 특히 주당순이익(EPS)과 주당순자산(BPS)의 두 회귀계수의 동일성을 검정하는 F검증을 수행한 결과 각각 연도마다 통계적으로 유의한 수준에서 유의성을 보였다. 이러한 결과는 가설3인 즉, 중국 주식시장에서 공시된 회계이익, 순자산은 차별적으로 주식가치에 영향을 미친다는 것을 지지한다.

더미변수의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 보여 손실이 날수록 주가는 하락한다는 일반적인 추론과 일치하였다. 특히 이익기업의 경우 순자산에 비해서 이익의 상대적 기업 가치관련성이 크고 손실기업의 경우에는 이익에 비해서 순자산의 상대적 기업가치관련성이 큰 것으로 나타나고 있다. 이러한 본 연구의 결과는 이익기업은 회계이익의 가치관련성이 높고 손실기업의 경우에 순자산 장부가치의 가치관련성이 높다는 Hayn (1995)의 결과와 일치한다.

본 연구의 분석결과에 따라 회계정보인 변수들 간의 변화가 주식가치의 변동에 큰 영향을 미치고 있으며 주식가치에 대해 강한 설명력을 갖고 있기 때문에 중국 상장기업의 공시된 회계정보가 직접적으로 주식가치에 영향을 미친다. 따라서 회계정보 정책당국은 회계정보의 공시제도를 완화하면서 상장기업의 신뢰성 있고 투명한 회계정보 공시행위를 유도해야 중국주식시장의 성숙과 발전을 촉진할 수 있을 것이다.

본 연구의 한계점으로 연구 대상 기간을 5년간으로 한정하여 분석하였다. 그러므로 장기적으로 확장하여 시계열적으로 각 독립변수간의 주가 설명력 변화를 분석이 필요할 것이다. 또한 회계정보의 측정 및 전달 내

용과 그 방법에 따라 기업가치에 미치는 영향이 달라진다는 데 있다. 특히, 기업의 사회적·윤리적 책임이 강조되고 있지만, 이러한 요인을 본 연구에서는 고려하지 않았다. 이는 학계 및 실무계에서도 많은 연구가 필요한 부분이라고 할 것이다.



참고문헌

1. 국내 문헌

- 김권중(1997), 자산재평가와 회계정보의 유용성에 대한 실증적 분석, 회계학연구, 제22권 제1호, 37-57.
- 김연용·정균오·신건권(2007), 회계이익과 순자산의 상대적 가치관련성에 관한 연구 회계연구, 제12권 제2호, 25-43
- 김연용·이호정(2009), 상장기간이 회계정보의 기업가치관련성에 미치는 영향, 회계연구 제14권 제2호
- 김문현(1998), 회계정보를 이용한 기업 가치평가에 기업특성이 미치는 영향, 박사학위논문, 서울대학교
- 김병호(2003), 우리나라 주식시장에서 적자보고(손실)의 정보효과에 대한 실증적 연구: 기업청산선택가설과 회계이익평균회귀가설을 중심으로, 증권학회지, 제32권 3호, 191-221
- 류지호·이승희(2000), 경기변동에 따른 보고이익과 장부가치의 가치관련성 변동, 산업경제연구, 제13권 제6호, 349-359
- 오성배·김동환(2006), 벤처기업의 주가 결정요인에 관한 비교연구, 대한경영학회지, 제19권 제1호
- 이미란(2005), 중국 B주식시장 상장기업과 한국외국인지분소유주식 상장기업 회계 기업가치 설명력에 대한 연구 - Ohlson(1995)모형을 이용하여, 서울대학교 석사학위논문

- 이광조(2005), 회계이익정보와 기업가치의 관계에 관한 연구, 대한회계학회, 제18권 제4호, 1731~1749
- 이정한·박창래(2005), 회계정보의 보수성에 따른 Ohlson과 Feltham-Ohlson모형의 정확성비교, 회계연구, 10(2), 169-192.
- 임학빈·왕안(2005), 중국 주식시장에서의 회계정보의 가치 관련성 연구, 회계논집, 제6권 제1호, 55-89
- 임학빈·이지영(2005), 우리나라의 주식시장에서 회계정보유용성의 변동에 관한 실증연구, 회계연구, 제10권 제2호, 119-142
- 장지인·정혜영·이경주(2002), 회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성에 관한 실증연구, 대한경영학회지, 34권, 513-533.
- 진유지(2013), 중국 기업가치 평가에 대한 실증연구 - 기업가치 평가모형을 중심으로, 배재대학교 박사학위논문
- 최관·백원선(1999), 이익지속성이 순자산과 회계이익에 대한 주가배수에 미치는 영향, 회계학연구 제24권 제4호, 61-81.
- 최영문(2007), 철강산업의 신규 투자의사결정과 기업가치평가 모형에 관한 연구, POSRI 경영연구 제7권 제1호
- 한봉희(1998), 국내자본시장에서 회계이익정보의 유용성 향성 여부에 관한 실증적 연구, 회계학연구, 제23권 제1호, 1-24

2.국외 문헌

- Amir E, Lev B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry, *Journal of Accounting and Economics*, 22(1): 3-30.
- Ball R, Brown P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, 6(2): 159-178.
- Ball, R. (1972). Changes in accounting techniques and stock prices. *Empirical Research in Accounting: Selected Studies. Journal of Accounting Research*, 10 (supplement): 1-38.
- Ball R, Shivakumar L.(2008). Earnings quality at initial public offerings, *Journal of Accounting Research*, 45(2): 324-349.
- Barth, M. E., Beaver, W. H. Landsman, W. R. (1998). Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health, *Journal of Accounting and Economics*, 25: 1-34.
- Basu, S.(1997). The Conservatism Principle and The Asymmetric Timeless of Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 24: 3-37.
- Beaver, M. Mcanally, C. Stinson. (1997). The information content of earnings and prices: A simultaneous equation approach, *Journal of Accounting and Economics*, 23: 53-81.
- Black, E, I.(1998). Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures, *The*

- Journal of Financial Statement Analysis, 8: 40-56.
- Blair, M. and M. H. Wallman. (2001), Unseen Wealth, Brooking Institute Press.
- Burgstahler, D. C., and I. D. Dichev. (1997). Earnings, adaptation, and equity value. *The Accounting Review* 72 (April): 187-215.
- Collins, D., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of ERCs. *Journal of Accounting and Economics*, 11: 143-183.
- 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(1): 39-67.
- Easton, P. P. and Harris, T. S. (1991). Empirical Evidence on the Relevance of Earnings and Book Value of Owners' Equity in Security Valuation, Working Paper, Columbia University.
- Feltham, G., and J. Ohlson. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities, *Contemporary Accounting Research*, (Spring): 689-731.
- Frankel R, Lee C. (1998). Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 25(3): 283-319
- Francis, J. and K. Schipper. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance, *Journal of Accounting Research*, 319-352.
- Hayn, C. (1995). The Information Contents of Losses, *Journal of Accounting and Economics*, 21: 125- 153.

- Jan, C., and J. Ou. (1995). The Role of Negative Earnings in the Valuation of Equity Stocks, Working paper, New York University and Santa Clara University.
- Kaplan, R.S, & Roll, R. (1972). Investor evaluation of accounting information: Some empirical evidence. *Journal of Business*, 45: 225-257.
- Ohlson, J. (1995), Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Spring: 661-687.
- Paek, W., and I. Song.(1998). Does clean/dirty surplus matter in equity pricing? Working paper, Sungkyunkwan University.
- Penman, S. (1998). A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculation for the Dividend Discount Model, *Review of Accounting Studies*, 2: 303-323
- Slagmulder R. (1997). Using management control systems to achieve alignment between strategic investment decisions and strategy. *Management Accounting Research*.
- Zhang, G. (2000). Accounting Information, Capital Investment Decisions, and Equity Valuation: Theory and Empirical Implications. *Journal of Accounting Research*. 38(2): 271-295
- 陈晓, 陈淑燕. (2001). 股票交易量对年报信息的反应研究, *金融研究*, (7): 98-105
- 陈晓, 陈小悦, 刘别. (1999). A股盈余报告的有用性研究-来自上海、深圳股市的实证证据, *经济研究*, 第6期
- 胡立新, 范晶威. (2012). 基于股票定价的我国非经常性损益信息披露研究. *商业会计*, (03): 51-53.

- 陆正飞, 宋小华. (2006). 财务指标在股票投资决策中的有用性: 基于中国证券市场的实证研究. 南开管理评论, (06): 31-38.
- 傅胜华, 陈斌. (2000). 股票价格中会计报表信息含量的实证研究. 新金融, (05): 38-41.
- 曹国华, 赖苹. (2006). 净资产、剩余收益与股票定价: 会计信息有用性的研究. 特区经济, 02: 79-81.
- 陈信元, 陈冬华, 朱红军. (2002). 净资产、剩余收益与市场定价: 会计信息的价值相关性. 金融研究, 04: 59-70.
- 党建忠, 陈军, 褚俊红. (2004). 基于Feltham-Ohlson模型的中国上市公司股票价格影响因素检验. 统计研究, 03: 57-61.
- 陆宇峰. (1999). 净资产倍率和市盈率的投资决策有用性. 上海财经大学.
- 王建新. (2010). 基于新会计准则的会计信息价值相关性分析. 上海立信会计学院学报. 11-23.
- 张景奇, 孟卫东, 陆静. (2006). 股利贴现模型、自由现金流量贴现模型及剩余收益模型对股票价格与价值不同解释力的比较分析—来自中国证券市场的实证数据. 经济评论, 92-98