

기대되는 미래정상이익과 지분가치

방신석(경성대) · 서수덕(경성대)

I. 서론

최근들어 투자자들의 의사결정에 가장 유용한 회계적 정보로서의 이익이 기업의 가치를 결정하는데 다소 부족하다는 연구결과들이 나오고 있다.

그중 Hayn(1995)은 지금까지 기업가치를 결정하는데 가장 유용한 정보는 이익이지만 모든 이익이 기업가치를 결정하는데 동질적이지 않다는 것을 제시하였다. 즉, 음의 이익과 양의 이익은 서로 주가에 미치는 영향이 서로 다르며, 특히 음의 이익은 주가를 결정하는데 전혀 도움이 되지 않음을 제시하였고 새로운 가치관련변수를 고려해야 한다는 것을 제시하였다. Baruch Lev and Paul Zarowin(1999)는 이익이 주가에 미치는 영향이 현저하게 감소하게 된 원인으로 기업활동의 글로벌화와 첨단산업의 출현 그리고 국가간의 시장장벽의 완화 등 기업들의 글로벌화된 경영환경을 회계가 제대로 반영하지 못하고 있음을 제시하였다. 그리고 Burgstahler and Dichev (1997)등은 기업가치를 결정하는 중요한 재무적 변수로서의 이익이 기업가치와의 상관관계가 양이고 동질적이라는 가정과 가치평가모형에서 이익계수를 유의적인 것으로 판단하는 것에 대해서 의의를 제기하였고 이러한 의구심을 제거하기 위해서는 기업가치를 결정할 때 재무적 변수로서 장부가치를 추가적으로 고려해야함을 제시하였다. Barth and Kallapur 1996, Ohlson 1995, Penman 1992, Berger et al 1996 등은 장부가치가 규모나 폐기가치 또는 기대되는 미래정상이익에 대한 대응치로서 가치관련변수로서의 역할을 할 수 있음을 제시하였다.

이에 본 연구에서는 이러한 선행연구를 토대로 하여 선행연구에서처럼 모든 이익이 동질적이지 않은지 그리고 동질적이지 않다면 추가적으로 고려되는 재무적 변수로서의 장부가치가 이렇게 동질적이지 않은 이익들에 대해서 어떠한 역할을 하는지를 검토하고자 한다.

II. 동기와 가설

1. 가치관련변수로서의 이익

전통적으로 기업의 이익은 기업가치를 결정하는데 매우 중요한 변수로 인식되어왔으며, 현재에도 그 역할은 변함이 없다. 그러나 Hayn (1995)의 연구에 의하면 모든 이익은 비동질적이며 특히 음의 이익은 가치관련성을 상실하였음을 보고하였다. 이에 본 연구에서 앞으로의 연구진행을 위해서 기본적으로 이익의 비동질성에 대한 가설을 실증분석을 위하여 이익을 음의 이익과 양의 이익으로 구분하여 등식 (1)을 이용하여 제시하고 추가적인 분석을 하고자 한다.

따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1 : 등식 (1)에서 양의 이익과 음의 이익은 같은 역할을 할 것이다.

$$P_t = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

P_t = t년도 주가

X_t = t년도 이익

2. 가치관련변수로서의 장부가치

선행연구에 의하면 장부가치는 기대되는 미래정상이익에 대한 대응치(Ohlson 1995) 또는 폐기가치(청산가치)에 대한 대응치(Berger 등 1996)에 대한 역할을 하는 것으로 제시되어있다. 이에 본 연구에서는 이러한 역할에 대한 대응치를 개발하여 가치관련변수로서의 장부가치의 역할에 대한 증거를 제시하고자 한다. 우선, 이익을 양의 이익과 음의 이익으로 두 그룹으로 분리를 한다. 그리고 단순히 주가와 이들 두 그룹의 이익을 회귀분석하여 양의 그룹과 음의 그룹이 어떻게 주가와 관련이 있는지를 분석한다.

주가-이익모형에서 장부가치를 포함하는 것은 가치관련변수로서의 부수적인 역할을 강조하기 위한 것이다. 이러한 장부가치의 부수적인 역할은 Ohlson (1995)은 기대되는 미래정상이익의 역할을 강조하였고, Berger 등 (1996)은 폐기가치로서의 역할을 강조하였다. 주가를 결정하는데 가장 중요한 변수는 이익변수이다. 이러한 이익변수가 제 기능을 수행할 때, 즉 양의 이익을 실현했을 때 이익은 주가를 결정하는 가장 중요한 재무적 변수가 될 것이며 장부가치는 부수적인 가치관련변수로서의 역할을 하게 될 것이다. 그러나 이익변수가 제 기능을 상실할 때, 즉 음의 이익을 실현했을 때, 이익은 주가를 결정하는 가장 중요한 재무적 변수로서의 역할을 상실하게 될 것이며, 이에 장부가치가 주가를 결정하는 중요한 변수로서의 역할을 할 것이다. 따라서 이는 양의 이익과 음의 이익에서 장부가치는 서로 다른 역할을 할 것이라는 것을 짐작케 한다.

이에 등식 (1)의 결과를 토대로 하여, 등식 (1)에 추가적으로 장부가치를 포함시킨 등식 (2)를 이용하여 양의 이익과 음의 이익에서 장부가치가 어떻게 서로 다른 역할을 하는지 검토한다.

따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2 : 양의 이익과 음의 이익에서 장부가치는 같은 역할을 할 것이다.

$$P_t = \alpha + \beta X_t + \gamma BV_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

P_t = t년도 주가

X_t = t년도 이익

BV_{t-1} = t-1년도 장부가치

3. 기대되는 미래정상이익에 대한 대응치로서의 장부가치

선행연구에 의하면 주가를 결정하는 가장 중요한 재무적 변수는 이익과 장부가치임을 제시하였다(Ohlson 1995). 이 논문에서 이익은 주가를 결정하는 가장 강력한 재무적 변수이며 장부가치는 상호보완적 재무적 변수임을 강조한다.

즉, 기업의 영업활동의 결과 상당한 수익을 창출하는 경우 주가를 결정하는 대부분의 재무적 변수는 이익이며 장부가치는 부수적인 재무적 변수로서의 역할을 수행하게 되며, 기업의 영업활동의 결과 수익을 창출하지 못할 때 즉, 음의 이익이 발생했을 때 이익은 주가를 결정하는 재무적 변수가 되지 못하고 장부가치가 주가를 결정하는 중요한 재무적 변수가 된다는 것이다. 따라서 장부가치는 양의 이익과 음의 이익에서 상당히 다른 가치관련변수로서의 역할을 할 것으로 기대된다.

양의 이익의 경우, 주가를 결정하는 중요한 재무적 변수는 이익이 될 것이다. 따라서 장부가치는 부수적인 재무적 변수로서의 역할을 할 것이다.

장부가치의 이러한 부수적인 재무적 변수로서의 역할로 기대되는 것은 기대되는 미래정상이익에 대한 대응치이다. 이익이 주가의 대부분을 결정하기 위해서는 기업의 경영활동의 결과인 수익이 시장의 기대를 초과했을때이다. 즉, 기업의 이익이 시장에서 기대하는 정상이익을 초과했을 때 주가는 이익에 의하여 대부분 결정될 것이다. 그리고 장부가치는 이러한 초과이익을 판단할 수 있는 일정한 가치 즉, 기대되는 미래정상이익에 대한 대응치로서 부수적인 역할을 할 것으로 기대된다.

이에 본 연구에서 이러한 역할을 검토하기 위하여 기대되는 미래정상이익(Expected future normal earnings : EFE)에 대한 대응치를 다음과 같이 개발한다.

$$EFE = BV_{t-1} * R_t$$

R_t = 기업의 기대되는 자본비용 (CAPM을 이용하여 계산)

위의 식에서 구해진 기대되는 미래정상이익에 대한 대응치를 등식 (2)의 장부가치 대신에 삽입한 등식 (3)을 이용하여 등식 (2)에서 장부가치의 역할과 등식 (3)에서 기대되는 미래정상이익의 역할을 비교함으로써 양의 이익에서 장부가치가 미래정상이익의 역할을 하는지를 검토한다. 이에 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 3 : 양의 이익과 음의 이익에서 기대되는 미래정상이익변수가 등식 (2)의 장부가치와 유사한 역할을 할 것이다.

$$P_t = \alpha + \beta X_t + \gamma EFE_t + \epsilon_t \quad (3)$$

P_t = t년도 주가

X_t = t년도 이익

EFE_t = t-1년도 장부가치

4. 폐기가치로서의 장부가치

음의 이익은 주가와 관련하여 전혀 영향을 미치지 못하는 것으로 제시되었으며(Hayn 1995), 이러한 이익의 제거능이 상실되었을 때 주가를 결정하기 위한 또 다른 재무적 변수가 필요한데 이때 사용될 수 있는 것이 장부가치이다(Ohlson 1995)

이와 같이 기업의 이익이 음이었을 때, 기업의 가치를 결정하고자 할 때 장부가치가 유용한데 그 이유는 기업은 수익을 창출하기 위하여 존재하는 실체이기 때문에 이러한 음의 이익은 기업의 지속적인 생존에 상당한 위협요인이 되기 때문에 지속적으로 발생할 수 없다. 만약에 이러한 음의 이익이 지속적으로 발생한다면, 기업의 실체는 더 이상 존속할 수 가 없던지 아니면 기업의 자산을 수익을 창출할 수 있는 방향으로 전환을 해야만 한다.

이에 현재의 이익이 음인 기업의 장부가치는 가치관련변수로서 가치평가에서 이익보다는 주가를 결정하는 재무적 변수가 되며, 장부가치는 기대되는 미래의 이익흐름에 대한 대응치로서 장부가치의 역할이 강조된다.

이때 가치관련변수로서의 장부가치의 역할은 비록 기업이 장기적으로 양의 이익을 실현하지 못하거나 보유하고 있는 자산으로부터 적절한 수익을 창출하지 못한다면, 기업은 자산을 처분하거나 더 나은 수익성 있는 방향으로 전환시킬 의도가 강하다면, 장부가치는 그러한 전환과 관련된 가치관련 변수가 될 것이다. 따라서 기업의 미래 이익 예측에 대한 유용한 정보로서 음의 이익은 양의 이익보다 그 가치를 현저하게 상실하게 될 것이다. 이러한 상황에서 장부가치는 음의 이익을 가진 기업의 미래에 대한 이익을 예측하는데 유용한 가치관련 변수가 될 것이다.

선행연구들은 장부가치가 기업의 청산가치나 폐기가치를 반영한다고 주장한다(Berger et al., 1996; Barth et al., 1996; Burgstahler and Dichev, 1997).

이들의 연구에 의하면 장부가치는 청산가치(폐기가치)에 대한 기초가 될 수 있다. 따라서 기업이 반복적으로 음의 이익이 발생할 경우, 투자자들이 기업이 자원을 포기할 것이라고 판단을 하게되면, 장부가치는 이러한 기업의 자원의 포기와 관련된 청산가치(폐기가치)의 대응치로서의 중요한 요소가 될 것이다.

이에 장부가치는 폐기가치에 대한 대응치가 될 수 있다.Barth et al.(1996) 따라서 다음과 같은 폐기가치에 대한 대응치를 사용함으로써 장부가치의 폐기가치에 대한 역할을 검토한다.

$$EXV_t = 1.0\text{현금}_t + 1.0\text{시장성유가증권}_t + 0.72\text{수취채권}_t + 0.55\text{재고자산}_t + 0.54\text{고정자산}_t - 1.0\text{총부채}_t$$

위의 방정식에서 $EXV_t \geq 0$ 이라는 조건을 부과한다. 주식회사에서 음의 폐기가치는 경제적인 의미가 없기 때문이다.

위의 폐기가치를 등식 (2)의 장부가치 대신에 삽입한 등식 (4)를 이용하여 장부가치와 폐기가치에 대한 역할을 비교검토한다.

이에 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 4 : (양의 이익과) 음의 이익에서 폐기가치는 등식 (2)의 장부가치와 유사한 역할을 할 것이다.

$$P_t = \alpha + \beta X_t + \beta_2 EXV_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

EXV_t = t년도 폐기가치

지금까지의 논의를 토대로 하면, 기대되는 미래정상이익은 음의 이익보다는 양의 이익에서 더 중요한 역할을 할 것이며, 폐기가치는 양의 이익에서보다는 음의 이익에서 더 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

따라서 등식 (1)에 기대되는 미래정상이익과 폐기가치 대용치를 삽입한 등식 (5)를 이용하여 양의 이익과 음의 이익에서 두 변수의 상대적 중요성을 검토하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 5 : 양의 이익에서는 기대되는 미래정상이익계수가 폐기가치계수보다 더 클 것이다.

가설 6 : 음의 이익에서는 폐기가치계수가 기대되는 미래정상이익계수보다 더 클 것이다.

$$P_t = \alpha + \beta X_t + \beta_1 FUTX_t + \beta_2 EXV_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

$FUTX_t$ = t년도 미래가치

EXV_t = t년도 폐기가치

Ⅲ. 자료수집과 분석

1. 표본의 선택

본 연구에 필요한 자료들은 FnGuide이 데이터를 이용하였으며 사용되는 자료의 기간은 2002년부터 2013년까지이며 결산일이 12월인 코스피 상장제조업이다. 이렇게 자료들을 선택한 이유는 연구에 사용되는 자료들이 유사한 속성을 지니게 하기 위한 것이다.

연구에 사용되는 자료들 중 다음과 같은 자료들은 제외시켰다. 자기자본이 잠식된 자료, 주가가 없는 자료, 발행주식총수가 10000이하인 자료, 개별자료들의 상하위 1%에 해당하는 자료. 이렇게 자료들을 정리한 한 결과 총표본수 전체표본수는 2722이며, 음의 이익과 관련된 자료 461, 양의 이익과 관련된 자료가 2261의 표본자료를 얻었다.

모든 개별자료들은 1주 단위로 측정되었고 주가는 t+3월말 종가를 사용하였다.

Ⅳ. 기술통계량과 결과

1. 기술통계량

〈표 1〉 기술통계량					
전체					
	N	최소값	최대값	평균	표준편차
전체주가	2722.00	90.00	1630000.00	41196.04	139714.92
전체이익	2722.00	-35086.00	328975.00	3757.50	15483.34
전체장부	2722.00	57.00	2308913.00	42665.60	138000.22
전체폐기	2722.00	1.00	715969.00	10381.20	41792.75
전체미래	2722.00	7.00	264939.00	4895.71	15835.00
양의이익					
	N	최소값	최대값	평균	표준편차
양주가	2261.00	115.00	1630000.00	47651.27	151937.95
양이익	2261.00	0.00	328975.00	4759.78	16763.73
양장부	2261.00	57.00	2308913.00	47473.10	149056.37
양폐기	2261.00	2.00	715969.00	11637.46	44692.11
양미래	2261.00	7.00	284194.00	5843.25	18346.69
음의이익					
	N	최소값	최대값	평균	표준편차
음주가	461.00	90.00	470500.00	9536.04	28964.34
음이익	461.00	-35086.00	0.00	-1158.24	2871.72
음장부	461.00	91.00	859288.00	19086.95	53122.25
음폐기	461.00	1.00	438904.00	4219.80	21741.24
음미래	461.00	7.00	63454.00	1409.50	3922.81

〈표 1〉은 본 논문에 사용될 주가, 주당이익, 장부가액, 폐기가치, 기대되는 미래가치, 에 대한 음의 이익기업 표본과 양의 이익기업 표본에 대한 기술통계량을 보여주고 있다. 표본 기간은 2002년부터 2013년까지 11년간이다.

기대되는 미래정상이익과 지분가치

<표 2> 상관계수						
양의이익						
		양주가	양이익	양장부	양폐기	양미래
양주가	Pearson 상관계수	1.00	.787**	.753**	.638**	.753**
	유의확률 (양쪽)		0.00	0.00	0.00	0.00
	N		2261.00	2261.00	2261.00	2261.00
양이익	Pearson 상관계수		1.00	.723**	.627**	.668**
	유의확률 (양쪽)			0.00	0.00	0.00
	N			2261.00	2261.00	2261.00
양장부	Pearson 상관계수			1.00	.779**	1.000**
	유의확률 (양쪽)				0.00	0.00
	N				2261.00	2261.00
양폐기	Pearson 상관계수				1.00	.779**
	유의확률 (양쪽)					0.00
	N					2261.00
양미래	Pearson 상관계수					1.00
	유의확률 (양쪽)					
	N					
**. 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.						
음의이익						
		음주가	음이익	음장부	음폐기	음미래
음주가	Pearson 상관계수	1.00	-0.211	.716**	.638**	.716**
	유의확률 (양쪽)		0.00	0.00	0.00	0.00
	N		461.00	461.00	461.00	461.00
음이익	Pearson 상관계수		1.00	-0.288	-0.235	-0.288
	유의확률 (양쪽)			0.00	0.00	0.00
	N			461.00	461.00	461.00
음장부	Pearson 상관계수			1.00	.880**	1.000**
	유의확률 (양쪽)				0.00	0.00
	N				461.00	461.00
음폐기	Pearson 상관계수				1.00	.880**
	유의확률 (양쪽)					0.00
	N					461.00
음미래	Pearson 상관계수					1.00
	유의확률 (양쪽)					
	N					
**. 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.						

<표 2>는 본 연구에서 사용되는 양의 이익기업과 음의 이익기업들의 자료들에 대한 상관관계를 보여준다. 우선, 양의 이익기업의 경우 독립변수와 종속변수들 간의 상관관계를 보면 주가와 이익(0.787, 0.000), 주가와 장부가치(0.753, 0.000), 주가와 폐기가치(0.638, 0.000)간의 관련성이 모두 높고 유의적임을 보여준다. 그중에서도 종속변수들중에서는 이익이 주가와 가장 관련성이 높음을 알 수 있다. 그리고 종속변수들간의 관련성에서 이익과 장부가치의 관련성은 유의적으로 양의 관련성(0.723, 0.000)을 가지고 있으며, 이익과 폐기가치의 관련성 역시 유의적으로 높은 양의 관련성(0.627, 0.000)을 보여주고 있고 이익과 미래가치의 관련성(0.668, 0.000)역시 높은 양의 관련성을 보여준다. 장부가치와 폐기가치의 관련성 또한 유의적으로 매우 높은(0.779, 0.000)관련성을 보여주고 있다. 그리고 장부가치와 미래가치는 매우 높은 관련성을 보여주는데 이는 장부가치와 CAPM의 곱으로 미래가치값을 계산하였기 때문인 것으로 보여진다. 따라서 양의 이익에서는 주가와 변수들간의 관련성에서 이익, 장부가치, 폐기가치 그리고 미래가치 모두 유의적으로 높은 양의 관련성이 있음을 알 수 있다.

그리고 음의 이익기업의 경우는, 독립변수와 종속변수간의 관련성에서 주가와 이익의 관계는 유의적으로 음의 관련성(-0.211, 0.000)이 있고 주가와 장부가치의 관계 또한 유의적으로 높은 양의 관련성(0.716, 0.000)이 있다는 것을 알 수 있다. 그리고 주가와 폐기가치와의 상관관계 역시 유의적인 양의 관련성(0.638, 0.000)이 있음을 보여주고 주가와 미래가치간의 관련성도 높은 상관관계(0.716,

0.000)를 보여준다.

음의 이익기업의 경우 변수들간의 상대적 상관관계를 보면 주가와 이익과의 관련성보다 주가와 장부가치, 주가와 폐기가치, 주가와 미래가치간의 상관관계가 유의적으로 매우 높은 상관관계를 가지고 있음을 보여준다. 그리고 독립변수들 간의 관련성에서 이익과 장부가치와의 관련성은 유의적으로 음의 관련성(-0.288, 0.000)을 가지고 있으며, 이익과 폐기가치간의 관련성 역시 유의적으로 음의 관련성(-0.235, 0.000)을 가지고 있음을 보여주고 이익과 미래가치간의 관련성(-0.288, 0.000)역시 음의 관련성을 보여준다. 그리고 장부가치와 폐기가치간의 관련성은 유의적으로 매우 높은 관련성(0.880, 0.000)을 보여주며 장부가치와 미래가치간의 관련성은 매우 높게 나오는데 이는 양의 이익에서와 같이 장부가치와 CAPM의 곱으로 미래가치를 계산하였기 때문인 것으로 생각된다.

따라서 음의 이익에서는 주가와 장부가치, 주가와 폐기가치, 주가와 미래가치, 장부가치와 폐기가치, 장부가치와 미래가치간의 관련성이 유의적으로 매우 높음을 알 수 있다.

이러한 음의 이익과 양의 이익에서 독립변수인 주가와 종속변수들간의 상관관계를 비교해 보았을 때, 이익에 따라 주가와 이익과의 관련성이 많은 차이가 있음을 알 수 있다.

이는 가치관련요소로서 재무적 변수들이 이익에 따라 기업가치에 미치는 영향이 달라질 수 있다는 것을 의미하고 기업가치를 평가하는데 이익과 관련하여 이러한 재무적 변수들에 대한 역할변화를 고려하지 않고 분석하는 것은 신뢰할 수 없는 결과를 가져올 수 있음을 의미한다.

따라서 연구는 기업가치평가에서 이익에 따라 종속변수들의 역할 변화에 초점을 두고, 이익에 따라 재무적 가치관련 종속변수로서 장부가치, 폐기가치 그리고 기대되는 미래가치들이 어떠한 역할을 하는지를 분석하고자 한다.

V. 결과 및 분석

<표 3-1> 양의이익계수							
등식(1)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.25	284.49	0.00	(상수)	0.450	30.391	0.000	
			양이익	2.946	16.867	0.000	1.000
등식(2)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.33	143.46	0.00	(상수)	0.465	26.236	0.000	
			양이익	2.888	16.886	0.000	1.000
			양장부	0.304	15.035	0.000	1.000
등식(3)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.33	143.50	0.00	(상수)	0.465	26.261	0.000	
			양이익	2.949	16.888	0.000	1.000
			양미래	0.271	5.274	0.000	1.000
등식(4)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.35	175.00	0.00	(상수)	0.360	19.169	0.000	
			양이익	2.697	15.380	0.000	1.036
			양폐기	0.403	17.578	0.000	1.036
등식(5)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.35	118.68	0.00	(상수)	0.380	18.442	0.000	
			양이익	2.694	15.378	0.000	1.037
			양미래	0.155	3.299	0.000	1.010
			양폐기	0.321	17.774	0.000	1.046

〈표 3-2〉 음의이익계수							
등식(1)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.03	23.20	0.00	(상수)	0.341	15.717	0.000	
			음이익	-0.709	-4.817	0.000	1.000
등식(2)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.23	312.63	0.00	(상수)	0.323	12.969	0.000	
			음이익	-0.067	-1.518	0.154	1.028
			음장부	0.361	4.653	0.000	1.028
등식(3)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.23	212.58	0.00	(상수)	0.324	12.986	0.000	
			음이익	-0.067	-0.525	0.166	1.028
			음미래	0.290	3.880	0.000	1.028
등식(4)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.32	451.83	0.00	(상수)	0.363	17.467	0.000	
			음이익	-0.093	-0.526	1.254	1.031
			음폐기	0.456	4.358	0.000	1.031
등식(5)							
수정된 R 제곱	F 변화량	유의확률		계수	t	유의확률	VIF
0.32	434.84	0.00	(상수)	0.375	15.341	0.000	
			음이익	-0.096	-0.574	0.351	1.081
			음미래	0.192	3.933	0.000	1.107
			음폐기	0.375	4.763	0.000	1.110

1. 가치관련변수로서의 이익

〈표 3-1〉과 〈표 3-2〉는 양의 이익과 음의 이익에 대한 회귀결과를 나타낸다. 일반적으로 기업의 이익은 주가를 결정하는데 가장 큰 영향력을 가지고 있다.

그러나 선행연구(Hayn, 1995)에 의하면 모든 이익이 주가에 대하여 동질적이지 않음을 강조하였다. 이에 앞으로의 연구진행을 위해서 등식 (1)을 이용하여 선행연구에서 제시된 이익의 비동질성에 대한 가설을 설정하고 이를 실증분석하기 위하여 이익을 음의 이익과 양의 이익으로 구분하여 분석하였다.

분석결과 양의 이익의 경우, 등식 (1)의 설명력은 0.25이고 이이계수는 2.946($t=16.769$, 0.000)으로서 유의적으로 높은 계수값을 보였다. 그러나 음의 이익의 경우 등식 (1)의 설명력은 0.03으로 매우 낮은 값을 보였고, 이익계수는 -0.709 ($t=-4.817$, 0.000)의 값을 보였다. 이러한 결과는 가설 (1)과는 달리 선행연구에서 제시한 바와 같이 양의 이익과 음의 이익은 서로 동질적이지 않음을 의미한다.

2. 가치관련변수로서의 장부가치

선행연구에 의하면 가치관련변수로서 중요한 재무적 변수는 이익과 장부가치임을 제시하고 있다(Ohlson, 1995). 이는 이익과 장부가치가 주가는 결정하는데 매우 중요한 변수임을

의미한다. 그러나 앞의 분석결과와 같이 이익은 주가를 결정하는데 양의 이익의 경우에는 주가와 유의적으로 양의 관련성을 가지면서 매우 중요한 역할을 하고 있음을 보여주지만 음의 이익의 경우 주가와 관련성이 음의 관계를 보여주고 있다. 이는 선행연구에서 또다른 중요한 재무적 가치관련변수로서 간주되는 장부가치가 생략되었기 때문임을 짐작케한다. 이에 등식 (1)에 장부가치를 포함시킨 등식 (2)를 분석함으로써 음의 이익에서 주가-이익간의 역의 관계에 대하여 다시한번 재점검해보고 장부가치가 이익에 따라 어떠한 역할을 하는지 분석하였다.

분석결과 양의 이익의 경우, 등식 (2)의 설명력은 0.33이고 이익계수는 2.888($t=16.886, 0.000$)으로서 유의적으로 높은 계수값을 보였다. 그리고 장부가치의 경우 0.304($t=15.035, 0.000$)으로서 유의적으로 양의 계수를 보였다. 따라서 양의 이익의 경우 주가를 결정하는 변수는 이익임을 의미한다.

그리고 음의 이익의 경우 등식 (2)의 설명력은 0.23으로 다소 높은 설명력을 보였고, 이익계수는 $-0.067(t=-1.518, 0.154)$ 으로서 유의적이지 못한 거의 0에 가까운 계수값을 보였다. 그리고 장부가치의 계수는 0.361($t=4.653, 0.000$)

음의 이익의 경우 이러한 결과가 의미하는 바는 등식 (1)에서의 주가-이익간의 음의 계수값은 가치관련변수인 장부가치가 생략되었기 때문임을 시사한다. 따라서 등식 (1)과 등식 (2)를 비교해보면, 모형에 대한 설명력도 증가하고($0.23-0.03 = 0.20$) 이익에 대한 계수값도 거의 0에 가까운 값이고 장부가치의 계수는 양의 계수값이다. 이는 음의 이익에서 주가를 결정하는 변수는 이익이 아니라 장부가치임을 의미한다.

따라서 가설 2와는 달리 장부가치는 양의이익과 음의 이익에서 서로 다른 역할을 하고 있음을 알 수 있다.

3. 기대되는 미래정상이익에 대한 대응치로서의 장부가치

앞의 분석결과에서 장부가치는 양의 이익과 음의 이익에서 서로 다른 역할을 할 것으로 기대되었다. 이러한 추론이 가능한 이유는 선행연구에 의하면 장부가치는 기대되는 미래정상이익에 대한 대응치 역할(Ohlson, 1995)과 청산가치나 폐기가치의 역할(Berger et al., 1996; Barth et al., 1996; Burgstahler and Dichev, 1997)을 하는 것으로 제시하였다.

따라서 이러한 연구들을 토대로 했을 때 장부가치는 양의 이익에서는 미래정상이익에 대한 대응치로서 그리고 음의 이익에서는 폐기가치로서의 역할을 할 것으로 기대된다. 이에 이러한 역할들을 분석하기 위하여 등식 (3)과 등식 (4)를 사용하였다.

우선 등식 (3)을 사용하여 기대되는 미래정상이익에 대한 역할을 분석하였다.

분석결과 양의 이익의 경우, 등식 (3)의 설명력은 0.33이고 이익계수는 2.949($t=16.888, 0.000$) : 으로서 유의적으로 높은 계수값을 보였다. 그리고 미래정상이익의 경우 0.271($t=5.274, 0.000$)으로서 유의적으로 양의 계수를 보였다.

이러한 결과는 장부가치가 포함된 등식 (2)에서의 설명력의 증가, 유사한 이익계수, 장부가치와 유사한 미래정상이익의 계수를 보이고 있다.

그리고 음의 이익의 경우 등식 (3)의 설명력은 0.23으로 양의 이익보다는 다소 낮은 양의 설명력을 보였고, 이익계수는 $-0.067(t=-0.525, 0.166)$ 으로서 유의적이지 못한 거의 0에 가까운 계수값을 보였다. 그리고 정상이익에 대한 계수는 0.290($t=3.880, 0.000$) 이었다.

따라서 이러한 결과는 장부가치가 포함된 등식 (2)에서의 설명력의 증가, 거의 0에 가까운 이익계수, 장부가치와 유사한 미래정상이익의 계수를 보이고 있다.

이러한 결과를 볼 때, 가설 3과 같이 미래정상이익은 장부가치와 유사한 역할을 하는 것으로 보인다.

다음으로 등식 (4)를 사용하여 폐기가치에 대한 역할을 분석하였다.

분석결과 양의 이익의 경우, 등식 (4)의 설명력은 0.35이고 이익계수는 2.697($t=15.380, 0.000$)으로서 유의적으로 높은 계수값을 보였다. 그리고 폐기가치의 경우 0.403($t=17.578, 0.000$)으로서 유의적으로 양의 계수를 보였다.

이러한 결과는 장부가치가 포함된 등식 (2)에서의 설명력 0.33, 이익계수 2.888, 장부가치계수 0.303과 유사한 값들을 보이고 있다.

그리고 음의 이익의 경우 등식 (4)의 설명력은 0.32이고 이익, 이익계수는 -0.093($t=-0.526, 1.25$)으로서 유의적이지 못한 거의 0에 가까운 계수값을 보였다. 그리고 폐기가치에 대한 계수는 0.456($t=4.358, 0.000$)이었다.

따라서 이러한 결과는 장부가치가 포함된 등식 (2)에서의 설명력의 증가, 거의 0에 가까운 이익계수, 장부가치와 유사한 폐기가치계수를 보이고 있다.

이러한 결과를 볼 때, 가설 3과 같이 폐기가치는 장부가치와 유사한 역할을 하는 것으로 보인다.

지금까지의 논의를 토대로 하면, 기대되는 미래정상이익은 음의 이익보다는 양의 이익에서 더 중요한 역할을 할 것이며, 폐기가치는 양의 이익에서보다는 음의 이익에서 더 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

따라서 등식 (1)에 기대되는 미래정상이익과 폐기가치 대응치를 삽입한 등식 (5)를 이용하여 양의 이익과 음의 이익에서 두 변수의 상대적 중요성을 검토하였다.

분석결과 양의 이익의 경우, 등식 (5)의 설명력은 0.35이고 이익계수는 2.694($t=15.378, 0.000$)으로서 유의적으로 높은 계수값을 보였다. 그리고 미래가치의 경우 0.155($t=3.299, 0.000$)으로서 유의적으로 양의 계수를 보였으며 폐기가치의 경우 0.321($t=17.774, 0.000$)의 유의적인 양의 값을 보였다. 이러한 결과는 가설 5와는 달리 양의 이익에서 폐기가치가 미래정상이익보다 더 중요한 역할을 하고 있음을 보였다.

그리고 음의 이익의 경우 등식 (5)의 설명력은 0.32이고 이익계수는 -0.096($t=-0.574, 0.351$)으로서 유의적이지 못한 거의 0에 가까운 계수값을 보였다. 그리고 미래가치에 대한 계수는 0.192($t=3.933, 0.000$)이고 폐기가치에 대한 계수는 0.375($t=4.763, 0.000$)이었다.

따라서 이러한 결과는 가설 6과 같이 음의 이익에서는 폐기가치가 장부가치보다 중요한 역할을 하고 있다는 것을 의미한다.

따라서 이러한 결과들을 토대로 했을 때 기대되는 미래정상이익과 폐기가치가 기업가치에 미치는 상대적 중요성을 분석한 결과, 양의 이익과 음의 이익 모두 폐기가치가 기대되는 미래정상이익보다 상대적으로 더 중요한 역할을 하고 있음을 알 수 있었다.

V. 결론

본 논문은 장부가치의 역할로 간주되는 기대되는 미래정상이익과 폐기가치에 초점을 두고 연구하였다. 선행연구에 의하면 음의 이익과 양의 이익은 비동질적인 가치관련성이 있으며 이러한 비동질적인 가치관련성을 상호보완적 역할을 하는 것이 장부가치임을 제시하고 있다. 장부가치는 규모에 대한 통제(Stephen Brown et al., 1999), 기대되는 미래정상이익의 대용치(Ohlson, 1995), 그리고 폐기가치의 대용치(Burgstahler et al., 1997)와 같은 3가지 역할을 하는 것으로 제시되어 있다.

따라서 본 연구는 이러한 선행연구에 제시된 장부가치의 역할 중 기대되는 미래정상이익과 폐기가치에 대하여 분석하였다.

따라서 양의 이익과 음의 이익에서 장부가치는 기대되는 미래정상이익과 폐기가치의 역할을 유사하게 하고 있음을 알 수 있었다. 그러나 두 대용치 : 기대되는 미래정상이익과 폐기가치에 대한 상대적 중요성에 대한 분석에서 양의 이익에서는 기대되는 미래정상이익이, 그리고 음의 이익에서는 폐기가치가 보다 중요한 가치관련역할을 할 것으로 예측하였지만, 양의 이익과 음의 이익 모두에서 폐기가치가 기대되는 미래정상이익보다 상대적으로 중요한 역할을 하는 것으로 나타났다.

본 연구의 유용성은 기업의 정보를 제공하는 수단으로 사용되는 재무제표의 구성요소들에 내재된 중요 재무변수들의 가치관련역할을 분석함으로써 보다 유용한 정보를 획득하는데 도움이 될 것으로 기대된다.

그리고 본 연구의 한계점으로는 첫째, 제조기업들에 대한 자세한 재무구조를 분석하지 못함으로서 결과에 대한 의미를 보다 깊게 분석하지 못했다는 점이다. 두 번째로, 대용치들에 대한 변수들을 도출하기 위하여 사용된 자료들을 보다 세밀하고 철저한 분석이 이루어지지 않았다는 점이다. 예를 들어, 도산한기업의 경우와 매년 성장하는 기업과 같이 보다 폐기가치와 기대되는 미래정상이익이 중요할 것 같은 자료들을 추출하여 분석할 필요가 있을 것으로 여겨진다.

따라서 본 연구에서 위와 같은 한계점들을 포함한 보다 깊은 연구가 이후에 이루어져야 할 것으로 보인다.