



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 원 저작자를 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 권리와 책임은 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

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

[Disclaimer](#)



석사학위논문

기업 특성에 따른 회계정보
가치관련성에 관한 연구
- 몽골 상장 기업을 중심으로 -



한 성 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

절 자 야

석사학위논문
지도교수 정균범

기업 특성에 따른 회계정보
가치관련성에 관한 연구

– 몽골 상장 기업을 중심으로 –

Accounting Information by Company
Characteristics

A Study on Value Relevance

–Mainly in Mongolia listed companies–

2019년 12월 일

한 성 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

절 자 야

석사학위논문
지도교수 정균범

기업 특성에 따른 회계정보
가치관련성에 관한 연구

– 몽골 상장 기업을 중심으로 –

Accounting Information by Company
Characteristics

A Study on Value Relevance

–Mainly in Mongolia listed companies–

위 논문을 경영학 석사학위 논문으로 제출함

2019년 12월 일

한 성 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

절 자 야

절자야의 경영학 석사학위 논문으로 인준함

2019년 12월 일

심사위원장 _____(인)

심사위원 _____(인)

심사위원 _____(인)

국 문 초 록

기업 특성에 따른 회계정보 가치관련성에 관한 연구

한 성 대 학 교 대 학 원
경 영 학 과
회 계 학 전 공
절 자 야

이 연구는 기업 특성에 따른 회계정보의 가치관련성에 관해 연구하였다.
본 연구는 Ohlson의 모형을 이용하여 회계정보의 가치관련성이 산업특성 및
경기상황에 따라 차이가 있는지를 분석하였다.

이 연구에서는 몽골 주식시장에 관한 기존 문헌을 검토하고 몽골의
Top 20개의 기업을 비교하였다.

본 연구의 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 이익 및 장부가치가 시간의 경과에 따라 다르게 영향을 주는 것
을 볼 수 있었다. 매우 유의적으로 주가를 설명하는 것으로 나타났다. 또
는 산업특성을 따라 이익과 장부가치가 주가에 다르게 영향을 주고 있다.

둘째, 경제상황 및 산업특성에 따라 분류한 표본에서도 동일한 결과를
보였고 전반적으로 이익의 주가설명력보다 장부가치의 주가설명력이 우월
한 것으로 나타났다. 해당 각 년별 주가설명력은 순이익의 경우 상대적으

로 불안정적인 상태이었으며 장부가치는 주가설명력이 더 고정적임을 보였다.

셋째, 시간의 경과에 따른 장부 가치의 주가설명력은 경제 상황에 따른 분석에서는 하강기에는 상대적으로 장부가치의 설명력이 상대적으로 높고, 회복기에는 이익의 주가설명력이 높게 나타났다.

넷째, 산업특성에 따른 분석에서는 일반적인 예상과는 다르게 대기업의 경우 이익이나 장부가치의 주가 설명력이 뚜렷이 증가하였다. 이는 대기업에서는 현재 투자에 관한 미래이익 및 성장잠재력을 높게 평가하고 현재이익에 관한 미래 기대이익 또한 중소기업에 비하여 높게 나왔다. 이를 보면 투자자들의 관심은 대기업의 발행 주식에 명시되고 있으며 어떤 경우에는 단기간에 높은 이익을 얻을 호기심이 있는 투자자들은 중소기업의 발행 주식에 투자를 하는데 이는 큰 위기를 보이기도 한다.

본 연구는 주가를 설명함에 있어서 경제상황 또는 산업특성과 관계없이 일관된 회계정보의 가치 관련성을 드러냄으로써 주가와 회계정보 사이의 직접적인 연결고리를 발견하였으며, 회계정보 중 이익 및 장부가치의 상대적 중요성은 경제상황 및 산업특성에 따라 달라진 것으로 볼 수 있었다.

【주요어】 회계정보의 가치관련성, 산업특성, 경제상황

목 차

I. 서 론	1
1.1 연구의 목적 및 의의	1
1.2 연구방법 및 논문의 구성	3
II. 이론적 배경 및 선행연구	4
2.1 몽골 주식 시장의 특성	4
2.2 회계정보의 가치관련성에 관한 연구	51
2.2.1 회계정보의 가치관련성에 관한 연구	51
2.3 기업 특성 연구	8
2.3.1 기업의 특성에 따른 회계정보 가치관련성에 관한 선행연구	8 1
2.3.2 몽골 산업의 특성	0
III. 가설설정 및 연구 설계	2
3.1 가설설정	2
3.2 연구모형	2
3.3 변수의 측정 및 자료 수집	2
3.3.1 분석대상기업	0
IV. 실증분석	3
4.1 기술통계 분석	3
4.2 상관관계 분석	3
4.3 산업특성별 기술통계	3
4.4 시장평가 및 산업특성의 표본 비교 기술통계	93
4.5 경제상황/산업특성에 따른 가치관련성 평가	24
4.5.1 전체 기업에 대한 실증분석결과	24
4.5.2 경제상황에 따른 실증분석결과	44
4.5.3 산업특성에 따른 실증분석결과	64
V. 결론	49
5.1 연구결과 요약	4
5.2 연구의 시사점과 한계점	5

참고문헌 51

ABSTRACT 54



표 목 차

[표 2-1] 몽골증권시장의 특징	6
[표 2-2] 몽골 경제상황	41
[표 2-3] Top20지수에 들어간 상장 20개의 기업 소개	4·1
[표 3-1] 몽골 증권 거래소 분류	82
[표 3-2] TOP-20 기업들의 분야 분류	9 2
[표 3-3] Top20 기업의 2014-2017년까지의 몽골 증권시장 수용률	0···3
[표 3-4] Top20 기업의 2014-2017년까지의 주식 수량	2···3
[표 4-1] 연도별 기술 통계	43
[표 4-2] 경제상황별 표본의 기술통계	5 3
[표 4-3] 경제상황별 변수간의 상관관계	6 3
[표 4-4] 산업별 기술통계	73
[표 4-5] 시장 평가 및 산업특성의 표본 비교 기술통계	9·3
[표 4-6] 산업특성별 변수간의 상관계수	1 4
[표 4-7] 전체 및 경제상황 산업특성에 따른 회계정보의 가치 관련성 비교	3···4
[표 4-8] 연도별 가치 관련성 분석	54
[표 4-9] 산업별 분류별 가치 관련성 분석	6 4

그 림 목 차

[그림 1] GDP성장률과 GDP대비비율	7
[그림 2] 주식회사의 수	8
[그림 3] 증권시장 시가총액	9
[그림 4] 몽골증권시장의 주식거래 금액	01
[그림 5] 외국인투자 현황	0
[그림 6] Top-20주가지수 (2017년 기준)	3-1



I. 서 론

1.1 연구의 목적 및 의의

1990년에 몽골 정부는 국법 경정과 정치개변 및 자유경제 시스템의 개전을 계획하였다. 그리고 1991년 1월 18일 제22 법령으로 국유기업을 사유화 하였고 증권 시장을 발전시킬 목적으로 증권거래소를 설립하였다. 이로 인해 몽골은 최근 몇 년간 경제 성장률을 높게 드러내며 빠른 산업화가 추진되고 있다.

몽골 주식시장은 1992년에 개장하였고, 주식시장의 개설은 신헌법을 제정하여 사회주의의 계획경제에서 시장경제체제로의 전환을 의미하였다. 그러나 몽골이 초기에 시장경제를 도입했을 때 제조업의 중단, 인플레션과 실업률의 증가 등의 여러 문제가 발생하면서 몽골은 경제와 사회적 측면으로 상당한 어려움을 겪게 되었다. 이러한 문제들이 몽골 증권시장에 악영향을 미쳤음에도 불구하고 몽골은 작은 정부를 지향하는 재정지출의 대폭 삭감, 행정개혁, 금융개혁, 외국인 직접투자의 유치, 수출의 자유화를 추진하였고 경제가 서서히 회복되었다. 연평균 경제성장률은 2004년부터 2007년까지 9.1%에 달하였고 높은 성장세를 기록하였다. 특히 2006년부터 실시된 국제원자재가격 상승과 몽골 정부의 외국인 투자유치를 주력으로 광산업에 관한 외국인 직접투자가 크게 증가하였다.

이와 같은 상황 아래 몽골 증권시장은 점차 발전하였고 검사에 대한 신규 법 및 규칙과 정보 공시 시스템 등이 도입되었으며, 주식시장에서 투자자들이 의사결정에 중요한 정보를 제공하는 환경이 개선되고 있다.

2011년 몽골 경제는 몽골 역사상 최대 높은 성장률인 17.3%를 기록하였고 몽골증권거래소도 시가총액이 1,553백만 달러에 이르러 GDP 대비비율이 20%이고 거래량이 122.8만 주에 달하는 매우 뚜렷한 성장을 보였으나 2012년부터는 몽골 증권시장의 주요 지표들은 감소 추세를 보이고 있다. 2017년 기준으로 하여 상장회사 300개 시가 총액 2조 83억 MNT와 GDP 대비 비율 8.7%이고 주식거래량이 6.16억 주에 달한다. 금융규제 위

원회(FRC)의 보고서에 의하면 2014년 몽골 증권시장에 등록된 기업들 중 활발하게 거래되는 종목은 30여개에 불과한 실정이며 이들 전체의 88.4%를 시가총액이 차지하고 있다고 밝혔다. 고로 거래되는 종목이 사실상 많지 않고 거래대금도 적기 때문에 가격변동성이 매우 높게 나타나고 있다. 이와 같이 몽골증권시장은 25년이라는 짧은 기간 동안 지속적으로 발전해 왔지만 주식시장의 규모는 여전히 미미한 수준에 머물고 있는 실정이다.

몽골 증권 시장에 있어 문제점을 언급하면 다음과 같다.

- 몽골 증권 중앙 거래소는 2012년도에 MIT 시스템을 통과시킴으로 증권 시장을 세계 기준에 이르기 위한 시도를 했지만 법적인 환경이 구성되지 않아 증권시장 적극정성이 활발하지 않다. 따라서 몽골 정부에서 본 증권 시장을 향한 정책적이고 시스템화시킬 수 있는 법정 및 법정서가 필수적으로 요구된다. 예를 들어 정부의 본드/재산/를 몽골 은행을 통해서 거래하는 것이 아니라 중앙증권거래소를 통해서 거래될 수 있도록 조정을 해야 한다.
- 몽골 증권시장에서 참여하는 기업 및 업체들의 활동이 제대로 가지 아니하고 위기를 입을 수 없는 업체들을 재정조정 위원회가 증권거래 권리의 임시 중단 조치를 취하고 있지만 현재 130개의 회사를 몽골증권 거래소 등록부에서 제외할 필요가 발생하고 있다. 그러므로 증권시장의 기준이 질이 좋아져 이어서 경쟁이 생김으로 향후 증권시장에 외국 경험이 형성될 수 있는 조건이 생기게 될 것이다.
- 재산시장 조정 기관 입장에서는 회사들의 주식을 몇 명만의 소유로 있게 하는 것이 아니라 주식 소유자 수량을 늘림으로 더 많은 투자자가 배당금을 받을 수 있는 기회가 생길 수 있어야 하며 이래야 증권시장이 활발하게 움직일 수 있다고 본다.
- 몽골 증권 시장 상 회사들의 변동 능력을 향상시키기 위해 증권 시장에서 새로운 제품 및 서비스를 통하여 시행 및 시도 또는 주식 배당금을 증

가시킬 수 있는 기회를 도출하는 것이 중요하다.

본 연구의 목적은 몽골 주식시장에 상장된 기업들에 대하여 기업 특성에 따른 가치관련성을 살펴보고자 한다. 이를 위해 본 논문은 몽골 주식시장에 관한 기준 문헌을 살펴보고 몽골의 Top 20개의 기업을 비교한다.

1.2 연구방법 및 논문의 구성

1.2.1 연구방법

본 연구는 먼저 이전 기업 특성에 따른 회계정보의 가치관련성에 관한 문헌 연구 통하여 몽골 주식시장의 잠재적인 문제점을 알아내고 한국과 몽골 주식시장의 제도적 분석에 대한 연구들을 비교 검토한다. 이 자료에는 기준의 연구논문은 물론 한국과 몽골의 각종 신문기사, 통계자료, 인터넷 홈페이지 자료 등을 포함하고 있다.

그 다음에 기업 특성을 고려한 주가에 대한 가치관련성과 회계이익의 차이에 대한 실증적 분석과 기업 특성에 따른 회계정보의 가치관련성에 회계이익의 상대적 중요성에 대한 실증적 분석하고자 한다.

본 논문은 다음과 같이 이루어져 있다. 제1장에서는 서론과 본 논문의 연구 방향을 제시하였다. 제2장에서는 본 연구의 이론적 배경으로 몽골 주식 시장의 특성과 회계 이익에 대한 가치관련성과 관련된 선행연구들을 검토한다. 제3장에서는 본 논문의 가설 및 연구와 관련된 연구모형을 제시하여, 연구가설 및 연구 모형과 표본의 상정 등에 관하여 설명한다. 제4장에서는 실증분석 결과에 대해 살펴보고 분석에 대한 해석을 정리한다. 마지막으로 제5장에서는 본 연구의 결론을 제시하였다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

2.1 몽골 주식 시장의 특성

몽골은 중국과 러시아 사이에 위치한 나라로 44개의 세계 내륙국가들 중 가장 크며 한국의 15.9배에 미치는 광대한 영토를 보유하고 있는 나라이다. 몽골은 구리, 석탄, 우라늄, 금, 몰리브덴, 텅스텐 등 다양한 종류의 광물자원을 풍부하게 지니고 있다. 그러나 면적에 비해 인구와 경제 규모는 적어 2017년 인구 통계 결과에 따르면 인구는 306만 8천명으로 조사되었다. 이를 통해 몽골 경제 발전을 가로막는 요인들 중 가장 큰 요인들은 적은 인구, 자원개발 기술의 낙후와 자금의 부족이라는 점을 알 수 있다. 또한 몽골은 경제적으로 빈곤한 수준으로 유·무상 차관을 포함한 여러 지원을 세계 많은 국가들로부터 받고 있는 실정이다. 이는 시장경제 체제로 전환되면서 경제적 자원중단, 불안정한 정치상황 그리고 시장경제체제에 관한 경험부족 등의 문제에 원인을 둔 것으로 몽골경제는 이미 언급한 바와 같은 문제들로 인해 안정적인 발전을 이루지 못하였다. 1990년대 초 몽골은 정부 주도의 계획경제체제에서 시장경제체제로의 이행을 시행하였다. 몽골 정부가 이 시기에 제일 중점을 둔 방면은 국영기업들의 민영화였고 이를 통해 몽골 내 주식시장 설립의 기반이 마련됐다고 볼 수 있다.

몽골 증권시장의 발전은 세 단계로 구분할 수 있다. 1990년에서 1995년까지는 첫 번째 단계, 1995년부터 2005년까지는 두 번째 단계 그리고 2005년 이후부터 현재까지는 세 번째 단계이다. 먼저 1990년에는 발전 첫 번째 단계의 초입으로 국법과 민법을 개정하여 국민들의 사유재산을 인정하였으며 몽골 증권거래소를 1991년 1월 8일에 개설하였다. 1992년 2월 7일에는 최초로 주식을 발행하였고 이후 467개 국영기업의 자산인 243만 달러를 1995년까지 3년에 걸쳐 1주당 0.1달러의 주식으로 전환하였다. 전환한 주식 중에서 51.1%는 국유재산으로, 그 외 나머지 48.9%는 국민에게 공개 매매하였다. 1992년 2월부터 470개의 주식회사가 1995년 5월 중순까지 설립되었고 830만 달러에 해당되는 9억 주를 발행하였으며,

1천 2백 명의 주주가 탄생하였다. 이후 1994년 9월 26일에 증권거래법을 제정함으로써 주식 거래의 토대를 마련하였다.

1995년에서 2005년까지는 발전 두 번째 단계로 1995년 8월 주식시장에서의 거래가 시작되었다. 주식 발행시장에서는 투자권이 주식이 되었고 유통 시장에서는 주식을 주주들이 서로 매매하였다. 발전 두 번째 단계에서는 주식 시장에 상장된 기업의 수가 늘어나 시장 가치가 553만 달러에 일렀고 GDP의 대비비율이 높아졌다. 그 동안 기본적인 활동만 해왔던 몽골증권거래소는 법으로 허용한 여타 상업 활동을 2002년 6월 증권거래법 개정을 통해 할 수 있게 되었으며 2000년에는 국채 매입 거래, 2001년에는 회사채 매입 거래를 실시하였다.

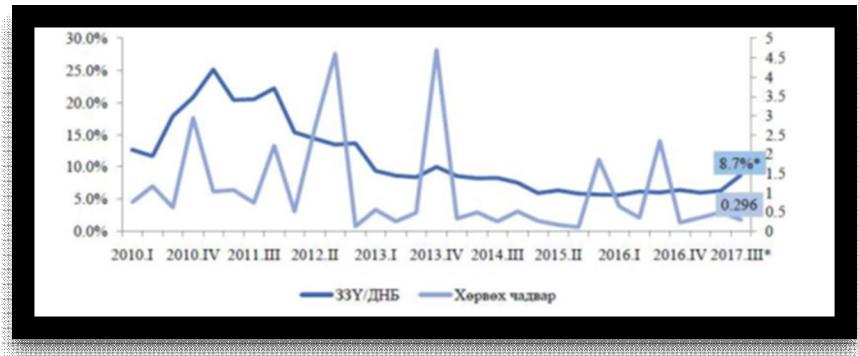
발전 세 번째 단계는 2005년부터 현재까지 해당된다. 2005년에는 몽골 증권시장에 "Mongol Shiltgeen"주식회사가 첫 IPO(Initial Public Offering)를 통하여 총 4만주를 발행하였고 이후로 주식회사들이 잇따라 IPO를 통한 상장을 하게 되었다. 이것은 몽골 주식시장의 성장에 주요 영향을 미쳤다. 2006년 몽골증권거래소의 표준에 따라 BD Sec, Jenco Tour Bureau, Zoos Bank 등의 회사들이 주식을 상장하여 총 76만 달러의 자본을 조달하였다. 2006년에 금융 규제위원회(FRC)를 결성하여 유가 증권 시장의 법적 규제 및 회계, 감사 프레임 워크를 도입하였다. 현재 몽골에서 생산 활동을 하고 있는 부분의 기업은 1995년도에 확정된 회사법으로 인해 설립된 기업으로, 동법은 주식회사를 "주주가 출자한 자본이 주식으로 배분되어 자유롭게 거래 되는 회사"로 정의하고 있다. 1992-1995년에는 발행시장을 통해 민영화가 이루어진 국기업의 주식을 발행하는 활동이 진행되었으며, 1995년부터는 유통시장에서 국기업의 주식이 거래되기 시작했다. 발행 시장에서는 몽골 정부가 민화하기로 선정한 476곳의 주식회사 중 240곳을 완전히 민영화했으나 236곳의 국영기업은 여전히 국가가 590%의 지분을 소유하고 있어 불완전하게 민영화가 되었다. 몽골증권거래소의 목표는 증권의 발행과 거래가 원활하게 이루어지도록 서비스를 제공하는 고급 증권시장을 만들고 이를 형성시키는 것을 통해 국가의 경제 성장에 실질적 기여를 하는 것이다. 정부는 1995년부터 유통시장에서 증

권거래가 시작되면서 증권 소유를 소수에게 집중하는 정책을 시행했다. 즉 국가 소유의 주식을 경매를 통해 소수의 특정인에게 매매함으로써 주식 집중의 심화로 민영화된 국기업의 지분이 소수에게 해당하게 되었다. 한 증권거래소를 통한 거래의 감소와 동시에 지분이 몰두된 기업조차 특정인의 지분을 보존하기 위하여 추가로 주식을 발행하는 것을 회피함으로써 주식회사가 유한회사 제도로 바꾸어 보다 더 집중하게 되고 몽골 정부는 1994년에 제정된 법을 개정하면서 2002년 12월 7조 26항으로 구성되어진 개정된 증권 거래법을 확정하였다.

<표 2-1> 몽골증권시장의 특징

<발행 시장>	<유통시장>
많은 주식회사 형성	외국인 투자자수가 적음
하나의 형태로 자본금 형성-발행 주식, 동일한 명목가격, 동일한 보통주	증권가격의 급격한 변동이 없음
기업의 주식을 배부하고, 주주를 등록하는 과정	증권의 수요와 공급 간 관계없음
주주가 많음	복합증권이 거래되지 않는 단일시장
증권공급이 충분하며 선택의 기회 발생	투자재단, 증권전문기관, 증권회사가 개인 소유
주식의 수요와 공급 가격이 정해지지 않았음	국내투자자 회사의 지배지분을 모으는 것이 목적
주식의 수요와 공급에 일정한 한계를 확정하는 것이 불가능	

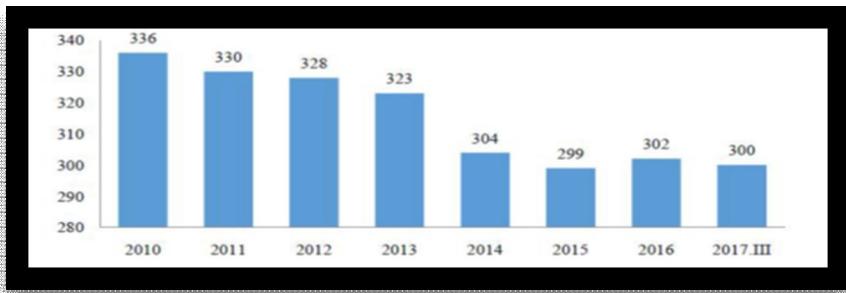
출처 : B.Davaasuren "Khurungiin zah zeel" (몽골 자본시장의 발전), 2012



출처 : www.frc.gov.mn [그림 1] GDP성장률과 GDP 대비비율

[그림 1]에서 2017년 기준으로 2016년의 GDP 성장률과 GDP 대비비율을 비교하였을 때 GDP 성장률은 8.7%로 나타났고 2015년에 비해 2.7% 증가한 것을 볼 수 있다. 그러나 GDP 대비비율의 결과를 살펴보면 0.296으로 나타났고 2016년에 비해 2.04로 감소한 것이다. 몽골은 GDP 대비비율이 타 선진국들에 비해 낮은 수준이며 그 근거로는 몽골의 경제발전이 증권거래소에 등록된 회사들의 주식에만 집중되어 있고 기업의 지배구조 문제, 재무상태표, 정보부족과 불충분한 상품 그리고 주식에 대한 정확한 지식의 부재 등 여러 요인들이 영향을 미치고 있기 때문이다.

[그림 2]는 몽골증권거래소에 상장된 주식회사의 수를 나타내고 있다. 2010년에 336개였던 기업들이 2017년에는 300개로 감소하였다. 회사 수의 감소로 인해 총 거래액이 [그림 2]와 같이 2012년 이후 점차 감소하는 추세를 보이다 2015년 이후로 다시 증가하는 모습을 보이고 있다. 기업의 수는 줄어들었으나 시가총액은 증가한 것으로 보아 기업들의 개별적 규모는 다소 커진 것이다.



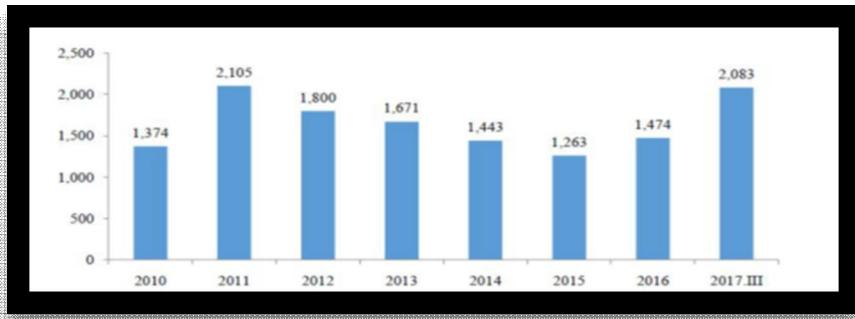
출처 : www.frc.gov.mn

[그림 2] 주식회사의 수

몽골 증권거래 업체에 등록되어 있는 업체의 발행한 주식 등급을 세가지로 분류한다. 첫째, 1천억 투그릭 미만의 경제시장의 평가로 금년에 5백억 투그릭 미만 정도의 매장량을 보이거나 1백억 투그릭 미만이 아닌 순이익을 얻어야 한다. 총 주식의 25프로 이상의 지분을 대중에 제안하거나 해당 업체의 주식의 상반기 거래로 증권거래소를 통한 주식발행 주가 금액의 5% 미만이 아닌 정도를 거래해야 한다는 요구를 충족시켜야 한다는 기준이 있다. 둘째, 1십억 투그릭 그 이상의 시장경제 평가를 받고 1억 투그릭 그 이상의 이익을 보이고 총 주식의 25% 그 이상을 대중에게 공지해야 한다는 요구조건을 충족시켜야 한다.

셋째, 해당 주식을 전문적인 투자자들에게 아니면 그 범위에 제안한 것을 이행하여 그 결정에 대해서 증권거래 업체에 문서로 알려 일반적인 투자자들에게 제안하여 거래하는 새로운 의도 및 위기확률이 높고 사업성수기 단계에 중소기업 형태의 업체 아니면 광물 특허 및 답사 허가 가진 광산업체들이 있을 수 있다. 본 분류 중에서 I, II 분류의 업체들 중 우수한 20개 기업을 선발하여 자산시장 대표로 선정한다.

(단위 :10억 MNT)

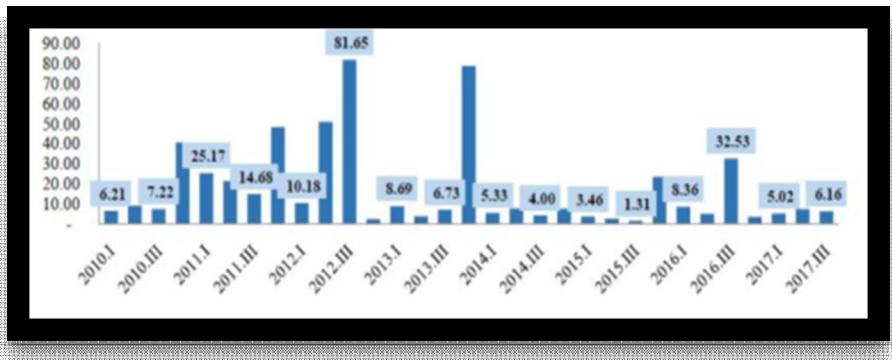


출처 : www.frc.gov.mn

[그림 3] 증권시장 시가총액

[그림 3]은 2010년에서 2017년 사이의 몽골 증권시장의 시가총액 변화를 나타내고 있다. 몽골증권시장의 시가 총액은 2010년부터 2011년까지 급 속도로 증가하여 개장 이래 최대 높은 성과를 기록하였다. 당시 2011년 주식시장에서의 시가총액 상위 회사들은 Tavan Tolgoi(414.9백만 달러) 와 APU(223.4백만 달러), Baganuur(196.8백만 달러), Shivee Ovoo(147 백만달러), Shariin gol(69.3백만 달러)등의 광업 분야 회사들이 장악하고 있었는데 전체 상장 회사 중 특히 광업 회사들의 주식이 활발히 거래되었기 때문이다. 그러나 시가총액 규모는 2011년도부터 서서히 감소하였고 2015년 이후에는 다시 증가하였음을 확인할 수 있다.

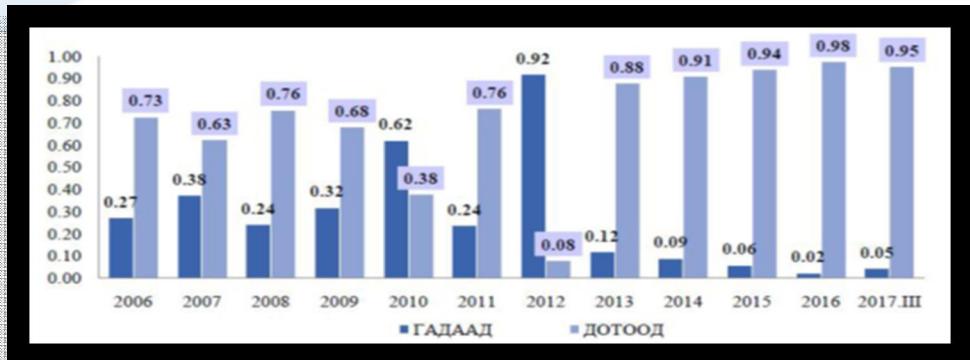
(단위 :10억 MNT)



출처 : www.frc.gov.mn

[그림 4] 몽골증권시장의 주식거래 금액

[그림 4]는 몽골 증권시장의 주식거래 금액에 대해 보여주고 있다. 몽골 주식시장의 주식거래 금액은 초반에 큰 변화를 보이지 않고 있으나 2012년도에 최대 높은 거래금액을 기록하였다. 이후 2014년에도 높은 거래규모를 드러내고 있으나 2014년 뒤로부터는 거래금액이 급격히 감소되는 모습을 볼 수 있다.



출처 : “UTTHT”LLC

[그림 5] 외국인투자 현황

[그림 5]는 2006년에서 2017년 사이의 외국인 투자 현황을 도식화 하였다. 위의 외국인투자 현황을 살펴보면, 국내 투자자가 점차 감소하다 2012년에 급격히 증가된 모습을 보이고 있다. 하지만 외국인 투자 현황은 2012년에만 급진적 성장을 드러내다가 그 후로 시장에서 대거 이탈한 모습을 나타내고 있다. 또한 [그림 5]와 [그림 6]을 비교했을 때 2012년 몽골증권시장 내 주식거래금액이 급격히 상승한 것은 외국인 투자자에 의한 것임을 파악할 수 있다. 참고적으로, 다양한 증권시장의 표준화 index들은 다음과 같다.

1. 글로벌 또는 세계시장 index (Global or world stock market index)

- MSCI (전 세계 24개 국가의 1500개 기업)
- MSCIACWI(전 세계 45개 국가의 기업)
- S&PGlobal100(전 세계의 우수한 100개의 기업)

2. 국가 index (National index)

- 미국:S&P 500
- 일본:Nikkei225
- 영국:FTSE200
- 한국:KOSPI 200
- 몽골:TOP 20

전 세계의 선진국들의 증권거래소는 증권 index에 포함될 수 있는 기업의 수는 500,225,200 기업의 주식을 포함시켜 본 증권시장의 평가를 정확하게 표현하는 데 수요로 한다. 하지만 몽골에서는 index 표준화 참여 기업은 20 개 정도의 기업이 포함되고 있다. 몽골의 본 기업들의 index를 정하는 기법은 적당한 기법이 아닐 수가 있다는 판단도 있는데, 그 이유는 다음과 같다.

1. Top -20 index 즉 표준화 소유로 포함되는 기업의 수량이 적다.
2. 경제시장의 평가 수준이 높고 3-4 개의 주식회사의 주가 증가가 그 표준화에 쉽게 영향을 미칠 수 있다.

3. “Lot” 규칙이 없어서 주식의 적은 수량의 값으로 거래가 높은 비율로 변동 가능하다.

4. 마감 환율 선발 기법이 그리 적절하지 않다.

5. Index에 포함 되고 있는 증권의 변동 능력 낮다는 단점이 있다.

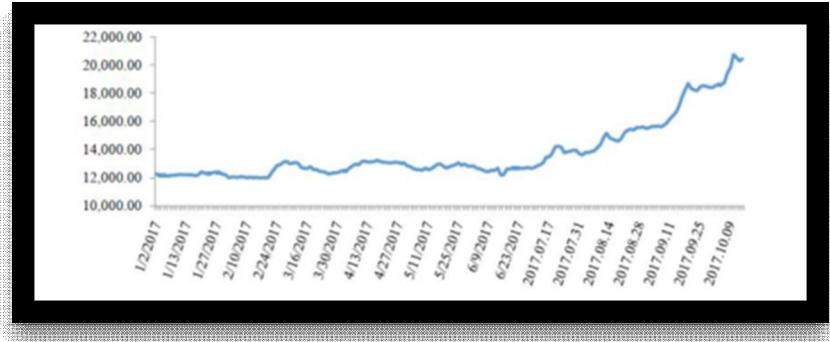
2000년부터 몽골 증권거래소에서 75개의 우량주를 대상으로 Top-75 주가지수를 계산하였으나, 2003년부터는 종목 수를 줄이고 Top-20 주가지수로 변환한 후 작성하고 있다. 따라서 몽골주식시장에서 대표 지수로는 Top-20지수를 사용된다. Top-20 주가지수는 주식시장에서 택한 20개 기업의 주가를 시가 총액으로 합하여 전날과 비교하는 식으로 산출된다. Top-20주가지수는 연 2회 계산하여 발표하고 있다.

한편, 몽골증권거래소는 주식시장에서 형성된 주가의 움직임을 종합적으로 파악 가능한 MSE-ALL(종합지수)을 고안하여 2015년 2월 9일부터 발표하고 있다. MSE-ALL(종합지수)은 몽골증권거래소에 상장된 221개의 기업의 종목을 선택하여 산출한 주가지수이다. MSE-ALL(종합지수)는 상장 주식들이 제한적인 수량으로 거래되면서 높은 시가총액을 가진 기업들의 주가지수에 끼치는 영향의 균형을 조정하고, 주가의 실제 추세를 나타내기 위하여 도입되었다.

몽골 TOP 20지수는 주식시장에 상장된 20개의 기업을 의미하며 다음과 같이 요약할 수 있다. 2014년 12월 30일에 증권거래소에서 공개된 Top20지수 계산규칙에 따르면 TOP 20지수 그룹은 다음의 방법론에 의해 구성되어야 한다.

첫째, 모든 상장 회사는 반기별로 시가 평가와 일별 평균 거래 가격을 기준으로 하여 순위가 결정된다. 둘째, 위의 두 가지 요소가 모두 충족된 회사들 중 더 많이 부동산 소유를 한 회사들을 지수에 편입시킨다. 셋째, 두 회사의 수준이 같을 경우 시장 가치가 더 높은 회사를 선정한다. 넷째, 인덱스 포트폴리오에 상장된 증권은 MSE 증권 거래의 전체 상업 반기 거래액의 20% 이상을 가지고 있어야 한다. 다섯째, MSE 이사회는 MSE에 등록된 상장 기업의 계약 의무인 주식회사의 법률, 규칙 및 규정의 이행과 포워딩, 색인 생성, 퇴직 등을 평가한다. 변경 사항은 인덱스 패키지에 적

용된다. 인덱스를 계산하기 위해 다음과 같은 방식을 사용한다.



출처 : www.mse.mn

[그림 6] Top-20주가지수 (2017년 기준)

본 연구에 몽골의 경제상황의 세 가지 형태로 나누었다. 호경기, 하강기, 회복기로 나누어 하기 표에 GDP의 성장수준과 분야에서의 기본적인 평균율을 고려하여 2010–2012년 GDP 성장률은 6.4% – 17.3%, 주가 평균 평가 가치 847– 924 개로 성장률을 보였으며 2012–2015 년까지 GDP의 성장률이 12.3%–2.3, 주가 평균 평가 가치 824–426 및 경제 하강기가 포함되고 있다. 그러나 2016–2017 년까지 GDP의 1.2% – 5.1% 및 주가 평균 평가 가치 343–655로 경제시장의 회복기에 포함되고 있다. 본 통계수에서 보면 경제 개발 성장 시기에 GDP와 주가 평균 평가 가치는 가장 높은 계수를 보였다.

<표 2-2> 몽골경제상황

경제 상황 통과계수	호경기		하강기				회복 시기	
경제 통과계수	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
GDP 성장 속도 (%)	6.4	17.3	12.3	11.6	7.9	2.3	1.2	5.1
산업 사용 표준화 (2010=100)	98.7	91.5	92.8	87.4	95.1	92.4	85.2	97.6
환율 (투그릭/달러)	2228	2450.6	4125.8	2248	1650	1323.1	1296.3	3008.1
실업률 (%)	9.9	7.7	8.2	7.9	7.9	7.5	10	8.8
종합주식표준화 지수	847	924	824	787	756	426	343	655

출처: 경제 편집 2010-2017

<표 2-3> Top 20 지수에 들어간 상장 20개의 기업

	회사명	약자	분야	업종	공모가	주식 수	주주수	설립 연도	상장 연도
1	Tavan Tolgoi	TTL	B	석탄	8,910.00	52,665,200	246	1966	1999
2	APU	APU	C	주류/ 음료	716.70	1,064,181,553	3,190	1924	1992
3	Baganuur	BAN	B	석탄	2,300.00	20,974,360	4,738	1978	1994
4	Shivee Ovoo	SHV	B	석탄	2,200.00	13,419,101	1,425	1990	1994
5	Mongolian Telecom	MCH	J	통신	552.00	25,870,276	4,098	1991	1996
6	Sharyn Gol	SHG	B	석탄	2,299.00	10,170,242	624	1965	1994
7	Aduunchuluun	ADL	B	석탄	3,100.00	3,151,304	788	1954	1995
8	Gobi	GOV	C	캐시미어	23,260.00	780,112,500	17,297	1981	1993
9	BD Sec	BDS	K	증권	1,211.00	17,000,000	214	1991	2006
10	Hukh Gan	HGN	C	철강	70.00	101,317,557	666	2007	1995
11	Material Impex	MIE	G	건축	10,900.00	1,368,206	300	1957	1993
12	State Department	UID	G	무역	507.50	36,807,850	49,616	1921	1998
13	Mogoin Gol	BDL	B	석탄	11,440.00	829,622	853	1971	1994
14	Jenco Tour Buro	JTB	I	관광	60.62	100,000,000	53,163	2006	2006

15	Makh Impex	MM X	C	육류	2,875.00	3,800,721	9,886	1946	1992
16	Bayangol Hotel	BNG	I	호텔	34,300.00	423,065	1,203	1964	1992
17	Suu	SUU	C	주료/ 음료	255.01	344,000,000	512	1958	1992
18	Remicon	RMC	C	레미콘	36.68	78,679,464	772	2008	2008
19	Talkh Chiher	TCK	C	주류/ 음료	29,920.00	1,023,703	124	1984	1999
20	Darkhan Nekhii	NEH	C	가죽	21,900.00	1,105,479	4,101	1976	1992

자료:www.mse.mn

2.2 회계정보의 가치관련성에 관한 연구

2.2.1 회계정보의 가치관련성에 관한 연구

회계정보의 가치관련성에 대한 연구들은 대표적으로 Ohlson(1995), Barth et al.(1998), Collins et al.(1999) 등이 있다. Ohlson(1995)은 가치평가모형을 통해 회계수치가 기업가치를 설명하여 비정상 이익이 장기적으로 소멸되어 그러한 상황에서는 기업가치가 이익과 순 장부가치, 배당 및 기타정보를 가중하여 산출할 수 있다는 것을 증명하였다. 그리고 Barth et al.(1998) 연구를 바탕으로 주가에 대한 재무상태표(장부가치)와 순익계산서(회계이익)의 차별적인 역할이 있는지를 살펴봤다. 이 연구에서는 기업도산이 예상될 때 장부가치의 충분설명계수가 증가하는 것으로 나타났으나 이익의 설명력은 오히려 감소하는 것을 밝혀냈다. Collins et al.(1999)은 이익과 장부가치의 가치 관련성의 40년간 변화를 검증하였다. 이 연구에서 장부가치는 주가와 긍정적인 관계가 있는 것으로 나타난 반면 회계순실과 관계는 부의 관계가 있는 것으로 나타났다. 따라서 장부가치 이익자본화 모형에서 추가적으로 하여 검증했을 때도 이익의 계수가 유의적인 값을 갖거나 전혀 부의 관계성이 없는 것으로 나타났다.

Ohlson(1995)과 Ohlson & Feltham(1995)의 연구를 시작으로 가치측정관점의 회계정보에 대한 시각은 주목받게 되었다. 이들은 대표적인 요약측정치로서의 회계이익과 주주 지분 장부가치가 기업가치 측정과정의 중요한 요소임을 분석적으로 증명하여 회계 정보의 유용성에 대한 근본적인 토대를 마련하였다. 그 과정을 간단히 보면 다음과 같다. 그들의 연구에서 나타나는 기업가치는 기대배당의 현재가치(Present value of expected dividend; PVED)라는 점 그리고 명백한 잉여관계(Clean surplus relation) 다시 말해, 모든 자산의 변화는 손익인식을 거쳐 이루어진다는 가정에서 다음과 같이 구해진다. 즉, 전기 주주 지분 장부가치에 근거를 둔 현재이익에서 기대이익을 차감한 것을 초과이익으로 본다. 가치평가에 장부가치만을 이용하는 경우는 시장가치와 장부가치는 동일하게 되고 이 때 회계이익은 장부가치의 시가평가로 인하여 미실현손익의 결과로 매우 일시적인 성격을 가지며 따라서 이미 장부가치에 나타난 가치를 재확인해 주는 역할을 한다. 본 연구는 이러한 해석을 바탕으로 두 회계 측정치에 주어진 가중치를 회계정책의 척도로 제시해 본다.

Easton & Harris(1991)의 연구는 회계이익과 장부가치가 상호 보완적인 가치 관련성을 지니는지 Ohlson모형을 사용하여 실증 분석하였다. 시계열자료를 18년간 분석한 실증결과, 이익에 대한 가중치가 작을 때 주주 지분 장부가치에 대한 가중치는 커고, 이익에 대한 가중치가 클 때 주주 지분 장부가치에 대한 가중치는 작은 것으로 나타났다. 또한 이익의 지속성에 비례하는 것은 이익에 대한 가중치로 나타났다. 이 연구는 회계이익과 주주 지분 장부가치의 상대적인 중요성이 서로 다른 것에 관한 회계적 또는 경제적 이유를 모색할 필요가 있다는 뜻을 담고 있다. 본 연구에서는 두가지 요약측정치의 상대적 중요성에서의 차이에 관한 회계적 이유로 이익 관리행위를, 경제적 이유로 기업특성 변수를 제시해보고 그 두 가지가 밀접한 관련이 있음을 나타낸다.

정혜영(1995a)의 연구는 Ohlson의 가격결정모형을 개선하여 기업 가치를 대차대조표상의 장부가치와 기업위험도, 미래성장률, 미래현금흐름, 회계처리 방법의 보수성 정도의 직접적인 함수로 규정하고 이를 실증 분

석한 결과 독립변수로 장부가치를 추가한 경우 주가 수준에 관한 설명력이 매우 증가했음을 나타냈다. 본 연구와 관련하여 이 연구의 실증 첫 단계에서 알아본 주가/장부가치비율에 의한 포트폴리오들의 순위상관계수가 5년간 유지되고 이를 미래현금흐름의 대용치인 경상이익/장부 가치 비율(ROE)에서 그 요인을 찾고 있는 부분이다. 이는 뒤에서 다룰 옵션방식의 가치평가모형에서 회계이익과 주주 지분 장부가치의 상대적 중요성의 서로 다른 원인을 ROE에서 찾고 있는 것과 일맥상통한다. 이에 반해 Penman(1991)은 이익의 지속성감소를 의미한다는 연구결과를 너무 높거나 낮은 ROE로 제시하였다. 요컨대, 이들 연구에 의하면 ROE는 개별기업의 회계이익 또는 장부가치에 관한 가중치를 결정하는 중요 기준점이 될 수 있다는 것을 시사한다.

김문철(1994)의 연구는 Ohlson모형을 바탕으로 하여 기업공개시의 신규공모주 발행가격 선택에 회계정보 주당순이익 및 주당순자산가치가 매우 유의한 설명수임을 보여준다. 게다가 개별기업의 특성에 따라 두 회계수치에 대한 가중치가 상이하다고 보고 이를 기업의 연령과 소속 산업 등으로 말하였다. 먼저 기업연령이 높거나 고도기술을 요하는 산업에 속하지 않은 경우, 회계정보의 기업 가치 설명력이 높다는 것을 보여주었다. 반대로 기업연령이 낮고 고도기 산업에 있을 경우에 장부가치에 대한 가중치가 높았다.

신승묘(1995)의 연구는 Ohlson(1993)의 주가평가모형을 토대로 회계정보를 바탕으로 한 기업 가치 평가를 시도하였다. 여기서 이용된 회계정보로는 단기 주주지분 장부가치, 회계이익과 베타를 활용해 추정한 필수요구이익, 과거에서 현재까지의 수익의 추세로부터 추정된 미래 기대 이익의 증가와 최근의 투자활동수준으로부터 추정된 미래기대 이익의 증가 등이 있다. 그 결과 회계정보에 의해 주가의 상당부분이 설명되는 것을 나타냈다.

Ohlson & Zhang(1998)의 연구는 효율적 회계(efficient accounting)를 위한 회계이익과 주주 지분 장부가치의 두 요약된 회계측정치만으로 기업 가치를 충분히 설명할 수 있도록 하는 조건들을 제시하였다. 이러한 조건

들을 통해 예측 가능한 모든 회계정책의 존재를 보여주었다. 또한, 이 연구에서 효율적 회계를 두 가지 극단적인 회계정책 즉, 영구적 이익 회계(Permanent earnings accounting)와 시장가치회계(Mark to market accounting)의 볼록 결합(Convex combination)으로 표현하는 것을 나타낸다. 이들의 연구에서 효율적인 회계를 위한 조건을 구하는 과정은 다음과 같다. 이 연구에서는 근본적으로 기업가치를 다음과 같이 미래현금흐름의 현재가치로 보고 있다.

2.3 기업 특성에 관한 연구

2.3.1 기업 특성에 따른 회계정보의 가치관련성에 관한 선행연구

가치관련성에 영향을 미치는 회계정보 중에 기업의 특성 또한 포함될 수 있다. Ball & Brown(1968)의 연구 시작을 계기로 회계정보의 가치관련성에 대한 많은 연구가 이루어져 왔다. 이와 더불어 기업에 특성을 고려한 회계정보의 가치관련성에 대한 연구 또한 많이 진행되어 왔다. 기업의 특성들이 회계정보의 관련성에 미치는 영향을 분석한 연구들은 다음과 같다. 본 논문에서는 기업의 특성으로 산업유형별, 부채비율, 기업규모가 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향에 대한 분석한 선행연구들을 제시하겠다.

2.3.1.1 산업별 회계정보의 가치관련성

Francis와 Schipper(1999: 김수영 등, 2010 재인용)는 high-tech(첨단기술기업) 기업의 경우 원가기준에 근거한 재무보고서에 인식되지 않는 무형자산 만큼의 정보가 누락되기 때문에 기업의 가치가 과소평가 되어 회계정보의 가치 관련성이 감소할 것으로 예상하였지만 첨단기술업과 비 첨단기술기업 간의 재무제표의 가치 관련성이 변화했다는 증거를 찾지 못하였다. Klock과 Megna(2000: 김수영 등, 2010 재인용)는 무선통신사업 영역에서 무형자

산의 가치 관련성을 측정하는 연구를 수행하였다. 이들은 무형자산이 기업가치에 실질적인 영향을 미친다는 것을 발견하였다. 장옥화(2011)는 한국의 상장기업들의 산업별 회계정보의 가치 관련성에 대한 연구를 진행한 결과 산업별로 많은 차이를 보이며 차이의 원인을 무형산 가치 관련성이 영업자산이나 금융자산과 차이로 보았다. 곽수근(2003)등은 산업특성별 회계정보의 가치 관련성을 실증 분석하였다. 연구 결과, High Tech 산업이 Low Tech 산업에 비해 이익이나 장부가치의 주가설명력이 상대적으로 증가하는 것을 발견하였다. 그 이유를 Low Tech 산업에 비하여 현재 이익에 대한 미래 기대이익이 높게 기대하고 현재 투자에 대한 미래이익과 성장잠재력을 높이 평가하기 때문인 것으로 보고 있다.

2.3.1.2 부채비율

Burgstahler와 Dichev(1997: 김수영 등, 2010 재인용)는 자기자본이익률(ROE)과 회계정보의 가치 관련성에 대한 연구를 진행하였다. 연구 결과, 자기자본이익률이 높은 기업의 경우 보유자원을 꾸준히 사용할 가능성이 크므로 이익의 가치 관련성이 높고 자기자본이익률이 낮은 기업의 경우 보유자원을 다른 용도를 대체하려고 하기 때문에 장부가치의 가치관성이 더 높을 것이라고 예측하였다. Barth, Beaver and Landsman(1998: 김수영 등, 2010 재인용)은 파산한 기업을 대상으로 파산하기 5년 전과 파산연도까지의 장부가치와 이익의 계수와 충분설명력을 비교 분석하는 연구를 진행하였다. 연구 결과, 파산에 가까워질수록 장부가치의 계수와 충분설명력이 증가한다는 사실을 발견하였다. 김정옥 등(2011)은 회계정보의 가치 관련성이 기업의 부채비율에 따라 어떻게 변화되는지에 대한 연구를 진행하였다. 김정옥 등(2011)은 금융기관차입금과 일반부채를 중심으로 연구를 진행한 결과 금융 기관 차입금의 비율이 높은 기업이 일반부채비율이 높은 기업에 비해 장부가의 가치 관련성이 순이익의 가치 관련성이 높게 나타나는 것을 발견하였다. 반면에 일반부채비율이 높은 기업일수록 순이익의 가치 관련성이 높은 것으로 나타났다. 김연용(2014)은 사채와

차입금을 중심으로 사채와 차입금의 자본시장의 반응을 가치 관련성의 측면에서 분석을 진행하였다. 연구결과, 사채를 발행한 기업은 사채를 발행하지 않는 기업에 비해 회계정보의 전반적인 가치 관련성이 높은 것으로 나타났다. 또한 차입금이 있는 기업이 그렇지 않는 기업에 비해 회계정보의 전반적인 가치 관련성이 큰 것으로 나타났다.

2.3.1.3 기업규모

Hayn(1995: 김수영 등, 2010 재인용)은 기업의 규모를 나누어서 가치 관련성에 대한 연구를 진행하였다. Hayn은 소규모기업의 경우 손실의 가능성성이 대기업보다 높고 이익의 지속성 또한 낮다는 논지를 펼쳤다. 이 논지를 바탕으로 소규모 기업의 장부가의 가치관성이 상대적으로 높을 것이라는 결과를 제시하였다. Collins 외 2인(1997: 김수영 등, 2010재인용)은 최근 미국 COMPUSTAT 데이터베이스에 NASDAQ 등록된 기업들이 추가되면서 소규모의 기업들이 많이 포함이 되었고 이에 미국기업들은 이익에 비해 순 자산의 가치 관련성이 높아지는 결과를 낳았다고 연구에 제시하였다. 국내 연구에서는 목남희 (2016)등은 기업규모에 따른 가치 관련성에 대한 연구를 진행하였다. 연구 결과, 중소기업의 주당순이익과 주당 순 자산 가치의 회계정보는 가치 관련성이 있는 것으로 나타났다.

2.3.2 몽골 산업의 특성

본 연구에 포함된 기업들은 현재의 몽골 경제를 주도하는 산업인 광산업과 통신업, 농업, 제조업에 국한한다. 따라서 이를 산업을 알아보기로 한다.

몽골증권거래소의 상장기업 농축산업, 광산업, 제조업, 관광업으로 분류된다. 몽골시장에 상장된 기업 중 86%는 민간기업이며, 14%는 국가소유기업이다.

2.3.2.1 농축산업

몽골의 산업구조는 1차 산업 위주에서 2차 산업으로 차츰 변해가고 있으나 여전히 몽골경제에서 1차 산업이 제일 큰 비중을 차지하고 있다. 전통적으로 몽골경제에서 핵심역할을 해온 1차 산업은 농업 및 축산업이다. 따라서 이 둘을 나누어 설명하면 다음과 같다.

농업은 몽골 전체의 고용 중 대략 40%를 포함하고, 몽골의 GDP 중 약 20%에 해당된다. 추가로 다른 영역에서 이용되는 원자재의 75%가 농업에서 공급된다. 하지만 농업 생산품목 중에서 곡물의 생산량이 1990년 시장경제체제로 전환된 이후 감소추세를 보이고 있다. 그 이유는 계획경제시대에 존재했던 경제상호원조회의(COMECON)가 붕괴된 이후 영농 기술, 비료부족, 토지사유화의 지연 등에 기인한 생산능률의 감소 때문이다. 결과적으로, 현재 국내소비량 중 많은 부분을 외국으로부터의 수입에 의존하고 있다.

한편, 감자와 같은 채소류 등 일부품목에서는 몽골 내 생산이 증가하고 있다. 특히 5대 아이막이 민영화가 이뤄져 민간 투자가 확대되고, 생산업체들도 지속적으로 증가하는 추세이다. 그로 인해 5대 아이막은 전국 밀 생산량의 95.5%를 차지하며 감자 및 채소의 생산량 또한 53.7%를 차지한다.

축산업은 농업과 동시에 몽골의 전통적인 산업으로서 지금도 경제의 주요 역할을 담당하고 있는 분야이다. 축산업의 생산력은 GDP의 60%를 상회하는 수준이다. 축산업은 전통적인 산업뿐만 아니라 미래에 발전 가능한 산업으로 보고 있다. 그 이유는 몽골의 경제정책은 현재 목축업에 기반한 산업을 큰 비중에 두기 때문이다. 예컨대 가죽제품, 육류생산, 캐시미어에 외국자본과 기술을 적극적으로 끌어들이는 방향의 경제정책을 펴고 있다. 그럼에도 생산 시설의 낙후로 인해 목축업의 생산성이 줄어들고 있다. 그러나 축산자원을 사용한 식품가공업은 비교적 잘 발달되어 있어 국내 수요를 충족시키고 수출도 한다. 고품질의 식료품에 대한 수요가 교육수준과 소득이 증가함에 따라 지속적으로 늘어날 것이기 때문에 축산물

의 식품가공 산업의 미래전망은 매우 밝은 편이다. 게다가 축산식품가공업은 몽골의 전통적 산업인 육류나 유제품 종류를 사용하므로 지역의 생산 활동 및 유통구조와 연계되어 지역과 중소기업의 발전에 크게 기여할 것으로 전망된다.

2.3.2.2 광산업

몽골은 석탄, 구리, 우라늄, 금, 몰리브덴, 텅스텐, 철광석 등 80여종의 광물을 보유하고 있으며 그 매장량도 무수하여 세계 광물자원 부국으로 불린다. 또한 지하석유 저장량은 약 4억 톤으로 추정되고 있으며 주로 중국과 접한 동부, 남부 지역에 분포되어 있다. 석탄은 주요 광물자원으로 매장량은 165억 톤에 달한다. 현재 15개의 큰 광산이 있으며 이 중 하나를 제외한 14개는 모두 노천 광산이다. 몽골에서는 계획경제에서 시장경제로 전환을 시작한 1990년부터 광산개발이 발전하기 시작하였다. 그러나 2000년대에 글로벌화로 러시아, 중국, 일본 등의 외국 기업에 의하여 광산개발이 활발히 진행되었고 광업에 종사하려고 등록한 기업수가 급속하게 증가를 보였다. 그 결과 2010년 말에는 등록된 기업의 수가 722개에 이르렀고 이 중에서 실제로 광물을 추출하는 기업의 수는 323개이다. 이들 기업 중에 상장기업의 수는 29개이다. 여기서 나타나고 있지 않으나 등록기업 중 대부분은 소규모 기업으로 근로자 수가 9인, 32기업만이 근로자 수 50인 이상을 소유하고 있다.

2.3.2.3 제조업

대체로 소규모이나 점진적인 경기 순조로 GNP(Gross National Product) 점유율이 증가하고 있다. 그러나 기술 낙후, 사회간접시설 부족, 전문기술부족, 현대적 경영 모두 심각한 실황이다. 전력생산에는 석탄이 주로 이용되고 있으나 최근 발전량이 감소되고 있다. 이는 구소련이 인구가 적다 몽골에 연료공급을 중단한 것에서 비롯되었다. 최근 몽골 정부는

전력생산에 사용되는 디젤유와 휘발유 가격을 25% 인상하여 원가부담이 크게 증대하였다.

2.3.2.4 관광업

몽골정부에서 목축업의 부의 창출은 적은 인구 규모로 인해 협소한 내수시장으로 판로에 많은 어려움이 있다. 나아가 산업의 다각화도 필요하고 그 대안으로 떠오른 분야는 관광산업이다. 하지만 몽골의 관광은 서비스와 관광시설의 수준이 여타 관광 선진 국가들에 비해 전반적으로 취약한 편이기 때문에 그 활성화가 여의치 못한 실정이다. 이를 극복하기 위하여 국제항공로 확장을 통해 외국관광객 수를 늘리려는 노력과 같은 몽골 관광의 인프라 구축에 힘쓰고 있다. 나아가 지역경제의 활성화에 관광지역의 교통, 도로, 전기, 통신 등의 기반시설 구축 노력이 크게 기여하고 있다.

III. 가설설정 및 연구 설계

3.1 가설설정

회계이익정보의 변화가 주가에 끼치는 영향을 직접 검토한 연구는 많지만, 기존의 여러 연구에서 회계이익정보의 가치관련성에 관한 실증분석이 이루어졌고 투자자들에 대한 여러 회계정보의 제공이라는 측면에서 회계이익 공시의 필요성을 주장하는 몇 가지 연구들이 있었다.

회계이익은 일정기간 동안 기업 영업성과의 결과이다. 투자의사 결정을 함에 있어서 투자자들은 미래의 기업 가치에 관한 예측을 하며 이때 일반적으로 예측자료로 활용하는 것이 기업의 회계이익이다.

효율적인 시장이라면 주식가격은 회계이익정보를 반영할 것이라고 기대하기 때문이다. 따라서 회계이익정보가 기업가치 평가에 유용하다면 회계이익과 주가 사이에는 일정한 관계가 성립하여야 한다. 즉, 회계이익 공시 시 주가나 주식거래량의 변동을 가져와야 한다는 것이다(유승경, 2000). 1968년 Ball & Brown의 연구가 실시된 이래 회계이익과 주가 및 주식수익률의 관련성에 관한 연구는 회계학의 많은 범위를 차지하고 있다. Ball & Brown(1968)의 연구는 1957년에서 1965년 사이에 261개 기업을 표본으로 회계이익 및 주가와의 상호관련성을 최초 분석한 연구라고 할 수 있으며, 다소 강한 형태의 효율적 시장가설(Semistrong efficient market hypothesis)의 타당성을 검증하였다.

많은 투자자들민감은 결산공고일의 훨씬 전부터 공시될 회계정보내용을 사전 예측하거나 대체적인 자료부터 입수하여 활동하고 있으므로 결산 공고는 그들의 예측에 관한 사후적 비교라고 볼 수 있다. 그러므로 결산재무제표 공고에 관한 시장의 반응은 공시된 회계정보와 동시에 투자자들이 사전에 예측치 못했거나 또한 대체적 자료로부터 입수하지 못했던 정보도 포함된다고 볼 수 있다. 이러한 점에 착안하여 손익 수치에 관한 시장반응을 검증하는 방법을 통해 증명한 것이다. 이 검증은 결산공고의 정보효과를 분석함으로써 결산공고가 시장의 예측손익액과 실제손익액의 차이가

주가에 어떻게 영향을 미치는가를 검토하는 것이다.

Ball & Brown(1968)은 Good News군과 Bad News군에 관한 연도별 포트폴리오를 구성하고 시장전체정보 및 개별기업정보를 분류하여 회계정보와 주가와의 관계를 검증한 결과는 연간이익변동에 따라 주가변동의 과반수는 이익공시일 이전에 발생하고 있다. 또한 회계결산공고 전후를 비교하여 봤을 때, 주가가 민감하게 변동함으로 회계정보의 가치가 어느 정도 입증된다는 것을 증명하였다. 그러나 연간이익공시의 정보가 추가 분석을 통해 적시성 있는 전달모체로는 되지 못한다고 강조하였다.

회계정보의 유용성은 다양하게 정의할 수 있지만 개념체계(conceptual framework)에서는 유용한 회계정보를 위해 중요한 2가지 근본적 질적 특성 (fundamental qualitative characteristics)으로 목적적합성(relevance) 및 충실한 표현(faithful representation)을 제시하고 있다. 즉, 회계정보의 유용성은 이러한 목적적합성과 충실한 표현에 의존한다고 볼 수 있다. 여러 대체적인 회계처리 방법이 있을 때 이 두 가지 질적 특성이 더 높을 경우 회계정보의 유용성은 증가될 것이다. 몽골 주식시장은 수년에 걸쳐 지속적으로 회계제도를 수정해 오고 있으며 이를 통하여 회계정보의 유용성이 향상되었다면 기업가치와의 연관성 또한 더 높아질 것으로 전망할 수 있다. 주가(stock price)는 기업 미래 현금흐름에 관한 자본시장 투자자들의 기대를 반영한다. 주식 투자자들이 미래 현금흐름의 크기와 시기, 불확실성을 평가하기 위해 쓰이는 정보 중에 회계정보가 가장 중요하다. 몽골 주식시장보다 선진 자본시장을 대상으로 한 대부분의 실증분석에서 회계정보가 주식의 가치를 예측하는데 효과적이라는 결과를 제시하고 있으며, 회계정보의 유용성을 향상시키기 위한 여러 제도의 도입으로 인해 회계정보와 가치관련성이 향상되는 것으로 나타나고 있다. 이러한 배경을 기반으로 본 연구는 몽골 주식시장을 대상으로 회계정보가 가치관련성을 갖고 있는지에 대한 실증분석을 최초로 수행한다. 이를 위한 가설은 다음과 같이 설정한다.

가설 1 : 몽골 주식시장에서 회계정보는 가치관련성이 있을 것이다.

산업 특성에 따라 회계정보의 가치관련성이 차이 나는지를 연구 분석한 기존의 연구들은 다음과 같다. Klock과 Megna(2000: 김수영 등 2010, 재인용)는 무선통신사업 분야에서 무형자산의 가치관련성을 측정하는 연구를 수행하였다. 이들은 무형자산이 기업가치에 실질적인 영향을 미친다는 것을 발견하였다. 장옥화(2011)는 한국의 상장기업들의 산업별 회계정보의 가치관련성에 대한 연구를 진행한 결과 산업별로 많은 차이를 보이며 차이의 원인을 무형자산 가치관련성이 영업자산이나 금융자산과 차이로 보았다. 곽수근(2003) 등은? 산업특성별 회계정보의 가치관련성을 실증 분석하였다. 연구 결과, High Tech 산업이 Low Tech 산업에 비해 이익이나 장부가치의 주가설명력이 상대적으로 증가하는 것을 발견하였다. 몽골의 기업들의 경우 4개의 산업 위주로 분포되어 있기 때문에 산업마다 회계정보의 가치관련성이 다르게 나타날 것으로 예상된다. 몽골의 사기업과 공기업 사이에서도 회계정보의 가치관련성이 다르게 나타날 것으로 예상된다. 기존의 연구들에서 보았듯이 산업별 특성이 회계정보의 가치관련성에 영향을 미칠 수 있음으로 이 연구는 몽골의 기업별 규모와 산업별 특성을 나누어서 회계정보의 가치관련성의 차이를 알아보기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2: 몽골 주식시장에서 기업 특성에 따라 회계정보의 가치관련성에는 차이가 있을 것이다.

경기의 호황기, 하강기 그리고 회복기에 따라 회계정보의 가치관련성에 차이가 나타날 수 있기 때문에 본 연구에서는 경기상황에 따라 회계정보의 가치관련성에 차이가 존재할 수 있기 때문에 다음 가설을 검증하고자 한다.

가설 3: 몽골 주식시장에서 경기상황에 따라 회계정보의 가치관련성에는 차이가 있을 것이다.

3.2 연구모형

본 연구의 목적은 기업의 특성에 따른 회계정보의 가치관련성을 검증하는 데 있다. 본 연구에서 사용한 Ohlson모형은 다음과 같다.

$$P_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 BVPS_{it} + \epsilon_{it} \quad (1) : R_T^2$$

P_{it} = 기업 i의 t년도 연말 종가

EPS_{it} = 기업 i의 t년도 말 주당 순이익

$BVPS_{it}$ = 기업 i의 t년도 말 주당 순자산

R_T^2 = Total R²

그리고 장부가치의 상대적인 주가설명력 및 증분설명력을 파악하기 위하여 다음의 연구모형을 함께 이용한다.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \epsilon_{it} \quad (2) : R^2_{EPS}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVPS_{it} + \epsilon_{it} \quad (3) : R^2_{BVPS}$$

이익의 증분 설명력 $(4) : R^2_{incrEPS} = R_T^2 - R^2_{EPS}$

장부가치의 증분 설명력 $(5) : R^2_{incrBVPS} = R_T^2 - R^2_{BVPS}$

결합설명력 $(6) : R_c^2 = R^2_{EPS} + R^2_{BVPS} - R_T^2$

3.3 변수의 측정 및 자료 수집

종속변수인 주식가격(P)은 12월의 종가를 활용하였으며, 독립 변수로 주당순이익 (EPS)은 12월말 당기순이익을 평균발행주식수로 나누어 산정하였고, 주당장부가치 (BPS)는 12월 말 장부상의 순 자산을 평균발행주식수로 나누어 산출하였다.

본 연구의 범위에 자료 수집은 몽골 증권거래소, 경제상 GDP를 계산한 분야의 기법대로 조사 대상자 기업들을 구분하였다. 첫 번째로 몽골 증권거래

소에 소유하고 있는 자산 금액만큼으로 분리하였다. 두 번째로는 GDP을 구성하고 있는 전체 기업을 활동분야 분리 즉 조사 대상기업의 산업 특성을 정할 목적으로 분리한 분류이다. 몽골증권거래소 분류로 연구 대상인 상기 20개의 기업 중 몽골증권거래소 등록등급 1수준에 7개의 업체, 2수준에 13개의 기업이 있는데, 이들은 몽골 증권 시장에 수요가 많고 경제시장 평가가 높은 비율을 보인 기업들이다.

<표 3-1> 몽골 증권 거래소 분류

합계		218
국가 소유	100% 국가 소유 기업	19
국가 소유 참여	51% 이상을 국가 소유하는 기업	12
민간 기업	100% 개인의 자산으로 이루어진 기업	187
몽골증권거래소 등록등급 1	1천억 투그릭 미만의 경제시장의 평가로 금년에 5백억 투그릭 미만 정도의 매장량을 보이고 아니면 1백억 투그릭 미만이 아닌 순이익을 얻어야 한다. 총 주식의 25프로 이상의 지분을 대중에 제안했어야 하며 아니면 해당 업체의 주식의 상반기 거래로 증권거래소를 통해 주식발행 주가 금액의 5% 미만이 아닌 정도를 거래해야 한다는 요구를 충족시켜야 한다는 기준이 있다.	7
몽골증권거래소 등록등급 2	1십억 투그릭 그 이상의 시장경제 평가를 받고 1억 투그릭 그 이상의 이익을 보이고 총 주식의 25% 그 이상을 대중에게 공지해야 한다는 요구조건을 충족시켜한다.	43
몽골증권거래소 등록등급 3	해당 주식을 전문적인 투자자들에게 아니면 그 범위에 제안한 것을 이행하여 그 결정에 대해서 증권거래 업체에 문서로 알려 일반적인 투자자들에게 제안하여 거래하는 새로운 의도 및 위기 확률 높고 사업성수기 단계에 중소기업 형태의 업체 아니면 광물 특허 및 담사 허가 가진 광산업체들이 있을 수 있다. 본 분류 중에서 I, II 분류의 업체들 중 우수한 20개 기업을 선발하여 자산시장 대표로 선정한다.	168

출처 : www.mse.mn

몽골의 GDP를 구성하는 총 기업을 A, B, C …, S 까지 분류하여 조사 대상자 몽골의 우수한 20개의 기업을 각각 본 분류에 포함하여 다음과 같은 통과계수를 산출하여 분석한다. 표에서 B분야(광산업)에 있는 기업이 6개, C분야(가공업)에는 8개, G분야(매매업)에는 2개, I분야(서비스산업)에 2개, J분야(통신업)에 1개, K분야(금융업)에 1개가 각각 포함되어 있다.

<표 3-2> TOP-20 기업들의 분야 분류

No	명칭 코드	분야 분류	주식회사 명칭
1	GOV	C(가공업)	Gobi
2	TTL	B(광산업)	Tavan Tolgoi
3	BNG	I(서비스업)	Bayangol Hotel
4	SUU	C(가공업)	SUU
5	MIE	G(매매업)	Material Impex
6	TCK	C(가공업)	Talkh Chiher
7	NEH	C(가공업)	Darkhan Nekhii
8	ADL	B(광산업)	Aduunchuluun
9	MCH	J(통신업)	Mongolian Telecom
10	MMX	C(가공업)	Makh Impex
11	BDL	B(광산업)	Mogoin Gol
12	UID	G(매매업)	State Department
13	JTB	I(서비스업)	Jenco Tour Buro
14	BDS	K(금융업)	BD Sec
15	HGN	C(가공업)	Hukh Gan
16	RMC	C(가공업)	Remicon
17	SHG	B(광산업)	Sharyn Gol
18	SHV	B(광산업)	Shivee Ovoo
19	BAN	B(광산업)	Baganuur
20	APU	C(가공업)	APU

출처 : www.mse.mn

3.3.1 분석 대상기업

<표 3-3> TOP-20 기업의 2014-2017년 몽골 증권 시장 수용률 (단위: 백만 투크리)

번호	기업 이름	약자	2014	2015	2016	2017
1	Tavan Tolgoi	TTL	231,516.22	155,362.34	142,775.36	469,246.93
2	APU	APU	280,064.63	289,424.88	421,650.01	762,698.92
3	Baganuur	BAN	60,804.67	51,806.67	41,948.72	48,241.03
4	Shivee Ovoo	SHV	67,095.51	47,275.49	38,512.82	29,522.02
5	Mongolian Telecom	MCH	33,631.36	20,696.22	20,101.20	14,280.39
6	Sharyn Gol	SHG	61,377.41	39,175.77	27,968.17	23,381.39
7	Aduunchul uun	ADL	4,884.52	3,781.56	5,672.35	9,769.04
8	Gobi	GOV	58,118.38	66,153.54	79,181.42	181,454.17
9	BD Sec	BDS	38,760.00	30,634.00	25,636.00	20,587.00
10	Hukh Gan	HGN	9,625.17	7,551.20	6,783.21	7,092.23
11	Material Impex	MIE	21,891.30	9,584.28	12,313.85	14,913.45
12	State Department Store	UID	21,500.94	19,508.16	22,600.02	18,679.98
13	Mogoin Goil	BDL	8,213.26	4,865.73	4,728.85	9,490.88
14	Jenco Tour Buro	JTB	9,000.00	7,500.00	6,800.00	6,062.00
15	Makh Impex	MMX	14,062.67	10,794.05	10,451.98	10,927.07
16	Bayangol Hotel	BNG	24,537.77	20,307.12	17,768.73	14,511.13
17	Suu	SUU	41,280.00	33,712.00	44,087.04	87,723.44
18	Remicon	RMC	7,789.27	4,248.69	4,878.13	2,885.96
19	Talkh Chiher	TCK	18,948.74	17,791.96	21,556.84	24,209.99
20	Darkhan Nekhii	NEH	19,356.94	20,174.99	973,974.43	1,786,306.21
		기업의 시장 경제에서의 평가	1,032,458.74	860,348.66	973,974.43	1,786,306.21

	사간 시장 총평가	1,442,655.41	1,262,497.50	2,436,324.45	2,436,324.45
	GDP 시장의 평가에서의 수용률	71.57%	68.15%	39.98%	73.32%

상기 표에서 보면 연구의 대상 20개 기업의 2014–2017년도의 몽골 증권시장에서의 평가 수용률의 평균은 2014년도에 1,032,458.74, 2015년도에 860,348.66, 2016년도에 973,974.43, 2017년도에 1,786,306.21 각각 통계계수를 보였다면 몽골의 증권거래소에서의 시장경제 평가로 상기 기업의 수용률이 2014년도에 71.57%, 2015년도에 68.15%, 2016년도에 39.98%, 2017년도에 73.32%를 차지하고 있다.

아래 표에 연구에 활용될 회계순이익과 장부가치 관련성을 계산하는 데 주요 요인인 주식의 수량이며 각 20개 기업의 경우 주식수량의 변동을 2010–2017년까지 고려하면 2010년도에 Tavantolgoi 유한책임 회사의 주식수량을 감소시켰으며 해당년도에 526,652에서 52,665,200로 내렸다. 2016년도에 APU 주식회사는 주식을 추가로 더 발행하여 주식수량이 1,064,181,553으로 증가되었다는 것을 표에 나타나고 있다.

또한 Shariin Gol 주식회사 경우 2011년에 추가로 1,707,404주를 발행하였으며 2015년에 자산시장에서 61,147주를 돌려 몰수하게 되었다. 그리고 Bi Di Sek 주식회사는 2013년에 6,000,000주를 증권시장에 추가로 발행했다. 몽골 우유 Suu 주식회사는 2016년도에 발생주식 수량을 감소하여 344,000,000주를 거래소에 거래시켰던 것을 증권 시장의 주식의 수량을 변동을 일으키고 있는 중요한 요인으로 되고 있다.

<표 3-4> TOP-20 기업의 2010-2017년 주식 수량

	기업명	약자	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	Tavan tolgoi	TTL	526,652	52,665,200	52,665,200	52,665,200	52,665,200	52,665,200	52,665,200	52,665,200
2	APU	APU	74,287,700	74,287,700	74,287,700	74,287,700	74,287,700	74,287,700	1,064,181,553	1,064,181,553
3	Baganuur	BAN	20,974,360	20,974,360	20,974,360	20,974,360	20,974,360	20,974,360	20,974,360	20,974,360
4	Shivee Ovoo	SHV	13,419,101	13,419,101	13,419,101	13,419,101	13,419,101	13,419,101	13,419,101	13,419,101
5	Mongolian Telecom	MCH	25,870,276	25,870,276	25,870,276	25,870,276	25,870,276	25,870,276	25,870,276	25,870,276
6	Sharyn Gol	SHG	8,523,985	8,523,985	10,231,389	10,231,389	10,231,389	10,231,389	10,170,242	10,170,242
7	Aduunchuluun	ADL	3,151,304	3,151,304	3,151,304	3,151,304	3,151,304	3,151,304	3,151,304	3,151,304
8	Gobi	GOV	7,801,125	7,801,125	7,801,125	7,801,125	7,801,125	7,801,125	7,801,125	7,801,125
9	BD Sec	BDS	11,000,000	11,000,000	11,000,000	11,000,000	17,000,000	17,000,000	17,000,000	17,000,000
10	Hukh Gan	HGN	101,317,557	101,317,557	101,317,557	101,317,557	101,317,557	101,317,557	101,317,557	101,317,557
11	Material impex	MIE	1,368,206	1,368,206	1,368,206	1,368,206	1,368,206	1,368,206	1,368,206	1,368,206
12	State Department Store	UID	36,807,850	36,807,850	36,807,850	36,807,850	36,807,850	36,807,850	36,807,850	36,807,850
13	Mogoin Gol	BDL	829,622	829,622	829,622	829,622	829,622	829,622	829,622	829,622
14	Jenco Tour Buro	JTB	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000	100,000,000
15	Makh Impex	MMX	3,800,721	3,800,721	3,800,721	3,800,721	3,800,721	3,800,721	3,800,721	3,800,721
16	Bayangol Hotel	BNG	423,065	423,065	423,065	423,065	423,065	423,065	423,065	423,065
17	Suu	SUU	344,000	344,000	344,000	344,000	344,000	344,000	344,000,000	344,000,000
18	Remicon	RMC	78,679,464	78,679,464	78,679,464	78,679,464	78,679,464	78,679,464	78,679,464	78,679,464
19	Talkh chiher	TCK	1,023,703	1,023,703	1,023,703	1,023,703	1,023,703	1,023,703	1,023,703	1,023,703
20	Darkhan Nekhii	NEH	1,105,479	1,105,479	1,105,479	1,105,479	1,105,479	1,105,479	1,105,479	1,105,479
	주식 수량 합계		491,254,170	543,392,718	545,100,122	545,100,122	551,100,122	551,100,122	1,884,588,828	1,884,588,828

출처 : www.mce.mn

IV. 실증분석

4.1. 기술통계 분석

먼저 경제상황에 따른 연도별 관련 변수들의 기초적인 기술통계를 나타내면 <표 4-1> 과 같다. <표 4-1> 를 따르면 연도별로 주가의 평균은 2011년에 최고에 도달하고(3305.19) 투그릭에 이르렀던 시기였으며 해당 연도에 몽골의 GDP 가장 높은 비율 17.3%에 달한 시점이었고 각 나라의 경제적 성장에 직접 영향을 주는 것을 볼 수 있다. 반대로 2016년도에 증권시장에서의 평균 주가의 최저금액은 516.81 투그릭이었고 해당 연도에 몽골의 경제발달이 가장 낮은 비율인 1.2%를 기록한 것을 볼 수 있다. 2010-2011년도는 경제정상과 평균주가비율 인상 시기를 경제의 경기 상승기라 하고 2012-2015년 사이를 주권시장에서의 평균주가가 지속적으로 감소된 경기하강기라 하고 2016년 이후를 경제가 다시 발달하는 회복기 라고 할 수 있으나 2017년도에 경제개발비율 5.1% 및 증권거래시장에서의 평균주가가 2016년과 비교하면 83.4%로 상승된 것을 /표 4-1/에서 볼 수 있다.

<표 4-1> 연도별 기술통계

연도		평균			PER	PBR
		PRICE	EPS	BPS		
경기상승	2010	1,869.53	268.23	620.46	6.97	3.01
	2011	3,305.19	193.53	697.09	17.08	4.74
경기하강	2012	2,476.95	1,754.40	742.94	1.41	3.33
	2013	2,184.06	139.83	864.45	15.62	2.53
	2014	1,874.12	11,249.93	876.20	0.17	2.14
	2015	1,561.58	9.51	886.21	164.23	1.76
회복기	2016	516.81	41.56	349.73	12.43	1.48
	2017	947.85	103.86	593.02	9.13	1.60
평균		1,842.01	1,720.11	703.76	28.38	2.57

PRICE: 회계연도 말 12월 31일 종가

EPS : 주당순이익으로 12월말 당기순이익을 평균발행주식수로 나누어 산출

BPS: 주당장부가치로 12월말 장부상 순자산을 평균 발행주식수로 나누어 산출

PER: 주가이익비율로 PRICE를 EPS로 나누어 산출

PBR: 주당장부가치비율로 PRICE를 BPS로 나누어 산출

주당순이익을 염밀한 의미에서는 발행주식을 보통주로 한정하고 당기순이익에서 우선주 배당금을 차감하여 보통주 주당순이익을 계산하는 것이 좋으나 우리나라 상황에서 우선주의 비중이 그다지 크지 않아 고려하지 않았다. 또한, 주당 장부가치의 계산식과 형평을 고려하여 주당순이익 계산 시 보통주로 희석될 수 있는 증권(전환사채 등)은 분석에서 제외하였다. 이론적으로는 장부가치도 보통주에 귀속되는 장부 가치를 구해야 한다. 하지만 장부 가치를 보통주와 우선주에 관한 것으로 구분하는 것이 현실적으로 불가능하다. 우선주의 비중이 그다지 크지 않은 우리나라 상황에서 우선주의 가격이 보통주의 가격과 밀접한 관계에 있다는 점을 감안하면 우선주에 귀속되는 장부가치와 보통주에 귀속되는 장부 가치를 구분하지 않고 장부 가치를 결산일 현재의 주식 1주당 장부가치로 측정하더

라도 큰 문제는 없을 것으로 판단된다.

또한 주당 순이익은 변화가 특히 심하여 2012년의 1,754.40 투그릭에 비해 2011년도에 경제성장 시기에 기업의 순이익이 가장 높은 수준을 보였으며 회계순이익은 증권시장의 유통을 증가시켜 주식 거래가 잘 진행됨과 관련이 있다고 주장한다. 2014년도에 주당순이익은 가장 높고 및 11,249.93 투그릭에 달한 것은 기타 년도와 비교하면 상당히 높은 수준이다. 그리고 해당 년도에 주당장부가치 관련성의 평균주가가 상대적으로 고정한 상태에 있었으며 경기상승기 때 상승하고 경기하강기에 내려하고 있음을 볼 수 있다.

<표 4-2> 경제 상황별 표본의 기술통계

경제 상황		평균			PER	PBR
		PRICE	EPS	BPS		
경기상승기	2010-2011년	2,587.36	230.88	658.78	11.21	3.93
경기하강기	2012-2015년	2,024.18	3,288.4	842.45	0.62	2.40
회복기	2016-2017년	732.33	72.71	471.38	10.07	1.55
평균		1,842.01	1,720.1	703.76	28.38	2.57

PRICE : 회계연도 말 12월 31일 종가

EPS : 주당순이익으로 12월말 당기순이익을 평균발행주식수로 나누어 산출

BPS : 주당장부가치로 12월말 장부상 순자산을 평균 발행주식수로 나누어 산출

PER : 주가이익비율로 PRICE를 EPS로 나누어 산출

PBR : 주당장부가치비율로 PRICE를 BPS로 나누어 산출

4.2. 상관관계 분석

그 다음 경제 상황별로 분류하면 2010-2011 경기상승기, 2012-2015년은 경기하강기, 2016-2017년은 회복기/ 표 4-2/ 와 같다. 경제적 상황별로 각 변수의 변동을 살펴보면 2011년도 즉 경기상승기에 평균 2,587.36 이었다면 경기하강기 때 2,024.18 투그릭 되어 감소되었으며 2016-2017 년도에 증권

시장 평균 주가가 많이 감소된 것을 볼 수 있다. 하지만 /표4-1/에서 연도별 기술통계에서 보면 증권시장에서의 주식의 평균 주가는 2017년도에 회복하기 시작한 시기이었기에 회복기에 포함되었었다. 우리나라 자산시장 기타 선진국과는 뒤에서 가고 있어서 경제적 지수를 보면 상대적으로 안정적이지 아니한 것을 볼 수 있다.

<표4-3> 경제 상황별 변수간의 상관관계 (피어슨 상관계수)

경제상황	기간	변수명	PRICE	EPS	BPS
경기상승기	2010-2011년	PRICE	1.0000		
		EPS	-0.1306	1.0000	
		BPS	0.5473	0.7582	1.0000
경기하강기	2012-2015년	PRICE	1.0000		
		EPS	-0.0558	1.0000	
		BPS	-0.8436	-0.3672	1.0000
회복기	2016-2017년	PRICE	1.0000		
		EPS	0.9367	1.0000	
		BPS	0.9989	0.9192	1.0000

PRICE: 회계연도말 12 월 31 일 종가

EPS:주당순이익으로 12월말 당기순이익을 평균발행주식수로 나누어 산출

BPS:주당장부가치로 12월말 장부상 순자산을 평균 발행주식수로 나누어 산출

PER:주가수익률로 PRICE를 EPS로 나누어 산출

PBR:주당 주가 장부가치 비율로 PRICE를 BPS로 나누어 산출

<표 4-3> 경제상황별 변수간의 상관관계 분석에서는 2010-2011년도의 호황기에는 EPS 와 PRICE의 상관계수가 상대적으로 반대 내용을 보인 것은 주식시장 평균 주가에 경제적인 이익이 없으며 -0.1306 및 회귀관계로 나온 것은 2011년은 2010년도와 비교할 때 급격하게 성장함과 관계가 있다고 볼 수가 있으며 이는 기업의 평균 이익 수준과 상관이 없는 경제 개발 상승 시기에 기타 값에 영향을 미치는 요인 /Macro경제/의 주당경제순수익 보다 많이 영향을 줌으로 주식시장 평균 주가가 인상되었다고 해석할 수 있다. 원래 경제가 안정적으로 개발하고 있을 때의 평균주가에 영향을 주는 주가를 따라 경제 순 수익률도 같이 인상해 가는 것은 정상적인 모습이다. 이러한 경제적

과정을 경제 상황별 변수간의 상관관계 및 <표 4-3>에서 보면 호황기에는 증권거래 시장에서의 평균 주가는 주당 회계순이익과 장부가치 관련성의 경우 경기의 하강기 보다 높은 지수를 보이고 있다. 이것은 경제 회복기에 더 높은 지수 및 EPS와 PRICE 관계 관련성은 0.9367 또한 BPS 와 PRICE 관계 관련성은 0.9989 되었다.

4.3 산업특성별 기술통계

우선 몽골 표준산업분류를 기준으로 분석한 기초적인 산업별 기술통계를 나타내면 <표 4-4> 과 같다.

<표 4-4> 산업별 기술통계

업종	보조업종	산업명	표본수	평균			PER	PBR
				PRICE	EPS	BPS		
A		농업, 임업, 낚시, 사냥						
B		광산 개발	6	6,266.14	17,541.14	12,967.63	0.36	0.48
	5	생석탄 개발		6,266.14	17,541.14	12,967.63	0.36	0.48
C		가공업	8	2,460.91	108.02	979.10	22.78	2.51
	10	식품 생산		5,026.82	356.56	2,055.17	14.10	2.45
	11	음료 생산		2,856.37	68.89	938.47	41.46	3.04
	13	바느질 생산		8,764.88	1,158.00	7,151.63	7.57	1.23
	15	가죽 및 가죽 생산품		13,151.25	1,387.82	22,880.69	9.48	0.57
	23	비쇠 부품 생산		107.09	2.80	105.75	38.19	1.01
	24	철공장		124.19	(4.28)	104.76	28.99	1.19
G		도매 및 소매업, 차량, 오토바이 수리	2	809.15	20.66	304.14	39.16	2.66
I		호텔, 주택, 식당	2	256.88	30.93	346.23	8.30	0.74
J		정보통신						

	61	전기통신	1	1,622.25	17.70	1,219.22	91.66	1.33
K		금융 및 보험업	1	2,350.13	50.03	818.61	46.97	2.87
		전체	20	1,842.01	1,720.11	703.76	28.38	2.57

연구 대상 TOP20 기업의 산업 종류 및 산업특성을 살펴보면 광산업 6개 업체 총 기업수량의 30%, 가공업 기업 8 개 업체 총 기업수량의 40%, 매매업 2 개 업체 총 기업수량의 10%, 서비스산업 2개 업체 총 기업수량의 10%, 통신업1 개 업체 총 기업수량의 5%, 금융 산업 1 개 업체 총 기업수량의 5%를 각각 차지하고 있다. 상기 수량을 보면 몽골 증권거래소에 등록된 218 개의 기업 중 선택한 TOP 20 기업은 몽골경제 상황에 커대한 영향을 주는 대기업들이다. 대다수가 광산업과 가공 산업임을 볼 수 있다.

<표 4-4> 광산업의 재취 분야 경우 시장 경제에서의 주가 가장 높은 수준인 6266.14 투그릭의 지수를 보인 것도 본 분야가 성장되고 있는 산업임을 보여 주고 있다. 또한 몽골 가공 산업 분야에서 가죽, 가죽제품 가공 산업이 경제 시장에 주가 금액은 가장 높은 기준 13,151.25 투그릭이며 바느질 산업이 8,764.88 투그릭인 것은 몽골의 가축을 기대하여 가공공장 즉 가공 산업이 성장적으로 발달하여 그 만큼 증권시장에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 그런데 광산업보다 2.5 배로 적은 수준에 있는 것이 광산업이 최근 들어 많이 발달되고 있음을 볼 수 있다. 또한 주당 평균 순이익은 광산업 경우 17541.14 투그릭, 주당 장부가치가 가장 높은 12967.63 투그릭이다. 주당 장부가치 관련성이 주가에 가장 많이 영향을 줄 수 있는 요인임을 볼 수 있으며 산업특성 즉 산업의 순이익은 산업 성과와 응하여 나온 결과라 설명할 수 있다. 본 지수를 보면 몽골의 경우 광산업 그 중 생석탄 재취는 경제시장을 정의할 만큼 영향이 있으며 본 분야가 증권거래소와 투자자들의 호기심을 많이 끌고 있다. PER는 정보통신 산업이 91.66으로 가장 높게 나왔지만 순이익과 비교하면 가치관련성에 그렇게까지 좋은 영향을 주지 않았다고 하긴 그렇다. PBR의 경우, 통신 산업과 금융 산업이 가치관련성이 높은 지수를 보이지만 이는 금융서비스, 통신 산업의 특성상 신규 기술, 기계 구입 새로운 제품

생산과 관련한 유형 자산이 그 만큼 높아 투자자들의 거기에만 투자하기 때문이라고 해석할 수밖에 없을 것이다.

4.4 시장 평가 및 산업특성의 표본 비교 기술통계

<표 4-5> 시장 평가 및 산업특성의 표본 비교 기술통계

증권거래 시장 분류	시장 평가 및 산업특성	표 본 수	평균			PER	PBR
			PRICE	EPS	BPS		
I 분류	대기업: 1천억 투그릭 미만의 경제시장의 평가로 금년에 5백억 투그릭 미만 정도의 매장량을 보이고 아니면 1백억 투그릭 미만이 아닌 순이익을 얻어야 한다. 총 주식의 25프로 이상의 지분을 대중에 제안했어야 하며 아니면 해당 업체의 주식의 상반기 거래로 증권거래소를 통해 주식발행 주가 금액의 5% 미만이 아닌 정도를 거래해야 한다는 요구를 충족시켜야 한다는 기준이 있다.	7	3,677.91	3,577.17	3,569.59	1.03	1.03
II 분류	중소기업: 1십억 투그릭 그 이상의 시장경제 평가를 받고 1억 투그릭 그 이상의 이익을 보이고 총 주식의 25% 그 이상을 대중에게 공지해야 한다는 요구조건을 충족시켜야 한다.	13	1,104.41	10.70	470.03	103.18	2.35
전체		20	1,842.01	1,720.11	703.76	28.38	2.57

PRICE: 회계 연도 말 12 월 31 일 종가

EPS: 주당순이익으로 12월말 당기순이익을 평균발행주식수로 나누어 산출

BPS: 주당장부가치로 12월말 장부상 순 자산을 평균 발행주식수로 나누어 산출

PER: 주가수익률로 PRICE를 EPS로 나누어 산출

PBR: 주당 주가 장부가치 비율로 PRICE를 BPS로 나누어 산출

몽골 중앙 증권거래소 경우 거래소에 등록되어 활동하는 기업들을 3가지로 나누는데 본 기업들의 경제적인 평가와 재산시장에 그 자리가 확정되었고 순이익 정도 등으로 또 3 가지로 나누며 대기업, 중소기업, 소기업이라고 나누어 볼 수 있다. 그런데 본 연구의 대상 기업으로 몽골 중앙 증권거래소에 등록된 TOP-20 기업을 대상으로 하였기 때문에 소기업을 포함시키지 않았다. 그 이유는 TOP-20 기업은 주로 대기업, 중소기업으로 구성되고 <표 4-5>에서 보면 TOP-20 기업의 7개 기업 및 35%는 거대한 산업을 갖고 있는 기업들이고, 13개 기업 즉 65%는 중소기업이었다. 또한 <표 4-5>에서 보면 평균 주가 금액이 대기업일 경우 3,677.91 투그릭으로 가장 높고, 중소기업은 감소된 수준을 보였다. 그리고 주당 순이익도 대기업일수록 높고 중소기업일수록 낮았다. 상대적으로 PER는 서비스업 등이 제일 높게 103.18 나타나 경영성과에 비해 주가가 과대평가 되었을 가능성이 높아 보이고, PBR의 경우에도 상대적으로 높게 평가 되고 있다고 볼 수 있다.

대기업 경우 증권시장에서의 주가 평균 금액은 주당 순이익과 주당장부 가치로부터 관련하여 상승되고 있음을 볼 수 있으며 투자자의 결정에 회계 수익과 장부가치의 정보 또한 해당 기업의 대기업인지 아니면 중소기업인지 를 기타 회계의 안정적 지수들이 중요하다는 것을 볼 수 있다. 중·소기업 경우 자산시장에서 거래가 적으니 주당 순이익이 대기업과 비교하면 낮은 것은 중소기업의 수익 및 사업성과가 그리 좋지 않았다고 <표 4-5>에서 예측할 수 있다.

<표 4-6> 산업특성별 변수간의 상관계수

	변수	PRICE	EPS	BPS
I 분류 - 대기업	PRICE	1.0000		
	EPS	(0.0288)	1.0000	
	BPS	0.7631	0.4820	1.0000
II 분류- 중소기업	PRICE	1.0000		
	EPS	0.9409	1.0000	
	BPS	0.9539	0.9886	1.0000
전 체	PRICE	1.0000		
	EPS	0.1541	1.0000	
	BPS	0.8118	0.4381	1.0000

PRICE: 회계 연도 말 12 월 31 일 종가

EPS: 주당순이익으로 12월말 당기순이익을 평균발행주식수로 나누어 산출

BPS: 주당장부가치로 12월말 장부상 순 자산을 평균 발행주식수로 나누어 산출

PER: 주가수익률로 PRICE를 EPS로 나누어 산출

PBR: 주당 주가 장부가치 비율로 PRICE를 BPS로 나누어 산출

<표 4-6>에서 산업특성별 표본의 상관계수에서 특징을 살펴보면 중소기업 등에서 EPS와 PRICE의 상관계수가 0.9409으로 상당히 낮으며 이는 증권 시자의 평균 주가 EPS 및 순이익은 직접적 관련성이 있으며 투자자들은 기업의 주식을 구입하는 데 회계 순이익 회계 정보는 주요 원인이 된다. 반대로 대기업일수로 증권시장의 평균 주가에 영향하는 원인은 회계순이익과 장부가치 관련성이 낮다는 것이다.

4.5 경제상황/산업특성에 따른 가치관련성 평가

본 연구에서 회계정보의 가치 관련성의 분석을 위하여 사용된 세 가지 회귀모형을 전체 및 경제상황/산업특성에 따라 적용한 결과는 <표 4-7>과 같다.

4.5.1 전체 기업에 대한 실증분석결과

먼저 전체기업을 대상으로 통합회귀분석 결과는 <표 4-7>의 패널 A에 제시되었다. 세 가지 연구모형 전부 이익 및 장부가치의 회귀계수는 예상대로 양의 부호를 보였으며 이들 회귀계수에 관한 t 값도 5% 미만의 유의 수준에서 전부 통계적으로 유의적인 것으로 나타났다. 또한 모형1에서의 EPS에 대한 계수가 0.367이고 BVPS에 대한 계수가 0.277로 나타나고 있으며 이는 BVPS보다 EPSS가 더 많은 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다.

〈표 4-7〉 전체 및 경제상황, 산업특성에 따른 회계정보의 가치 관련성 비교

구분	(1)번 모형			(2)번 모형		(3)번 모형		가치 관련성 비교		
	$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it} + \alpha_2 BVPS_{it} + \varepsilon_{it}$			$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$		$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BVPS_{it} + \varepsilon_{it}$				
	α_1	α_2	Adj R ² _T (A)	β_1	Adj R ² _{EPS} (B)	γ_1	Adj R ² _{BPS} (C)	$R^2_{incrEPS} (=A-C)$	$R^2_{incrBPVS} (=A-B)$	$R^2_C (=B+C-A)$
Panel A - 전체 기업										
전체	0.367 (5.3)	0.277 (19.8)	0.253	1.237 (19.4)	0.145	0.324 (29.5)	0.246	0.007	0.108	0.138
Panel B - 경제 상황별										
① 2010~ 2011년	0.476 (4.842)	0.104 (5.316)	0.342	0.879 (13.316)	0.291	0.177 (13.632)	0.283	0.059	0.051	0.232
② 2012~ 2015년	1.891 (9.737)	0.272 (9.053)	0.225	3.081 (19.158)	0.197	0.472 (18.579)	0.203	0.022	0.028	0.175
③ 2016~ 2017년	0.295 (2.263)	0.318 (12.737)	0.263	1.243 (9.316)	0.119	0.350 (17.000)	0.259	0.004	0.145	0.115
Panel C - 산업특성별 (기업의 규모)										
a. I - 대기 업 (7개)	0.530 (3.789)	0.317 (12.632)	0.291	1.869 (17.789)	0.211	0.390 (23.474)	0.284	0.007	0.080	0.204
b. II - 중소 기 업 (13개)	0.358 (4.11)	0.184 (10.47)	0.214	0.829 (9.68)	0.113	0.221 (14.37)	0.198	0.016	0.101	0.097

모형의 주가 설명력을 표현하는 수정된 R²의 값도 (1)번 모형 0.253, (2)번 모형 0.145, 그리고 (3)번 모형에서는 0.246을 나타내어 회계정보인 이익 및 장부가치가 기업 가치를 설명하기 위한 쓸모 있는 변수임을 보여 준다. 모형이 이익과 장부가치의 가치 관련성의 비교를 위해 증분설명력의 개념을 도입하여 분석하였고, 이익의 증분설명력은 0.007, 장부가치의 증분설명력은 0.108, 이익의

증분설명력보다 장부가치의 증분설명력이 상대적으로 높게 나타나고 있다.

4.5.2 경제상황에 따른 실증분석결과

경제상황에 따른 회계정보의 상대적 주가 관련성 측면에서 볼 때 하강 기에는 전반적으로 손실이 발생하는 기업이 증가하므로 장부가치의 주가 설명력이 이익 수치보다는 상대적으로 높고, 회복기에는 이익의 주가설명력이 상대적으로 높을 것이라고 예측된다. 이에 대해 분석한 결과는 〈표 4-7〉의 패널 표에 제시되어 있으며 전반적으로 이러한 예상과 일치하는 모습을 보이고 있다. 세 가지 모형 모두 회귀계수는 양의 부호를 나타냈고, 이들 회귀 계수에 대한 t 값도 5% 미만의 유의수준에서 전부 유의적인 것으로 보여 경제상황에 따른 구분에도 불구하고, 이익 및 장부가치는 주가와 유의적인 관련성을 지니고 있다. 이를 경제상황에 따라 나누어 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 2010~2011년의 회복기 시기에는 조정된 결정계수의 값이 이익 및 장부가치의 주가설명력이 비슷한 것으로 드러났다. 특히 다른 시기에 비교했을 때 회계정보의 주가설명력이 낮은 것으로 보이는데, 이러한 결과는 2010년대 후반에 비해 2011년대 초반에 우리나라 주식시장에서 주가에 영향을 미친 다른 여러 요인보다 상대적으로 회계정보의 유용성이 낮았던 시기였다고 보여진다.

둘째, 2012~2015년의 하강기 시기에는 조정된 결정계수의 값이 있어 이익의 주가설명력이 다른 시기에 비해 제일 낮았고 유일하게 장부가치의 주가설명력보다 이익의 주가설명력이 높게 나타난 시기이다. 또한 (1)번과 (2)번 모형의 이익에 관한 회귀 계수도 다른 시기에 비해 두드러지게 높아진 것을 알 수 있다. 이 시기에는 장부가치의 증분설명력보다 이익의 증분설명력이 높게 나타났는데 이는 회복기에는 투자자들의 미래 이익에 관한 낙관적인 평가로 이익에 대한 기대가치 높을 것으로 보인다.

셋째, 2016~2017년의 회복 시기에는 조정된 결정계수의 값이 특이한 점은 이익의 주가설명력이 뚜렷이 떨어졌다는 것이다. 이러한 결과는 하강기에는 상대적으로 장부가치의 주가설명력이 이익의 주가설명력보다 높

게 나타날 것으로 예측한 것과 일치한다. 구체적인 이유로는 회복기에 대부분 기업들이 단기 손실을 기록하였기 때문에 상대적으로 기업의 본질적인 가치를 드러내는 장부가치가 보다 쓸모 있는 정보의 성격을 지니기 때문일 것으로 보인다.

〈표 4-8〉 연도별 가치 관련성 분석

구분	(1)번 모형	(2)번 모형	(3)번 모형	가치관련성 비교		
	Adj R ² _T	Adj R ² _{EPS}	Adj R ² _{BVPS}	R ² _{incrEPS}	R ² _{incrBVPS}	R _c ²
2010	0.152	0.105	0.153	-0.001	0.047	0.106
2011	0.195	0.182	0.125	0.007	0.013	0.112
2012	0.313	0.291	0.289	0.024	0.022	0.267
2013	0.266	0.251	0.238	0.028	0.015	0.223
2014	0.369	0.356	0.313	0.056	0.013	0.3
2015	0.394	0.098	0.284	0.11	0.296	-0.012
2016	0.312	0.098	0.284	0.028	0.214	0.07
2017	0.307	0.137	0.299	0.008	0.17	0.129
회복	0.253	0.145	0.246	0.007	0.108	0.138

마지막으로 2017년에는 회복 시기에 장부가치의 주가설명력보다 이익의 주가설명력이 낮지만 위기 기간에 비해 다시 증대한 모습을 보이고 있다. 한편 연도별로 나누어 회계정보의 가치 관련성의 변화에 관한 부가적인 분석 결과는 〈표 4-8〉에 나타나 있다. 위 〈표 4-8〉에서 살펴보면 이익의 증분설명력은 회복기인 2014년까지는 증가하다가 그 이후에 계속 하락하는 것을 알 수 있는데 이는 회복기에는 이익의 주가설명력이 높고, 하강기에는 이익의 주가설명력이 낮다는 사실을 보여준다.

한편 장부가치의 증분설명력은 회복기에 낮고 하강기에 같이 낮고 회복기에 증가하고 있는 것으로 나타난다.

4.5.3 산업특성에 따른 실증분석결과

산업 각각의 특유한 산업 효과가 존재할 수 있기 때문에 전체 표본기업을 산업 특성별로 분류한 경우에도 회계정보의 가치관련성이 일관되게 나타나는지에 관해 분석한 결과로 <표 4-7>의 패널 C에 제시되었다. 앞에서 분류한 I-대기업 (표본 수 7개), 분류 II-중소기업 (표본 수 13개)에 따라 구분하여 분석결과는 다음과 같다:

첫째, 대기업 경우 (1)번 모형의 이익의 회귀계수가 (1)번 모형 0.291, (2)번 모형 0.211, 그리고 (3)번 모형에서는 0.284으로 통계적인 유의성도 없다. 지수적인 주가는 (1) 모형에 0.291, 중소기업과 비해 0.077로 높게 나타났다. 본 지수는 대기업은 중소기업과 비해 산업특성 가치관련성과 장부가치 관련성 및 회계정보 보다 관련성이 높지만 일반적으로 회계정보보다 외부 경제 여건과 연관된 다른 변수가 주가에 영향을 더욱 많이 미치기 때문에 이에 기인된 결과일 수 있다.

둘째, 중소기업의 경우 모형별 설명력인 조정된 결정계수 값을 보면 (1)번 모형 0.214, (2)번 모형 0.113, 그리고 (3)번 모형에서 0.198의 값을 보인다.

<표 4-9> 산업별 · 분류별 가치 관련성 분석

분야	업종	분류	표본수	(1)번 모형 Adj R ² _T	(2)번 모형 Adj R ² _{EPS}	(3)번 모형 Adj R ² _{BVPS}	가치 관련성 비교		
							R ² _{incrEPS}	R ² _{incrBVPS}	R _c ²
B	광산업								
	생석탄 재취	I	1	0.156	0.057	0.165	0.009	0.098	0.066
	생석탄 재취	II	5	0.309	0.183	0.302	0.007	0.126	0.176
C	가공공장								
	식품생산	I	2	0.264	0.112	0.261	0.004	0.152	0.108
	식품 생산	II	1	0.211	0.154	0.186	0.024	0.057	0.129

	음료 생산	I	1	0.416	0.242	0.415	0.001	0.174	0.242
	바느질 생산	I	1	0.338	0.235	0.324	0.014	0.103	0.221
	가죽 생산품	I	1	0.115	0.142	0.075	0.040	0.027	0.102
	철강 아닌 물질 생산	II	1	0.061	0.075	0.039	0.022	0.014	0.053
	철 및 철강 수공 산업	II	1	0.204	0.169	0.089	0.115	0.035	0.054
G	소매, 도매, 오토바이 수리	II	2	0.184	0.151	0.158	0.026	0.034	0.125
I	호텔, 주택, 공동식당 용역	II	2	0.093	0.096	0.003	0.091	0.003	0.005
J	통신 전자 통신	II	1	0.200	0.066	0.145	0.055	0.134	0.011
K	금융 및 보험 산업 유가증권 거래 및 기타 산업	I	1	0.309	0.078	0.306	0.003	0.231	0.075
	총계		20	0.253	0.145	0.246	0.007	0.108	0.138

이러한 분석결과에 따르면 시장에서 투자자들이 중산업의 경우 소 산업에 비해 미래성장 가능성을 높이 평가되고, 회계정보인 장부 가치 및 이익은 미래성장성과 그에 따른 미래 기대이익을 중소기업에 비하여 잘 대변하고 있다고 판단된다. 이렇게 산업특성별로 회계정보의 가치 관련성이 다르게 나타나는 분석결과를 살펴볼 때 경제상황의 변화로 외부 경제여건이 주가에 끼치는 영향이 산업별로 상이함을 판단할 수 있다.

<표 4-9> 는 전체 분석 대상기업을 몽골표준 산업분류를 기준으로 부가적인 분석을 수행한 결과이다. 여기서 산업특성은 I) 대기업 는 광산업 6개 기업 중 1개 기업은 규모가 크며 가공공업 분야의 8 개 기업 중

5개 기업은 대기업에 속하여 금융 분야 1 개 기업은 큰 산업 기업에 포함되고 있다. 남은 B) 중소기업이 포함되어 있다. <표 4-9>에서 보면 A) 대기업의 관련성 지수는 회계 순이익과 장부 가치보다 B) 중소기업 관련성 설명력이 더 높으며 광산 재취 및 바느질 가공공장, 금융 산업의 설명력은 이익과 장부 가치는 다른 분야보다 높게 나타났으며 이는 해당 분야는 경제적 우수분야가 맞는지를 그의 관련성에 영향을 주는 회계정보에만 명심하게 되게 만드는 것을 볼 수 있다.



V. 결 론

5.1 연구결과 요약

본 연구는 경제 환경이 변화하는 상황에서 회계정보를 이용하는 사람들에게 기업가치 평가에 관한 최소한의 판단기준으로서의 회계정보의 가치 관련성을 Ohlson 모형을 활용하여 실증분석 하였다. 이를 위해 가장 대표적인 회계정보인 이익 및 장부가치가 2010년부터 2017년까지의 8년 간 경제 상황과 산업특성에 따라 어떻게 기업가치에 영향을 미치는지 분석하였다.

본 연구의 주요 실증분석 결과로는, 첫째, 이익과 장부가치가 시간의 경과에 따라 다르게 영향을 주는 것으로 나타났고, 매우 유의적으로 주가를 설명하는 것으로 나타났다. 그리고 산업특성에 따라 이익과 장부가치가 예 다르게 영향을 주는 것으로 확인되었다.

둘째, 경제상황 및 산업특성에 따라 분류한 표본에서도 동일한 결과를 얻었고, 전반적으로 이익의 주가설명력보다 장부가치의 주가설명력이 우월한 것으로 확인되었다. 해당 각 연도별 주가설명력은 순이익의 경우 상대적으로 불안정적인 상태였으며 장부가치는 주가설명력이 더 고정적인 것으로 나타났다.

셋째, 시간의 경과에 따른 장부 가치의 주가설명력은 경제 상황에 따른 분석의 경우 하강기에는 장부가치의 설명력이 상대적으로 높고 회복기에는 이익의 주가설명력이 높게 나타났다.

넷째, 산업특성에 따른 분석에서는 일반적인 예측과는 달리 대기업의 경우 이익이나 장부가치의 주가 설명력이 뚜렷이 증가하였다. 이는 대기업에서는 현재 투자에 관한 미래이익과 성장잠재력을 높이 평가하고 현재 이익에 관한 미래 기대이익도 중소기업에 비하여 높게 나왔다. 여기서 보면 투자자들의 관심은 대기업의 발행 주식에 명시되고 있으며 어떤 경우 당기에 높은 이익을 얻을 호기심이 있는 투자자들은 중소기업의 발행 주식에 투자를 하는데 그는 큰 위기를 보이기도 한다.

본 연구는 주가를 설명함으로써 경제상황이나 산업특성과 관계없이 일관된 회계정보의 가치 관련성을 드러냄으로써 주가와 회계정보 사이의 직접적인 연결고리를 발견하였으며, 회계정보 중 이익 및 장부가치의 상대적 중요성은 경제실황과 산업특성에 따라 달라진 것으로 볼 수 있었다.

5.2 연구의 시사점과 한계점

첫째, 주가는 현재의 장부가치 및 미래의 기대초과이익의 합이라는 이론적 잔여이익모형을 이익 및 장부 가치로 설명되는 단순화 모형(1995)을 사용하여 가치 관련성을 검증하였다. 하지만 이는 몽골 국가처럼 재산시장 규모가 좁은 나라 경우 주가를 설명할 수 있는 회계 순이익과 장부 가치 등 기타 선진국과 비교해 매우 중요한 정보이지만 투자자들의 허위정보의 위기에 빠질 수 있는 한계점이 있을 수 있다.

둘째, 주가에 영향을 주는 요인으로 외부경제 환경 혹은 기타 변수가 발생할 수 있는데 본 연구에서는 이것을 고려하지 않았다. 그런데 몽골 경제 성장에 영향을 주는 주요 분야인 광산업은 경제의 마크로 요인보다 해당 분야에서의 정부결정서로 직접적인 연관이 있는 것은 본 관련성을 계산하여 분석할 때 더 구체적으로 보일 수 있는 측정이 있다.

셋째, 경제 환경과 산업특성을 분류하는데 있어 주관적 판단이 개입되었을 가능성이 있기 때문에 이러한 구분이 이 연구결과에 영향을 미칠 가능성성이 있음을 염두에 두어야 한다.

참 고 문 헌

1. 한국, 몽골 문헌

- 강효석, 이원희, 조장연. (1997). 기업가치평가론 , 홍문사
경제 상황 편집 2010-2017
- 김수영, 김문철, 손성규, 최관, 한봉희. (2010). 자본시장에서의 회계정보 유
용성, 신영사
- 김연용. (2014). “부채의 특성이 회계정보의 기업 가치 관련성에 미치는 영
향”, 회계연구, 19, 1-21.
- 김정옥. (2010). “부채와 회계정보의 가치 관련성: 금융기관차입금과 일반
부채를 중심으로”, 35,1-31.
- 김문철. (1994). “신규공모주식의 발행가격 결정에 있어서의 회계정보의 역
할,” 회계학연구 제19호. 12, pp. 73-102.
- 곽수근, 송혁준. (2003). “경제상황 및 산업특성에 따른 회계정보의 주가관
련성의 차이에 관한 연구”, 회계정보연구, 21, 1-24.
- 목남희, 송동섭. (2016). “국제회계기준 도입에 따른 중소기업의 가치 관련
성에 미치는 연구”, 69,1-22.
- 송인만. (1989). “회계이익과 매출액의 상대적인 정보가치에 대한 실증적
연구”, 증권학회지 제 11 호 :79-84 1994. 12, pp. 73-102.
- 신승묘. (1996). “주식가치평가에 있어 회계정보의 유용성에 관한 연구,” 회
계학연구 제21권 제4호, 12, pp. 21-46.
- 장옥화. (2011). “회계정보 주가설명력의 산업별 차이분석”,회계연구,16,
125-159.
- Suren," khurungiin zakh zeel. (2012) “UTTHT”LLC
“Zakhzeel”.

2. 국외문헌

- Collins, D. W. M. (1999). Pincus and H. Xie, "Equity valuation and negative earnings: the role of book value of equity," *The Accounting Review*, (pp. 29–61).
- Easton, P. M. and T. S. Harris. (1991). Empirical evidence on the relevance of earnings and book value of owners equity in security valuation, *Working Paper*, Columbia University
- Ohlson, J. A. and G. A. (1995). Feltham, "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, (pp. 689–731).
- Ohlson, J. A. (1995). "Earnings, book values, and dividends in equity valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, (pp. 661–687).
- Ohlson, J. A. (1991). "The theory of value and earnings, and an introduction to the Ball–Brown analysis," *Contemporary Accounting Research*, (pp. 1–19).
- Ohlson, J. A. (1998). and X. J. Zhang, "Accrual accounting and equity valuation," *Journal of Accounting Research*, Vol. 36 Supplement, (pp. 85–111).
20. Ohlson, J. A. (1983). price– earning ratios and earning capitalization under uncertainty, *Journal of Accounting research* Spring,:
Ohlson, J. A. (1990). A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings *Contemporary Accounting research*, Vol.6:648–676
- Ohlson, J. A. (1991). The theory of value and earning, and an introduction to the Ball–Brown analysis, *Contemporary Accounting Research* , Vol.8:1–19

- Ohlson, J. A. (1993). "Earnings, book values, dividends in security valuation", Working Paper, Columbia University, October
- Ohlson, J. A and S. H. Penman. (1993). Financial statement analysis and the evaluation of market - to -book ratios ,Working paper, University of California at Berkeley
- Penman, S. H. (1991). An evaluation of accounting rate -of- return , Journal of Accounting, Auditing and finance: 233-256.

<웹사이트>

몽골증권법.2002.<http://www.legalinfo.mn/>

몽골용감독원 <http://www.frc.gov.mn/>

몽골증권거래소 www.mse.mn/

데이터 자료 <http://www.finance.yahoo.com/>

몽골국가통계청 <http://www.nso.mn/>

몽골은행 <http://www.mongolbank.mn/>

재무 자료 <https://e-balance.mof.gov.mn>

ABSTRACT

Accounting Information by Company Characteristics A Study on Value Relevance —Mainly in Mongolia listed companies—

Zol, za-ya

Major in Accounting

Dept. of Business Administrarion

The Graduate School

Hansung University

This study studied the value relation of accounting information according to the characteristics of the company. This study analyzes whether the value relevance of accounting information differs according to industrial characteristics and economic conditions using Ohlson's model.

This study reviews the existing literature on the Mongolian stock market and compares the top 20 companies in Mongolia.

The analysis results of this study are as follows.

First, we can see that profits and book value affect differently over time. It appears to explain the stock price very significantly. Or, earnings and book values have different effects on stock prices, depending on industry characteristics.

Second, the same results were obtained in the sample classified according to economic conditions and industrial characteristics. Overall, the book value of book value was superior to that of profit. For each year, the share price explanatory power was relatively unstable in the case of net profit and the book value was more fixed.

Third, book value explanatory power of book value over time has been relatively high in the down period, and the stock price explanatory power of profit is high during recovery.

Fourth, Contrary to the general expectations, the analysis of the industrial characteristics showed that the explanatory power of the stock price of profit or book value of large companies increased significantly. Large companies highly value future profits and growth potential for current investments, and their future expected profits are also higher than that of SMEs. Investors' interests are clearly indicated in the stocks of large corporations, and in some cases, investors who are curious to get high profits in the short term invest in the stocks of small and medium-sized enterprises, which is a big crisis.

This study identified the direct link between accounting information and stock price by presenting value relations of accounting information that is consistent regardless of economic situation or industry characteristics. It was confirmed that this may vary depending on the economic situation and industrial characteristics.

【KeyWords】 value relation of accounting information, industrial characteristics, economic conditions