

세무회계저널
제17권 제1호 2016년 2월 pp.161~180
한국세무학회

본사의 입지가 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향

오웅락* · 김이배**

<요 약>

본 연구는 기업의 입지가 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향을 검증하고자, 수도권기업, 광역시기업과 비광역시기업 간에 회계정보의 주가관련성에 차이가 있는지를 분석하였다.

본 연구는 이를 검증하기 위해서 2011년부터 2014년까지를 연구기간으로 하고 6,992개 기업/연도의 상장기업을 전체표본으로 사용하였고, 전체표본 6,992개 중에서 자료수집이 불가능하거나 자본잠식 및 극단치 기업들을 제외한 최종표본기업 6,056개 기업/연도를 분석하였다. 또한 기타정보를 제외한 Ohlson(1995)모형에 본사의 입지정보에 대한 더미변수 및 상호작용항을 포함한 연구모형을 사용함으로써, 본사의 입지와 회계정보의 주가관련성의 연관성을 검증하고자 하였다.

본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 수도권기업과 비수도권기업의 회계정보의 주가관련성 차이를 분석한 결과, 비수도권기업의 회계정보의 주가관련성이 수도권기업의 경우보다 높은 것으로 나타났다. 이는 지리적 한계를 극복하고 달성한 수도권기업의 재무성치가 주식시장에서 비수도권기업의 동일한 재무성과보다 높게 평가되었다고 해석할 수 있다.

둘째, 광역시기업과 비광역시기업(비수도권)의 회계정보의 주가관련성 차이를 분석한 결과, 광역시기업의 회계정보의 주가관련성이 비광역시기업의 경우보다 낮은 것으로 나타났다. 이는 동일한 비수도권기업 내에서도 조세혜택의 우위를 갖고 있는 비광역시기업의 재무성치가 미래의 이익흐름 측면에서 광역시기업보다 더 높게 평가되었다고 볼 수 있다.

본 연구는 수도권기업과 비수도권기업, 광역시기업과 비광역시기업의 차이에 따라 회계정보의 주가관련성에 차이가 있음을 보여줌으로써, 본사의 입지정보가 회계정보의 주가관련성에 영향을 미침을 보여주었다는데 의의가 있다.

<주제어> 본사의 입지, 비수도권기업

* 숭실대학교 회계학과 부교수, oor@ssu.ac.kr, 주저자

** 덕성여자대학교 회계학과 부교수, kyibae@duksung.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

중앙정부와 지방정부는 「국가균형발전특별법 및 시행령」에 근거하여 수도권기업¹⁾이 지방(비수도권)으로 이전할 경우에 입지보조금, 투자보조금 등을 지원해주고 있다.²⁾ 또한 「조세특례제한법 및 시행령」에 의해 수도권 과밀억제권역 소재 기업이 본사 및 공장을 비수도권(광역시 제외)으로 이전할 경우에 중앙정부는 장기간동안 조세감면³⁾을 해주고 있다. 반면에 수도권 과밀억제권역에서 사업을 시작하려는 기업에 대해서는 지방세를 중과하는 등의 억제정책을 취하고 있다. 이러한 수도권기업의 지방이전에 대한 중앙정부의 지원정책 이외에도 지방정부의 지원정책으로 이전기업은 물론 토착기업의 경우에도 많은 지원혜택을 받고 있다. 이처럼 많은 지원정책들이 존재한다는 것은 그만큼 수도권기업이 입지 측면에서 유리하다는 것을 보여주는 반증이기도 하다.

외국연구인 Blair, J. P. and Premus, R.(1987), Cheng, L. K. and Kwan, Y. K.(2000) 및 Oum, T. and Park, J.(2004)에 의하면, 기업의 입지에 영향을 미치는 요소에는 세금, 물류비용, 지리적 위치, 노동 및 판매시장 등인 것으로 나타났고, 국내연구인 나상균·이준수(2007), 도화용·이용택(2008), 정수연(2008) 및 조광래·구교준(2015)에 의하면, 국내기업의 입지에 영향을 미치는 요소에는 세금, 물류비용, 지리적 위치, 판매시장, 지원정책 등인 것으로 나타났다. 따라서 외국이든 국내이든 세금, 물류비용, 지리적 위치와 판매시장은 기업의 입지에 공통적으로 영향을 미치는 변수라고 볼 수 있다. 특히, 국내의 경우에는 지원정책도 포함되어 있으므로, 이는 정부의 지원정책 효과라고 해석할 수 있다.

따라서 지리적 위치, 물류비용과 판매시장 등 기업의 입지 측면에서 절대적 우위를 점령하고 있는 수도권기업의 이점과 비수도권기업에 대한 정부의 보조금지원과 조세감면 중 자본시장에서 더 큰 영향력을 미치는 것이 무엇인지를 확인하는 것은 의미 있는 연구라고 생각된다.

본 연구는 이를 확인하기 위해서 기업의 입지가 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향, 즉 기업의 입지에 따라 회계정보가 주가가치에 미치는 영향에 차이가 있는지를 검증하고자 한다. 여기서 기업의 입지는 수도권과 비수도권으로 양분될 수 있지만, 광역시기업은 정부의 지원정책 중에서 조세감면은 제외되고 판매시장 규모에서 차이가 있으므로 비수도권을 광역시와 비광역

1) 변필성, 변세일, 이동우 외(2009)에 의하면, 수도권은 서울특별시, 인천광역시, 경기도(일부 제외)를 의미하지만, 본 연구에서는 편의상 서울, 인천 및 경기도를 모두 포함하기로 한다.

2) 수도권 소재기간이 3년 이상이고 이전 이후 상시고용인원이 30명 이상이어야 하며, 중앙정부로부터 입지보조금, 투자보조금, 고용보조금과 교육훈련보조금을 지원받게 된다. 여기서, 입지보조금은 토지구입 및 임대료에 대한 보조금이며, 투자보조금은 건축비, 설비 구입비와 설치비 등이다.

3) 양도차익에 대해서는 5년간 납부유예 후 그 다음 5년간 분할 납부하며, 이전 후 법인세를 5년간 100% 감면하고 그 다음 2년 동안 50%를 감면하였다. 2014년 12월 31일에 관련 내용이 부분 개정되었으나, 본 연구의 연구기간은 2014년까지이며 큰 틀은 변하지 않았기 때문에 이를 준용하여도 큰 문제가 없다.

시로 다시 구분하여 분석하고자 한다.

이를 검증하기 위해서 본 연구는 첫째, 전체기업을 수도권기업과 비수도권기업으로 구분하여 회계정보의 주가관련성에 차이가 있는지를 검증하고자 한다. 둘째, 비수도권기업을 광역시기업과 비광역시기업으로 구분하여, 수도권기업/광역시기업/비광역시기업 간에 회계정보의 주가관련성에 차이가 있는지를 확인하고자 한다.

본 연구는 이러한 검증을 통해서 정부의 보조금과 조세감면 지원정책들이 자본시장에서 효과가 있는지를 보여줌으로써, 현재 진행되고 있는 비수도권기업에 대한 지원정책들의 타당성을 확인할 수 있을 것이다.

II. 선행연구 및 연구가설

1. 이론적 고찰 및 선행연구의 검토

기업은 입지를 선택할 때, 비용을 최소화할 수 있는 지역을 선택함으로써 이익을 극대화할 수 있다. 즉 기업의 입지에 따라서 물류비용과 제조비용은 달라질 수 있기 때문에, 기업은 물류비용과 제조비용의 합이 최소화 될 수 있는 입지를 선택하게 된다. 만약 물류비용의 비중이 크지 않거나 부담이 없는 기업이라면, 입지를 선택할 때 수도권처럼 물류비용을 최소화할 수 있는 지역 보다는 보조금 및 세제지원 등의 혜택이 있는 비수도권을 선호할 것이다. 반면에, 물류비용의 비중이 큰 기업이라면, 높은 지가를 감안하고도 지리적으로 유리한 수도권 또는 광역시를 선호할 것이다.

따라서 입지의 선택은 단순히 지리적 위치의 선택이라기보다는 기업의 이익을 극대화 할 수 있는 중요한 전략 중 하나라고 볼 수 있다. 또한 이러한 전략적 선택에 따라서 기업의 재무상황이 달라질 수 있고, 이를 통해서 기업의 주식가치에도 영향을 미칠 수 있게 되는 것이다. 이처럼 입지의 선택을 통한 이익의 극대화가 주식가치에도 영향을 미치는지를 살펴보는 것은 회계학에서는 새로운 연구 분야라고 볼 수 있기 때문에, 직접적인 관련 연구는 전무한 실정이다. 다만 입지와 관련된 선행연구들이 다른 분야에서 다루어져 왔으므로, 이를 살펴봄으로써 이론적 근거를 마련하고자 한다.

다음은 기업의 입지와 관련된 선행연구로는 입지결정 요인을 분석하거나 수도권기업과 비수도권기업의 차이를 검증한 연구들이 있다. 우선, 입지결정 요인을 분석한 연구를 살펴본다.

나상균·이준수(2007)는 제조기업을 대상으로 생산입지 결정의 요인을 분석하였다. 분석결과 제조기업은 생산입지를 결정할 때 물류의 평이성, 저렴한 분양가, 판매시장 근접성, 보조금 및 세제지원 등을 고려하였다. 도화용·이용택(2008)은 수도권 제조업체를 대상으로 하여, 기업의

재입지에 영향을 미치는 요인들을 분석하였다. 분석결과 기업이전이 처음인 기업은 이전에 따른 지원정책과 교통 등을 고려하는 반면에, 기업의 이전경험이 있는 기업은 삶의 질과 교통 등을 중요한 기준으로 고려하였다. 정수연(2008)은 상장기업의 입지특성 및 입지결정에 미치는 요인을 분석하였다. 분석결과 기업규모가 클수록 지방으로의 이전 선호도가 더 높음을 보여주었고, 기업 업력이 길수록 서울입지를 선호하는 것으로 나타났다. 그러나 총자산증가율, 자기자본비율, 1인당매출액 등은 기업입지이전에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이수범·신일기(2015)는 지역연고기업들을 대상으로 하여 지역 공증의 특성과 공증관계성 구성요소, 기업의 이미지 및 충성도간의 관련성을 검증하였다. 분석결과 지역성인식과 지역애착성은 간접적으로 기업의 이미지 및 충성도에 긍정적인 영향을 미치고, 지역 주민들의 기업의 이미지 지각이 기업의 충성도에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 지역연고기업들은 지역이라는 한계점을 갖고 있으나 지역 주민의 충성도로 긍정적인 측면도 함께 갖고 있음을 알 수 있다. 조광래·구교준(2015)은 수도권기업의 지방이전 정책의 효율성과 특성에 따른 재입지 결정요인을 분석하였다. 분석결과 수도권기업들이 지방으로 이전하는 경우에 입지를 결정할 때 보조금, 수도권과의 거리 등에 영향을 받는 것으로 분석되었다. 또한 첨단산업의 경우에는 보조금이 큰 영향을 주지 못하였으며, 경공업과 중공업간에는 큰 차이가 없었다.

따라서 기업의 입지를 결정할 때, 물류, 판매시장 및 수도권과의 거리, 보조금 및 세금 등의 지원정책, 기업규모, 기업 업력 등이 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 다음은 입지결정에 있어서 수도권과 비수도권의 차이점을 분석한 연구들이다.

황규준·고석찬(2011)은 국내에 진출한 외국투자기업들의 입지선정 요인을 분석하였다. 분석결과 요소조건과 관련하여 가장 중요한 입지요인은 ‘토지나 건물 확보 용이성’이었고, 이에 대해서 수도권기업보다는 비수도권기업이 더 큰 선정동기를 갖는 것으로 나타났다. 또한 연관 산업 관련 입지요인에서, 수도권기업을 선정한 동기는 ‘전후방 연관 산업의 발달’과 ‘잘 구축된 정보통신 인프라’였다. 배정환·안선영·김미정(2014)은 광(Photonics)기업의 지역적 입지가 기술혁신과 수익성에 미친 영향을 검증하였다. 분석결과 수도권 입지가 기술혁신에 미치는 영향은 유의하지 않았고, 수익성의 경우에는 오히려 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 광산업의 경우에는 수도권기업이 비수도권기업보다 유리하지 않음을 보여주고 있다.

따라서 수도권기업은 연관 산업의 발달과 정보통신 인프라 등의 이점을 갖고 있으며, 비수도권기업은 낮은 지가로 토지나 건물 확보의 유리함을 갖고 있었다. 또한 특정산업의 경우에는 수도권의 입지가 수익성에 불리함을 보여주었다.

2. 연구가설의 설정

기업의 입지를 결정하는 요인은 세금, 물류비용, 지리적 위치, 판매시장과 지원정책이라고 불

수 있으며, 이 중에서 물류비용, 지리적 위치와 판매시장은 수도권기업이 유리하고, 정부로부터 보조금과 조세감면 등의 지원을 받는 비수도권기업은 세금과 지원정책 측면에서 유리하다고 볼 수 있다.

본 연구는 이러한 중앙정부 및 지방정부의 비수도권기업에 대한 지원정책이 자본시장 측면에서 비수도권기업의 경쟁력을 강화시켰는지를 확인하고자 한다. 이를 검증하기 위해서 전체기업을 수도권기업과 비수도권기업으로 구분하고, 비수도권기업을 다시 광역시기업과 비광역시기업으로 구분한 후에, 회계정보의 주가관련성에 차이가 있는지를 분석하고자 한다.

첫째, 수도권기업은 비수도권기업과 비교하여 물류비용, 지리적 위치와 판매시장(이하 지리적 이점) 측면에서 유리하기 때문에 현재 동일한 재무성과를 보이더라도 미래 이익흐름이 상대적으로 더 좋아질 것으로 예상한다면, 수도권기업의 회계정보의 주가관련성은 비수도권기업보다 높게 나타날 것이다.

반대로, 비수도권기업에 대한 정부의 보조금과 조세감면 등의 지원정책, 물류시스템과 온라인 판매의 발전으로 수도권기업과 비수도권기업 간의 미래 이익흐름의 차이가 없을 뿐만 아니라, 지리적 한계를 극복하고도 비수도권기업의 재무성과가 수도권기업과 동일하다면 오히려 재무성과의 질적 측면에서 비수도권기업을 높이 평가할 것이다. 따라서 이 경우에는 비수도권기업의 회계정보의 주가관련성이 수도권기업과 차이가 없거나 오히려 높게 나타날 것이다. 따라서 다음과 같은 양측가설인 ‘가설 I’을 설정한다.

가설 I : 수도권기업과 비수도권기업의 회계정보가 주식가치에 미치는 영향에 차이가 있다.

둘째, 비수도권기업 내에서도 본사의 위치가 광역시인 기업과 그렇지 않은 기업 간에는 판매시장의 규모 및 지리적 이점의 차이가 존재하며, 광역시기업은 조세감면 혜택이 없기 때문에 두 집단 간에는 회계정보의 주가관련성에 차이가 발생할 것이다. 따라서 본사의 입지에 따라서 수도권기업/광역시기업/비광역시기업(비수도권)으로 구분하여, 비수도권기업 내에서 광역시기업과 비광역시기업의 회계정보의 주가관련성에 차이가 있는지를 검증하고자 한다. 따라서 다음과 같은 ‘가설 II’를 설정한다.

가설 II : 광역시기업과 비광역시기업의 회계정보가 주식가치에 미치는 영향에 차이가 있다.

III. 연구 설계

1. 연구모형과 변수정의

배당할인모형(dividend discount model)은 식(1)처럼 미래 순배당의 현재가치의 합이 총주식가

치가 된다는 것이다.

$$MV_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(d_{t+\tau})}{(1+r_e)^\tau} \quad (1)$$

MV_t : 총주식가치, d_t : 순배당, r_e : 자기자본비용

배당할인모형인 식(1)에 식(2)와 식(3)을 대입하여 정리하면 초과이익평가모형(abnormal earnings valuation model)인 식(4)가 도출된다.⁴⁾

$$BV_t = BV_{t-1} + X_t - d_t \quad (2)$$

$$X_t^a = X_t - r_e \cdot BV_{t-1} \quad (3)$$

X_t : 당기순이익, BV_t : 당기순자산, X_t^a : 초과이익

초과이익평가모형인 식(4)는 미래 초과이익의 현재가치와 당기순자산의 합이 총주식가치가 된다는 것이다.

$$MV_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(X_{t+\tau}^a)}{(1+r_e)^\tau} + BV_t \quad (4)$$

$$X_{t+1}^a = \omega \cdot X_t^a + \nu_t, \quad \nu_{t+1} = \gamma \cdot \nu_t \quad (5)$$

ν_t : 기타정보

초과이익평가모형인 식(4)에 LID(linear information dynamics)가정에 의한 식(5)를 대입하여 정리하면 식(6)과 같은 Ohlson(1995)모형이 도출된다.

$$MV_t = \frac{\omega}{(1+r_e-\omega)} \cdot X_t^a + \frac{1+r_e}{(1+r_e-\omega)(1+r_e-\gamma)} \cdot \nu_t + BV_t \quad (6)$$

식(6)에서 Ohlson(1995)모형은 미래 초과이익의 현재가치가 초과이익과 기타정보(other information)에 일정배수를 곱한 값으로 정의된다는 것이다. 따라서 총주식가치는 초과이익 및

$$\begin{aligned} 4) \quad MV_t &= \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(d_{t+\tau})}{(1+r_e)^\tau} = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(X_{t+\tau}^a + (1+r_e) \cdot BV_{t-1+\tau} - BV_{t+\tau})}{(1+r_e)^\tau} \\ &= \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(X_{t+\tau}^a)}{(1+r_e)^\tau} + BV_t \end{aligned}$$

$E_t(X_{t+\tau}^a)$ = t 시점의 초과이익에 대한 t 시점에서의 기대값

기타정보의 일정배수와 당기순자산의 합으로 정의되며, 비회계정보인 기타정보를 생략할 경우에 식(7)과 같은 주가관련성 회귀모형이 도출된다.

$$MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \epsilon \quad (7)$$

식(7)에서 초과이익의 일정배수는 회귀계수로 검증되며, 기타정보는 대부분 절편 값으로 표현될 것이다. 식(7)의 주가관련성 회귀모형을 수정하여 연구가설을 검증하는 연구모형으로 사용하고자 한다.

첫째, 기본모형인 모형 I 은 초과이익과 당기순자산이 총주식가치에 미치는 영향을 검증할 수 있으며, 연도 차이를 통제하기 위해서 연도더미변수를 추가하였다.

$$\text{모형 I : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon$$

MV : 총주식가치, X^a : 초과이익($= X - BV_{t-1} \times r_e$), X : 당기순이익
 BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산, ω_t : 연도더미변수

모형 I 에서 총주식가치(MV)는 효율적 시장가설에 근거하여 12월말 주가총액을 사용한다. 다만, 주식시장에서 회계정보이용자들이 재무성과를 접할 수 있는 실질적인 시기는 기업이 실적치를 발표하는 1개월 직후이므로, 본 연구에서는 다음연도 1월말 주가총액을 종속변수로 병행하여 사용한다.

또한 초과이익(X^a)을 산출할 때 사용되는 자기자본비용은 CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 이용해 식(8)과 같이 정의한다.

$$K_s = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_{\text{기업}} \quad (8)$$

R_f : 무위험이자율, $E(R_m)$: 시장기대수익률
 $E(R_m) - R_f$: 시장위험프리미엄, $\beta_{\text{기업}}$: 개별 기업의 체계적 위험

여기서 시장기대수익률은 오웅락·조명연(2009)에서처럼 각 주식시장별 종합주가지수의 월평균지수를 이용하고, 시장위험프리미엄은 10년 동안의 주식시장수익률과 5년 만기 국고채수익률의 차이를 평균한 값으로 정의한다. 또한 시장위험프리미엄이 음(-)이거나 개별 기업의 베타가 음(-)일 경우에는 자기자본비용은 무위험이자율로 대체되며, 무위험이자율은 5년 만기 국고채수익률로 정의한다.⁵⁾

5) 한국은행의 경제통계시스템 자료에 의하면, 2011년부터 2014년까지의 5년 만기 국고채수익률은 3.9%, 3.24%, 3%, 2.836%이다. 또한 국고채수익률과 주식시장수익률을 이용해서 산출된 유가증권시장의 시장위험프리미엄은 9.63%(2011년), 6.45%(2012년), 7.8%(2013년), 5.81%(2014년)이다. 반면에 코스닥시장

둘째, 가설 I(수도권기업과 비수도권기업의 회계정보가 주식가치에 미치는 영향에 차이가 있다.)을 검증하기 위해서, 모형 I에 수도권기업 여부에 대한 더미변수(D_S)를 추가한 모형 II를 사용한다.

$$\text{모형 II : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_S + \beta_4 BV \times D_S + \beta_5 D_S + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon$$

MV : 총주식가치, X^a : 초과이익($= X - BV_{t-1} \times r_e$), X : 당기순이익

BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산

D_S : 본사의 입지가 수도권기업이면 1이고 아니면 0, ω_t : 연도더미변수

더미변수(D_S)는 본사의 입지가 수도권이면 ‘1’을 부여하고 비수도권이면 ‘0’을 부여한다. 따라서 모형 II를 통한 회귀분석에서 더미변수인 D_S 와 초과이익(X^a) 및 당기순자산(BV)과의 곱인 β_3 과 β_4 가 유의한 양(+)의 값을 나타낸다면, 수도권기업의 회계정보의 주가관련성이 비수도권기업의 경우보다 높다고 볼 수 있다. 만약 음(-)의 값을 나타낸다면, 그 반대의 경우라고 해석할 수 있다.

셋째, 가설 II(광역시기업과 비광역시기업의 회계정보가 주식가치에 미치는 영향에 차이가 있다.)를 검증하기 위해서, 모형 II에 비광역시기업 여부에 대한 더미변수(D_N)를 추가한 모형 III을 사용한다.

$$\begin{aligned} \text{모형 III : } MV = & \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_S + \beta_4 BV \times D_S + \beta_5 X^a \times D_N + \beta_6 BV \times D_N + \beta_7 D_S \\ & + \beta_8 D_N + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon \end{aligned}$$

MV : 총주식가치, X^a : 초과이익($= X - BV_{t-1} \times r_e$), X : 당기순이익

BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산, ω_t : 연도더미변수

D_S : 본사의 입지가 수도권기업이면 1이고 아니면 0

D_N : 본사의 입지가 비광역시기업(비수도권)이면 1이고 아니면 0

더미변수(D_N)는 본사의 입지가 비수도권이면서 비광역시이면 ‘1’을 부여하고 그렇지 않으면 ‘0’을 부여한다. 따라서 모형 III을 통한 회귀분석에서 더미변수인 D_N 과 초과이익(X^a) 및 당기순자산(BV)과의 곱인 β_5 와 β_6 이 유의한 양(+)의 값을 나타낸다면, 비광역기업의 회계정보의 주가관련성이 그렇지 않은 경우보다 높다고 볼 수 있다. 또한 D_S 에 대한 상호작용항의 회귀계수인 β_3 과 β_4 를 함께 분석하면, 수도권기업/광역시기업/비광역시기업(비수도권)간의 회계정보의 주가관련성 차이를 검증할 수 있다.

의 시장위험프리미엄은 모두 음(-)으로 나타나므로, 자기자본비용은 무위험이자율로 대체된다.

2. 표본의 선정

본 연구의 분석대상은 2014년도 말 현재 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업이며, 분석기간은 국제회계기준이 본격적으로 도입된 2011년도부터 2014년도까지이다.⁶⁾ 이들 기업 중 다음의 조건을 만족한 기업을 표본으로 선정하였다.

- ① 2014년 말 현재 12월말 결산 상장기업
- ② 금융업에 속하지 않는 기업
- ③ 관리대상이 아닌 기업
- ④ 자본잠식이 아닌 기업

①부터 ③까지의 조건을 만족한 기업은 6,992개 기업/연도이며, 주가 및 재무자료 등의 수집이 불가능한 기업, 자본잠식인 기업 및 극단치를 제외한 6,056개 기업/연도가 최종 표본으로 선정되었다.

〈표 1〉 표본선정

구 분		표본크기(기업/연도)
2014년 말 현재 12월 결산 비금융업 상장기업		6,992
자료의 수집이 불가능한 기업		(781)
자본잠식인 기업		(41)
극단치(outliers)를 보이는 기업 ⁷⁾		(114)
최종표본기업		6,056
수도권기업		4,229
비수도권기업	광역시기업	689
	비광역시기업	1,138

<표 1>에서 본사의 입지에 따라서 기업을 구분한 결과, 수도권기업과 비수도권기업의 표본크기는 각각 4,229개와 1,827개 기업/연도로 나타났다. 또한 비수도권기업 중 광역시기업은 689개 기업/연도이고 비광역시기업은 1,138개 기업/연도이다.

수도권기업 중에서는 본사의 입지가 서울인 경우가 2,250개 기업/연도로 가장 많았고, 인천의 경우에는 광역시이지만 수도권기업으로 분류하였다.⁸⁾ 광역시기업 중에서는 본사의 입지가 부산

6) 표본기간이 길면 기업이 존속하지 못하거나(합병 및 분할 포함) 기업의 결산 월이 바뀌는 등의 사유로 표본의 연속성에 문제가 발생할 가능성이 있기 때문에 본 연구는 분석기간을 5년으로 선정하였다.

7) 오웅락·이용규(2010)처럼 기본모형인 모형 I 을 통한 연도별 회귀분석에서 t -student의 절댓값이 2이상인 기업/연도를 표본에서 제거(truncate)하였다.

8) 본 분석에서는 인천을 수도권기업으로 분류하여 분석하고, 민감도 분석에서는 인천을 광역시기업으로

인 경우가 263개 기업/연도로 가장 많았고, 비광역시기업 중에서는 경상지역이 486개 기업/연도로 가장 많았다.⁹⁾

IV. 실증분석

1. 기술통계와 가설 1의 검정

<표 2>는 주요변수에 대한 기술통계량과 본사의 입지 차이에 따른 차이분석 결과이다. 본사의 입지 차이에 따라 수도권기업과 비수도권기업으로 구분하며, 수도권기업은 서울/경기/인천을 본사로 둔 기업이며, 비수도권기업은 그렇지 않은 기업으로 정의한다.

<표 2> 주요변수의 기술통계량 및 차이분석

변수	단위	구분	표본크기	평균값	표준편차	T-test (t값)	윌콕슨 순위합(Z값)
MV	억원	수도권	4,229	3,334	8,367	7.17***	3.38***
		비수도권	1,827	2,070	5,142		
X ^a	억원	수도권	4,229	-97	524	-7.46***	-3.09***
		비수도권	1,827	-21	267		
BV	억원	수도권	4,229	2,787	6,692	9.77***	0.61
		비수도권	1,827	1,605	2,715		
X	억원	수도권	4,229	120	481	3.69***	0.56
		비수도권	1,827	81	323		
SALE	억원	수도권	4,229	4,597	1,336	9.07***	2.42***
		비수도권	1,827	2,518	4,325		

1) 표본크기 : 6,056 기업/연도

2) 수도권기업 : 본사의 입지가 수도권(서울/경기/인천), 비수도권기업 : 본사의 입지가 비수도권

3) MV : 총주식가치(12월말 주가총액), 절편단위 : 억원, X^a : 초과이익(= $X - BV_{t-1} \times r_e$)

X : 당기순이익, BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산, SALE : 매출액

4) ***는 1%의 유의수준에서 유의함

분류하여 재분석한다.

9) 수도권은 서울(2,250), 경기(1,738), 인천(241)개 기업/연도이고, 광역시(인천 제외)는 대전(123), 광주(44), 부산(263), 울산(87), 대구(172)개 기업/연도이고, 비광역시(비수도권)는 강원(54), 충청(466), 전라(115), 경상(487), 제주(16)개 기업/연도이다.

<표 2>에서 수도권기업의 표본크기는 4,229개 기업/연도이고 비수도권기업은 1,827개 기업/연도로 나타나므로, 그 비중이 약 7 : 3으로 볼 수 있다. 수도권기업과 비수도권기업의 총주식가치(MV)의 평균값은 각각 3,334억원과 2,070억원으로 나타났다. 이에 대한 T-검증 및 윌콕슨순위합 검정(Wilcoxon Rank Sum Test)결과, 수도권기업의 총주식가치가 비수도권기업의 값보다 1% 유의수준에서 유의하게 높은 것으로 나타났다. 반면에 초과이익(X^a)은 두 검증 모두 유의한 음(-)의 값을 나타내므로, 수도권기업의 초과이익은 비수도권기업의 값보다 유의하게 낮은 것으로 해석된다. 또한 순자산(BV)과 당기순이익(X)은 T-검증결과 유의한 양(+)의 값을 보이거나, 윌콕슨순위합 검정은 유의하지 않은 것으로 나타나므로 해석을 보류한다. 마지막으로 매출액(SALE)도 총주식가치처럼 수도권기업의 값이 비수도권기업의 값보다 유의하게 높은 것으로 나타났다.

<표 3>은 기본모형인 모형 I 을 이용하여 전체표본을 수도권기업과 비수도권기업으로 구분하여 분석하였다. 모형 I 은 미래 이익흐름의 현재가치인 초과이익과 현재 장부가치인 순자산이 총주식가치에 미치는 영향을 보여준다. 또한 연도효과를 통제하기 위해서 연도 더미변수를 추가하였다.

<표 3> 수도권기업과 비수도권기업의 회계정보가 주식가치에 미치는 영향

$$\text{모형 I : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon$$

구 분	가설1	
	수도권기업	비수도권기업
변 수	회귀계수 (t값) ^p	회귀계수 (t값) ^p
절 편	121 (1.25)	-430 (-3.54)***
X^a	3.44865 (30.70)***	6.05775 (27.24)***
BV	1.28782 (146.26)***	1.56759 (71.66)***
ω_t	포 함	포 함
F값	5066.40***	1139.72***
$\bar{R}^2$	0.8569	0.7572

1) 표본크기 : 6,056 기업/연도(수도권기업 : 4,229, 비수도권기업 : 1,827)

2) 수도권기업 : 본사의 입지가 수도권(서울/경기/인천), 비수도권기업 : 본사의 입지가 비수도권

3) MV : 총주식가치(12월말 추가총액), 절편단위 : 억원, X^a : 초과이익($=X - BV_{t-1} \times r_e$)
 X : 당기순이익, BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산, ω_t : 연도더미변수

4) ***는 1%의 유의수준에서 유의함

<표 3>의 분석결과, F값은 모두 유의한 것으로 나타났고 수정결정계수는 각각 0.86과 0.76으로 나타나므로 모형의 적합성은 확보하였다. 분석결과 수도권기업과 비수도권기업의 초과이익

의 회귀계수는 각각 3.45와 6.06으로 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 또한 두 집단에 대한 순자산의 회귀계수는 각각 1.29와 1.57로 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 따라서 초과이익 및 순자산의 회귀계수 모두 비수도권기업의 경우가 더 큰 값을 보이고 있으나, 이에 대한 통계적 차이는 수도권기업 여부에 대한 상호작용항을 포함한 <표 4>에서 검증하고자 한다.

<표 4>는 가설 I(수도권기업과 비수도권기업의 회계정보가 주식가치에 미치는 영향에 차이가 있다)을 검증하기 위해서, 수도권기업 여부에 대한 더미변수(D_S)와 독립변수인 초과이익 및 순자산의 곱인 상호작용항($X^a \times D_S$, $BV \times D_S$)을 추가한 회귀분석 결과이다. 회귀분석의 종속변수는 해당연도의 12월말 기준의 총주식가치를 사용하지만, 기업의 실적치를 발표하는 다음연도의 1월말 총주식가치도 병행하여 분석한다. 모형의 적합도를 보여주는 F값은 유의한 것으로 나타났다고 수정결정계수도 각각 0.84와 0.83으로 높게 나타났다.

<표 4> 수도권 여부가 회계정보가 주식가치에 미치는 영향

$$\text{모형 II : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_S + \beta_4 BV \times D_S + \beta_5 D_S + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon$$

구 분	가설1	
	해당연도 12월말 주가	다음연도 1월말 주가
변 수	회귀계수 (t값) ^p	회귀계수 (t값) ^p
절 편	74 (0.91)	176 (2.08)**
X^a	3.60329 (34.71)***	3.73370 (34.01)***
BV	1.29472 (156.42)***	1.33140 (148.09)***
$X^a \times D_S$	-0.96358 (-6.61)***	-0.67413 (-4.45)***
$BV \times D_S$	-0.28128 (-10.27)***	-0.20603 (-6.94)***
D_S	431 (4.51)***	375 (3.77)***
ω_t	포 함	포 함
F값	4058.66***	3651.09***
$\bar{R}^2$	0.8428	0.8283

1) 표본크기 : 6,056 기업/연도(수도권기업 : 4,229, 비수도권기업 : 1,827)

2) 해당연도 12월말 주가, 다음연도 1월말 주가 : 종속변수인 총주식가치의 측정 시점

3) MV : 총주식가치, 절편단위 : 억원, X^a : 초과이익($=X - BV_{t-1} \times r_e$)

X : 당기순이익, BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산

D_S : 본사의 입지가 수도권이면 1이고 아니면 0, ω_t : 연도더미변수

4) **, ***는 각각 5%, 1%의 유의수준에서 유의함

<표 4>에서 12월말 총주식가치를 종속변수로 사용한 경우에, 초과이익과 수도권기업 여부에

대한 상호작용항($X^a \times D_S$)은 1%의 유의수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타냈고, 순자산과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($BV \times D_S$)도 유의한 음(-)의 값을 보여주었다. 또한 종속변수를 다음연도 1월말 주가를 사용한 경우에도 연구결과는 동일하였다. 따라서 <표 3>에서 비수도권기업의 초과이익 및 순자산의 회귀계수가 수도권기업의 값보다 높게 나타난 것은 통계적으로 입증되었으며, 이는 비수도권기업의 회계정보의 주가관련성이 수도권기업의 경우보다 높다는 것을 보여준다.

<표 4>의 분석결과를 통해서, 수도권기업의 지리적 이점이 정부의 비수도권기업에 대한 지원 정책과 물류시스템 및 온라인판매의 발전으로 상당부분 희석되고 있음을 알 수 있다. 뿐만 아니라, 지리적 한계를 극복하고 달성한 비수도권기업의 재무성과는 수도권기업의 동일한 성과보다는 주식시장에서 높게 평가된 것이다. 이는 주식시장 참여자들이 현재 달성된 재무성과, 즉 이익의 질이 미래의 이익흐름에 영향을 준다고 판단하기 때문이다.

마지막으로 본 분석에 대한 다중공선성을 검증하기 위해서 VIF(Variance Inflation Factor)값을 확인한 결과, 모든 변수에서 2미만으로 나타나 다중공선성 문제는 없었다.

2. 가설 2의 검증

<표 5>는 모형 I 을 이용하여 전체표본을 수도권기업, 광역시기업과 비광역시기업(비수도권)으로 구분하여 분석하였다. 즉, 수도권기업과 비수도권기업으로 구분하여 분석한 <표 3>과 달리 비수도권기업을 광역시기업과 비광역시기업으로 재분류하여 분석한 것이다.

<표 5> 수도권/광역시/비광역시 기업의 회계정보가 주식가치에 미치는 영향

$$\text{모형 I : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon$$

구 분	가설2		
	수도권기업	비수도권기업	
		광역시기업	비광역시기업
변 수	회귀계수 (t값) ^o	회귀계수 (t값) ^o	회귀계수 (t값) ^o
절 편	121 (1.25)	-474 (-2.67) ^{***}	-470 (-2.99) ^{***}
X^a	3.44865 (30.70) ^{***}	4.90927 (15.19) ^{***}	6.26781 (21.29) ^{***}
BV	1.28782 (146.26) ^{***}	1.36393 (46.52) ^{***}	1.74473 (56.28) ^{***}
ω_t	포 함	포 함	포 함
F값	5066.40 ^{***}	436.20 ^{***}	784.78 ^{***}
$\bar{R}^2$	0.8569	0.7598	0.7751

- 1) 표본크기 : 6,056 기업/연도(수도권기업 : 4,229, 광역시기업 : 689, 비광역시기업 : 1,138)
- 2) 수도권기업 : 본사의 입지가 수도권(서울/경기/인천), 비수도권기업 : 본사의 입지가 비수도권
광역시기업 : 인천을 제외한 광역시, 비광역시기업 : 수도권 및 광역시를 제외한 기업
- 3) MV : 총주식가치(12월말 추가총액), 절편단위 : 억원, X^a : 초과이익($=X - BV_{t-1} \times r_e$)
 X : 당기순이익, BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산, ω_t : 연도더미변수
- 4) ***는 1%의 유의수준에서 유의함

<표 5>의 분석결과, F값은 모두 유의한 것으로 나타났고 수정결정계수는 모두 0.7이상인 것으로 나타났다. 분석결과 수도권기업, 광역시기업과 비광역시기업에 대한 초과이익의 회귀계수는 각각 3.45, 4.91과 6.27로 모두 1%의 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 또한 세 집단에 대한 순자산의 회귀계수는 각각 1.29, 1.36과 1.74로 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 따라서 초과이익 및 순자산의 회귀계수 모두 비광역시기업의 것이 가장 높은 것으로 나타났고, 수도권기업의 것이 가장 낮은 것으로 나타났다. 이에 대한 통계적 차이는 비광역시기업 여부에 대한 상호작용항을 포함한 <표 6>에서 검증하고자 한다.

<표 6> 수도권 및 광역시 여부가 회계정보가 주식가치에 미치는 영향

$$\text{모형 III : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_S + \beta_4 BV \times D_S + \beta_5 X^a \times D_N + \beta_6 BV \times D_N + \beta_7 D_S + \beta_8 D_N + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon$$

구 분	가설2	
	해당연도 12월말 추가	다음연도 1월말 추가
변 수	회귀계수 (t값) ^p	회귀계수 (t값) ^p
절 편	-365 (-2.49)**	-248 (-1.63)
X^a	4.29446 (25.23)***	4.29110 (24.19)***
BV	1.35019 (36.31)***	1.34167 (33.76)***
$X^a \times D_S$	-0.53290 (-5.12)***	-0.45383 (-4.16)***
$BV \times D_S$	-0.05269 (-1.40)	-0.01025 (-0.25)
$X^a \times D_N$	1.09798 (4.13)***	0.94313 (3.42)***
$BV \times D_N$	0.39914 (7.72)***	0.37448 (6.69)***
D_S	436 (3.10)***	424 (2.89)***
D_N	-6 (-0.04)	34 (0.20)
ω_t	포 함	포 함
F값	3014.52***	2701.81***
$\bar{R}^2$	0.8456	0.8308

- 1) 표본크기 : 6,056 기업/연도(수도권기업 : 4,229, 광역시기업 : 689, 비광역시기업 : 1,138)
- 2) 해당연도 12월말 주가, 다음연도 1월말 주가 : 종속변수인 총주식가치의 측정 시점
- 3) MV : 총주식가치, 절편단위 : 억원, X^a : 초과이익($= X - BV_{t-1} \times r_e$)
 X : 당기순이익, BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산
 D_S : 본사의 입지가 수도권이면 1이고 아니면 0
 D_N : 본사의 입지가 비광역시(비수도권)이면 1이고 아니면 0, ω_t : 연도더미변수
- 4) **, ***는 각각 5%, 1%의 유의수준에서 유의함

<표 6>은 가설 II(광역시기업과 비광역시기업의 회계정보가 주식가치에 미치는 영향에 차이가 있다)를 검증하기 위해서, 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($X^a \times D_S$, $BV \times D_S$)은 물론 비광역시기업 여부에 대한 상호작용항($X^a \times D_N$, $BV \times D_N$)을 포함한 회귀분석 결과이다. 따라서 모형 II는 미래 이익흐름의 현재가치인 초과이익과 현재 장부가치인 순자산을 독립변수로 하는 기본모형에 광역시여부에 대한 더미변수 및 상호작용항을 독립변수로 추가함으로써 가설 II를 검증하고자 하였다. 또한 연도효과를 통제하기 위해서 연도 더미변수를 추가하였다. 모형의 적합도를 보여주는 F값은 유의한 것으로 나타났고 수정결정계수도 각각 0.85와 0.83으로 높게 나타났다.

<표 6>에서 12월말 총주식가치를 종속변수로 사용한 경우에, 초과이익과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($X^a \times D_S$)은 1%의 유의수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타냈고, 순자산과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($BV \times D_S$)은 유의하지 않았다. 또한 초과이익과 비광역시기업 여부에 대한 상호작용항($X^a \times D_N$)은 1%의 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈고, 순자산과 비광역시기업 여부에 대한 상호작용항($BV \times D_N$)도 유의한 양(+)의 값을 보여주었다. 이러한 결과는 종속변수를 다음연도 1월말 주가를 사용한 경우에도 동일하였다. 따라서 <표 5>에서 비광역시기업의 초과이익 및 순자산의 회귀계수가 수도권기업과 광역시기업의 값보다 높게 나타난 것은 통계적으로 입증되었으며, 이는 비광역시기업의 회계정보의 주가관련성이 수도권기업과 광역시기업의 경우보다 높다는 것을 보여준다. 또한 <표 4>와 다르게 순자산과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($BV \times D_S$)이 유의하지 않게 나타난 것은 다중공선성 문제가 발생하였기 때문이다.¹⁰⁾

<표 6>의 분석결과를 통해서, 비수도권기업 내에서 광역시기업은 비광역시기업보다 회계정보의 주가관련성이 더 낮음을 확인하였다. 따라서 비광역시기업보다 조세혜택이 적은 광역시기업의 재무성과는 미래의 이익흐름 측면에서 비광역시기업보다 불리하기 때문에, 광역시기업의 재무성과는 비광역시기업의 동일한 재무성과보다는 주식시장에서 낮게 평가된 것이다.

10) 순자산(BV)과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($BV \times D_S$)의 VIF값이 모두 10이상으로 나타났다.

3. 민감도 분석

지금까지의 분석은 인천광역시를 수도권기업으로 분류하여 분석하였으나, 광역시로 분류할 경우에도 연구결과가 동일한지를 검증하고자 한다.

<표 7>에서 모형의 적합도를 보여주는 F값은 유의한 것으로 나타났고 수정결정계수도 모두 0.85로 높게 나타났다. 또한 모형 III에 대한 회귀분석에서 순자산(BV)과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($BV \times D_S$)의 VIF값이 모두 10이상으로 나타났으나, 통계적 유의성이 있기 때문에 해석에는 큰 문제가 없다고 볼 수 있다.

<표 7>의 분석결과, 모형 II와 모형 III에서 초과이익과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($X^a \times D_S$), 순자산과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($BV \times D_S$)은 모두 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. 또한 모형 III에서 초과이익과 비광역시기업 여부에 대한 상호작용항($X^a \times D_N$), 순자산과 비광역시기업 여부에 대한 상호작용항($BV \times D_N$)은 모두 유의한 양(+)의 값을 보였다.

<표 7> 인천의 광역시 포함에 따른 민감도 분석

$$\text{모형 II : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_S + \beta_4 BV \times D_S + \beta_5 D_S + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon$$

$$\begin{aligned} \text{모형 III : } MV = & \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_S + \beta_4 BV \times D_S + \beta_5 X^a \times D_N + \beta_6 BV \times D_N + \beta_7 D_S \\ & + \beta_8 D_N + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon \end{aligned}$$

구 분	인천을 수도권이 아닌 광역시에 포함	
	모형 II	모형 III
변 수	회귀계수 (t값) ^p	회귀계수 (t값) ^p
절 편	67 (0.82)	-487 (-3.77)***
X_a	3.53852 (34.36)***	4.35838 (26.17)**
BV	1.30017 (155.79)***	1.46486 (47.64)***
$X_a \times D_S$	-0.90726 (-6.65)***	-0.62479 (-5.96)***
$BV \times D_S$	-0.28906 (-11.69)***	-0.15951 (-5.08)***
$X_a \times D_N$		0.97699 (3.66)***
$BV \times D_N$		0.22425 (4.88)***
D_S	-463 (-5.06)***	552 (4.48)**
D_N		185 (1.22)
ω_t	포 함	포 함
F값	4166.47***	3073.87***
$\bar{R}^2$	0.8462	0.8481

- 1) 표본크기 : 6,056 기업/연도(수도권기업 : 3,988, 광역시기업 : 930, 비광역시기업 : 1,138)
 2) MV : 총주식가치(12월말 추가총액), 절편단위 : 억원, X^a : 초과이익($=X - BV_{t-1} \times r_e$)
 X : 당기순이익, BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산
 D_S : 본사의 입지가 수도권이면 1이고 아니면 0
 D_N : 본사의 입지가 비광역시(비수도권)이면 1이고 아니면 0, ω_t : 연도더미변수
 3) **, ***는 각각 5%, 1%의 유의수준에서 유의함

따라서 인천광역시를 수도권기업이 아닌 광역시기업으로 분류하여도, 회계정보의 주가관련성이 수도권기업/광역시기업/비광역시기업의 순서로 높게 나타나는 결과는 동일하였다.

정수연(2008)에 의하면 기업규모도 입지결정에 영향을 미치므로, <표 8>은 기업규모의 차이에 따른 연구결과에 차이가 있는지를 검증하였다.

<표 8>에서 중소기업의 초과이익과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($X^a \times D_S$)이 유의하지 않은 것을 제외하면 전체표본을 대상으로 한 <표 4>의 분석결과와 큰 차이가 없었다. 여기서 중소기업의 초과이익과 수도권기업 여부에 대한 상호작용항($X^a \times D_S$)이 유의하지 않다는 것은, 중소기업의 경우에 본사의 입지가 미래 초과이익의 현재가치에 영향을 미치지 못함을 보여준다.

<표 8> 기업규모의 차이에 따른 민감도 분석

$$\text{모형 II : } MV = \beta_0 + \beta_1 X^a + \beta_2 BV + \beta_3 X^a \times D_S + \beta_4 BV \times D_S + \beta_5 D_S + \sum_{t=2011}^{2013} \omega_t + \epsilon$$

구 분	가설1	
	대기업	중소기업
변 수	회귀계수 (t값) ^a	회귀계수 (t값) ^a
절 편	-106 (-0.70)	288 (6.95)***
X^a	3.67009 (26.31)***	2.28059 (12.90)***
BV	1.30154 (113.39)***	1.19189 (28.35)***
$X^a \times D_S$	-1.00950 (-5.19)**	0.14657 (-0.50)
$BV \times D_S$	-0.32017 (-8.26)***	-0.30095 (-2.35)**
D_S	693 (3.88)***	192 (-2.73)***
ω_t	포 함	포 함
F값	2132.68***	133.68***
$\bar{R}^2$	0.8370	0.2798

- 1) 표본크기 : 6,056 기업/연도(대기업 : 3,323, 중소기업 : 2,733)
 2) 해당연도 12월말 추가, 다음연도 1월말 추가 : 종속변수인 총주식가치의 측정 시점
 3) MV : 총주식가치, 절편단위 : 억원, X^a : 초과이익($=X - BV_{t-1} \times r_e$)
 X : 당기순이익, BV_{t-1} : 전기순자산, r_e : 자기자본비용, BV : 당기순자산
 D_S : 본사의 입지가 수도권이면 1이고 아니면 0, ω_t : 연도더미변수
 4) **, ***는 각각 5%, 1%의 유의수준에서 유의함

마지막으로, 산업효과를 통제하기 위해서 대분류 기준으로 10개 업종에 대한 산업더미를 부여하여 <표 4>와 <표 6>의 분석을 재 실시하였으며, 분석결과 연구결과는 동일한 것으로 나타났다.

V. 결 론

본 연구는 본사의 입지가 회계정보의 주가관련성에 어떤 영향을 미치는지를 검증하였다. 여기서 본사의 입지는 수도권과 비수도권으로 구분하였고, 추가적으로 비수도권을 광역시와 비광역시로 구분하였다. 회계정보의 주가관련성을 검증하기 위한 기본모형으로는 Ohlson(1995)모형을 사용하였고, 기본모형에 수도권기업 및 비광역시기업 여부에 대한 더미변수와 회계정보와의 곱인 상호작용항을 추가하여 연구가설을 검증하였다.

본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 전체표본을 수도권기업과 비수도권기업으로 구분하여 회계정보의 주가관련성 차이를 분석한 결과, 초과이익 및 순자산의 회귀계수 모두 비수도권기업의 경우가 더 높게 나타나며 회계정보와 수도권기업 여부에 대한 상호작용항도 유의한 음(-)의 값을 보였다. 따라서 비수도권기업의 회계정보의 주가관련성이 수도권기업의 경우보다 높다는 것을 의미한다. 이는 비수도권기업이 물류시스템의 발전 등으로 지리적 약점을 극복하고, 이를 통해 달성한 재무성과가 수도권기업의 동일한 성과보다 높게 평가되었다고 볼 수 있다.

둘째, 전체표본을 수도권기업, 광역시기업과 비광역시기업(비수도권)으로 구분하여 회계정보의 주가관련성 차이를 분석한 결과, 초과이익 및 순자산의 회귀계수는 ‘비광역시기업 > 광역시기업 > 수도권기업’의 순으로 나타났고 상호작용항을 통한 통계적 차이도 입증되었다. 따라서 광역시기업의 회계정보의 주가관련성이 비광역시기업보다 낮다는 것을 보여준다. 이는 조세혜택의 차이로 광역시기업의 재무성과가 미래의 이익흐름 측면에서 비광역시기업의 성과보다 더 낮게 평가되었기 때문이다.

본 연구는 수도권기업과 비수도권기업, 광역시기업과 비광역시기업의 차이에 따라 회계정보의 주가관련성에 차이가 있음을 보여줌으로써, 본사의 입지정보가 회계정보의 주가관련성에 영향을 미침을 보여주었다는데 의의가 있다. 따라서 본 연구는 자본시장 참여자들이 기업의 주식 가치를 판단할 때 본사의 입지정보도 중요한 요소임을 제시하였고, 정부의 비수도권기업에 대한 지원정책이 효과가 있었음을 보여주었다는데 시사점이 있다.

본 연구는 관련 선행연구들이 거의 없는 상황이기 때문에 본사의 입지정보와 회계정보의 주가관련성 간의 상관관계만 검증하고, 업종의 차이에 따른 연구결과의 차이를 확인하지 못하였는데 한계점이 있다. 따라서 후속연구에서는 이러한 문제점을 보완하고자 한다.

참고문헌

- 나상균 · 이준수. 2007. “제조기업의 최적생산입지 결정에 관한 연구”. 대한설비관리학회지 제12권 제1호 : 5-15.
- 도화용 · 이용택. 2008. “이항로짓모형을 이용한 수도권 기업의 재입지 선택에 대한 실증분석”. 서울도시연구 제9권 제4호 : 131-144.
- 변필성 · 변세일 · 이동우 외. 2009. “지역경제 살리기를 촉진하기 위한 기업의 지방투자 활성화 방안”. 국토연구원 2009-2.
- 배정환 · 안선영 · 김미정. 2014. “지역적 입지가 기업의 기술혁신과 수익성에 미치는 영향”. 경제학연구 제62권 제3호 : 59-92.
- 오웅락 · 이용규. 2010. “시장점유율 및 시장점유율증가율의 가치관련성에 관한 연구”. 세무와회계저널 제11권 제2호 : 85-102.
- 오웅락 · 조명연. 2009. “상장주식평가방법을 이용한 투자활동에 관한 연구”. 세무와회계저널 제10권 제4호 : 403-420.
- 이수범 · 신일기. 2015. “지역 연고기업에 대한 공중관계성 연구”. 홍보학연구 제19권 제1호 : 30-60.
- 조광래 · 구교준. 2015. “지역균형발전 정책의 효율성 분석”. 한국행정학회 하계학술발표논문집 : 1337-1352.
- 정수연. 2008. “한국 상장, 코스닥 기업의 입지이전결정요인과 입지특성에 관한 연구”. 부동산학연구 제14권 제1호 : 65-80.
- 황규준, 고석찬. 2011. “국내 외국인직접투자기업의 입지요인 분석”. 아시아연구 제14권 제3호 : 151-176.
- Blair, J. P., and Premus, R. 1987. Major factors in industrial location. *Economic Development Quarterly* 1(1) : 72-85.
- Cheng, L. K., and Kwan, Y. K. 2000. What are the determinants of the location of foreign direct investment?. *Journal of International Economics* 51(2) : 379-400.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* Spring : 661-687.
- Oum, T., and Park, J. 2004. Multinational firms' location preference for regional distribution centers. *Logistics and Transportation Review* 40(2) : 101-121.

The Effects of Headquarters' Location on the Value Relevance of Accounting Information

Oungrak Oh* · Yibae Kim**

— <Abstract> —

To verify how firm location affect the value relevance of accounting information, this study analyzed whether the differences in relation to the value of the accounting information of Seoul metropolitan area firm, metropolitan city firm and non-metropolitan city firm.

This study analyzes using a sample of 6,056 companies/year, focusing on the listed companies from 2011 until 2014. The results are as follows.

First, it analyzes the differences in the value relevance of the accounting information of Seoul metropolitan area firm and non-Seoul metropolitan area firm. As a result, the value relevance of the accounting information of non-Seoul metropolitan area firm is higher than the value relevance of the accounting information of Seoul metropolitan area firm.

Second, it analyzes the differences in the value relevance of the accounting information of Seoul metropolitan area firm, metropolitan city firm and non-metropolitan city firm. As a result, the value relevance of the accounting information of non-metropolitan city firm is higher than the value relevance of the accounting information of Seoul metropolitan area firm and metropolitan city firm.

Because of showing the differences in the value relevance of the accounting information of Seoul metropolitan area firm, metropolitan city firm and non-metropolitan city firm, the significance of this study is show that the information of headquarters' location affect the value relevance of accounting information.

<Key words> Headquarters' location, non-Seoul metropolitan area firm

* Associate Professor, Department of Accounting, Soongsil University, oor@ssu.ac.kr, First Author

** Associate Professor, Department of Accounting, Duksung Women's University, kyibae@duksung.ac.kr, Corresponding Author