

기업의 국제화가 이익의 가치관련성 및 정보효과에 미치는 영향

- 해외자회사 공시 정보를 바탕으로 -

김준현*

<요 약>

본 연구는 우리나라 기업들의 해외자회사 공시 정보를 바탕으로 기업의 국제화 수준을 측정하고, 장기간에 걸친 이익의 가치관련성 및 이익공시일 전후의 시장 반응에 미치는 영향을 분석하였다. 2011년도부터 연결재무제표 주석에 종속회사의 주소 및 자산가액 등 세부정보가 공시되기 시작함에 따라 과거 선행연구와 달리 해외자회사의 소재지 및 자산 규모를 반영하여 기업의 국제화 수준을 보다 정교하게 측정할 수 있게 되었다.

본 연구는 이러한 새로운 방법에 따라 해외자회사의 자산 비중을 바탕으로 국제화 수준을 측정하였다. 또한 비기대이익과 주가초과수익률 간의 관계를 바탕으로 이익의 가치관련성을 평가한 결과, 해외자회사 비중이 높을수록 기업 이익의 가치관련성이 증가하는 것으로 나타났다. 또한 국제화된 기업일수록 이익공시 사건기간 동안 이익 뉴스에 대한 투자자들이 반응이 유의하게 더 높은 것으로 발견되었다. 또한 해외자회사 소재 국가의 경제성장률이 높을수록 기업 이익의 가치관련성 및 정보효과는 증가하는 것으로 나타났다. 이는 시장참여자들이 해외에서의 사업성장 잠재력을 높게 평가하여 해외발생 이익이 기업가치에 보다 큰 영향을 미칠 것으로 기대하는 경향이 있음을 시사한다. 한편, 해외자회사의 전반적인 자산 규모뿐만 아니라 각 소재국가별로 해외자산이 분산된 엔트로피 수치를 바탕으로 국제화 수준을 평가한 추가분석 결과 또한 국제화와 이익 정보성 간의 긍정적 관계를 뒷받침한다.

본 연구는 기업의 국제화 정도에 대한 개선된 측정방법을 제시하고 이에 따라 우리나라 기업들의 해외진출에 대한 자본시장의 긍정적 반응을 확인함으로써 국제화 전략의 유용성에 대한 실증적 증거를 제시한다. 또한 해외자회사 관련 공시 정보의 유용성을 뒷받침하고 해외 국가 특성에 대한 연구 필요성을 제시함으로써 공시정책 및 후속 연구에 시사점을 제공한다.

<주제어> 해외자회사, 국제화, 가치관련성, 이익공시, 경제성장

* 한양대학교 경영학 박사, 공인회계사, kimjoonh1@hanyang.ac.kr

I. 서 론

최근 수십 년간 전 세계적으로 기업의 다국적화가 진행되면서, 우리나라 기업들도 새로운 투자 및 사업 기회를 찾아 해외진출이 가속화되고 있다. 이에 따라 우리나라 주요 기업들은 해외 각국에 자회사를 설립하고 생산, 연구개발 및 판매 등 각 사업기능들을 전 세계적으로 재편하여 경영효율을 극대화하려는 노력을 하고 있다. 이러한 기업의 다국적화로 인한 성과 및 자본시장에서의 평가에 대해서도 연구 및 정책적 차원에서 꾸준히 관심이 제기되고 있다. 그러나 아직까지 우리나라 기업들에 대해서는 해외자회사 공시 정보의 부족 등으로 인해 해외진출의 구체적 현황과 효과에 대한 연구가 미비한 상황이다.

우리나라 기업들의 해외진출 전략에 대한 연구는 주로 국제다각화(international diversification)를 주제로 한 분석 결과들에서 찾아볼 수 있다(이장호 2003 ; 김명인 등 2012 ; 유용근 등 2014). 그러나 국내 선행연구들은 개별기업의 ‘수출’ 및 ‘외화자산’ 자료를 바탕으로 국제다각화 변수를 측정하는데¹⁾, 이는 대부분 국내에 소재한 기업실체의 재무수치를 바탕으로 하므로 해외자회사의 실적이 제대로 반영되지 않는다. 따라서 실제로 우리나라 기업들이 해외 각국에 자회사를 두고 글로벌 경영 전략을 수행함에 따른 효과에 대해서는 새로운 실증 연구가 필요한 상황이다.

기업 경영전략의 핵심적 목적은 기업가치 제고라는 점을 고려할 때, 기업의 다국적화와 기업가치와의 관계는 해외진출 전략의 효과 중에서도 매우 중요한 의미가 있다. 일반적으로 외국 선행연구들은 다국적기업들의 해외 사업활동이 늘어남에 따라 기업가치가 증가한다고 보고하였다(Errunza and Senbet 1984 ; Morck and Yeung 1991 ; Bodnar et al. 2003 등). 이는 해외진출을 활발히 하는 기업들은 국가 간 요소 및 자본시장의 불완전성을 이용하여 추가수익을 얻을 수 있는 가능성이 높아지기 때문이라고 설명한다. 다만, 기업의 국제화가 심화됨에 따라 정보비대칭 문제가 악화되고 기타 관리비용 등이 증가하여 오히려 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 주장도 있다(Denis et al. 2002). 그러나 기업의 해외진출 동기가 보다 유리한 투자 기회 및 수익성 제고에 있으며 실제 많은 해외자회사들이 성장성이 높은 국가들에 설립된다는 점 등을 감안하면, 기업의 국제화전략은 기업가치에 전반적으로 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 따라서 국제화된 기업의 이익 정보에 대한 투자자들의 반응이나 가치평가는 다른 기업들에 비해 상대적으로 높게 나타날 것으로 예상된다.

또한 다국적기업에 대한 시장에서의 평가가 해외에서의 사업성장 가능성과 관련이 있다고 할 때, 해외자회사 소재지국의 경제환경 특성 또한 다국적기업의 가치에 상당한 영향을 미칠 것으로 보인다. 특히 국가 경제 성장성은 해외직접투자(FDI)와 밀접한 관계가 있으며(Bhandari et al.

1) 국제다각화와 관련된 국내 선행연구들에서는 ‘해외매출’ 및 ‘해외자산’이란 용어를 사용하고 있으나, 김명인 등(2012)의 세부 설명이나 관련 데이터베이스(Kis-Value)의 내용 등을 살펴볼 때 그 실질은 ‘수출’ 및 ‘외화자산’을 뜻한다.

2007 ; Anwar and Nguyen 2011 등), 전반적인 국가경제 성장이 빠를수록 기업의 투자 및 사업 성과가 유리하게 나타날 가능성이 높을 것이다. 따라서 해외자회사 소재지국의 경제성장성은 다국적기업의 이익에 대한 시장에서의 가치평가에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

본 연구에서는 2011년 국제회계기준 도입에 따라 연결재무제표 주석에 공시되기 시작한 종속 회사의 주소 및 자산가액 등의 세부 자료를 사용하여 해외자회사를 통한 사업활동 규모를 측정하였다. 또한, 이익의 가치관련성 및 정보효과와 관련해서는, 이익-주가 반응(earnings response coefficient, ERC)을 기준으로 평가하되, 1년간의 장기간을 대상으로 하는 가치관련성 분석 및 이익발표일 전후의 사건연구 방법을 모두 적용함으로써 보다 정교한 분석을 수행하였다.

분석 결과, 해외자회사 비중이 높은 기업일수록 장기간에 걸친 이익과 주식수익률 간의 관련성이 증가하는 것으로 나타났다. 이익공시 사건일을 전후하여 자본시장 반응을 검토한 결과 또한 해외자회사를 통한 사업비중이 높은 기업일수록 이익발표에 대한 투자자들의 반응이 높게 나타났다. 이는 기업의 국제화 수준이 높을수록 기업의 이익이 주가에 반영되는 정도가 커지며, 새로운 이익정보를 투자자들이 실제로 활용하는 정도 또한 증가한다는 것을 의미한다. 한편 해외자회사를 보유한 표본 집단 내에서도 자회사가 경제성장률이 높은 국가에 소재할수록 이익의 가치관련성 및 이익공시의 정보효과가 커지는 것으로 나타났다. 즉, 투자자들은 해외에서의 높은 성장가능성 및 사업기회를 고려하여 국내이익보다는 해외이익을 보다 긍정적으로 평가하는 경향이 있음을 시사한다. 이와 더불어, 국제화 수준을 평가함에 있어 해외자회사가 국가별로 분산되어 있는 다각화 수준을 반영하는 엔트로피 지수를 사용한 결과 또한 위의 주요 분석 결과와 일관된다.

본 연구의 주요 공헌점은 다음과 같다. 우선 본 연구는 국내 다국적기업의 해외자회사에 대한 세부 정보를 바탕으로 국제화전략과 이익의 정보 효과에 대한 관계를 분석한 최초의 연구이다. 이에 따라 우리나라 기업들이 해외에 자회사를 두고 기업활동을 확대하는 것에 대해 투자자들이 긍정적으로 평가하고 있다는 새로운 실증적 근거를 제시한다. 특히 장기간에 걸친 이익과 주가와와의 상관관계 뿐만 아니라 이익발표 시점에서의 시장반응 차원에서도 국제화전략의 긍정적 영향을 확인함으로써 해외자회사 이익 정보가 실제로 유용하게 사용되고 있다는 점을 실증적으로 뒷받침한다. 이와 더불어 해외자회사 소재지국의 경제환경에 따라 다국적기업의 이익에 대한 시장 평가가 달라질 수 있음을 입증함으로써, 향후 연구시 해외 국가별 특성에 따른 차이를 고려할 필요가 있음을 시사한다.

이하 본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제Ⅱ장에서는 선행연구에 대한 검토 결과 및 연구가설을 제시하며, 제Ⅲ장에서는 실증연구의 방법과 표본 선정에 대한 설명을 제시하였다. 다음으로 제Ⅳ장 및 제Ⅴ장에서는 각각 실증분석 및 추가분석 내용을 기술하였고, 제Ⅵ장에서는 연구 결론을 제시한다.

II. 선행연구 및 연구가설

1. 기업의 국제화와 기업가치와의 관계

전 세계적으로 다국적기업들의 해외진출이 가속화되면서 기업의 국제화가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구에 관심이 모아지고 있다. 이와 관련하여 외국의 선행연구들은 해외자회사를 포함한 연결재무제표 자료와 지역별 공시 내역 등을 활용하여 기업의 국제화 수준을 측정하고 나아가 기업가치와의 관계를 분석하는 시도를 해왔다. 그러나 이에 대해서는 선행연구에서도 일관된 결론에 이르지 못하고 있으며, 기업의 소재 지역이나 국제다각화의 측정 정확성, 해외자회사에 대한 기업공시 등에 따라 분석 결과가 상당히 달라질 수도 있다.

우선 국제화가 기업가치에 긍정적 영향을 미친다는 연구들을 살펴보면, Errunza and Senbet (1981, 1984)은 국제다각화를 추진하는 기업은 국가 간 생산요소 및 자본시장 등의 불완전성을 활용하여 독점적 이윤을 획득할 가능성이 높아지므로 상대적으로 높은 기업가치를 가지는 것으로 해석하였다. 또한 Morck and Yeung(1991)도 국제적으로 다각화된 기업으로서 특정 무형자산을 보유한 기업들의 경우 상대적으로 높은 기업가치를 가진다는 결과를 보고하였다. 또한 Bodnar and Weintrop(1997)은 해외이익의 이익반응계수가 국내이익보다 크게 나타나는 현상은 해외시장의 성장가능성이 국내보다 더 큰 관계로 투자자들이 상대적으로 해외이익을 더 높게 평가하기 때문인 것으로 해석하였다. 한편 자본비용 측면에 있어서도 Goldberg와 Heflin(1995)는 국제다각화 수준이 증가함에 따라 기업의 체계적 위험은 감소한다는 사실을 보고함으로써 기업가치에 대한 긍정적 효과를 지지하였다.

반면, 일부 연구들은 기업의 국제화가 기업가치와 유의미한 관계가 없거나 부정적 영향을 미칠 수 있음을 시사하는 결과를 제시하였다. Boatsman et al.(1993)은 미국 기업들의 지리적부문 공시와 기업가치평가와의 관련성을 분석한 결과, 대부분의 경우 지리적부문 공시가 기업가치 평가에 일관성 있게 유의한 영향을 미치지 않는다는 결과를 보고하였다. Denis 등(2002)은 국제다각화가 정도가 큰 기업일수록 기업의 초과가치가 오히려 낮아진다는 사실을 발견하였으며, 이는 국제다각화로부터의 효익에 비해 그 비용이 더 크기 때문인 것으로 해석하였다. 또한 국제다각화와 기업성과 간의 관계를 분석한 일부 연구들에 따르면, 국제화된 기업들은 문화적 다양성이 높은 여러 관계사들을 관리하는 과정에서 비용이 증가할 수 있으며 기업 활동에 대한 투자자들의 기대위험이 높을 수도 있다(Siddharthan and Lall 1982 ; Michel and Shaked 1986 ; Collins 1990 ; 반혜정 2010). 한편 조세 측면에서도 기업의 국제다각화에 따라 조세회피 가능성이 낮아지고 해외자회사로부터의 배당 송금시 추가 세부담이 발생할 수 있다(전홍민 2013 ; 송은주 및 이정엽 2017). 이는 기업의 국제다각화 과정에서 증가하는 비용이나 위험으로 인해 종국적으로는 기업가치에 부정적 영향이 발생할 수도 있음을 시사한다.

이와 같이 기업의 국제다각화와 기업가치 간의 관계에 대해서는 여러 상반된 요인들이 영향을 미칠 수 있으므로 기업들의 지리적, 경제적 환경 등을 감안한 실증 분석이 필요한 상황이다. 특히 거의 대부분의 선행연구들은 미국 기업들을 위주로 이루어진 관계로 경제환경이나 기업공시 체계 등이 다른 국가들에 대한 연구의 필요성이 대두된다(Bodnar et al. 2003). 이와 관련하여 우리나라의 경우 세계화 흐름 속에서 주요 기업들이 해외 시장에 적극적으로 진출해 온 관계로 기업의 해외 투자가 실제로 기업가치의 증가에 기여하였는지에 대한 연구 필요성이 높다.

그러나 국내 연구의 경우 해외자회사 보유 수준이나 해외 소재지역의 다양성 등과 같이 해외 기업실체를 통한 사업활동과 기업가치와의 관계를 분석한 사례는 발견되지 않는다. 다만, 수출 비중이나 외화자산 등을 국제다각화의 대용치로 사용하여 분석한 연구들이 일부 존재하나, 아직까지 일관된 결과에 이르지 못하는 못하였다. 이와 관련하여 이장호(2003)는 국제다각화에 따라 해외 국가에서의 적응을 위하여 추가 비용이 소요되는 관계로 국제다각화는 기업가치에 부정적 영향을 미친다고 주장하였다. 반면, 김명인 등(2012)의 실증분석에서는 기업의 수출비중 또는 외화자산비중이 증가할수록 장기간의 이익반응계수는 크게 나타난다는 결과를 제시하였다. 그러나 수출 또는 외화자산 비중을 대용치로 활용하는 국내연구의 경우 측정오차에 대한 문제가 제기되고 있다(유용근 등 2014). 무엇보다 이러한 대용치는 다음과 같은 점에서 다국적기업들의 해외사업기지를 활용하는 사업전략을 효과적으로 포착하지 못한다는 한계가 있다.

첫째, 연결재무제표를 바탕으로 하는 외국의 선행연구와 달리 국내 선행연구들은 국내 개별 회사들의 재무자료를 분석 대상으로 하므로, 순이익 등 주요 재무자료에 해외자회사의 사업실적이 충분히 반영되지 않는다. 둘째, 수출이나 외화자산은 기업 매출이 해외 구매자를 대상으로 이루어진다는 것을 나타낼 뿐, 기업의 사업활동 자체가 해외에서 수행된다는 것을 의미하지는 않는다. 즉, 고용 및 연구, 생산 활동 등이 모두 국내에서 이루어지더라도 최종 제품만 해외로 수출된다면 국제다각화 기업으로 간주될 수 있다는 점에서 기업의 해외사업활동을 대표한다고 보기에는 무리가 있다. 이러한 측정 방법상의 문제와 관련하여 김준현(2018)은 수출이나 외화자산 등 기존의 국제다각화 측정방법은 실제 글로벌 다국적기업들을 제대로 반영하지 못하며, 해외자회사 상세 정보를 활용할 경우 실증 결과가 상당히 달라질 수 있음을 입증하였다. 또한 최근 들어 경제환경 및 조세회피 등의 사유로 해외로의 기업 이전이 큰 이슈가 되고 있는 상황에서, 기업의 국제다각화 문제는 다국적기업들의 사업실체들이 전세계적으로 어디에 어떻게 포진되어 있는가에 초점을 두고 있다. 따라서 우리나라 기업들의 국제다각화 관련 연구에 있어, 국내 기업 위주의 수출비중과 같은 대용치 보다는 연결재무제표상의 해외자회사 정보를 바탕으로 분석하는 것이 더욱 타당할 것이다.

우리나라 기업들의 경우 상대적으로 작은 내수시장 규모 및 해외수요에 의존하는 산업구조 등으로 인해 국내에서의 수익창출 보다는 현지시장 진출 및 수출촉진 등 해외에서의 사업기회를 추구하는 추세가 늘어나고 있다(문종철 등 2014). 해외시장의 성장성, 무형자산 보유 및 국제

적 자원의 활용 가능성 면에서 국제화가 기업가치에 기여할 수 있다는 선행연구에 비춰 보더라도, 현지 사업 및 투자 기회 창출을 위해 해외에 진출하는 우리나라 기업들에 대해 투자자들이 보다 긍정적으로 평가할 가능성이 있다. 한편 기업공시의 효과 측면에서 볼 때, 우리나라에서 2011년부터 연결재무제표 주석에 공시되기 시작한 해외자회사 내역은 기업의 해외 진출 정도 및 국제화 수준에 대한 유용한 정보를 투자자들에게 제공해 줄 수 있다. 일반적으로 기업이 공시 내용이 보다 세부적이고 공시정보량이 증가할수록 이익발표에 대한 투자자들의 반응이 커지며(Francis et al. 2002 ; Ertimur et al. 2003), 기업의 국제화와 관련해서도 해외사업부문에 대한 공시가 확대될수록 해외이익에 대한 시장반응이 증가하는 것으로 나타난다(Hope et al. 2009). 위와 같은 사항들을 종합하면, 우리나라 기업들의 해외자회사를 통한 국제화 수준이 증가할수록 이익정보와 기업가치와의 관련성이 커질 것으로 예상되며, 이익발표 시점에서의 투자자들의 반응 또한 국제화된 기업일수록 더욱 클 것으로 예상된다. 이에 따라 다음과 같은 대립가설을 제시한다.

가설 1 : 기업의 해외자회사 비중이 높을수록 기업이익의 가치관련성 및 이익공시에 대한 시장 반응은 더 클 것이다.

2. 해외자회사 소재지국의 경제 성장성과 기업가치와의 관계

한편, 해외사업의 성장성이나 전망 또한 다국적기업의 가치에 영향을 줄 수 있는 주요 요인들 중 하나이다. 일반적으로 성장 가능성이 높은 기업의 경우 미래 기대이익이 높은 관계로, 현재 이익 수준이 유사한 다른 기업에 비해 시장에서 높게 평가될 가능성이 크다. 실제로 Collins and Kothari(1989)는 기업의 성장가능성이 높을수록 이익에 대한 주가 반응이 높게 나타나는 관계가 있음을 발견하였다. 이에 비춰 볼 때, 다국적기업들이 해외자회사를 통해 상대적으로 높은 사업 성장성 및 투자 기회를 확보할 수 있다면 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있을 것이다.

이와 관련하여, Yang(2015)은 다국적기업이 해외 사업활동을 확대함으로써 보다 많은 글로벌 투자 기회를 확보하고 수익을 증대할 수 있다면 투자자들은 해외자산의 증가를 긍정적으로 평가할 가능성이 높다고 주장하였다. 이와 관련하여, Bodnar and Weintrop(1997) 및 Collins et al. (1998)은 실제로 해외 이익의 시장반응계수 가 국내 이익에 비해 크며, 이는 해외 성장 기회가 상대적으로 높은 것에 기인하는 것으로 해석하였다. 또한 Creal et al.(2014)은 다국적기업의 상대적으로 높은 시장가치는 해외 매출이 증가할수록 커진다는 사실을 발견하였다. Blouin et al.(2014)는 조세 요인이 기업의 해외 유보이익에 영향을 미치지만 일부 기업들의 경우에는 성장성이 조세보다도 더 중요한 요인이 된다는 증거를 제시하였다. 해외현금 가치와 관련해서도, Thakor(2013)은 해외 현금의 한계 시장 가치가 국내 현금에 비해 높다는 결과를 보고하였다. 특히 동 연구는 성장 기회가 많고 해외 사업 비중이 높은 기업일수록 해외 현금의 상대적 가치가

더욱 크다는 사실을 제시함으로써, 해외에서의 투자 기회가 기업 자산의 가치에 더 큰 영향을 미칠 수 있다는 점을 시사한다.

대리인비용 측면에서 보더라도, 기업 투자 환경은 국가별로 상이하며 유리한 투자 기회가 많은 국가에 소재한 기업의 경우 현금 보유에 따르는 대리인비용 문제가 완화될 수 있다(Thakor 2013). 즉, 투자 기회가 많은 기업의 경영자가 사적이익 추구를 위해 투자재원을 사용한다면 그 기회비용 또한 크므로 비효율적 투자가 제약된다는 논지이다. 이와 관련하여 Doukas(1995)는 미국 기업들의 해외 기업 취득에 대한 시장 반응은 투자기회를 나타내는 Tobin's Q가 높을수록 긍정적이며, 잉여현금에 대한 시장의 부정적 반응 또한 Q가 높은 기업의 해외 취득에 대해서는 상대적으로 크지 않다는 사실을 발견하였다.

또한, 해외에서의 투자 기회 및 사업 성장성은 해당 국가의 경제환경에 크게 좌우되며, 그 중에서도 GDP 성장률과 같은 국가 경제의 성장성에 많은 영향을 받을 수 있다. 일반적으로 GDP 성장성은 해당 국가에 대한 투자 매력도를 분석하는데 있어 중요한 고려 요소 중 하나이며(임경원 2008 ; 홍성길 및 안영규 2013), 실증연구 결과도 GDP 성장률로 대변되는 국가 경제 성장성은 해외직접투자(FDI)와 밀접한 상관관계가 있는 것으로 일관되게 나타난다(Bhandari et al. 2007 ; Anwar and Nguyen 2011 ; Omri 2014).

한편, 국내 선행연구들 중 해외자회사의 소재지국의 특성이 이익의 정보 효과에 미치는 영향을 분석한 사례는 발견되지 않는다. 따라서 우리나라 다국적기업들의 글로벌 사업활동 지역의 특성에 따른 영향에 대해서는 별도의 실증 연구가 필요하다. 다만, 상기의 선행연구 검토 결과들을 종합할 때, 해외소재지국의 경제성장성이 높을수록 해외자회사의 투자 기회 및 이익 성장 가능성이 높고 해당 국가에서의 사업 이익에 대한 투자자의 반응 또한 더 클 것으로 예상된다. 이에 따라 아래와 같은 대립가설을 제시한다.

가설 2 : 기업의 해외자회사가 경제성장도가 높은 국가에 소재할수록 기업이익의 가치관련성 및 이익공시에 대한 시장 반응은 증가할 것이다.

III. 연구모형 및 표본

1. 연구모형

가. 기업의 국제화와 이익의 가치관련성 및 시장 반응 (가설 1)

기업의 국제화전략과 기업가치간의 관계에 대한 가설 1과 관련하여, 장기간에 걸친 이익의 가치관련성 및 이익공시 시점에서의 시장 반응의 측면에서 각각 아래와 같은 회귀분석을 수행한다. 우선, 이익의 가치관련성 측면에서 아래 식(1)에서와 같이 장기간의 이익반응계수(ERC)를

분석한다. 즉 ERC를 바탕으로 이익의 가치관련성을 분석한 주요 선행연구에서 일반적으로 사용한 바와 같이 비기대이익과 주가초과수익률 간의 관계를 분석한다(예 : Kormendi and Lipe 1987 ; Collins and Kothari 1989 ; Lev and Thiagarajan 1993).

$$\begin{aligned}
 RET_{jt} = & \alpha_0 + \alpha_1 FOR_{jt} + \alpha_2 UE_{jt} + \alpha_3 FOR_{jt} \times UE_{jt} + \alpha_4 Size_{jt} \\
 & + \alpha_5 Lev_{jt} + \alpha_6 MTB_{jt} + \alpha_7 RND_{jt} + \alpha_8 INV_{jt} + \alpha_9 FSH_{jt} \\
 & + \alpha_m \Sigma Year + \alpha_n \Sigma Industry + \epsilon_{jt}
 \end{aligned} \tag{1}$$

여기서,

RET = t기 4월부터 t+1기 3월까지의 1년간 계산된 초과수익률(abnormal return)로서, 동 기간의 구매후보유 주식수익률(buy and hold return)에서 해당 시장지수의 수익률을 차감함 ;

FOR =기업 전체 자산총액 대비 해외자회사 자산 합계의 비중 ;

UE =당해 사업연도의 비기대이익(unexpected earnings)으로서, 당기순이익에서 직전연도 순이익을 차감한 금액을 기초 자기자본시장가치(market value of equity)로 나누어 표준화한 값 ;

Size =당기말 총자산가액의 자연로그 변환값 ;

Lev =당기말 현재 총자산 대비 총부채 비율 ;

MTB =당기말 자기자본 시장가치를 장부가액으로 나눈 비율(market-to-book ratio) ;

RND =당기 연구개발비(R&D) 지출총액(=경상연구개발비+무형자산개발비+교육훈련비)을 기초총자산으로 나눈 값 ;

INV =당기 유형자산(토지 제외) 투자액을 기초총자산으로 나누어 표준화한 값 ;

FSH =당기말 현재 외국인주주의 주식소유 비율(foreign shareholders ratio) ;

Year =연도 더미변수 ;

Industry =산업 더미변수.

위 식(1)에서 종속변수인 *RET*는 결산월 이후의 1년간의 누적초과수익률을 의미한다. 또한 주요 독립변수인 *FOR*는 각 기업의 전세계 전체 자산총액 중 해외자회사의 자산이 차지하는 비중을 뜻하며, *UE*는 비기대이익으로서 전기 대비 당기 순이익의 증감 정도를 의미한다. 만약 가설 1에서와 같이 기업의 국제화수준이 높을수록 비기대이익에 대한 가치관련성이 더 크다면 *FOR*와 *UE*의 상호작용변수에 대한 회귀계수 α_3 은 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다. 한편 연속변수들끼리의 상호작용에 따라 변수간 상관관계가 커질 수 있는 가능성을 감안하여 *FOR*를 10분위 순위변수로 변환한 변수(*rkFOR*)를 관련 분석에 추가적으로 사용하였다.

또한, 통제변수로는 기업가치 및 수익률에 영향을 미칠 수 있는 기본적인 기업특성들을 사용하였다. 기본적으로 기업규모(*Size*) 및 부채비율(*Lev*)를 비롯하여 기업의 성장성(*MTB*)나 연구개발(*RND*) 및 유형자산투자(*INV*) 등을 통제하였으며, 기업소유구조 또한 기업가치에 영향을 줄 수 있으므로 외국인주주비율(*FSH*)도 통제변수로 추가하였다.

한편, 장기간에 걸친 이익반응계수는 기업의 이익과 주가수익률에 대한 상관관계를 검증하는

데는 적합하지만, 장기간의 가치관련성은 여러 경제적 요인들이 복합적으로 영향을 미칠 수 있는 관계로 실제 투자자들이 해당 이익 정보를 유용하게 사용하는지 여부를 포착하기에는 한계가 있다. 이를 감안하여, 본 연구에서는 아래 식(2)에서와 같이 이익공시 시점에서의 자본시장 반응을 같이 분석함으로써 기업의 국제화가 이익의 정보효과를 향상시키는지 여부를 검증하였다.

$$\begin{aligned} CAR_{jt} = & \alpha_0 + \alpha_1 FOR_{jt} + \alpha_2 UE_{jt} + \alpha_3 FOR_{jt} \times UE_{jt} + \alpha_4 Size_{jt} \\ & + \alpha_5 Lev_{jt} + \alpha_6 MTB_{jt} + \alpha_7 RND_{jt} + \alpha_8 INV_{jt} + \alpha_9 FSH_{jt} \\ & + \alpha_{10} Replag_{jt} + \alpha_m \Sigma Year + \alpha_n \Sigma Industry + \epsilon_{jt} \end{aligned} \quad (2)$$

여기서,

CAR = 이익 공시일 전후 3일 동안의 누적초과수익률로서, 일별초과수익률은 주식수익률에서 기대수익률을 차감하여 산출함. 기대수익률은 공시일 전후 비사건기간 ($t-60 - t-10$ 및 $t+10 - t+60$) 동안의 주식수익률을 시장수익률에 대해 회귀분석하여 얻은 추정치를 바탕으로 계산함 ;

$Replag$ = 당해 사업연도말부터 이익공시일까지의 날짜 수.

위 식에서 종속변수로는 당해 사업연도에 대한 이익 발표일 전후 3일 동안의 누적초과수익률(cumulative abnormal return, CAR)을 사용한다. 이 때 사건일 동안의 일별초과수익률은 개별 기업의 주식수익률에서 시장모형을 통해 산출한 기대수익률을 차감하여 계산한다. 만약 기업의 국제화수준이 높을수록 이익 발표 시점에 자본시장 반응이 더 크게 나타난다면 $FOR \times UE$ 의 회귀계수 α_3 은 양(+)으로 유의하게 나타날 것이다. 한편, 식 (2)에서는 기말 시점부터 실제 공시가 이루어지기까지의 기간($Replag$)이 이익발표에 대한 자본시장 반응에 영향을 미칠 수 있음을 감안하여(Landsman et al. 2012), 통제 변수로 별도 추가하였다.

나. 해외자회사 소재지국 경제성장성의 영향 (가설 2)

기업의 해외자회사 소재지국의 경제성장 환경이 다국적기업의 기업가치 및 이익의 정보효과에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 해외자회사를 보유한 기업 표본을 대상으로 아래 식에서와 같은 회귀분석을 수행한다.

$$\begin{aligned} RET_{jt} = & \alpha_0 + \alpha_1 UE_{jt} + \alpha_2 FGDP_{jt} + \alpha_3 FGDP_{jt} \times UE_{jt} + \alpha_4 Size_{jt} \\ & + \alpha_5 Lev_{jt} + \alpha_6 MTB_{jt} + \alpha_7 RND_{jt} + \alpha_8 INV_{jt} + \alpha_9 FSH_{jt} \\ & + \alpha_m \Sigma Year + \alpha_n \Sigma Industry + \epsilon_{jt} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned}
CAR_{jt} = & \alpha_0 + \alpha_1 UE_{jt} + \alpha_2 FGDP_{jt} + \alpha_3 FGDP_{jt} \times UE_{jt} + \alpha_4 Size_{jt} \\
& + \alpha_5 Lev_{jt} + \alpha_6 MTB_{jt} + \alpha_7 RND_{jt} + \alpha_8 INV_{jt} + \alpha_9 FSH_{jt} \\
& + \alpha_{10} Replag_{jt} + \alpha_m \Sigma Year + \alpha_n \Sigma Industry + \epsilon_{jt}
\end{aligned} \quad (4)$$

여기서,

$FGDP$ =각 해외자회사 소재지국의 경제성장률을 자회사 자산가액을 기준으로 가중평균한 값.

위 식(3) 및 식(4)²⁾에서 독립변수 $FGDP$ 는 해외자회사 소재지국의 경제성장률을 의미한다. 만약 $FGDP \times UE$ 의 회귀계수 α_3 이 양(+)의 값을 가진다면 경제성장률이 높은 국가에 해외자회사가 소재할수록 다국적기업 이익의 가치관련성 및 정보효과가 크게 나타난다는 것을 의미한다. 또한 위 식들에서도 연속변수인 $FGDP$ 를 10분위 순위로 변환한 변수($rkFGDP$)를 사용한 분석을 보충적으로 수행한다.

2. 표본선정 및 자료수집

본 연구는 우리나라 KOSPI 및 KOSDAQ 시장에 상장된 기업들을 대상으로 분석하며, 결산기가 12월말로 동일한 비금융업 법인들을 표본으로 선정하였다. 분석대상 기간은 연결재무제표상 종속회사 세부정보가 공시되기 시작한 2011년도부터 2016년도까지로 설정하였다. 이와 더불어 자본잠식 기업 및 자산규모가 전기 대비 100% 이상 변동된 기업 등 극단적 재무수치를 가진 기업들을 표본에서 제외하였다. 또한 연결재무제표 작성 법인의 경우, 모회사 및 종속회사들의 개별 자산가액 총합계가 연결총자산과 50% 이상 차이나는 표본은 자회사 자산가액 주식 정보에 오류가 있을 가능성이 높다고 보아 이를 제외하였다. 이러한 과정을 거쳐 최종 선정된 표본으로서 회귀분석 변수들의 관측치가 존재하는 기업-연도의 수는 총 8,333개에 달한다.

기업의 회계자료는 TS-2000 데이터베이스에서 확인하였으며, 주가 및 수익률 자료는 FNGuide의 Dataguide Pro에서 추출하였다. 또한 이익발표일 전후의 주가 반응 분석과 관련하여 기업의 이익 공시에 대한 자료는 한국거래소 상장공시시스템(KIND)에서 직접 확인하였다. 이와 관련하여 잠정이익공시, 손익구조변경공시, 정기보고서 공시 등 동일 회계기간에 대한 여러 종류의 이익공시가 이루어진 경우 이들 중 가장 빠른 공시를 이익공시일로 간주하였다. 또한 이익 공시가 장마감

2) 식(4)에서와 같이 이익발표를 전후한 단기간의 주가 반응을 살펴 보는 것은 이익의 발생 원천이나 속성에 따라 투자자들의 반응이 달라지는지를 검증하기 위한 것이다. 즉 투자자들은 재무제표 주식 또는 기타 이용가능한 자료 등을 통해 기업의 국제화 정도 및 주요 해외자회사 소재지국의 특성을 확인할 수 있으므로, 비기대이익의 규모가 동일하더라도 해당 이익이 주로 어떤 국가들로부터 발생한 것인지를 고려하여 이익에 대한 반응이 달라질 것이라는 점을 전제한다. 이는 이익지속성이나 손실 여부 등 다양한 이익 속성에 따라 이익발표에 대한 투자자 반응이 달라진다는 선행연구의 관점과도 일맥상통한다 (Easton and Zmijewski 1989 ; Dechow et al. 2014).

시간 이후에 이루어진 경우에는 그 다음 영업일을 공시일로 간주하였다(백복현 등 2012).

또한 회귀분석과 관련하여 오차항의 계열상관으로 인한 편의를 줄이기 위하여 *firm-clustered standard error*(Petersen, 2009)를 사용하였으며³⁾, 극단치로 인한 영향을 최소화하기 위해 모든 연속변수들을 상·하위 1% 수준에서 조정(winsorize)하였다.

IV. 실증분석

1. 기술통계량 및 상관관계

<표 1>은 실증분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 요약한 것이다. 시장초과 수익률과 관련하여 *RET*의 중위값은 -0.006으로 시장 전체의 초과수익률은 0에 가깝게 나타난다.

<표 1> 기술통계량

변수	평균값	표준편차	5%	25%	중위값	75%	95%
<i>RET</i>	0.109	0.521	-0.467	-0.202	-0.006	0.276	1.099
<i>CAR</i>	0.001	0.059	-0.090	-0.029	-0.002	0.027	0.101
<i>UE</i>	0.007	0.199	-0.253	-0.047	0.000	0.043	0.290
<i>FOR</i>	0.079	0.138	0.000	0.000	0.004	0.099	0.408
<i>FGDP</i>	0.051	0.024	0.014	0.028	0.054	0.070	0.084
<i>Size</i>	19.15	1.48	17.26	18.14	18.85	19.91	22.21
<i>Lev</i>	0.438	0.203	0.117	0.271	0.441	0.594	0.775
<i>MTB</i>	1.528	1.458	0.357	0.665	1.054	1.801	4.422
<i>RND</i>	0.018	0.029	0.000	0.000	0.004	0.022	0.083
<i>INV</i>	0.016	0.138	-0.152	-0.016	0.001	0.038	0.238
<i>FSH</i>	0.06	0.11	0.00	0.00	0.02	0.07	0.31
<i>Replag</i>	32.99	9.60	18.00	26.00	32.00	41.00	48.00

1) 변수 정의 :

RET=*t*기 4월부터 *t*+1기 3월까지의 1년간 계산된 초과수익률(*abnormal return*)로서, 동 기간의 구매후보유 주식수익률(*buy and hold return*)에서 해당 시장지수의 수익률을 차감함 ; *CAR*=이익 공시일 전후 3일 동안의 누적초과수익률로서, 일별초과수익률은 주식수익률에서 기대수익률을 차감하여 산출함. 기대수익

3) 한편 본 연구의 실증분석 기본 모델은 산업 더미 변수를 포함하고 있는 바, 추가적으로 *firm-clustered standard error*만 사용하고 산업 더미는 제외한 모델을 적용한 실증결과 또한 기본 모델을 적용하였을 경우와 거의 차이가 없다.

률은 공시일 전후 비사건기간($t-60-t-10$ 및 $t+10-t+60$) 동안의 주식수익률을 시장수익률에 대해 회귀분석하여 얻은 추정치를 바탕으로 계산함; UE =당해 사업연도의 비기대이익(unexpected earnings)으로서, 당기순이익에서 직전연도 순이익을 차감한 금액을 기초 자기자본시장가치(market value of equity)로 나누어 표준화한 값; FOR =기업 전체 자산총액 대비 해외자회사 자산 합계의 비중; $FGDP$ =각 해외자회사 소재지국의 경제성장률을 자회사 자산가액을 기준으로 가중평균한 값; $Size$ =당기말 총자산가액의 자연로그 변환값; Lev =당기말 현재 총자산 대비 총부채 비율; MTB =당기말 자기자본 시장가치를 장부가액으로 나눈 비율(market-to-book ratio); RND =당기 연구개발비(R&D) 지출총액(=경상연구개발비+무형자산개발비+교육훈련비)을 기초총자산으로 나눈 값; INV =당기 유형자산(토지 제외) 투자액을 기초총자산으로 나누어 표준화한 값; FSH =당기말 현재 외국인주주의 주식소유 비율(foreign shareholders ratio); $Replag$ =당해 사업연도말부터 이익 공시일까지의 날짜 수.

반면 RET 의 평균값은 0.109으로 전반적으로 우편향(right-skewed)된 분포를 나타내며 표준편차는 0.521로 비교적 넓게 분포되어 있다. 이는 초과수익률이 1년간의 장기간에 걸쳐 누적된 효과로 인해 그 편차가 크게 나타나는 것으로 보인다. 이에 비해 이익공시일 전후의 초과수익률인 CAR 의 평균값(중위값)은 0.001(-0.002)로 0을 전후하여 큰 차이가 나지 아니하며, 분포의 편차가 상대적으로 작게 나타난다. 또한 비기대이익(UE)의 평균값(중위값)은 0.007(0.000)으로서 전기 대비 이익 증감액이 평균적으로 크지는 않지만 다소나마 이익의 증가 추세가 나타나는 것으로 보인다. 해외자회사 자산 비중(FOR)의 중위값은 0.004로서 표본의 절반 가까이는 해외자회사 보유 비율이 매우 낮은 것으로 보인다. 또한 해외자회사 소재지국의 경제성장률($FGDP$)은 평균적으로 약 5% 정도인 것으로 나타나 분석대상 기간 동안 우리나라 경제의 성장률 보다는 다소 높은 모습을 보인다. 한편, 통제 변수들 중 $Replag$ 의 평균값(중위값)은 33(32) 수준으로 평균적으로 연도말 이후 1달 내외의 시점에 이익을 공시하는 것으로 보인다.

<표 2>는 분석대상 변수들 간의 피어슨 및 스피어만 상관관계를 나타낸다. 우선 일반적인 예상과 같이 비기대이익(UE)과 장기 및 단기간의 시장초과수익률(RET , CAR)간에는 양(+)의 상관관계가 뚜렷하게 나타난다. FOR 는 기업규모($Size$) 및 부채수준(Lev), 연구개발(RND) 및 유형자산투자($Capex$)와 양(+)의 유의한 상관관계를 가지는 것으로 나타나 전반적으로 기업의 크기 및 투자 여력이 높은 기업들이 해외사업활동을 보다 활발히 수행하는 것으로 보인다⁴⁾. 또한 통제 변수들 중 $Replag$ 는 수익률 및 비기대이익 변수들과 유의하게 음(-)의 상관관계를 보이며, 이는 이익공시 시점이 늦어질수록 투자자들의 반응이 낮아진다는 일반적 예상과도 부합한다.

4) 한편 FOR 와 RET 와의 피어슨(스피어만) 상관계수는 $-0.017(-0.043)$ 로서 스피어만 상관계수의 경우에만 통계적으로 다소 유의하다. 다만 이는 두 변수간의 단순 상관관계이므로 다른 변수들의 영향을 통제하지 않은 상태에서 국제화가 초과수익률에 부정적 영향을 미친다고 말할 수는 없다. 더욱이 본 연구의 주요 관심 분석대상은 FOR 와 RET 간의 평균적인 관계가 아니라 UE 와 RET 간의 관계에 FOR 가 미치는 영향이므로, FOR 와 RET 간의 상관계수 자체는 본 연구의 분석 취지와는 크게 관련되지 않는다.

〈표 2〉 상관관계 분석

	RET	CAR	UE	FOR	FGDP	Size	Lev	MTB	RND	INV	FSH	Replag
RET		0.083	0.183	-0.017	0.000	-0.086	-0.048	-0.174	0.098	0.048	-0.025	-0.053
CAR	0.085		0.117	0.013	0.014	0.028	0.010	-0.030	-0.009	0.033	0.018	-0.048
UE	0.308	0.139		-0.011	-0.018	-0.022	0.008	-0.051	0.015	-0.054	-0.003	-0.039
FOR	-0.043	0.015	-0.008		0.102	0.195	0.165	-0.043	0.095	0.051	0.151	0.017
FGDP	0.018	0.001	0.008	0.113		-0.071	0.019	-0.156	-0.019	0.038	-0.042	0.057
Size	-0.046	0.051	0.005	0.295	-0.063		0.291	-0.200	-0.063	0.101	0.471	-0.254
Lev	-0.079	0.004	-0.021	0.199	0.013	0.289		0.057	0.037	0.027	-0.085	0.070
MTB	-0.260	-0.022	-0.064	-0.028	-0.123	-0.279	0.001		-0.098	-0.079	0.038	-0.004
RND	0.058	0.002	0.013	0.147	0.012	-0.042	0.050	0.001		-0.006	-0.041	0.011
INV	0.043	0.026	-0.002	0.075	0.034	0.154	0.032	0.004	0.024		0.030	-0.006
FSH	0.020	0.035	0.026	0.226	-0.083	0.527	-0.099	0.046	0.025	0.084		-0.199
Replag	-0.056	-0.056	-0.064	0.008	0.057	-0.199	0.065	-0.022	0.005	-0.018	-0.209	

1) 굵은 글씨의 숫자는 5% 수준에서 통계적으로 유의하다는 것을 의미함

2) 변수의 정의는 <표 1>에서와 같음.

2. 회귀분석

가. 국제화 수준에 따른 이익의 가치관련성 및 정보효과

<표 3>은 가설1과 관련하여 기업의 국제화 수준과 이익의 가치관련성 및 정보효과에 미치는 영향을 분석한 것이다. <표 3>의 Panel A는 1년간의 장기간에 걸친 이익과 주가수익률 간의 관계를 분석한 결과이다. Model 1에서 해외자회사 보유 수준(*FOR*)과 비기대이익(*UE*) 간 상호작용 변수 $FOR \times UE$ 의 회귀계수 추정치는 1.543(t -value=3.44)로 1% 수준에서 통계적으로 유의성이 높다. 또한 Model 2에서와 같이 순위변수($rkFOR$)를 사용한 결과도 $rkFOR \times UE$ 의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값(coef.=0.06, t -value=3.22)을 가진다. 이는 기업들의 해외자회사 비중이 높을수록 기업 이익에 대한 주가 반응이 높게 나타난다는 것을 의미한다.

또한 <표 3>의 Panel B에서와 같이 이익공시일 전후의 시장 반응을 검토한 결과, Model 1에서 $FOR \times UE$ 의 회귀계수는 0.094로 5% 수준에서 통계적으로 유의하며, Model 2에서 순위변수를 사용한 상호작용변수 $rkFOR \times UE$ 의 회귀계수도 양(+)의 유의한 값을 가진다. 즉, 사건연구 방식에 따라 검토한 경우에도, 투자자들은 해외자회사 비중이 높은 기업들의 이익 발표에 대해 보다 큰 반응을 보이는 것으로 나타난다.

〈표 3〉 국제화 수준에 따른 이익의 가치관련성 및 정보 효과

Panel A : 이익의 가치관련성				
독립변수	Model1 : 종속변수 (<i>RET</i>)		Model2 : 종속변수 (<i>RET</i>)	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>	1.238	13.98***	1.247	14.05***
<i>UE</i>	0.381	9.14***	0.221	2.81***
<i>FOR</i>	-0.022	-0.54		
$FOR \times UE$	1.543	3.44***		
<i>rkFOR</i>			0.001	0.25
$rkFOR \times UE$			0.060	3.22***
<i>Size</i>	-0.054	-11.63***	-0.054	-11.51***
<i>Lev</i>	0.029	0.97	0.027	0.92
<i>MTB</i>	-0.068	-12.20***	-0.068	-12.19***
<i>RND</i>	1.399	6.59***	1.395	6.59***
<i>INV</i>	0.215	4.69***	0.213	4.64***
<i>FSH</i>	0.267	4.69***	0.262	4.58***
Fixed Effect	연도, 산업		연도, 산업	
Adjusted R ²	0.094		0.094	
관측치 수	8,333		8,333	

〈표 3〉 국제화 수준에 따른 이익의 가치관련성 및 정보 효과 (계속)

Panel B : 이익공시의 정보효과				
독립변수	Model1 : 종속변수(CAR)		Model2 : 종속변수(CAR)	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>	0.003	0.24	0.004	0.31
<i>UE</i>	0.030	5.56***	0.020	2.08**
<i>FOR</i>	0.004	0.79		
<i>FOR</i> × <i>UE</i>	0.094	1.97**		
<i>rkFOR</i>			0.000	0.96
<i>rkFOR</i> × <i>UE</i>			0.004	1.87*
<i>Size</i>	0.000	-0.04	0.000	-0.17
<i>Lev</i>	0.003	0.83	0.003	0.86
<i>MTB</i>	-0.001	-1.98**	-0.001	-2.02**
<i>RND</i>	-0.033	-1.36	-0.033	-1.37
<i>INV</i>	0.017	3.54***	0.017	3.55***
<i>FSH</i>	0.004	0.54	0.004	0.54
<i>Replag</i>	0.000	-3.27***	0.000	-3.30***
Fixed Effect	연도, 산업		연도, 산업	
Adjusted R ²	0.021		0.021	
관측치 수	8,333		8,333	

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의하다는 것을 나타냄(양측 검정)
 2) 회귀계수 표준편차는 firm-clustered standard error를 사용함(Petersen, 2009)
 3) 변수 정의 : *rkFOR*=해외자회사 자산비중(*FOR*)을 10분위 순위변수로 변환한 변수 ; 기타 변수들의 정의는 <표 1>에서의 설명 참조.

한편, 통제변수들의 경우, 시가-장부가비율(*MTB*) 및 유형자산투자(*INV*)는 종속변수 *RET* 및 *CAR* 모두에 대해 각각 음(-) 및 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타난다. 반면 장기간의 초과수익률을 나타내는 *RET*에 대해서는 기업규모(*Size*)가 작고 연구개발(*RND*) 및 외국인주주비율(*FSH*)가 높을수록 증가하는 관계가 나타난다. 또한 이익공시 사건 기간동안의 *CAR*에 대해 *Replag*의 회귀계수는 유의하게 음(-)의 값을 가지며, 이는 일반적 예상과 같이 이익공시 시점이 늦어질수록 시장에서의 반응이 낮다는 점을 나타낸다.

위와 같은 분석 결과는 전반적으로 가설 1을 지지한다. 즉, 투자자들은 기업들이 해외에 사업거점을 두고 전세계적으로 사업활동을 수행하는 것을 긍정적으로 평가하는 것으로 나타난다. 이는 또한 해외에서 발생한 이익이 국내 이익보다 미래 기업가치에 보다 큰 영향을 미칠 것으로 시장참여자들이 기대하는 경향이 있다는 것을 시사한다.

나. 해외자회사 소재지국 경제성장성의 영향

<표 4>는 가설 2와 관련하여 해외자회사를 보유한 표본기업들에 대해 자회사 소재지국의 경제적 환경이 이익의 정보성에 미치는 영향에 대한 분석 결과를 정리한 것이다. 이익의 가치관련성과 관련하여 <표 4>의 Panel A에 따르면, 관심변수인 $FGDP \times UE$ 의 회귀계수는 7.092로 1% 수준에서 유의하게 양(+)의 값을 가진다. 또한 10분위 순위로 변환한 변수($rkFGDP$)를 적용한 경우에도 $rkFGDP \times UE$ 의 회귀계수는 유의하게 양(+)으로 나타난다(coef.=0.050, t-value=2.69). 이는 해외진출 전략을 실행한 기업들 사이에서도 해외자회사의 소재지국에 따라서 이익의 가치관련성에 차이가 있음을 뜻한다. 특히, 소재지국의 경제성장률이 높을수록 기업이익이 동일하더라도 주가와 더욱 관련성이 높게 나타난다.

추가적으로 <표 4>의 Panel B에서와 같이 이익공시 사건에 대한 시장 반응 또한 일관된 결과를 나타낸다. 즉, 종속변수 CAR 에 대하여 $FGDP \times UE$ 의 회귀계수 추정치는 0.569로 5% 수준에서 유의하며 $rkFGDP \times UE$ 의 회귀계수 또한 양(+)으로 유의하다(coef.=0.005, t-value=2.03).

〈표 4〉 해외자회사 소재지 경제성장성의 영향

Panel A : 이익의 가치관련성				
독립변수	Model1 : 종속변수 (RET)		Model2 : 종속변수 (RET)	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>	1.198	10.39***	1.182	10.32***
<i>UE</i>	0.160	1.48	0.281	3.22***
<i>FGDP</i>	-0.605	-1.84*		
<i>FGDP × UE</i>	7.092	3.26***		
<i>rkFGDP</i>			-0.004	-1.67*
<i>rkFGDP × UE</i>			0.050	2.69***
<i>Size</i>	-0.047	-8.42***	-0.047	-8.34***
<i>Lev</i>	-0.066	-1.68*	-0.068	-1.74*
<i>MTB</i>	-0.067	-9.52***	-0.067	-9.49***
<i>RND</i>	1.420	4.96***	1.423	4.96***
<i>INV</i>	0.172	2.83***	0.173	2.85***
<i>FSH</i>	0.229	3.25***	0.228	3.23***
Fixed Effect	연도, 산업		연도, 산업	
Adjusted R ²	0.097		0.096	
관측치 수	4,651		4,651	

〈표 4〉 해외자회사 소재지 경제성장성의 영향 (계속)

Panel B : 이익공시의 정보효과				
독립변수	Model1 : 종속변수 (CAR)		Model2 : 종속변수 (CAR)	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>	0.007	0.42	0.009	0.52
<i>UE</i>	0.011	0.83	0.019	1.73*
<i>FGDP</i>	0.051	1.36		
<i>FGDP</i> × <i>UE</i>	0.569	2.18**		
<i>rkFGDP</i>			0.000	0.99
<i>rkFGDP</i> × <i>UE</i>			0.005	2.03**
<i>Size</i>	0.000	-0.42	0.000	-0.43
<i>Lev</i>	0.003	0.61	0.003	0.61
<i>MTB</i>	-0.001	-1.50	-0.001	-1.55
<i>RND</i>	-0.009	-0.29	-0.010	-0.33
<i>INV</i>	0.014	2.20**	0.014	2.22**
<i>FSH</i>	0.004	0.45	0.004	0.47
<i>Replag</i>	0.000	-2.15**	0.000	-2.14**
Fixed Effect	연도, 산업		연도, 산업	
Adjusted R ²	0.022		0.021	
관측치 수	4,651		4,651	

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의하다는 것을 나타냄(양측 검정)
 2) 회귀계수 표준편차는 firm-clustered standard error를 사용함(Petersen, 2009)
 3) 변수 정의 : *rkFGDP*=해외자회사 소재지 국가들의 성장성(*FGDP*)을 10분위 순위변수로 변환한 변수 ;
 기타 변수들의 정의는 <표 1>에서의 설명 참조.

이러한 결과는 장기 및 단기간의 이익과 주가와의 관계 모두에서 해외소재지국의 경제성장률이 높을수록 이익의 가치관련성 및 정보효과가 크다는 점을 지지한다. 이는 우리나라 기업들이 해외시장의 높은 성장성 및 사업기회를 좇아 해외진출을 도모한다는 점과도 일맥상통하며, 이에 따라 성장성이 높은 국가에서 발생한 이익을 시장에서 보다 높게 평가한다는 것을 시사한다.

한편 <표 4>에서 *FGDP*×*UE* 및 *rkFGDP*×*UE*의 회귀계수 크기는 위의 <표 3>에서 *FOR*×*UE* 및 *rkFOR*×*UE*에 비해 전반적으로 높게 나타난다. 일례로 <표 4>의 Panel A에서 해외 경제성장률이 이익의 가치관련성에 미치는 정도인 *FGDP*×*UE*의 회귀계수 7.092는 <표 3>의 Panel A에서 *FOR*×*UE*의 회귀계수 1.543에 비해 상당히 크다. 이는 전반적으로도 기업의 국제화 수준

이 이익의 가치관련성과 양(+)의 관계가 있지만, 그 중에서도 해외소재지국의 경제성장도가 이익의 가치관련성에 보다 직접적이고 더 큰 영향을 미친다는 것을 의미한다. 즉 가설 1에서 언급한 바와 같이 여러 요인들로 인해 국제화가 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있는 바, 본 분석 결과는 해외에서의 사업 성장기회가 우리나라 기업들의 국제화로 인한 효과를 주도하는 핵심 요인에 해당한다는 점을 뒷받침한다.

V. 추가분석

지금까지의 주요 실증분석 결과는 해외자회사를 활용한 국제화가 진전될수록 이익에 대한 투자자들의 반응이 증가하며, 특히 해외자회사 소재지국의 경제성장률이 높을수록 시장반응이 커진다는 사실을 뒷받침한다. 이에 더하여 본 연구의 추가분석에서는 해외 국가별 자회사 규모를 고려하여 국제다각화 수준을 보다 정교하게 계산하였다. 즉, 기업의 국제화 전략은 단순히 해외 사업비중을 늘리는 것에만 그치지 않고 여러 국가에 진출함으로써 사업의 다양성을 늘리고 해외사업에 따른 리스크를 분산하는 것도 포함된다. 일례로 다국적기업들은 여러 국가들에서의 시장 불완전성을 활용함으로써 차익거래(arbitrage)를 할 여지가 있고(Grant 1987 ; Kogut 1985), 다양한 국가들로부터의 현금흐름 상쇄 효과로 인해 이익의 변동성이 낮아질 수 있다(Shapiro 1978 ; Shaked 1996). 따라서 해외사업활동의 국가별 분산도 또한 기업의 이익 정보에 대한 투자자들의 평가에 영향을 줄 수 있다. 이에 따라 본 추가분석에서는 아래 식 (5)에서와 같이 기업의 해외사업이 국가별로 분산된 정도를 나타내는 엔트로피 지수를 사용하였다(Hitt et al. 1997 ; Wiersema and Bowen 2011 ; Bullon and Bueno 2012 ; Bueno and Usero 2014 ; Wu et al. 2016).

$$Entropy = \sum AS_Country_i \times \ln(1/AS_Country_i) \quad (5)$$

위 식에서 $AS_Country_i$ 는 기업의 모회사 및 자회사들 중 특정 국가 i 에 소재한 회사들의 자산가액이 전체 기업 자산에서 차지하는 비율을 의미하며, 이들을 $\ln(1/AS_Country_i)$ 값으로 가중평균하여 국제다각화 변수 $Entropy$ 를 산출한다. 따라서 $Entropy$ 값이 클수록 기업 전체 자산이 전 세계 각국에 고르게 분산되어 있다는 것을 의미한다. 이에 따라 아래 식 (6) 및 (7)에서와 같이 비기대이익(UE)과의 상호작용을 통해 이익에 대한 시장반응을 분석하였다.

$$\begin{aligned} RET_{jt} = & \alpha_0 + \alpha_1 Entropy_{jt} + \alpha_2 UE_{jt} + \alpha_3 Entropy_{jt} \times UE_{jt} + \alpha_4 Size_{jt} \\ & + \alpha_5 Lev_{jt} + \alpha_6 MTB_{jt} + \alpha_7 RND_{jt} + \alpha_8 INV_{jt} + \alpha_9 FSH_{jt} \\ & + \alpha_m \Sigma Year + \alpha_n \Sigma Industry + \epsilon_{jt} \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned}
CAR_{jt} = & \alpha_0 + \alpha_1 Entropy_{jt} + \alpha_2 UE_{jt} + \alpha_3 Entropy_{jt} \times UE_{jt} + \alpha_4 Size_{jt} \\
& + \alpha_5 Lev_{jt} + \alpha_6 MTB_{jt} + \alpha_7 RND_{jt} + \alpha_8 INV_{jt} + \alpha_9 FSH_{jt} \\
& + \alpha_{10} Replag_{jt} + \alpha_m \Sigma Year + \alpha_n \Sigma Industry + \epsilon_{jt}
\end{aligned}
\quad (7)$$

분석 결과, <표 5>의 Panel A에서와 같이 종속변수 *RET*에 대하여 *Entropy*와 *UE*의 상호작용 변수에 대한 회귀계수 추정치는 0.711(*t*-value=3.61)로 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 이는 해외자회사의 전체자산 규모를 바탕으로 한 측정치(*FOR*)를 사용한 주요분석 결과와도 일관되며, 기업의 사업활동이 전세계 각국에 걸쳐 고르게 분산될수록 장기간에 걸친 이익의 가치관련성이 증가하는 경향이 있음을 의미한다. 또한 단기간의 주식시장 반응인 *CAR*를 종속변수로 사용한 경우에도, <표 5>의 Panel B에서와 같이 *Entropy*×*UE*의 회귀계수 또한 유의하게 양(+)으로 나타나 투자자들은 국제적으로 다각화된 기업의 이익 정보에 대해 보다 크게 반응을 보이는 것으로 나타났다. 이와 같이 추가분석 결과 또한 우리나라 기업들이 해외 여러 국가에 진출함에 따라 시장에서 이를 긍정적으로 평가한다는 점을 뒷받침한다.

<표 5> 국제다각화 지수를 사용한 분석

Panel A : 이익의 가치관련성				
독립변수	Model1 : 종속변수 (<i>RET</i>)		Model2 : 종속변수 (<i>RET</i>)	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>	1.246	13.77***	1.250	14.02***
<i>UE</i>	0.363	8.42***	0.208	2.63***
<i>Entropy</i>	0.004	0.23		
<i>Entropy</i> × <i>UE</i>	0.711	3.61***		
<i>rkEntropy</i>			0.001	0.39
<i>rkEntropy</i> × <i>UE</i>			0.064	3.40***
<i>Size</i>	-0.054	-11.43***	-0.054	-11.48***
<i>Lev</i>	0.026	0.88	0.027	0.91
<i>MTB</i>	-0.068	-12.18***	-0.068	-12.18***
<i>RND</i>	1.389	6.55***	1.391	6.57***
<i>INV</i>	0.215	4.69***	0.213	4.63***
<i>FSH</i>	0.262	4.60***	0.261	4.57***
Fixed Effect	연도, 산업		연도, 산업	
Adjusted R ²	0.095		0.094	
관측치 수	8,333		8,333	

〈표 5〉 국제다각화 지수를 사용한 분석 (계속)

Panel B : 이익공시의 정보효과				
독립변수	Model1 : 종속변수 (CAR)		Model2 : 종속변수 (CAR)	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>Intercept</i>	0.005	0.38	0.004	0.33
<i>UE</i>	0.029	5.17***	0.020	2.04**
<i>Entropy</i>	0.003	1.28		
<i>Entropy</i> × <i>UE</i>	0.043	2.03**		
<i>rkEntropy</i>			0.000	0.95
<i>rkEntropy</i> × <i>UE</i>			0.004	1.87*
<i>Size</i>	0.000	-0.19	0.000	-0.19
<i>Lev</i>	0.003	0.81	0.003	0.87
<i>MTB</i>	-0.001	-2.00**	-0.001	-2.02**
<i>RND</i>	-0.034	-1.40	-0.033	-1.37
<i>INV</i>	0.017	3.55***	0.017	3.55***
<i>FSH</i>	0.003	0.47	0.004	0.54
<i>Replag</i>	0.000	-3.29***	0.000	-3.30***
Fixed Effect	연도, 산업		연도, 산업	
Adjusted R ²	0.021		0.024	
관측치 수	8,333		8,333	

- 1) ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의하다는 것을 나타냄(양측 검정)
 2) 회귀계수 표준편차는 firm-clustered standard error를 사용함(Petersen, 2009)
 3) 변수 정의 : *Entropy*=다음 식에서와 같이 기업의 해외사업이 국가별로 분산된 정도를 나타내는 엔트로피 지수. $Entropy = \sum AS_Country_i \times \ln(1/AS_Country_i)$ 여기서, $AS_Country_i$ 는 기업의 모회사 및 자회사들 중 특정 국가 i 에 소재한 회사들의 자산가액이 전체 기업 자산에서 차지하는 비율을 의미함 ; *rkEntropy* : *Entropy* 값을 10분위 순위로 변환한 변수 ; 기타 변수들의 정의는 <표 1>에서의 설명 참조.

VI. 결 론

본 연구는 기업의 국제화가 이익의 가치관련성 및 정보효과에 미치는 영향을 분석하였다. 전 세계적으로 기업의 경영활동이 글로벌화되면서 다국적기업들의 경영성과 및 기업가치에 대한 연구 관심이 증가하고 있다. 특히 외국에 다수의 자회사를 두고 전세계적으로 사업활동을 수행하는 것이 다국적기업의 주요 국제화전략임을 감안할 때, 기업의 국제화 수준을 평가함에 있어

해외자회사에 대한 정보는 필수적이다. 그럼에도 자료의 한계상 우리나라 기업의 국제화에 대한 선행연구는 해외자회사 정보를 활용하지 못함으로 인해 국제화전략의 영향에 대한 연구에 어려움이 있었으며, 이에 대한 개선의 필요성이 제기되어 왔다. 이에 본 연구는 2011년부터 국제회계기준 도입에 따라 연결재무제표를 주재무제표로 하는 공시체계가 확립되면서 종속회사 정보가 주석 공시되는 것을 활용하여, 해외자회사의 소재 국가 및 자산 규모 등의 세부 정보를 활용하여 기업들의 해외사업 비중을 측정하였다.

이를 바탕으로 기업의 국제화가 이익의 가치관련성 및 정보효과에 미치는 영향을 분석한 결과, 우리나라 기업들의 해외자회사 비중이 커질수록 장기간에 걸쳐 이익과 주식수익률 간의 관련성이 증가하는 관계가 나타났으며, 이익공시 사건일 전후의 단기간 분석에 있어서도 기업의 국제화는 이익공시에 대한 투자자 반응에 긍정적인 영향을 미친다는 것이 발견되었다. 또한 해외자회사를 보유한 기업들 사이에서도 경제성장률이 높은 국가에 자회사를 둔 비중이 큰 기업일수록 장기간에 걸친 이익의 가치관련성 및 단기간의 이익공시 정보효과가 모두 증가하는 경향이 있다는 사실을 발견하였다. 이를 종합하면, 투자자들은 기업의 해외이익을 국내이익에 비해 보다 긍정적으로 평가하는 경향이 있으며, 이는 해외에서의 높은 성장잠재력과 사업기회가 미래 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대하기 때문인 것으로 보인다.

본 연구는 우리나라 기업들의 해외자회사 정보를 바탕으로 국제화 수준과 이익의 정보성에 대한 관계를 분석하는 새로운 방법을 제시하였다. 이에 따라 우리나라 다국적기업들의 해외진출에 대해 투자자들이 긍정적으로 평가하고 있음을 확인함으로써 국제화 전략의 유용성을 실증적으로 뒷받침한다. 이에 더하여 해외자회사 소재지의 특성이 기업가치에 영향을 줄 수 있음을 발견함으로써 후속 연구에 있어 해외 진출 국가의 경제환경을 보다 면밀히 검토할 필요가 있음을 시사한다.

참고문헌

- 김명인 · 안형태 · 김종대. 2012. “국제다각화 수준에 따른 이익의 가치관련성 차이에 관한 연구”. 회계학연구 37(4) : 157-193.
- 김준현. 2018. “해외자회사 정보를 이용한 국제다각화 측정 및 이익의 질과의 관계”. 회계학연구 43(3) : 81-120.
- 문종철 · 조현승 · 고대영. 2014. “산업별 해외투자의 현황분석과 진출기업의 유턴 가능성에 대한 연구”. 산업연구원 연구보고서 2014-726 : 3-222.
- 반혜정. 2010. “기업의 국제화와 지배구조에 따른 투자활동”. 대한경영학회지 23(6) : 3401-3425.
- 백복현 · 김영준 · 이준일. 2012. “연간이익공시 시점에 대한 연구”. 회계학연구 37(4) : 253-293.
- 송은주 · 이정엽. 2017. “해외자회사 배당에 대한 국외소득면제방식의 도입 효과-일본과 영국의 한국 자회사를 중심으로”. 세무와 회계저널 18(5) : 141-176.
- 유용근 · 김현희 · 전홍민. 2014. “기업의 국제다각화가 실물적 이익조정에 미치는 영향”. 회계학연구 39(1) : 293-322.
- 이장호. 2003. “국제다각화, 제품다각화 및 조직적 학습이 기업의 가치에 미치는 영향”. 경영학연구 32(5) : 1291-1315.
- 임경원. 2008. “우리나라 전력산업의 해외진출 입지선정에 관한 연구”. 전문경영인연구 11(2) : 137-157.
- 전홍민. 2013. “개별기업의 국제다각화가 조세회피성향에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 14(2) : 175-197.
- 홍성길 · 안영규. 2013. “한국전력공사의 해외사업진출에 관한 투자매력도 분석”. 국제경영리뷰 17(1) : 1-20.
- Anwar, S., and L. P. Nguyen. 2011. Foreign direct investment and export spillovers : Evidence from Vietnam. *International Business Review* 20(2) : 177-193.
- Bhandari, R., D. Dhakal, G. Pradhan, and K. Upadhyaya. 2007. Foreign aid, FDI and economic growth in East European countries. *Economics Bulletin* 6(13) : 1-9.
- Blouin, J., L. Krull, and L. Robinson. 2014. The Location, Composition, and Investment Implications of Permanently Reinvested Earnings. *Working Paper*.
- Boatsman, J. R., B. K. Behn, and D. H. Patz. 1993. A test of the use of geographical segment disclosures. *Journal of Accounting Research* : 46-64.
- Bodnar, G. M., L. S. Hwang, and J. Weintrop. 2003. The value relevance of foreign income : an Australian, Canadian, and British comparison. *Journal of International Financial Management & Accounting* 14(3) : 171-193.

- Bodnar, G. M., and J. Weintrop. 1997. The valuation of the foreign income of US multinational firms : A growth opportunities perspective. *Journal of Accounting and Economics* 24(1) : 69–97.
- Collins, J. M. 1990. A market performance comparison of US firms active in domestic, developed and developing countries. *Journal of International Business Studies* 21(2) : 271–287.
- Collins, D. W., and S. Kothari. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11(2–3) : 143–181.
- Collins, J., D. Kemsley, and M. Lang. 1998. Cross-jurisdictional income shifting and earnings valuation. *Journal of Accounting Research* 36(2) : 209–229.
- Creal, D. D., L. A. Robinson, J. L. Rogers, and S. L. Zechman. 2014. The multinational advantage. *University of Chicago. Working Paper*.
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, and Jenny Zha. 2014. Stock Prices and Earnings : A History of Research. *Annual Review of Financial Economics* 6(1) : 343–63.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and K. Yost. 2002. Global diversification, industrial diversification, and firm value. *The Journal of Finance* 57(5) : 1951–1979.
- Doukas, J. 1995. Overinvestment, Tobin's q and gains from foreign acquisitions. *Journal of Banking & Finance* 19(7) : 1285–1303.
- Easton, Peter D, and Mark E Zmijewski. 1989. Cross-sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics* 11(2–3) : 117–41.
- Errunza, V. R., and L. W. Senbet. 1981. The effects of international operations on the market value of the firm : Theory and evidence. *The Journal of Finance* 36(2) : 401–417.
- _____. 1984. International Corporate Diversification, Market Valuation, and Size-Adjusted Evidence. *The Journal of Finance* 39(3) : 727–743.
- Ertimur, Yonca, Joshua Livnat, and Minna Martikainen. 2003. Differential Market Reactions to Revenue and Expense Surprises. *Review of Accounting Studies* 8(2) : 185–211.
- Francis, Jennifer, Katherine Schipper, and Linda Vincent. 2002. Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements. *The Accounting Review* 77(3) : 515–46.
- Goldberg, S. R., and F. L. Heflin. 1995. The association between the level of international diversification and risk. *Journal of International Financial Management & Accounting* 6(1) : 1–25.

- Grant, R. M. 1987. Multinationality and performance among British manufacturing companies. *Journal of International Business Studies* 18(3) : 79–89.
- Hitt, M. A., R. E. Hoskisson, and H. Kim. 1997. International diversification : Effects on innovation and firm performance in product–diversified firms. *Academy of Management journal* 40(4) : 767–798.
- Hope, O. K., Kang, T., Thomas, W. B., and Vasvari, F. 2009. The effects of SFAS 131 geographic segment disclosures by US multinational companies on the valuation of foreign earnings. *Journal of International Business Studies*, 40(3) : 421–443.
- Kogut, B. 1985. Designing global strategies : Profiting from operational flexibility. *Sloan Management Review* Fall : 27–38.
- Kormendi, Roger, and Robert Lipe. 1987. Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns. *Journal of business* : 323–45.
- Landsman, W. R., E. L. Maydew, and J. R. Thornock. 2012. The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. *Journal of Accounting and Economics* 53(1–2) : 34–54.
- Lev, Baruch, and S Ramu Thiagarajan. 1993. Fundamental Information Analysis. *Journal of Accounting Research* : 190–215.
- Michel, A., and Shaked, I. 1986. Multinational corporations vs. domestic corporations : Financial performance and characteristics. *Journal of International Business Studies* 17(3) : 89–100.
- Morck, R., and B. Yeung. 1991. Why investors value multinationality. *Journal of business* : 165–187.
- Muñoz–Bullón, F., and M. J. Sánchez–Bueno. 2012. Do family ties shape the performance consequences of diversification? Evidence from the European Union. *Journal of World Business* 47(3) : 469–477.
- Omri, A. 2014. The nexus among foreign investment, domestic capital and economic growth : Empirical evidence from the MENA region. *Research in Economics* 68(3) : 257–263.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets : Comparing Approaches. *Review of Financial Studies* 22(1) : 435–480.
- Sanchez–Bueno, M. J., and B. Usero. 2014. How may the nature of family firms explain the decisions concerning international diversification? *Journal of Business Research* 67(7) : 1311–1320.
- Shaked, I. 1986. Are multinational corporations safer? *Journal of International Business Studies* : 83–106.

- Shapiro, A. C. 1978. Financial structure and cost of capital in the multinational corporation. *Journal of financial and quantitative Analysis* 13(2) : 211–226.
- Siddharthan, N. S., and Lall, S. 1982. The recent growth of the largest US multinationals. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 44(1) : 1–13.
- Thakor, R. T. 2013. Investment Opportunities, Free–Cash–Flow, and the Market Values of Foreign and Domestic Cash Holdings. *Working Paper*.
- Wiersema, M. F., and H. P. Bowen. 2011. The relationship between international diversification and firm performance : why it remains a puzzle. *Global Strategy Journal* 1(1–2) : 152–170.
- Wu, H., J. Chen, and H. Jiao. 2016. Dynamic capabilities as a mediator linking international diversification and innovation performance of firms in an emerging economy. *Journal of Business Research* 69(8) : 2678–2686.
- Yang, S. 2015. The disclosure and valuation of foreign cash holdings. *Working Paper*.

Impact of Corporate Internationalization on the Value Relevance and Informativeness of Earnings -Based on the Disclosure Information on Foreign Subsidiaries -

Joon Hyun Kim*

— <Abstract> —

This study measures the level of internationalization of Korean firms based on the corporate disclosure on foreign subsidiaries, and thereby investigates its effect on the long-term value relevance and the market reaction to earnings announcements. The new measure of corporate internationalization utilizes the detailed information on the location and assets for subsidiaries available under the consolidated financial statements since 2011.

The empirical test results using the new measure of internationalization show that firms with higher portion of assets held by foreign subsidiaries have higher value relevance of earnings in the long run. Further, the market response to earnings announcements are also higher for firms with higher level of internationalization. Further, the value relevance and the informativeness of earnings announcements are more pronounced where the foreign subsidiaries of the sample firms are located in highly developing countries, which implies that the market participants highly appreciate the growth of business opportunities in foreign countries and accordingly the income generated in those countries. Additional detailed analysis using the degree of dispersion of corporate assets across the world shows also similar results. This study has contributions in that it provides an improved methodology to measure the degree of internationalization of Korean firms and further support the corporate strategy for foreign investments by clarifying the positive market response to the internationalization. Further, this study verifies the usefulness of the information on foreign subsidiaries for the corporate disclosure policy and highlights the need of considering the foreign country characteristics for the relevant studies in the future.

<Key words> foreign subsidiary, internationalization, value relevance, earnings announcement, economic growth

* Ph.D., School of Business, Hanyang University, Certified Public Accountant, kimjoonh1@hanyang.ac.kr