

국내 상장 중국기업의 이익조정 분석*

鄭泰範**

<목 차>

1. 서론
2. 연구배경, 가설의 도출
 - 2.1 국내 상장 중국기업의 재무제표 신뢰성
 - 2.2 가설의 설정
3. 연구 설계
 - 3.1 연구 방법 및 변수의 정의
 - 3.2 재량적 발생액의 추정
 - 3.3 표본의 선정
4. 실증분석 결과
 - 4.1 주요 변수의 기술 통계량 및 상관관계 분석
 - 4.2 재량적 발생액의 차이에 대한 검증
5. 결론

1. 서론

기업이 경제활동을 수행하는 데 자금의 수요는 대부분 가계부문의 자금잉여 부분에서 조달하게 된다. 이를 연결해주는 기능을 담당하는 곳이 금융시장이고 이러한 금융시장의 구조에서 가장 중추적 역할은 자본시장이 담당하고 있다. 우리나라의 자본시장은 1980년대 5.1조원의 규모에서 2008년에는 287.5조원의 규모로 괄목할만한 성장을 가져왔으며 제한적으로 운영하던 외국인 직접 투자 비중도 최근에는 외국인 투자비율이 40%에 육박하는 등 꾸준한 국제

* 이 논문은 2010년도 숙명여자대학교 교내연구비 지원에 의해 작성되었음.

** 숙명여자대학교 경영학부 부교수

화를 추진해 오고 있다. 또한 2005년부터는 외국 주식의 공모 및 상장에 대비하여 지속적인 제도보완을 추진하여 왔으며,¹⁾ 2007년 11월에 화풍방직국제집단유한공사(Huafeng Textile International Group Limited)의 국내 증시 상장을 시작으로 하여 지금까지 17개 외국기업이 국내 주식시장에 상장하였다. 참고로 2011년 12월 현재 국내 증시에 상장되어 있는 외국기업의 현황은 <표 1>과 같다. 표에서 알 수 있듯이 아직까지는 대부분(88.2%)의 외국기업이 중국기업으로서 이는 앞으로 여러 국가의 기업들이 국내 증시에 상장하도록 하여 내실 있는 국제화를 이루어가야 할 과제일 것이다.

<표 1> 국내 증시 외국기업 상장 현황

	종목명	주요제품	상장일	상장주식수	결산월	국적
유 가 증 권	화풍집단	원단 염색 가공	'07.11.26	4,803,497	9	중국
	연합과기	PU피혁	'08.12.04	20,000,000	12	중국
	중국원양자원	원양 수산물	'09.05.22	75,082,891	12	중국
	코라오홀딩스	자동차 판매	'10.11.30	38,400,000	12	라오스
	중국고섬	폴리에스터 섬유	'11.01.25	30,000,000	12	중국
코 스 닥	3노드디지털	멀티미디어스피커	'07.08.17	60,138,518	12	중국
	중국식품포장	음료캔	'09.03.27	20,000,000	3	중국
	차이나그레이트	스포츠화 및 의류	'09.05.29	100,000,000	12	중국
	중국엔진집단	오토바이 외	'09.12.04	40,000,000	12	중국
	글로벌에스엠	IT기기 정밀 화스너부품	'09.12.23	33,777,352	12	중국
	차이나하오란	코팅백판지	'10.02.05	40,000,000	12	중국
	차이나킹	건강보조식품	'10.03.31	80,000,000	6	중국
	뉴프라이드	신생 및 재생타이어	'10.04.21	7,000,000	12	미국
	이스트아시아스포츠	스포츠화, 의류	'10.04.23	23,000,000	12	중국
	웨이포트	제조기, 톱류	'10.07.23	55,880,000	12	중국
	성용광전투자	태양광모듈	'10.09.15	76,836,489	12	중국
	완리	외벽타일	'11.06.13	48,696,351	12	중국

출처: 한국거래소 「상장외국기업 주간동향」(2011.12.19.)

1) 외국기업과 외국지주회사의 1차 상장(Primary listing)까지 허용하고, 자본금, 부채비율 등 상장요건을 국제적 정합성에 부합하도록 보완하였고, 외국기업의 국내 대리인 지정을 의무화하고, 우리사주조합에 대한 공모주 의무 배정(20%)제를 적용하지 않는 등의 정비 사항을 예로 들 수 있다.

국내 증시에 상장한 외국기업의 대부분이 중국기업이라는 현실에서 이러한 중국기업들의 재무제표에 포함되어 있는 정보가 우리나라 기업과 어떠한 특성을 가지고 있는지에 대한 분석은 정보이용자에게 추가적인 정보를 제공한다는 측면에서 볼 때 반드시 필요한 연구 분야이기도 하다. 특히 재무정보의 이용자 입장에서 기업이 제공하는 순이익 정보에 포함되어 있는 이익조정의 정도에 대한 관심은 기업의 본질가치를 파악하는데 있어서 가장 중요한 요소이기도 하다. 본 연구에서는 국내증시에 상장한 중국기업의 이익조정 정도와 우리나라 기업의 이익조정 정도의 차이를 실증 분석하고자 한다.

이후 본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 연구배경과 연구가설을 제시한다. 3장에서는 연구가설을 검증하기 위한 연구모형과 표본에 대하여 논의한다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시하고 마지막으로 5장에서 본 연구의 결과를 요약하고 결론 및 한계점을 제시한다.

2. 연구배경, 가설의 도출

2.1 국내 상장 중국기업의 재무제표 신뢰성

2007년부터 우리나라의 증권시장에 외국기업의 주권이 상장되기 시작하였으며 특히 중국기업의 주권 상장이 이루어지기 시작하였다. 그러나 이러한 중국기업의 국내 상장 실수가 정착되기도 전에 다음과 같은 중국기업의 주식매매거래가 정지되는 사례가 발생하였다. 중국고섬공고유한공사는 2011년 1월 우리나라의 한국거래소에 주식예탁증서(DR: Depository Receipts) 형태로 상장해 1,932억원의 자금을 조달하였다. 이후 2011년 3월 원주가 상장되어 있는 싱가포르 증권거래소(SGX)에서 회계보고서 재검토를 이유로 주식 거래가 정지되었으며, 이를 이유로 한국거래소에 상장되어 있는 예탁증서도 거래

가 중단되었다. 회사는 SGX 및 상업등록국으로부터 4회에 걸쳐 정기주주총회 개최시한(2010년도 사업보고서 제출시한 포함)을 연장 승인받았으나, 2011년 10월에 싱가포르 및 우리나라의 외부감사인으로부터 의견거절의 감사의견을 받게 되었고²⁾, 우리나라에 상장된 주식예탁증서는 상장폐지절차에 들어갔다. 그러나 회사측의 이의신청과 유가증권시장상장공시위원회의 심의를 통하여 2012년 3월 15일까지 개선기간을 부여받은 상황이다.

상기의 사례는 국내증시에 상장하는 중국기업의 재무제표 신뢰성에 대한 의구심을 자아내기에 충분하다. 따라서 본 연구에서는 우리나라의 증권시장에 상장하고 있는 중국기업의 재량적인 이익조정이 유의적으로 차이가 있는지를 실증 분석하고자 한다.

2.2 가설의 설정

본 연구의 목적은 국내에 상장한 중국기업의 이익조정 행태가 국내기업의 이익조정 양상과 다른 특성을 가지고 있는지 실증 분석하는 것이다. 따라서 이를 검증하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

(가설) 국내 상장 중국기업의 이익조정이 국내 기업의 이익조정의 정도와 유의적인 차이가 있다.

www.kci.go.kr

2) 의견거절의 사유로는 종속회사 2곳의 은행 잔고 내역의 확인 불가 및 재무제표의 완전성, 정확성에 대한 충분한 감사절차의 수행 불가 등을 제시하고 있다.

3. 연구 설계

3.1 연구 방법 및 변수의 정의

본 연구의 목적은 우리나라의 증권시장에 상장한 중국기업의 이익조정을 분석하고자 한다. 이를 위해 중국기업의 재무제표에서 도출할 수 있는 재량적 발생액이 국내 기업의 재량적 발생액보다 유의적으로 차이가 있는지를 검증하고자 한다.

국내 증시에 상장된 중국기업의 산업별 분포를 살펴보면 모두 한국표준산업분류(KSIC: Korea Standard Industry Code)상 하나의 산업에 포함되어 있다.³⁾ 따라서 동 산업에 속하는 국내 기업을 통제집단으로 하고, 중국기업을 검증 표본으로 하여 두 집단간의 재량적 발생액을 구하여 이를 상호 비교 분석(그룹간 차이분석)하기로 한다. 차이 분석을 위해서는 먼저 두 집단간의 재량적 발생액의 평균 차이에 대한 t검정(단변량분석)을 수행하고, 추가적인 통제변수들을 포함한 회귀분석(다변량분석)을 수행한다. 회귀분석에서는 일반적으로 재량적 발생액에 영향을 준다고 인정되는 기존 연구에서의 통제변수와 중국기업을 나타내는 더미변수(China)를 독립변수로 하고 재량적 발생액을 종속변수로 사용하였으며 구체적인 회귀분석 모형은 다음과 같다.

$$DA_t = a_0 + a_1 \text{Asset}_{t-1} + a_2 \text{CFO}_t + a_3 \text{TA}_{t-1} + a_4 \text{ROI}_t + a_5 \text{Auditor}_t + a_6 \text{China}_t$$

DA_t : t기의 재량적 발생액의 절대값을 기초 자산총액으로 나눈 금액

Asset_{t-1} : t기의 기초 자산 총액에 자연로그를 취한 값

CFO_t : t기의 영업활동 현금흐름 금액을 기초 자산총액으로 나눈 금액

3) 대분류로는 전문, 과학 및 기술서비스업(M00000), 중분류로는 전문서비스업(M71000)에 속한다.

- TA_{t-1} : t-1기의 총발생액을 t-1기의 기초 자산총액으로 나눈 금액
 ROI_t : 자산수익률(t기의 당기순이익을 기초 자산총액으로 나눈 금액)
 $Auditor_t$: t기의 외부감사인이 Big 4 회계법인에 해당하는 지를 나타내는 더미변수(Big 4이면 1, 아니면 0)
 $China_t$: 중국기업을 나타내는 더미변수(중국기업일 경우 1, 아니면 0)

자산총액 변수(Asset)는 과거의 연구에서 정치적 비용의 증가로 이익조정과 양(+의 상관관계)을 보였고, 최근의 연구에서는 이해관계자가 많은 이유로 이익조정 수준과 부(-의 상관관계)를 보일 것으로 나타나고 있어, 이를 통제하기 위하여 포함하였다(Watts and Zimmerman 1986). 전기 총발생액(TA)은 당기에 전기의 총발생액이 반전되는 효과를 통제할 목적으로 사용되었다(Dechow *et al.* 1998). 영업활동현금흐름(CFO)은 재량적 발생액과 부의 관계가 존재한다는 연구결과에 근거하여 이를 통제변수로 도입하였다(Dechow *et al.* 1995). 감사인 변수(Auditor)는 Big 4 감사인이 상대적으로 풍부한 감사자원을 보유하고 최신의 감사기법도입 및 교육에 투자를 많이 하여 기존 연구에서 재량적 발생액과는 부(-의 관계)가 존재한다는 결과에 따라 통제변수로 사용하였다(Becker *et al.* 1998). 마지막으로 기업의 성과가 이익조정에 미치는 영향을 통제하기 위하여 자산수익률(ROI)을 포함하였다.

3.2 재량적 발생액의 추정

이익조정의 대응치로는 선행연구에서 많이 이용되고 있는 재량적 발생액을 이용한다. Healy(1985)는 일정기간의 TA(총발생)의 평균값, DeAngelo(1986)는 직전연도의 발생액, Dechow와 Sloan(1991)는 동일산업에 속한 타기업들의 발생액의 중위수, Jones(1991)은 매출액변화와 유형자산 정도를 이용하여 재량적 발생액을 추정하였다. 그러나 본 연구에서는 Dechow 등

(1995)이 사용한 수정 Jones 모형(Modified Jones model)을 이용하여 비재량적 발생액을 추정하고 이를 총발생액에서 차감함으로써 경영자의 재량적 발생액을 통한 이익조정을 검증하기로 한다. 수정 Jones 모형은 다음과 같다.

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \eta_{i,t} \quad (1)$$

$TA_{i,t}$: i기업 t연도 총발생액

$A_{i,t-1}$: i기업 t-1연도말 자산총액(즉, t연도초 자산총액)

$\Delta REV_{i,t}$: i기업 t연도 매출액에서 t-1연도 매출액을 차감한 금액

$\Delta AR_{i,t}$: i기업 t연도 매출채권에서 t-1연도 매출채권을 차감한 금액

$PPE_{i,t}$: i기업의 t연도말 감가상각자산 금액

2007년부터 2010년까지의 기간에 대하여 산업-연도별로 표본기업의 횡단면자료를 이용하여 식(1)을 추정한다. 각 변수는 전기의 총자산으로 나누어준다.⁴⁾ 이로부터 얻은 각 변수의 계수 추정치를 이용하여 기업의 비재량적 발생액을 산업-연도별로 추정하였으며, 이를 총발생액에서 차감한 잔차항을 재량적 발생액으로 사용한다. 이 잔차항은 특정기업의 발생금액이 산업전체의 평균적인 발생치로부터 어느 정도의 편차를 가지는가를 나타낸다.

식(1)의 의미를 설명하면 기업의 순이익 결정에 사용하는 총발생액에는 경영자의 재량이 영향을 미치지 않는 부분이 있는데, 전체 매출액에서 신용매출액을 차감한 순수 현금 매출액과 대표적인 비현금성비용항목인 감가상각비의 정도를 결정하는 감가상각자산 규모를 사용하여 그러한 비재량적 발생액을 추정한 것이다. 이렇게 추정된 비재량적 발생액을 전체 발생액에서 차감하여 재량적 발생액의 정도를 추정하게 된다.

4) 기초 총자산으로 나눈 이유는 이분산(heteroskedasticity)을 줄이기 위한 것이다.

3.3 표본의 선정

국내 증시에 중국기업의 상장은 최초 2007년에 이루어졌으므로 2007년부터 2010년까지의 기간을 대상으로 하여 표본을 구성하였다. 국내에 상장한 중국기업 모두가 한국표준산업분류의 중분류상 전문서비스업(M71000)에 속하기 때문에 동 산업에 속하는 기업을 대상으로 하였으며, 국내기업을 통제집단으로, 중국기업을 검증표본으로 하였다. 각 기업의 재무자료를 수집하기 위해서 KisValue의 데이터베이스를 활용하였으며, 각 연도의 기초 자산총액으로 조정(deflation)하기 위해서는 2006년도의 재무자료부터 구할 수 있는 기업을 최종적으로 선정하였다. 최종 표본의 구성은 <표 2>와 같다. 표본이 단일 산업에 국한되어 있으므로 전체적인 표본수는 많지 않다.⁵⁾

<표 2> 표본의 구성

기준연도 그룹	2007년	2008년	2009년	2010년	합계
국내기업	34	33	31	32	130
중국기업	3	8	12	12	35
합계	37	41	43	44	165

5) 이러한 문제는 회귀분석 결과에 모수 통계량을 활용하기 위한 충분한 표본수를 확보하지 못함에 따라 연구의 한계점을 갖고 있다. 특히 아직까지는 중국기업의 표본수가 적으므로 연구 결과를 일반화하기에 어려운 점도 같이 내포하고 있다.

4. 실증분석 결과

4.1 주요 변수의 기술 통계량 및 상관관계 분석

<표 3> 주요 변수의 기초통계량

변수	평균값	중위수	최대값	최소값	표준편차
패널 A. 국내기업					
DA	0.1107	0.0526	2.6309	0.0002	0.2675
Asset	26.7682	26.5027	30.7426	22.9433	1.4721
CFO	0.0299	0.0226	0.2933	-0.6273	0.0856
TA	0.0456	0.0155	2.8799	-0.4150	0.3001
ROI	0.0584	0.0511	1.4714	-0.3942	0.1568
Auditor	0.8538	1	1	0	0.3546
패널 B. 중국기업					
DA	0.2368	0.1848	0.8128	0.0074	0.1937
Asset	25.2895	25.3165	26.5726	23.5623	0.6822
CFO	0.1128	0.0957	0.4483	-0.1608	0.1298
TA	0.0685	0.0661	0.4268	-0.5593	0.1840
ROI	0.1740	0.1443	0.5487	-0.3479	0.1710
Auditor	0.6571	1	1	0	0.4816
패널 C. 전체표본					
DA	0.1374	0.0686	2.6309	0.0002	0.2584
Asset	26.4546	26.1733	30.7425	22.9433	1.4727
CFO	0.0475	0.0303	0.4483	-0.6273	0.1021
TA	0.0504	0.0192	2.8799	-0.5593	0.2792
ROI	0.0829	0.0601	1.4714	-0.3942	0.1663
Auditor	0.8121	1	1	0	0.3918

<표 3>에서는 각 표본별로 본 연구에서 사용한 주요 변수에 대한 기술 통계량을 제시하고 있다. 재정적 발생액의 절대값(DA)은 전체 표본의 평균이 0.1374이며 이를 국내기업과 중국기업으로 구분하여 보았을 때, 국내기업은

0.1107, 중국기업은 0.2368로서, 통계적 분석을 하기 전에도 객관적으로 중국기업의 DA가 높다는 것을 짐작케 해준다. 만약 이러한 추정이 통계적으로 유의한 수준으로 검증된다면 중국기업의 재무제표에는 경영자가 재량적으로 조정할 수 있는 발생액의 금액이 상대적으로 크다는 것을 제시할 것이다.

총발생액(TA)은 국내기업과 중국기업간에 큰 차이가 없지만 영업활동현금흐름(CFO)은 상대적으로 큰 차이(국내기업 0.0299, 중국기업 0.1128로서 약 3.8배 차이)를 보이고 있다. 이는 당기순이익이 영업활동현금흐름과 총발생액의 합계액으로 구성된다는 점을 감안할 때 중국기업의 당기순이익 수준이 상대적으로 높음을 추측할 수 있으며, 이는 자산수익률(ROI)의 차이가 크다(국내기업 0.0584, 중국기업 0.1740으로서 약 3배)는 점으로서 재확인할 수 있다.

또한 외부감사인이 Big 4 회계법인인지 여부를 나타내는 Auditor변수의 경우 국내기업의 경우 85.38%가 Big 4임에 비해 중국기업의 65.71%만이 Big 4 회계법인을 보이고 있어 우리나라의 기업이 Big 4회계법인에 외부감사계약을 상대적으로 많이 체결하고 있음을 알 수 있다.

<표 4>는 본 연구에서 사용하고 있는 변수들 간의 상관계수 값을 제시하고 있다. 종속변수인 재량적 발생액과 다른 독립변수들과의 상관계수를 살펴보면, 감사인 변수(Auditor)를 제외하고는 모두 유의한 수준의 상관관계를 보이고 있다. 전기 총발생액(TA)과 자산수익률(ROI)이 재량적 발생액과 1%유의수준에서 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이는 전기 총발생액이 클수록 당기의 재량적 발생액이 커지는 반전 효과를 나타내며, 총자산 대비 당기순이익이 높은 고수익성을 유지하는 기업은 그 수익성이 발생액의 크기와 양(+)의 관계를 가짐을 확인시켜준다.

본 연구의 관심변수인 중국기업 더미변수(China)가 재량적 발생액과 1%유의수준에서의 높은 양(+)의 관계를 보이고 있으며, 이는 두 변수만을 분석의 대상으로 한 단변량분석(univariate analysis)에서 가설을 지지하는 잠정 결론을 얻을 수 있음을 예측하게 한다. 즉, 중국기업일수록 재량적 발생액이 크

다는 가설을 지지함으로써 본 연구의 의의를 강화시켜주고 있다. 이는 추가적인 통제변수들을 포함시킨 다변량분석(multivariate analysis)을 통해 보다 더 엄격한 연구 결론을 얻어야 할 것이다. 중국기업 더미변수는 영업활동현금흐름 및 자산수익율과 매우 유의한 양(+의 관계를 보이고 있으며, 이는 <표 3>에서의 기초 통계량 개관에서 살펴본 바와 같이 중국기업이 상대적으로 높은 영업활동현금흐름과 수익률을 보임을 통계적 유의성으로 입증하고 있다. 중국기업 더미변수는 감사인 변수와 유의한 부(-)의 관계를 보이고 있으며 이 역시 중국기업이 Big 4 회계법인으로부터 외부감사를 받지 않음이 통계적 유의성을 보이고 있다.

<표 4> 주요 변수의 상관관계

피어슨상관계수:							
	DA	Asset	CFO	TA	ROI	Auditor	China
DA	1	-0.1237	-0.2013***	0.7761***	0.4171***	0.0489	0.2002***
Asset	-0.1237	1	-0.2287***	-0.0709	-0.2147***	0.1819**	-0.4117***
CFO	-0.2014***	-0.2287***	1	-0.0796	-0.0368	-0.2445***	0.3329***
TA	0.7761***	-0.0709	-0.0796	1	0.6306***	0.0414	0.0336
ROI	0.4171***	-0.2147***	-0.0368	0.6306***	1	-0.0597	0.2851***
Auditor	0.0489	0.1819**	-0.2445***	0.0414	-0.0597	1	-0.2059***
China	0.2002***	-0.4118***	0.3329***	0.0336	0.2851***	-0.2059***	1

스피어만상관계수:							
	DA	Asset	CFO	TA	ROI	Auditor	China
DA	1	-0.3236***	0.1386*	0.2691***	0.3074***	-0.0821	0.4224***
Asset	-0.3236***	1	-0.2268***	-0.1451*	-0.2950***	0.1495*	-0.4725***
CFO	0.1386*	-0.2268***	1	0.2964***	0.4817***	-0.2130***	0.3147***
TA	0.2691***	-0.1451*	0.2964***	1	0.6576***	0.0042	0.1724**
ROI	0.3074***	-0.2950***	0.4817***	0.6576***	1	-0.1257	0.3996***
Auditor	-0.0821	0.1495*	-0.2130***	0.0042	-0.1257	1	-0.2059***
China	0.4224***	-0.4725***	0.3147***	0.1724**	0.3996***	-0.2059***	1

*, **, *** 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의한 결과

4.2 재량적 발생액의 차이에 대한 검증

4.2.1 국내기업과 중국기업의 재량적 발생액 평균값 차이 검증

4.1절에서 살펴본 결과는 객관적으로 중국기업의 재무제표에는 국내기업과 비교해 볼 때 상대적으로 재량적 발생액이 증가함을 알 수 있었다. 본 장에서는 이러한 관찰 결과를 통계적인 유의성을 가지고 조금 더 일반화시켜 보려고 한다. 먼저 중국기업과 국내기업의 재량적 발생액의 평균이 실제로 유의성 있는 차이가 되는지 살펴보고자 한다. <표 5>에서는 이에 대한 t-검증 결과를 제시하고 있다.

<표 5> 표본 집단의 재량적 발생액(DA) 차이 분석

	국내기업	중국기업
DA 평균	0.1107	0.2368
양 그룹의 평균차이 t검증 p값	0.0099	

검증 결과 중국기업의 재량적 발생액은 국내기업의 재량적 발생액보다 크며 이는 1% 유의수준 하에서 유의한 결과를 보이고 있다. 이는 우리나라의 증권 시장에 상장한 중국기업의 경우 재무제표의 작성에 있어 경영자의 재량적 행위가 많은 영향을 미치고 있음을 의미한다. 기업의 경영자가 재무제표를 작성함에 있어서는 회계기준에서의 기본 전제인 발생기준회계(Accrual basis accounting)를 적용할 수밖에 없으며, 이 때 경영자의 판단은 중요한 영향을 미칠 수밖에 없다. 기업 경영자의 행태에 영향을 주는 수많은 요소들 중 국제적으로는 국가 간의 문화 차이도 무시할 수 없을 것이며 이는 최근의 국제화 사회에서 반드시 고려하여야 할 사항이다.

본 절에서의 실증결과는 재량적 발생액의 차이에 대한 단변량분석인 t검증에 국한된 것이며, 이는 기업이 중국기업인지 국내기업인지를 구분하는 변수

이외에 재량적 발생액에 미치는 기타 여러 변수들의 영향을 통제하지 못하고 있다. 따라서 다음 절에서는 기존 연구에서 제시하고 있는 재량적 발생액에 영향을 주는 기타 변수들을 통제변수로 포함한 후, 다변량 회귀분석을 수행하여 보다 구체적인 검증을 하고자 한다.

4.2.2 회귀분석 결과

본 연구의 목적은 국내에 상장한 중국기업의 재무제표의 순이익에 포함된 재량적 발생액이 국내기업의 재량적 발생액보다 큰 지를 검증하는 것이다. 이를 위하여 기본적인 통계량 분석과 단변량분석인 t검증까지의 분석에서는 중국기업의 재량적 발생액이 유의적으로 크다는 사실을 발견하였다. 본 절에서는 이러한 기본적인 분석의 결과를 보다 강건히 하기 위하여 재량적 발생액에 영향을 주는 여러 변수들을 통제한 후에도 재량적 발생액이 차이를 보이는 지를 검증하고자 한다. 이를 위하여 다변량 회귀분석을 수행하였다.

구체적으로 추가되는 통제변수들은 표본 기업의 총자산, 영업활동현금흐름, 총발생액, 자산수익률, 외부감사인 유형 등이며 이러한 변수들은 기존연구에서 기업의 재량적 발생액에 영향을 준다고 밝혀진 변수들이다. 회귀분석의 결과는 <표 6>에 제시되어 있다.

기본모형에서는 기존의 재량적 발생액의 연구에서 공통적으로 사용한 여러 설명 변수만을 포함한 것이며, 본 연구의 관심변수인 중국기업 더미변수(China)를 포함하기 전의 회귀분석식으로서, 관심변수를 포함하기 이전과 이후에 재량적 발생액이 통제변수에 의해 설명되는지를 보아 모형의 적합성을 판단하기 위한 것이다. 검증모형은 기본모형에 관심변수인 중국기업 더미변수를 추가한 후의 회귀분석모형이다.

<표 6> 재량적 발생액에 대한 회귀분석 결과

변수	기본모형	검증모형
절편	0.7677*** (0.0013)	0.3305 (0.1421)
자산총액(Asset)	-0.0235*** (0.0084)	-0.0082 (0.3285)
영업현금흐름(CFO)	-0.4386*** (0.0007)	-0.6356*** ($<.0001$)
총발생액(TA)	-0.7881*** ($<.0001$)	-0.8400*** ($<.0001$)
자산수익률(ROI)	-0.2422** (0.0136)	-0.4080*** ($<.0001$)
감사인 유형 터미변수 (Auditor)	-0.0090 (0.7814)	0.0043 (0.8829)
중국기업 터미변수 (China)	N/A	0.1955*** ($<.0001$)
수정된 결정계수	0.6357	0.7028
F-값	58.22*** ($P<.0001$)	65.65*** ($P<.0001$)
표본수	165	165

*, **, *** 각각 10%, 5%, 1% 유의수준하에서 유의한 결과

기본모형의 분석 결과 통제 변수는 전체적으로 재량적 발생액과 유의한 수준의 관계를 보이고 있다. 기존연구에서 사용하고 있는 자산총액, 영업활동현금흐름, 총발생액, 자산수익률 변수 등은 모두 매우 유의한 수준의 설명력을 보이고 있다. 자산총액이 클수록, 즉 기업의 규모가 증가할수록 재량적 발생액은 감소하고 있으며 이는 기업의 규모가 증가함에 따라 정치적 비용 등의 요소가 고려되어 기업은 이익조정행태가 감소한다는 기존의 정치적비용 가설(political cost hypothesis)로 설명할 수 있다. 다른 조건이 일정하다면 기업은 많은 사람들의 관심의 대상이 되어 정치적 비용을 지불할 가능성이 클 경우 당해 기간의 순이익을 크게 보고하는 이익조정을 행하지 않는다는 것이다. 또한 영업활동에서 얻어지는 현금기준에 의한 순이익이 클수록 기업은 굳이 재량적 발생항목을 통한 이익조정을 하지 않으며, 자산수익률이 낮은 기업일수

록 수익성을 높게 보이기 위하여 재량적 항목에서의 이익조정이 많이 발생할 수 있음을 암시한다고 설명할 수 있다. 그러나 감사인 유형 변수는 재량적 발생액에 대한 유의한 설명력을 보이지 않고 있는 결과를 보이고 있는 바, 이는 기존의 많은 연구에서의 유의성 있는 설명력을 보이는 결과와 대조되는 양상을 보인다. 이러한 결과는 본 연구의 표본이 하나의 산업에 국한되어 있음에 따른 편이현상이 반영되었거나, 전체 표본 중 Big 4 회계법인이 외부감사를 수행하는 비율이 80%를 초과함(표 3 참조)에 따른 표본의 편향에 따른 것이라고 추정된다.

검증모형의 분석결과 기본모형에서 사용한 통제 변수들의 유의성은 크게 변화하지 않음을 보이고 있다. 다만, 자산총액의 경우 재량적 발생액에 미치는 영향은 부(-)의 관계를 그대로 유지하고 있지만 그 통계적 유의성이 떨어지고 있다. 이는 <표 4>에서의 변수간 상관관계 분석에서 중국기업 여부 더미변수와 자산총액 변수간의 상관관계가 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있음에 따라 검증모형에 더미변수가 추가된 이후 자산총액의 설명력을 더미변수가 어느 정도 침해하였음을 추정할 수 있다. 그러나 기타 통제변수의 설명력에는 기본모형에서의 유의성이 그대로 유지되고 있으며 모형의 적합성을 상당 부분 지지한다고 할 수 있다. 본 연구의 최대 관심사인 중국기업 여부 더미변수(China)의 회귀계수 값은 1% 유의수준에서의 유의한 양(+)의 값을 보이고 있으며 이는 중국기업의 경우 순이익에 포함되는 발생항목에 경영자의 재량권이 많이 포함되어 있음을 의미한다. 이는 기초통계량 및 단변량분석에서의 분석 결과와 일관된 결과를 지지하는 것으로서, 국내 증시에 상장된 중국기업의 재무제표에는 상대적으로 이익조정의 가능성이 크다는 의구심을 실증적인 자료를 통해 입증하였다고 말할 수 있다.

4.2.3 비모수통계량을 이용한 분석

4.2.2절의 분석에서는 모수통계량을 이용한 분석을 수행하였다. 그러나 본

연구에서 사용한 표본의 경우 전체 표본을 구성하고 있는 연도-기업은 165개 (중국기업의 경우 35개 연도-기업 표본에 불과)로서 모수 통계기법인 회귀분석을 사용하기에는 단점을 지니고 있다. 동 절에서는 이러한 단점을 극복하기 위하여 비모수통계분석을 이용한 추가적인 검증 결과를 제시하여 연구결과의 완전성을 높이고자 한다. 추가적인 분석 기법으로는 비모수통계분석 중 동질성 검증을 하는 SAS program의 NPAR1WAY 절차를 적용하였으며 월콕슨 부호순위 검정(Wilcoxon signed rank test)와 Kruskal-Wallis test를 사용하였다. 그 결과는 <표 7>에 제시하였다.

<표 7> 비모수통계분석을 사용한 분석 결과

Wilcoxon two-sample test	Kruskal-Wallis test
Z = 5.4069 p < 0.0001	Chi-Square = 29.2564 p < 0.0001

분석결과에 의하면 중국기업의 재량적 발생액과 국내기업의 재량적 발생액의 차이는 1% 유의수준에서 유의하게 중국기업의 재량적 발생액이 크다는 결과를 보이고 있다. 따라서 상기에서 살펴본 모수통계기법의 분석결과와 동일한 결과를 나타낸다.

5. 결 론

최근 들어 국제화 또는 세계화 시대를 맞이하여 기업의 자금수요 충족을 위한 시장의 개념도 국경을 넘어 이루어지고 있다. 한 나라의 국경내에서 기업 공개 또는 주식발행을 통한 자금의 조달뿐만 아니라, 외국의 증권시장에 주식

을 상장 또는 발행함으로써 기업의 자금조달의 원천을 다양화하고 이는 기업의 영업활동을 보다 더 원활히 지원할 수 있다. 이러한 주권의 외국 증권시장 상장 실무는 많은 국가의 회계기준이 국제회계기준이라는 하나의 회계기준으로 통일되어감에 따라 보다 더 가속도를 붙일 것으로 판단된다. 그러나 이러한 주권 상장의 국제화 시대를 맞이함에 있어 각국의 문화가 서로 상이하듯이 그러한 상이한 문화를 토대로 한 각국의 기업이 제공하는 재무제표의 질에 대한 보다 심층적인 연구가 필요할 것이다. 구체적으로 본다면 재무제표가 제공하는 여러 정보 중 가장 중요하게 인식되고 있는 순이익 정보에 포함되어 있는 재량적 발생액이 각 나라의 기업 경영문화에 의해 어떻게 영향을 받고 있는지를 파악할 필요가 있다. 본 연구에서는 최근 들어 우리나라의 증권시장에 상장하는 외국기업의 대부분이 중국기업으로 구성되어 있으며, 이러한 중국기업 주권의 국내 증시 상장을 통한 국내 자금이 중국기업에 제공되는 기회의 증가가 피할 수 없는 상황에서 중국기업의 재무제표의 질에 대한 연구의 출발점을 제시하고자 하였다. 즉, 국내기업과 중국기업의 재무제표에 나타난 순이익 정보에 경영자의 판단에 따른 재량적 발생액이 차이가 있는지를 분석하였다. 분석결과 중국기업의 재량적 발생액은 국내기업의 재량적 발생액보다 유의하게 높다는 결과를 얻을 수 있었으며, 향후 중국기업 재무제표의 사용 및 해석에 있어 신중한 접근이 필요함을 언급할 수 있다. 즉, 재량적 발생액이 많이 포함되어 있는 순이익 정보의 질은 상대적으로 저하된다고 할 수 있으며 정보이용자의 정보 활용에 주의를 기울여야 할 것이다. 특히, 2011년 들어 국내 상장 중국기업 중 한 기업의 매매거래가 정지 등으로 상당한 정도의 관심이 집중된 사례를 참고할 때, 본 연구와 같은 유형의 연구가 앞으로 많이 수행되어야 할 것으로 예상된다. 또한 앞으로 기업의 자금 모집을 위한 IPO의 국제화가 보편화됨에 따라 우리나라의 증권시장에도 외국 기업의 상장이 지금보다 붓물을 이룰 것이 예상되는 데 이러한 추세를 받아들임에 있어 좀 더 세밀한 준비가 필요할 것으로 생각된다.

다만, 아직까지는 많은 중국기업들이 국내 증시에 상장하였다고는 할 수 없

으므로 본 연구에서 사용한 표본의 개수가 매우 제한적이었다는 점은 본 논문의 한계점으로 남아 있다. 그러나 제한적인 표본을 통해서라도 향후 증가할 외국기업의 국내 증시 상장과 관련한 주의 사항을 제시한 점에서 본 연구의 공헌도가 있다고 할 수 있다.

< 參考文獻 >

- 금융감독원 전자공시시스템, <http://dart.fss.or.kr>
한국거래소, 코스닥시장기업정보센터, <http://ikosdaq.krx.co.kr>
Becker, C., DeFond, M., Jiambavlo, J., and K.R. Subramanyam, 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management, *Contemporary Accounting Research* 15: 1-24.
DeAngelo. 1986. Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management buyouts of Public Stockholders, *The Accounting Review* 61: 400-420.
Dechow, P., S. P. Kothari, and R. Watts. 1998. The Relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics* 25(2): 133-168.
Dechow, P. and R. G. Sloan, 1991. Executives Incentives and the Horizon Problem: an Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14: 51-89.
Dechow, P., Sloan, and A. Sweeny. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70(April): 193-225.
Francis, J., and J. Krishnan, 1999 Accounting Accruals and Auditor Reporting Conservatism. *Contemporary Accounting Research* 16(Spring): 135-165
Healy, P. M. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.
Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
Krishnan. V. Gopal, 2003. Audit Quality and the Pricing of Discretionary Accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*(March): 109-126

Watts, R. and J. Zimmerman, 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, N. J., Prentice-Hall.

< Abstract >

Recently, many Chinese companies has listed their stocks on Korea stock exchange. However, some suspicion on the reliability of financial statements of them has raised after the one Chinese company's stock trading has suspended due to the delay of release of annual report.

This paper focuses on the quality of financial statements of Chinese companies, the stocks of which are traded in Korea stock exchange. It is evidenced that the discretionary accruals of Chinese companies are significantly larger than the ones of Korean companies. The more discretionary accruals the net income has, the less reliable the financial statement information is since the discretionary accruals are the proxy for the earnings management in the context of accounting research. Therefore, it requires much carefulness while the financial information of foreign companies provided in the securities market is used for our own purpose. Little study, however, has examined where the difference of earnings management between Chinese and domestic companies comes from. Accordingly, the more future research is expected focused on the source of the difference between counties to cope with the globalized trend of securities listing.

Key Words: Chinese firms, earnings management, discretionary accruals

원고접수일	심사일정	1차수정	게재확정	출간
2012. 1. 14.	2012. 2. 13.	2012. 2. 17.	2012. 2. 25.	2012. 2. 29.