

# 중국 증권거래소 상장기업의 이익조정\*

鄭泰範\*\*

## <목 차>

1. 서론
2. 연구배경 및 가설 설정
  - 2.1 연구배경
  - 2.2 가설 설정
3. 연구 모형
  - 3.1 연구방법 및 변수의 정의
  - 3.2 표본의 선정
4. 실증분석 결과
  - 4.1 기술 통계량 및 상관관계 분석
  - 4.2 재정적발생액의 비교
  - 4.3 회귀분석 결과
5. 결론

## 1. 서론

최근 중국 경제의 급부상과 더불어 전세계적으로 중국기업에 대한 관심이 증가하고 있으며, 이는 중국내 증권시장에 대한 관심으로 표출되고 있다. 중국의 증권시장은 상해증권거래소, 심천증권거래소, 홍콩증권거래소로 나누어져 있으며, 홍콩증권거래소에서의 주식 매매가 내국인과 외국인에게 모두 개방되어 있는 것과는 달리 상해증권거래소와 심천증권거래소는 각각 A주와 B주로

\* 이 논문은 2014년도 숙명여자대학교 교내연구비 지원에 의해 작성되었음.

\*\* 숙명여자대학교 경영학부 부교수

구분되어 있었다. A주는 위안화로 거래되는 내국인 전용 종목군이고, B주는 미국달러 또는 홍콩달러로 거래하는 외국인 전용 종목군이다. 지난 2001년 B주에 대한 중국 내국인 투자는 허용되었지만, A주는 QFII(Qualified foreign institutional investor)자격을 얻은 기관투자자들만 거래를 할 수 있었다. 하지만 2014년 11월 후강통(Shanghai-Hong Kong Stock Connect) 제도의 시행으로 상해증권거래소와 홍콩증권거래소간의 교차매매가 허용되면서 일반 개인투자자들도 홍콩을 통해 개별 본토 A주 투자가 가능하게 되었다. 또 중국 투자자 역시 홍콩 주식을 자유롭게 살 수 있다.<sup>1)</sup> 이렇게 중국 증권거래소의 투자환경이 변화함에 따라 많은 외국인들의 중국 증권거래소에 상장되어 있는 기업들에 대한 관심이 증가하고 있다. 이러한 중국 기업에 대한 투자환경의 변화에 따른 관련 분야의 연구 또한 절실히 요구된다고 하겠다.

기업이 정기적으로 외부 이해관계자에게 공시하는 재무제표는 해당 기업의 가치를 평가함에 있어 가장 기초적인 자료를 제공한다. 재무제표를 통하여 매 일정시점 기업의 순자산 상태 및 일정기간의 영업활동의 결과인 순이익 정보를 제시함으로써 기업의 자산가치와 수익가치를 추정할 수 있다. 기업의 가치를 간단히 정의한다면 해당 기업이 창출할 수 있는 미래현금흐름의 현재가치로 정의할 수 있으며, 이 때 미래현금흐름의 추정에서 가장 중요한 정보는 이미 공시된 기업의 순이익 금액이라는 주장에는 이견이 있을 수 없다. 최근 중국 기업에 대한 관심의 고조와 더불어 중국 기업의 가치에 대한 분석에 있어서도 역시 순이익 정보의 중요성을 생각하지 않을 수 없다. 그러나 기업의 순이익의 측정은 발생주의라는 원칙에 의해 이루어지며, 발생주의 원칙을 적용한 회계이익의 결정에 있어서는 경영자의 자의적 판단이 일부 포함될 수밖에 없다. 이러한 경영자의 자의성이 과다하여 적절한 수준을 초과하게 된다면 자본시장에서의 회계정보 신뢰성은 부정적인 방향으로 귀결될 것이며 궁극적으로

1) 후강통은 상해를 뜻하는 '후(水+戶/邑)'와 홍콩을 뜻하는 '강(港)'을 조합해 만든 용어로서 상해증권거래소와 홍콩증권거래소의 교차매매 제도를 의미한다. 이와 관련하여 향후 2016년에 시행될 것으로 기대되는 선강통(深港通)은 심천증권거래소와 홍콩증권거래소의 교차매매 제도를 의미한다.

는 투자자의 역선택(adverse selection)을 야기하여 자본시장의 순기능인 자원배분의 효율성을 떨어뜨릴 수밖에 없다.<sup>2)</sup>

따라서 중국 상장기업에 대한 투자 기회 확대를 계기로 중국 기업이 제시하는 회계이익 정보의 질(quality of earnings)에 대한 연구도 확대되어야 할 것이다. 본 논문에서는 중국 증권거래소 상장기업에 대한 투자기회의 확대에 따른 중국 기업의 재무제표에서 제시되는 여러 회계정보의 유용성을 검증하기 위한 출발로서 순이익에 포함되어 있는 발생액 정보를 통한 경영자의 이익조정 정도를 실증분석하고자 한다.

이후 본 논문은 다음과 같은 순서로 구성되었다. 2장에서는 이익조정과 관련한 연구배경을 설명하고 본 논문에서 검증하고자 하는 가설 설정을 유도한다. 다음으로 3장에서는 설정된 연구가설을 검증하기 위한 연구모형과 표본 구성을 설명한다. 4장에서는 수행된 실증분석의 결과를 제시하고, 5장에서는 연구의 결과를 요약하면서 향후 연구방향에 대한 제언을 할 것이다.

## 2. 연구배경 및 가설 설정

### 2.1 연구배경

최근 들어 우리는 신문을 통하여 또는 인터넷 매체를 통하여 분식회계 또는 이익조정이라는 말을 종종 듣고 있다. 사회가 발전하고 국민경제에 대한 일반인의 관심이 증가하면서, 특히 외환위기로 인한 부실기업의 정리 과정을 지켜보면서 기업이 공시하는 재무제표의 내용에 대한 사회적 관심사가 증가한 것이다. Schipper(1981)는 이익조정을 “사적인 이익을 목적으로 재무보고과정

2) 역선택이라 함은 정보의 격차가 존재하는 시장에서 불완전한 정보에 기초하여 의사결정이 이루어져 품질이 낮은 상품이 선택되는 비정상적인 선택을 의미한다.

에 의도적으로 개입하는 것”이라고 정의하였고, Healy and Whalen(1999)은 “기업의 성과에 대해 이해관계자를 호도할 목적으로 또는 회계수치에 기초한 계약 결과에 영향을 줄 목적으로 거래를 형성하거나 재무보고과정에서의 판단”으로 정의하였다. 결국 이익조정은 경영자의 판단과정에서 발생하는 것으로 그로 인하여 투자자와 같은 이해관계자의 의사결정에 영향을 미치게 되고 장기적으로 보면 회계이익에 대한 신뢰성에 부정적인 영향을 줄 것이다. 그러나 여기서의 이익조정(earnings management)은 일반적으로 인정된 회계원칙의 범주내에서 회계처리방법의 선택이나 회계추정시의 판단을 통해 이루어지는 것으로서, 회계기준을 위반하여 이익의 결정에 영향을 주는 이익조작(earnings manipulation)과는 구분될 수 있다. 따라서 그 구분이 어려울 수는 있으나 이익조정은 무조건적으로 배척되어야 할 대상은 아니며, 기업의 회계이익을 이용함에 있어 회계이익에 포함될 수 있는 이익조정의 특성을 잘 이해하는 것이 필요하다.

이익조정은 기업의 회계처리방법의 선택과 관련이 있는 바, Watts and Zimmerman(1986)은 이러한 회계처리방법의 선택과 관련하여 부채계약가설(debt covenant hypothesis)과 정치적 비용가설(political cost hypothesis) 등을 제시하였다. 부채계약가설은 기업이 차입계약에 있어 일정 부채비율 유지 등이 조건으로 제시되는 것처럼 회계수치에 근거한 부채계약이 존재할 때 기업의 경영자는 부채비율이 낮게 유지될 수 있는 회계처리방법을 선택할 것이며 이는 회계이익을 상향조정하는 방향으로 유도될 것이라는 논리를 갖고 있다. 정치적 비용가설은 기업이 정치적 비용을 지불할 가능성이 높을 경우 가능하면 회계이익을 미래로 이연하려는 경향을 가지고 있다는 가정을 하고 있다. 기업의 정치적 비용은 대체로 기업의 규모에 비례하는 것으로 추정되어 규모가설(size hypothesis)과도 연결고리를 가지고 있다.

2007년 이후 우리나라의 증권시장에 외국기업의 주권이 상장되기 시작한 이후 특히 중국기업의 국내 상장주주를 이루던 시기에 국내 상장 중국기업 중 한 기업의 주식매매거래가 정지되는 사례가 발생하였다. 이와 관련하여 우

리나라에서 이루어진 중국기업의 회계이익 정보에 대한 연구를 살펴보면 다음과 같다. 정태범(2012)은 이러한 상황을 기초로 우리나라에 상장된 중국기업의 재무제표 신뢰성에 대한 연구를 재량적발생액을 통한 이익조정 of 유의성으로 검증하였다. 연구 결과 우리나라에 상장한 중국기업의 재량적발생액은 국내 기업의 재량적발생액보다 유의하게 높은 것으로 나타났다. 홍영도 등(2015)은 우리나라에 상장된 중국기업이 한국 시장에서 신뢰를 얻지 못하는 이유를 중국기업의 우리나라 상장전후의 이익조정으로 보고, 중국기업이 같은 기간 동안에 상장한 한국기업보다 상장전후에 이익조정이 더 큰지를 검증하였다. 분석 결과 한국 상장 중국기업은 같은 기간에 상장한 한국기업보다 상장직전연도와 상장 연도에 이익조정을 더 많이 하는 것으로 나타났으며, 이러한 이익조정 결과 중국기업들의 총자산이익률(ROA)이 상장 이후에 한국기업에 비하여 하락폭이 더 큰 것으로 나타났다.

상기의 중국기업의 회계정보에 대한 기존 연구는 우리나라에 상장한 중국기업을 대상으로 하여 한국기업과 비교하였다는 점에서 그 표본이 상당히 제한되어 있으며, 중국내의 증권거래소에 상장되어 있는 일반적인 중국기업에 대한 연구가 아니라는 점에서 그 한계점을 가지고 있다. 또한 서론에서도 언급하였듯이 이미 시행된 후강통 제도와 앞으로 시행 예정인 선강통 제도의 도입과 관련하여 이제는 중국내 증권거래소에 상장되어 있는 중국기업에 대한 투자 기회가 현실화되었으며, 이제는 중국내 상장기업의 회계정보에 대한 연구가 이루어져야 할 시의성이 존재한다. 따라서 본 연구에서는 중국내 증권거래소에 상장된 중국기업의 회계이익조정에 대한 연구를 수행하였다.

## 2.2 가설 설정

본 연구에서는 중국내 증권거래소에 상장되어 있는 기업들의 이익조정 특성을 실증분석하고자 한다. 이를 위하여 기업의 이익조정에 영향을 줄 수 있는

상황에 대한 고려가 선행되어야 할 것이다. 이익조정은 일반적으로 인정된 회계원칙의 범위 내에서 경영자가 회계처리방법의 선택을 통해 이루어질 수 있으며 이러한 과정에 경영자의 재량적인 요소가 얼마나 많은 부분에 영향을 주는 지가 중요하다. 일반적으로 인정된 회계원칙에서 규정한 발생주의에 따른 회계이익은 현금주의에 의한 이익에 발생액 요소가 포함되어 결정되는데, 발생액은 경영자의 재량권이 작용할 수 있는가에 따라 재량적발생액과 비재량적 발생액으로 구분된다. 이익조정에 관한 기존 연구에서는 이익조정의 대응치로 재량적발생액을 사용하고 있으며 본 연구에서는 이를 사용할 것이다.

경영자가 재량적발생액에 영향을 주려는 이유는 기업의 이해관계자의 의사 결정에 영향을 주려는 목적을 가지고 있으며 이러한 판단 과정에는 2장에서 제시한 부채계약가설, 정치적 비용가설 등의 가정이 사용될 수 있다. 일반적으로 기업의 이해관계자가 증가할수록 경영자는 회계이익의 결정 과정에서 다양한 이해관계자의 복잡한 요구를 반영하려고 노력할 것이다. 중국의 증권거래소는 홍콩, 상해, 심천의 3곳에 존재하고 있으며 각각의 증권거래소는 투자환경의 특색이 있다. 상해증권거래소와 심천증권거래소는 지금까지 A주, B주로 구분하여 A주는 내국인 전용, B주는 외국인 전용 종목군으로 구성되었다. 이후 A주에 대해서도 일부 기관투자자의 거래가 허용되고, B주에 대해서도 내국인의 투자가 허용되었으며, 후강통 제도의 시행으로 홍콩을 통한 일반투자자의 상해증권거래소의 개별 A주에 대한 거래도 허용되게 되었다. 상해증권거래소와 심천증권거래소의 이러한 거래 제한 제도는 홍콩증권거래소와 상이한 것으로서 상장기업들의 재무정보에 대한 감시 역할이 상이할 수밖에 없다. 일반적으로 기관투자자 또는 외국인 투자자들이 일반 개인투자자들보다 기업정보 이용, 평가에 있어 상대적으로 우수하다고 전제되어 있으므로 이러한 투자자들의 거래가 많이 이루어지는 기업(예를 들어 홍콩증권거래소 상장기업)의 재무제표는 그렇지 않은 경우(예를 들어 상해 또는 심천증권거래소 상장기업)보다 신뢰성이 높다고 할 수 있다. 이러한 가정을 기반으로 하여 중국내 증권거래소 상장기업들의 이익조정 차이를 살펴보기 위한 본 연구에서는 다음과 같

은 연구 가설을 설정하였다.

(가설 1) 홍콩증권거래소 상장기업의 이익조정은 상해증권거래소 또는 심천증권거래소 상장기업의 이익조정보다 낮을 것이다.

최근 들어서는 자본시장이 국제화됨에 따라 국내자본의 조달에서 벗어나 해외자본시장을 통한 자금조달 규모가 증가하고 있다. 국내 증권시장에 증권을 상장시킨 기업이라고 하더라도 해외 증권시장에 자사의 증권을 교차 상장함으로써 해외로부터 자금을 조달할 수 있다. 외국 증권거래소에 증권을 발행하는 기업의 경우 기업의 이해관계자 층이 보다 다원화되고 해외상장요건을 추가적으로 충족시켜야 하는 등의 과정에서 재무제표의 신뢰성을 증진시켜야 할 유인을 갖게 된다. Lang et al.(2003)의 연구에서도 해외 교차 상장기업의 재량적발생액이 그렇지 않은 기업의 재량적발생액보다 낮아 회계정보의 신뢰성이 높다는 결과를 제시하고 있다. 이러한 점을 참조할 때 중국 증권거래소에 상장되어 있는 기업들 중에서도 해외증권시장에 교차 상장되어 있는 기업들은 재무제표의 신뢰성을 제고하는 측면에서 이익조정이 낮아지는 성향을 보일 것이다. 이를 검증하기 위하여 본 연구에서는 다음과 같은 추가적인 연구 가설을 설정하였다.

(가설 2) 해외 증권시장에 교차 상장하고 있는 중국기업의 이익조정은 그렇지 않은 기업의 이익조정보다 더 작을 것이다.

### 3. 연구 모형

#### 3.1 연구 방법 및 변수의 정의

기업이 손익계산서를 통해 외부에 공시하는 순이익 금액이 정보로서의 올바른 역할을 수행할 수 있기 위해서는 순이익 금액의 적절성 또는 신뢰성에 대한 평가가 중요할 수밖에 없다. 손익계산서에 나타나는 순이익을 도출하는 회계 기준으로는 발생기준(accrual basis accounting)을 사용하고 있으며, 이는 기업의 활동에서 현금의 수취 또는 지출에만 초점을 맞추어 순이익을 계산하는 현금기준 순이익에 발생액이라는 개념의 항목을 가감하여 순이익 금액을 계산하도록 하는 원칙이다. 발생액이라 함은 당해 연도의 현금의 증감보다는 실제로 기업에 귀속되는 권리, 의무의 발생 여부에 관심을 가지고자 하는 것으로서, 현금의 흐름이 없다고 하더라도 당해 연도의 순이익에 포함하는 요소(발생 항목) 또는 현금의 흐름이 있었다고 하더라도 그 중 일부 또는 전부를 다음 연도의 순이익으로 이연하는 요소(이연항목) 등을 말한다. 이러한 발생액의 측정에 있어서는 경영자의 판단 또는 재량에 영향을 받는 지에 따라 재량적발생액과 비재량적발생액으로 구분된다. 재량적발생액은 흔히 기업의 이익조정을 측정하는 대용치로 사용된다. 본 연구에서도 재량적발생액을 사용하여 기업의 이익조정을 측정하였다. 기존 연구에서 재량적발생액의 측정은 Dechow et al. (1995)이 사용한 수정 Jones 모형을 많이 사용하였다. 이 모형은 매출액의 변화에 있어 비신용매출액만이 경영자의 재량이 영향을 미치지 않을 것으로 보아 기존의 Jones 모형(1991)을 수정한 것이다. 그러나 이후 Kothari et al. (2005)은 Jones(1991)모형과 수정 Jones(1995)모형에 의해 재량적발생액을 측정할 경우 과도하게 높은(낮은) 성과를 보이는 기업의 재량적발생액이 과대(과소) 측정될 수 있다고 하였다. 이러한 재량적발생액과 기업성과와의 체계적인 관련성을 통제하기 위해 기업성과 변수인 총자산이익률(ROA)에 의하여 조정된 재량적발생액을 측정하고, 이를 Jones(1991) 모형과 Dechow et al.(1995)의 수정 Jones모형을 비교한 바, 총자산이익률(ROA)에 의하여 조정된 재량적발생액이 기업성과와 관련된 편의(bias)를 현저히 감소시키는 것으로 보고했다. 본 연구에서는 Kothari et al.(2005)의 방법을 사용하여 재량적발생액을 산출하여 재량적발생액의 측정 오류를 최소화하였다. 이

모형은 다음 식(1)과 같은 발생액의 추정모형을 토대로 각 독립변수의 회귀계수값을 추정한 후 식 (2)와 같이 재량적발생액을 추정한다.

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \eta_{i,t} \quad (1)$$

$TA_{i,t}$ : i기업의 t연도 총발생액

$A_{i,t-1}$ : i기업의 t-1연도말 총자산(t연도의 기초 총자산)

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

$\Delta AR_{i,t}$ : i기업의 t연도말 매출채권에서 t-1연도말 매출채권을 차감한 금액

$PPE_{i,t}$ : i기업의 t연도말 감가상각자산

$ROA_{i,t}$ : i기업의 t연도 총자산이익률

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - [\hat{\alpha}_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_4 ROA_{i,t}] \quad (2)$$

$DA_{i,t}$ : t연도의 재량적발생액

식 (2)에서 구한 재량적발생액(DA)을 이익조정 정의 대용치로 사용하여 본 연구에서의 가설들을 검증하기 위해서는 아래 식 (3)을 연구모형으로 사용한다.

$$DA_{i,t} = a_0 + a_1 SIZE_{i,t} + a_2 DEBT_{i,t} + a_3 CFO_{i,t} + a_4 LTA_{i,t-1} + a_5 GRW_{i,t} + a_6 LOSS_{i,t} + a_7 ROA_{i,t} + a_8 HK_{i,t} + a_9 CL_{i,t} + a_{10} YR + e_{i,t} \quad (3)$$

$SIZE_{i,t}$ : t연도말 자산총액에 자연로그를 취한 값

$DEBT_{i,t}$ : t연도말 부채비율(부채총계/자산총계)

$CFO_{i,t}$ : t연도의 영업활동현금흐름 금액을 기초 자산총액으로 나눈 금액

$LTA_{i,t-1}$ : t-1연도말 총발생액을 t-1연도말 자산총액으로 나눈 금액

$GRW_{i,t}$ : t연도의 총자산의 변화분을 t-1연도말 총자산으로 나눈 비율

$LOSS_{i,t}$ : t연도의 당기순손실 더미변수(순손실 기업이면 1, 아니면 0)

$ROA_{i,t}$ : t연도의 총자산이익률

$HK_{i,t}$ : 홍콩증권거래소에 상장한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0

$CL_{i,t}$ : 해외 증권거래소에 교차 상장한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0

YR: 연도별 더미변수

식(3)에서 종속변수는 재량적발생액으로, 이익조정인 대용변수이다. 독립변수 중에서 HK변수는 연구 가설 1의 검증시 사용할 관심변수로서 표본기업이 홍콩증권거래소에 상장한 기업이면 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수이다. CL변수는 연구 가설 2의 검증시 사용할 관심변수로서 표본기업이 중국이외의 해외 증권거래소에 교차 상장한 기업이면 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수이다.

관심변수 이외의 독립변수는 통제변수로서 기존의 이익조정과 관련한 연구에서 사용한 변수들이다. Becker et. al.(1998)은 재량적발생액이 기업규모와 관련성이 있음을 보고한 바 있으며 또한 기업규모가 클수록 회계시스템 및 내부통제 시스템이 체계화되어 있어 경영자의 기회주의적 회계선택을 제한하여 재량적발생액이 줄어든다고 한다. 그러나 기업규모가 클수록 재량적발생액의 규모도 자연히 커질 것으로 예상되는 측면도 있어 기업의 여러 가지 특성을 동시에 반영하므로 재량적발생액과의 일률적인 관계를 예측하기 어렵다. 부채비율(DEBT)과 관련하여서는 Duke and Hunt(1990), DeFond and Jiambalvo(1994)는 부채비율이 높을수록 부채계약을 위반할 가능성이 높기 때문에 경영자들의 이익조정행위가 증가한다는 연구결과를 제시하고 있으며, DeAngelo et al.(1994)과 Becker et al.(1998)은 부채비율이 높을수록 음(-)의 발생액을 보인다는 연구결과를 보이고 있다. 영업활동현금흐름(CFO)을 통제변수로 도입한 이유는 Dechow et al.(1995), Becker et al.(1998), DeFond and Subramanyam(1998)이 제시한 현금흐름과 재량적발생액 간의 유의적인 음(-)의 관계를 통제하기 위해서이다. Beneish(1997)는 총발생액

의 반전(reversal)효과를 통제하기 위하여 전기의 총발생액을 회귀식에 포함시켰으며, 본 연구에서도 이러한 체계적인 관계를 통제하기 위해 전기 총발생액(LTA)을 포함하였다. 또한 성장성(GRW)이 높을수록 경영자는 보고이익을 증가시킬 유인이 높을 수 있으므로 재량적발생액과 양(+의 값)이 예상된다. Burgstahler and Dichev(1997)는 기업이 손실의 발생이나 이익의 감소를 회피하기 위해서 이익을 상향조정하고 있다는 연구결과를 제시한 바 있어, 당해 연도의 당기순손실 여부를 나타내는 더미변수(LOSS)를 추가하였다. 총자산 이익률(ROA)은 성과와 관련된 재량적발생액의 측정오류를 통제하기 위해 모형에 포함하였다. 연도 더미변수(YR)는 연도별 특성이 재량적발생액에 영향을 미친다면 이를 통제하기 위하여 추가하였다.<sup>3)</sup>

### 3.2 표본의 선정

연구를 위한 표본은 Bureau van Dijk의 OSIRIS DB를 사용하여, 2010년부터 2014년까지 5년간 계속적으로 홍콩, 상해, 심천증권거래소에 상장되어 있는 기업들을 선정하였다. 연구모형에서 사용하는 변수들의 값이 없는 표본과, 재량적발생액의 산출에 사용되는 각 재무자료의 극단치를 제거하기 위하여 그 값이 표준오차의  $\pm 3$ 을 벗어나는 표본은 제외하였다. 최종적으로 6,623개의 연도-기업 표본이 사용되었으며, 각각의 증권거래소에서 표본으로 선정된 기업들의 연도별 현황은 <표 1>과 같다.

www.kci.go.kr

3) 실제로 본 연구에서의 실증분석 결과에서는 연도별 영향은 없었다.

〈표 1〉 표본의 구성

기준연도 증권거래소	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	합계
홍콩증권거래소	78	78	80	78	79	363
상해증권거래소	641	641	655	653	650	3,240
심천증권거래소	603	602	596	590	599	2,996
합계	1,322	1,321	1,331	1,321	1,328	6,623

## 4. 실증분석 결과

### 4.1 기술 통계량 및 상관관계 분석

〈표 2〉는 본 연구에서 사용한 변수들의 기술통계량이다. 표본의 특성을 살펴보면 52.8%의 부채비율, 18.6%의 자산성장률, 4.5%의 총자산이익률을 보이고 있다. 11.2%의 기업이 순손실을 기록하고 있으며, 영업활동으로부터의 현금흐름이 총자산의 5.3%를 차지한다. 본 연구의 가설과 관련 있는 홍콩증권거래소에 상장한 기업 표본은 5.5%이며, 중국외 해외 증권거래소에 상장한 해외 교차 상장 기업 표본은 전체 표본의 4.5%를 차지한다. 이익조정 정의 대응치로 사용한 재량적발생액의 평균치는 -0.0095로 부(-)의 값을 보이고 있다.



높을수록 부채계약의 위반 가능성 증가로 재량적발생액이 늘어날 가능성을 추측케 한다. 기타 통제변수에 대한 회귀계수의 부호가 기존의 연구에서의 결과와 같은 방향을 보이고 있으며 본 연구에서의 모형 적합성을 간접적으로 확인할 수 있다.

〈표 3〉 변수간 피어슨 상관계수1)

변수	DA	SIZE	DEBT	CFO	LTA	GRW	LOSS	ROA	HK
DA	1.0000								
SIZE	0.0455 0.0188	1.0000							
DEBT	0.1061 <.0001	0.3235 <.0001	1.0000						
CFO	-0.7052 <.0001	0.1051 <.0001	-0.1902 <.0001	1.0000					
LTA	0.2104 <.0001	-0.0201 0.3002	-0.0960 <.0001	-0.2189 <.0001	1.0000				
GRW	0.0486 0.0121	0.0907 <.0001	-0.0169 0.3822	0.0834 <.0001	0.0658 0.0007	1.0000			
LOSS	0.0881 <.0001	-0.1402 <.0001	0.2164 <.0001	-0.2270 <.0001	-0.0059 0.7603	-0.1028 <.0001	1.0000		
ROA	-0.1275 <.0001	0.0883 <.0001	-0.3546 <.0001	0.4170 <.0001	0.0570 0.0033	0.2837 <.0001	-0.5795 <.0001	1.0000	
HK	-0.0403 0.0374	0.1117 <.0001	0.0116 0.5481	0.0175 0.3658	-0.0045 0.8169	0.0140 0.4711	0.0409 0.0350	-0.0061 0.7529	1.0000
CL	-0.0149 0.4431	0.2156 <.0001	0.0217 0.2624	0.0280 0.1491	-0.0094 0.6290	0.0234 0.2267	-0.0007 0.9725	0.0143 0.4606	0.8650 <.0001

주1) 각 란의 위쪽 값은 상관계수 값임, 아래쪽 값은 유의성을 나타내는 p값을 의미함.

본 연구에서 관심변수로 사용하고 있는 홍콩증시 상장변수(HK)는 재량적 발생액과 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있어, 투자 환경이 제한적이지 않은

홍콩증권거래소에 상장된 기업이 그 이해관계자의 증가와 다양성으로 인해 재량적발생액을 감소시킨다는 연구가설과 동일한 방향을 예측하게 해준다. 다만, 중국의 해외 증권거래소 상장 더미변수(CL)와 재량적발생액은 음(-)의 관계를 보이고 있지만 유의성이 검증되지 않아 이에 대해서는 추가적인 t 검정과 다변량 회귀분석이 요구된다.

## 4.2 재량적발생액의 비교

가설 1의 검증을 위하여 표본을 홍콩증권거래소에 상장한 기업-연도 표본과 상해 또는 심천증권거래소에 상장한 기업-연도 표본의 3그룹으로 구분하였다. 구분된 각각의 그룹에서의 재량적발생액을 구한 후 그 차이에 대한 t검정을 실시한다.<sup>4)</sup>

〈표 4〉 중국내 증권거래소별 재량적발생액 차이에 대한 t검정

증권거래소 지역 재량적발생액		증권거래소		
		홍콩	상해	심천
DA(재량적발생액)		-0.0245	-0.0065	-0.0126
차이 (t값)	홍콩 - 상해	0.0180 (2.52)***		
	홍콩 - 심천	0.0119 (1.64)*		
	상해 - 심천	0.0061 (1.78)*		

\*, \*\*\*: 10%, 1%유의수준에서 유의함

〈표 4〉는 t검정 결과를 제시하고 있다. 재량적발생액은 홍콩증권거래소 -

4) t검정은 “각 증권거래소에 상장한 기업들의 재량적발생액이 서로 차이가 없다.”는 귀무가설에 대한 양측검정(two-sided test)으로 수행되었다.

심천증권거래소 - 상해증권거래소의 순서로 낮은 값을 보이고 있다. 각각의 증권거래소별로 재량적발생액의 차이는 모두 통계적으로 유의한 수준의 차이로 검증된다. 이는 가설 1을 지지하는 결과로서 홍콩증권거래소에 상장한 기업의 경우 거래에 제한이 걸려있는 상해 또는 심천증권거래소에 상장한 기업보다 이해관계자가 다양하면서도 많을 것이므로 경영자의 재량적 이익조정 또한 상대적으로 낮을 것으로 볼 수 있다.

〈표 5〉는 가설 2의 검증결과이다. 중국내 증권거래소에 상장한 기업 중 해외 증권거래소에 교차 상장되어 있는 기업의 경우 그렇지 않은 기업보다 재량적발생액이 낮은지를 살펴보았다. 해외 증권거래소에 주권이 교차 상장되어 있는 기업의 경우 중국내에만 상장된 기업보다 재량적발생액이 낮기는 하지만 그 유의성은 나타나지 않았다. 주권을 해외에도 상장하는 경우 각 증권거래소의 엄격한 상장요건을 준수하기 위해서는 회계처리에 있어서의 경영자의 재량적 판단이 줄어들 수밖에 없어 일반적으로 재량적발생액이 감소한다는 연구가설을 지지하지는 못하는 결과이다.

〈표 5〉 중국내 상장기업과 해외 교차상장 기업의 재량적발생액 비교

재량적발생액	중국내 상장기업	해외교차상장기업	차이	t값
DA	-0.0104	-0.0166	0.0062	0.87

#### 4.3 회귀분석 결과

본 연구의 관심변수인 HK와 CL 독립변수와 종속변수 DA의 상관관계분석과 증권거래소간 DA차이에 대한 t검정에서의 결과를 보면 연구가설 1은 지지하지만 연구가설 2를 지지하지는 못하였다. 즉, 홍콩증권거래소에 상장한 기

업은 상해 또는 심천증권거래소에 상장한 기업에 비해 재량적발생액이 작았지만, 중국의 해외 증권거래소에 교차 상장한 기업의 경우 중국내 증권시장에만 상장한 기업보다 재량적발생액이 유의하게 감소하지는 않았다. 한편, 상관관계분석과 t검정은 단변량 분석으로서 관심변수와 종속변수의 관계에 영향을 주는 기타 변수들의 영향이 분석에서 고려되지 않는 약점을 갖고 있다. 본 절에서는 기존 연구에서 재량적발생액의 크기에 영향을 주는 기타 변수들을 통제변수로 사용하고 HK변수와 CL변수를 포함한 다변량 회귀분석을 수행하였다. 회귀분석 결과는 <표 6>에 제시하였다. 모형 1내지 모형 3은 모두 7개의 통제변수를 회귀분석식에 포함하였다. 모형 1은 본 연구의 관심변수 중 HK변수만을, 모형 2는 CL변수만을 독립변수에 포함시켰다. 모형 3은 두 관심변수를 모두 독립변수에 포함시켰다.

통제변수들의 통계적 유의성은 부채비율(DEBT) 변수만을 제외하고는 모두 높은 유의성을 지니고 있다. 자산총액이 재량적발생액과 양(+ )의 관계를 가지고 있어 기업의 규모가 커질수록 경영자의 기회주의적인 요소가 증가하여 재량적 이익조정 의 여지가 높아짐을 알 수 있다. 자산성장률이 높은 기업의 경우에서도 재량적발생액에 양(+ )의 영향을 견지하고 있어 중국 기업의 경우 자산 규모를 통한 경영자의 재량적 행위 증가를 추측할 수 있다. 영업활동현금흐름은 소위 현금주의에 의한 순이익 개념이라고 할 수 있으며, 이 영업활동현금흐름의 회귀계수 값이 유의한 부(-)의 수치라는 결과는 현금주의 순이익이 많은 기업은 굳이 재량적발생액을 통한 이익조정의 유인이 적다고 해석할 수 있다. 당기순손실이 발생하는 기업(손실 더미변수가 1인 기업)도 재량적발생액과 양(+ )의 관계를 보이고 있어 자본시장에서 순손실이라는 부정적 신호의 영향을 완화하기 위해 재량적발생액이 사용된다는 일반적인 과거 연구결과를 그대로 유지한다. 자산이익률이 높은 기업도 재량적발생액이 증가함을 보이고 있어 순이익의 절대적 수치에 맹목적인 가치를 부여할 것이 아니라 그 안에 포함되어 있는 재량적발생액의 크기에 대한 고려가 필요함을 암시한다.

<표 6> 재량적발생액에 대한 회귀분석 결과<sup>1)</sup>

모형 <sup>2)</sup>	모형 1	모형 2	모형 3
절편	-0.1475 (-7.98)***	-0.1480 (-7.86)***	-0.1384 (-7.28)***
자산총액(SIZE)	0.0084 (8.76)***	0.0084 (8.60)***	0.0079 (8.05)***
부채비율(DEBT)	-0.0095 (-1.53)	-0.0094 (-1.51)	-0.0088 (-1.41)
영업현금흐름(CFO)	-0.8157 (-52.75)***	-0.8161 (-12.71)***	-0.8153 (-52.75)***
전기 총발생액(LTA)	0.0262 (1.67)*	0.0261 (1.66)*	0.0267 (1.70)*
자산성장률(GRW)	0.0102 (3.73)***	0.0101 (3.72)***	0.0101 (3.73)***
손실더미변수(LOSS)	0.0133 (3.26)***	0.0128 (3.13)***	0.0136 (3.32)***
자산이익률(ROA)	0.2404 (10.62)***	0.2400 (10.59)***	0.2411 (10.65)***
홍콩증시 상장 더미변수 (HK)	-0.0152 (-3.19)***		-0.0321 (-3.36)***
해외 교차상장 더미변수 (CL)		-0.0097 (-1.74)*	0.0226 (0.42)
수정 결정계수	0.5488	0.5476	0.5509
F-값	405.89***	403.92***	361.69***
표본수	6,623	6,623	6,623

\*, \*\*, \*\*\* 각각 10%, 5%, 1% 유의수준 하에서 유의한 결과

주1) 각 란의 위쪽 값은 회귀계수 값을, 아래쪽 값은 t값과 유의성을 나타냄.

주2) 모형 1은 본 연구의 관심변수 중 HK변수만을 포함, 모형 2는 CL변수만을 포함, 모형 3은 HK와 CL변수 모두 포함한 모형임.

본 논문의 주요 관심변수에 대한 회귀분석 결과 HK변수에 대해서는 유의한 음(-)의 회귀계수 값을 지니고 있다. 홍콩증권거래소에 상장한 기업이 상해 또

는 심천증권거래소에 상장한 기업보다 재량적발생액이 유의하게 작다는 결과로서 가설 1을 지지하고 있다. 이는 기초통계량 및 단변량 분석에서의 분석결과와 일관된 결과를 지지하는 것으로서, 증권거래 제도에 제한이 없는 홍콩증권거래소의 경우 기업의 재량적발생액이 작음을 나타낸다. 한편, CL변수에 대해서는 모형 2에서는 회귀계수 값이 유의한 음(-)의 수치를 보이고 있지만, 모형 3에서는 그 유의성이 검증되지 않았다. 따라서 중국의 해외 증권거래소에 주권을 교차 상장한 기업이 중국내 증권거래소에만 주권을 상장한 기업보다 재량적발생액이 유의하게 감소할 것이라는 가설 2의 예상을 강력히 지지하지 못하고 있다. 모형 2와 모형 3에서 CL변수의 유의성에 차이가 있는 이유를 살펴보면 모형 3에서는 HK변수와 CL변수가 동시에 독립변수로 사용됨에 따라 CL변수가 재량적발생액에 미치는 효과가 HK변수의 효과에 포함되어 반영된 것으로 추정된다. 실제로 해외 증권거래소에 상장한 중국기업은 모두 홍콩증권거래소에 상장되어 있는 기업임에도 불구하고 모형 3에서의 CL변수의 유의성이 검증되지 않는 것은 모형 2에서 CL변수의 유의한 결과를 뒷받침하지 못한다. 이는 주권이 해외에 교차 상장되는 경우 이해관계자들의 정보요구가 증가함에 따라 회계정보의 신뢰성이 증가할 것이라는 일반적인 예상을 충족시키지 못하는 것이다. 모형 3에서 CL변수의 유의성이 검증되지 않는 이유를 좀 더 심층적으로 분석하기 위해 홍콩증권거래소에 상장한 기업들의 재량적발생액의 분포를 세부적으로 검토하여 본 결과, 그 평균값이 -0.0166의 부(-)의 수치이면서 60%에 해당하는 기업들이 음(-)의 재량적발생액을 나타내고 있었다. 이러한 재량적발생액의 분포 특성을 고려할 때 모형 3에서 CL변수의 계수값이 양(+)의 값을 보이고 있는 이유는 해외 교차 상장한 중국기업의 경우 음(-)의 재량적발생액을 보이고 있으며 이러한 재량적발생액을 0으로 근접시키기 위한 경향을 보이고 있다고 설명할 수 있을 것이다. 즉, 해외 교차 상장 기업은 무조건적으로 부(-)의 방향으로 발생액을 기록하려고 하기 보다는 경영자의 재량권 범위를 축소하여 재량적발생액 자체를 줄이고자 한다고 해석하고자 한다.

## 5. 결론

최근 중국 경제의 급부상과 아울러 중국 증권거래소내 투자 제도의 변화(후강통 제도 도입 등)로 중국기업에 대한 투자 기회가 현실화되고 있다. 본 연구에서는 중국내 증권거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 경영자의 재량권 행사에 의한 이익조정 경향을 살펴보았다. 이익조정의 대응치로는 재량적발생액을 사용하였다. 중국내 증권거래소가 홍콩, 상해, 심천의 3곳에 존재하고 있으며 홍콩증권거래소를 제외하고는 그동안 A주, B주로 구분되어 외국인 투자가 일부 제한되어 있었다. 따라서 상대적으로 이해관계자가 많은 홍콩증권거래소 상장기업의 경우 경영자의 재량적발생액은 작을 것이라는 예상이 실증분석 결과 지지되었다. 이러한 분석 결과는 이미 시행된 상해증권거래소의 후강통제도, 그리고 향후 실시 예정인 심천증권거래소의 선강통제도의 도입 이후 중국 본토내 상장기업의 이해관계자가 증가한다면 이익조정 경향이 감소할지 추가적인 관심을 야기한다.

기업의 재량적발생액에 영향을 줄 수 있는 요소 중 기업의 주권이 해외에 교차 상장되어 있는 경우 추가적인 상장요건의 충족이나 이해관계자 층의 다원화 등을 이유로 재량적발생액이 감소할 것이라는 예상을 할 수 있다. 그러나 본 연구에서의 실증분석 결과는 이 가설을 충분히 지지하지 못하고 있다. 중국내 증권거래소뿐만 아니라 중국의 해외 증권거래소에 교차 상장한 기업의 재량적발생액은 t검정에서는 유의한 차이를 보이고 있지 않았고, 다변량회귀분석에서도 일관적으로 유의한 영향력을 보이고 있지 않았다. 다만, 해외에 교차 상장한 기업표본의 재량적발생액의 분포를 고려할 때 해외 상장 중국기업은 경영자의 재량권 사용을 축소하여 재량적발생액 자체를 축소하려는 노력을 하는 것으로 보인다.

본 연구는 중국내 상장기업을 대상으로 한 이익조정의 경향을 실증분석한

것으로서 최근 대두되고 있는 중국내 기업에 대한 직접 투자기회의 증가 추세와 더불어 앞으로 이와 관련한 지속적인 분석이 필요하다는 점을 제안하고자 한다. 특히 최근의 후강통 제도의 도입과 도입예정인 선강통 제도를 준비하면서 중국기업에 대한 추가적인 연구는 반드시 필요할 것으로 기대한다.

#### <參考文獻>

- 심한택. 2005. 해외상장기업의 회계정보 신뢰성. 『회계학연구』 제30권 특별호 제1호: 27-57.
- 정태범. 2012. 국내 상장 중국기업의 이익조정 분석. 『중국학논총』 제35집. 225-243.
- 홍영도, 양동훈, 김령. 2015. 한국 상장 중국기업의 이익조정과 가치평가. 『회계저널』 제24권 제5호: 245-279.
- Becker, C., M. DeFond, J. Jiambalvo, and K. Subramanyam, 1998, The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 15(Spring): 1-24.
- Beneish, M. D., 1997. Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance. *Contemporary Accounting Research* 15(Spring): 1-24.
- Burgstahler, D. and I. Dichev, 1997, Earnings Adaptation and Equity Value, *The Accounting Review* 72(2): 187-215.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo., and D. Skinner, 1994, Accounting Choice in Troubled Companies. *Journal of Accounting and Economics* 17(January): 113-143.
- Dechow, P., Sloan, and A. Sweeny. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70(April): 193-225.
- DeFond, M. and J. Jiambalvo., 1994, Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17(January): 145-176.
- \_\_\_\_\_, and K. Subramanyam., 1998, Auditor Changes and Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 25(February): 35-68.
- Duke, J. and H. Hunt., 1990, An Empirical Examination of Debt Covenant

- Restrictions and Accounting-related Debt Proxies. *Journal of Accounting and Economics* 12(January): 45-63.
- Healy, P. and J. Whalen. 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons* 13(4): 365-383.
- Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
- Kothari, S.P., A. Leone, and C. Wasley., 2005, Performance Matched Discretionary Accrual Measures, *Journal of Accounting and Economics* 39: 163-197.
- Lang, M., J. S. Raedy, and M. H. Yetman. 2003. How Representative Are Firms That Are Cross-Listed in the United States? An Analysis of Accounting Quality. *Journal of Accounting Research* 41(2): 363-386.
- Schipper, K. 1989. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons* 3(4): 91-102.

<Abstract>

Recently, direct stock investment in China company is going to be emerging while the China's economy grows in a rapid speed and Shanghai-Hong Kong Stock Connect was introduced in China stock exchanges. This paper tries to analyze the trend of earnings management of Chinese company listed in 3 stock exchanges in China which are located in Hong Kong, Shanghai and Shenzhen respectively. The earnings management is measured by discretionary accruals using the model suggested in Kothari et al.(2005). Empirical test result shows us that the earnings management of Hong Kong stock exchange company was significantly lower than that of Shanghai or Shenzhen stock exchange company. This means the several restrictions in Shanghai and Shenzhen reduced the diversity of stakeholders of companies, which made the management to exercise more discretionary power in accounting judgement.

In addition, I tried to discover the difference of discretionary accruals between the domestic companies of China and the cross-border listing companies because there is common understanding that the cross-border listing results in increase of various stakeholders of companies leading to the decrease of discretionary activities in accounting choices of management. But the empirical results did not strongly support my expectation. The earnings managements of cross-border listing companies are not significantly lower.

In the near future, many studies on the China stock exchanges is expected to be increased in Korea to keep pace with the extension of interest in direct investment in Chinese companies together with the implementation of Shanghai-Hong Kong Connect(滬港通) and Shenzhen-Hong Kong Connect(深港通).

Key Words: China stock exchange, earnings management, discretionary accruals, cross-border listing

원고접수일	심사일정	1차수정	게재확정	출간
2015. 12. 31.	2016. 1. 15.	2016. 1. 19.	2016. 2. 22.	2016. 2. 29.